



Nye veje til vækst

Af porteføljeformaler Lars Wincentzen



Når Trumps kommende vækstplan for USA begynder at tage form, ser vi gode muligheder for vækst og fremdrift i selskaber med forretningsmodeller, der relaterer sig til bygge- og anlægsindustrien. Den amerikanske vilje til at skabe forbedringer i landets infrastruktur er i dag til stede både hos den kommende præsident

Trump, i Kongressen samt hos den almene befolkning, og behovet er enormt.

Trump vil indføre markante finanspolitiske lempelser bl.a. via skattelettelser og offentlige investeringer. Af de offentlige investeringer estimerer Trump USD 500 mia. til en massiv infrastruktur-ud- og genopbygningsplan. Denne omfatter bl.a. veje, tunneler, lufthavne, jernbaner, vandværk, broer og diger og er en fordobling af den plan, Hillary Clinton fremlagde i den amerikanske valgkamp. Det er samtidigt planen at sænke indkomstskatterne over 30 pct., og hertil skabe mindst 25 mio. nye jobs, der bl.a. etableres i forbindelse med infrastruktur-investeringer.

Det bliver endnu dyrere

Hvert fjerde år opgør Ingeniørernes brancheforening i USA standen på den amerikanske infrastruktur. Nyeste opgørelse viser, at trods en lille fremgang rangerer infrastrukturen stadig langt under middel og er i dårlig stand. Nedslidt infrastruktur er både livsfarlig og koster samfundet dyrt, når f.eks. øget transporttid sænker produktiviteten. Det estimeres, at der skal omkring USD 4.000 mia. til for at reparere og udbygge den nedslidte amerikanske infrastruktur, så den lever op til nutidig standard.

Den forældede infrastruktur viser sig også i den offentlige vandforsyning. Her vurderes det, at der skal investeres USD 1.000 mia. på nye vandværk, der kan sikre rent drikkevand til f.eks. skoler og andre institutioner, da vandværkerne er mere end 100 år gamle.

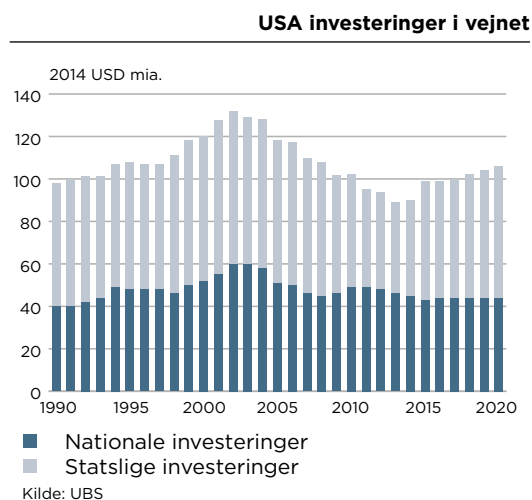
Også de over 600.000 amerikanske broer trænger til vedligeholdelse og er gennemsnitligt over 40 år gamle. Ca. 10 pct. af alle broerne – dvs. omkring 60.000 broer – behøver i dag omfattende reparationer eller direkte udskiftning.

Sluselåse og diger er over 50 år gamle, og vandvejen betragtes som vigtig for fragt i USA. Omkring 14.000 af USA's ca. 84.000 dæmninger er i så dårlig stand, at de udgør en direkte fare pga. oversvømmelser. Det vil koste ca. USD 20 mia. at reparere dem.

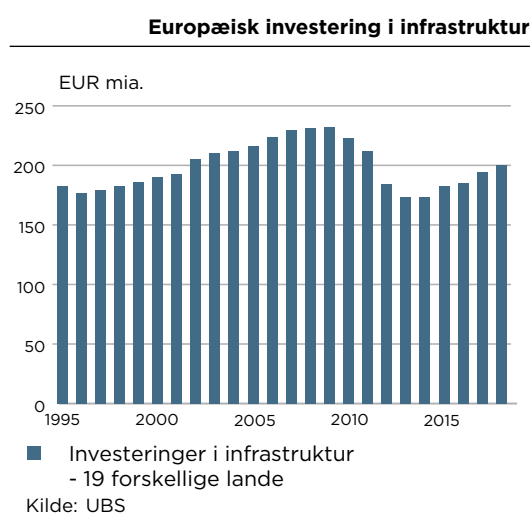
” Det estimeres, at der skal omkring USD 4.000 mia. til for at reparere og udbygge den nedslidte amerikanske infrastruktur, så den lever op til nutidig standard.

På næste side viser figur 1 og 2, at de afholdte investeringer til opgradering af de amerikanske og europæiske vejnet er faldet med næsten 30 pct. i perioden mellem 2002-2013:

Figur 1



Figur 2



Siden 2013 har den beskudne vækst primært været drevet af statslige initiativer, og i det lange perspektiv er der sket et fald i væksten i sektoren. Derfor ligger den generelle indtjeningsvækst i bygge- og anlægssektoren i dag langt under tidligere cykliske toppe. Dette er vigtigt, når vi vurderer selskaber i sektoren generelt, der heraf ofte vil se lidt dyr ud målt på P/E. Det skyldes, at udviklingen ikke har fulgt med tidligere cykliske opgange i samfundsøkonomien, og at den estimerede indtjeningsvækst for selskaber i sektoren vil afspejle sig i dette forhold.

Lettere sagt end gjort

At forbedre og udbygge infrastruktur er ofte komplekse opgaver, der involverer mange forskellige faggrupper, tungt maskinel, svært transporterbare materialer, tid og deraf ofte budgetoverskridelser. Eksekveringen på denne type projekter er derfor ofte præget af omstilling, forsinkelser og en løbende prioritering mellem delmål og økonomi.

Dette billede tegnede sig allerede på forhånd for Europa-Kommissionsformanden, Jean-Claude Juncker, der med sin deklarerede europæiske vækstplan bl.a. ift. infrastruktur som udgangspunkt ville have ca. EUR 20 milliarder som startkapital. Etableringen af en europæisk fond for langsigtede europæiske investeringer "The European Long-Term Investment Fund" (Eltif), skulle tiltrække EUR 315 mia. fra private og offentlige investorer inden for tre år. Jean-Claude Juncker har siden måttet opjustere kapitalbehovet til EUR 630 mia.

I Europa har infrastrukturbudgetterne ikke været store, og det samme har tidligere været tilfældet i USA, da landene generelt ikke har haft "fleksibilitet" på deres statsbudgetter. Pt. lader det dog til, at Trump har fået positive tilbagemeldinger fra kongressen ift. investeringerne i infrastrukturen, selv om kongressen historisk har været modstander af investeringer via etablering af fonde.

Finansiering?

Selv om man generelt er enige om, at Trumps plan vil skabe vækst i bl.a. byggeri- og anlægssektoren, hersker der stadig usikkerhed om finansieringen og hastigheden i eksekveringen. Alt andet lige kommer privatfinansierede veje og anlæg ofte hurtigere i mål end offentlige tilsvarende projekter, fordi private investorer har direkte afledte økonomiske interesser – et eksempel på dette er f.eks. udvidelser af betalingsmotorveje.

En ofte nævnt finansieringskilde er afgifter på benzin. Den tror vi ikke bliver aktuel, da det formentlig blot bliver en tabersag ved næste valgperiode. Vi forventer til gengæld, at dele af renovationsarbejdet gældsfinansieres, da renterne er lave. Det er også sandsynligt, at finansieringen sker via udstedelse af statsobligationer med op til 100 års løbetid med en lav rente. I dag er den længste løbetid på statsobligationer i USA 30 år, men i jagten på afkast er investorer i dag villige til at acceptere et lavt afkast selv med 100 års løbetid.

Et andet forslag har været at lade dele af finansieringen ske via Trumps erhvervsskattereform, der lægger afgifter på varer, der er produceret uden for USA. Dette skal samtidigt sikre, at produktionen sker i USA, og de virksomheder, der har flyttet produktionen i udlandet, vender tilbage og bidrager til den samlede vækst.

**” Trump har fået positive tilbage-
meldinger fra kongressen ift.
investeringerne i infrastrukturen.**

Medvind til CRH og Siemens

Trump har hentet millioner af vælgere ved at love at skaffe arbejdspladser. Dette skal bl.a. ske ved at sætte disse omfattende infrastrukturelle renoveringsprojekter i gang over hele USA. De selskaber, der kommer til at profitere af disse offentlige investeringer de kommende år, er blandt andet selskaber som CRH og Siemens, der er eksponerede inden for byggematerialer og udbygning af energinet.

Koncernen CRH har en målsætning om at blive verdens største selskab inden for produktion og salg af byggematerialer. Ca. 30 pct. af CRH's forretning ligger inden for infrastruktur. Selskabet har specialiseret sig i at opkøbe små og mellemstore virksomheder og integrere dem i deres eksisterende forretning. Bl.a. har CRH købt aktiver fra cementproducenten LafargeHolcim i forbindelse med deres fusion. Disse aktiver kostede CRH over EUR 6 mia., hvilket var et stort opkøb for selskabet, der dog var rimeligt prisfastsat, og strategisk ser det i dag ud som om, CRH har købt selskabet på et godt tidspunkt.

Salget er fordelt med omkring 50 pct. til USA og omkring 30 pct. til Europa. CRH er desuden den største asfaltleverandør i USA og den tredje største leverandør af sten, beton og cement. Ca. 80 pct. af råvarerne udvinder og ejer de selv. CRH leverer til områder over det meste af USA og Europa og har derfor også erfaring med transport af disse byggematerialer. Da selskabet er ”tungt” inden for byggematerialer i deres infrastrukturdivision, tror vi, at CRH fremadrettet vil lede efter selskaber, der leverer produkter og serviceydelser inden for bl.a. distribution og logistik.

CRH har et mål om at have en nettogæld på ca. 2 gange indtjeningen før renter, skat og afskrivninger i 2017. Vi vurderer derfor,

at de kan opkøbe yderligere selskaber for ca. EUR 4,5 mia. i de kommende år, der igen potentielt kan skabe en yderligere 15-20 pct. indtjeningsfremgang. Dog afhænger dette af, om selskabets ledelse fortsætter sin disciplinerede opkøbsstrategi.

Vi vurderer derfor, at CRH's relativt høje P/E på omkring 16 gange indtjeningen i 2017, kan reduceres til omkring 10 gange indtjeningen, hvis vi indregner indtjeningsvækst fra opkøb og en cyklisk normalisering af indtjeningen i sektoren. Dette mener vi er en rimelig prisfastsættelse for en eksponering til genopretningen af infrastrukturen i både USA og Europa.

Siemens er et af verdens største konglomerater inden for kapitalgode-industrien. Selskabet har bl.a. betydelig eksponering til udbygning og vedligeholdelse af det globale energinet. Siemens tilbyder et bredt spektrum af produkter bl.a. gasturbiner, vindmøller, software og service indenfor distribution af strøm samt udvikling af intelligente netværks-infrastruktur-løsninger (Smart Grid). Deres konkurrencemæssige position driver salgsvæksten (3-5 pct.). Vi forventer ligeledes meget af selskabets interne restruktureringer. Det ledelsesmæssige fokus ligger bl.a. på omkostningsbesparelser og porteføljeoptimering, hvor en udskillelse og børsnotering af deres sundhedsdivision er på tegnebrættet.

Med et årligt forsknings- og udviklingsbudget på 5 milliarder euro står Siemens stærkt positioneret i fremtiden og er allerede pionerer inden for produkter og løsninger til ”Den Digitale Fabrik”. Her er maskiner, udstyr, sensorer og mennesker forbundne og kommunikerer med hinanden via ”Internet of Things” og ”Internet of People”. Siemens aktien handler på en attraktiv valuering med en P/E på 14-15 gange indtjeningen (2017-18), og selskabet genererer samtidig et højt frit cash-flow, der muliggør et attraktivt og voksende udbytte på godt 3 pct.

Afdeling Globale Aktier har investeret i CRH og Siemens siden november/december 2016.