

Sectoren in een nulrentewereld

Groeisectoren hebben in deze wereld een natuurlijk voordeel omdat toekomstige winsten aan lagere rentevoeten dienen verdisconteerd te worden naar vandaag. Hierdoor stijgt de actuele waarde van deze winsten. Wij zoeken hieronder naar een manier om in deze sectoren te investeren, evenals een selectie van de meest interessante (software) binnen de groeisector.

Omdat bij software en software as a service (SaaS) de netto marges hoog zijn bvb 50% en stijgend bij stijgende omzet (omdat de kosten gemaakt zijn en steeds kleiner worden bij opschalen bvb microsoft had initieel brutomarges van 90%), vloeit elke USD omzet stijging in hoge mate door naar de bottom line. Daarom kan er gepleit worden om de PEG ratio (die ingeval van onderwaardering best onder de 1 blijft als vuistregel) te vervangen door PSG ratio. Of misschien moeten we de PFCFG ratio als maatstaf nemen. Voor Novartis is PFCF 14 en FCF groeit met 50% op 5 jaar. Voor Roche is dit 14.8, groei 50%. Voor adobe is dit 36. MSFT 30 groei 100% op 5 jaar. Google 24 groei 125% op 5 jaar. VIPshop 13 groei 300%.

Ook bij netwerk/platformspelers stijgt de FCFmarge bij stijgende omzet omdat ze éénmalige build kost hebben voor platform. Hierdoor zal de omzet groei leiden tot nog grotere groei in FCF. Door dat op 5 jaar te bekijken houden we rekening met dit effect. De FCF marge is bij deze spelers doorgaans lager. Dit betekent dat het langer duurt voor je aan het theoretisch plafond van 100% bent. Dergelijke aandelen dienen dus wellicht langer aangehouden te worden om het volle potentieel van de margeverbetering te bereiken in marktwaardering. Bij software gaat dit vlugger. Het komt er bij beide sectoren steeds op aan van het momentum juist te hebben.

De kwaliteit van software bedrijven kunnen we meten door de omzetgroei en de FCF marge op te tellen. De vuistregel van meer dan 40 geldt als kwaliteit. Hogere groei, dus dichterbij start-up, mag gepaard gaan met eventueel negatieve FCF marges. Bij google is de FCF marge 20% en de omzetgroei circa 25%.

Het hele universum van de software sector moet bekeken worden om de relatieve waardering van een bedrijf te bepalen of een benadering kan gevonden worden bij de ratio's van de marktleider. Doorgaans presteren de gemiddelde waarderingen op langere termijn beter. We dienen te aanvaarden dat een interessant investering qua relatieve waardering in absolute waardering totaal niet interessant kan zijn. De markt is wat ze is en als je in software wil investeren, dien je dit te aanvaarden.

Joost Olbrechts

Karakter Invest

November 2020