



KDDI Corporation



Af Klaus Petersen, CFA, Porteføljemanager, ValueInvest Asset Management S.A.

### Japans andenstørste mobiloperatør

KDDI Corporation (KDDI), Japans andenstørste mobiloperatør med en markedsandel på 27,6%, blev tilføjet i Foreningens japanske og globale porteføljer i november 2009 og blev dermed den første investering inden for telekommunikation. Det KDDI, vi kender i dag, er et produkt af en deregulering af det japanske telekommunikationsmarked og fusioner. Indtil 1985 havde NTT (Nippon Telegraph and Telephone) monopol på den indenlandske telefoni, og KDD (Kokusai Denshin Denwa Company) havde monopol på den internationale trafik. Med liberaliseringen i 1985 blev dørene åbnet for konkurrence, om end det skulle vise sig, at vejen til et mere effektivt og fair marked ikke var uden forhindringer. Imidlertid arbejdede ihærdige ildsjæle på at bryde monoopolet og give forbrugerne alternative muligheder for billigere telefoni med mere fokus på service. DDI (Daini Denden Planning Company) bliver etableret i 1984 på initiativ af stifteren af Kyocera (producent af elektronisk udstyr og komponenter), Kazuo Inamori, der hentede Sachio Semmoto, som på daværende tidspunkt var ingeniør hos NTT. Det skulle vise sig at blive en stor succes. DDI lancerede den første analoge mobiltelefoni i 1989. IDO (Nippon Idou Tsushin Corporation) blev etableret i 1988, og samme år lancerede de deres første analoge mobiltjeneste. Det gamle monopol NTT måtte se sin markedsandel på mobilmarkedet falde fra 96% til 65% i perioden 1988-1991. I oktober 2000 bliver de tre selskaber DDI, KDD og IDO fusioneret, og KDDI er en realitet.



I dag har KDDI eksisteret i mere end 10 år og fremstår som en stærk integreret telekommunikationsudbyder i Japan med salg under au brandet til 33 mio. mobile kunder samt 6,4 mio. husholdninger og erhvervs-kunder, der er koblet op på selskabets fastnet. I fastnetsforretningen er inkluderet 1,1 mio. kabeltvkunder og 1,9 mio. kunder på det hastigt voksende højhastighedsbredbånd FTTH (Fiber To The Home). Af den samlede omsætning udgør mobilforretningen 71,9%, fastnet 24,9% og andet 3,2%. Over de seneste 3 år har salget udvist en svagt nedadgående trend og er faldet med 1,5% årligt, hvorimod den primære indtjening er steget med 5,6% årligt. Det vurderes, at KDDI i dag er godt rustet til at tage

udfordringen op på fremtidens datatunge kommunikationsmarked i kraft af en netværksplatform, der omfatter 3G, LTE (i 2012), WiMAX, FTTH, WiFi og kabeltv-netværk, og er derfor i stand til at servicere kunderne med den bedste opkoblingsløsning.

### Fra vækstkommet til discount aktie

Efter fusionen oplevede KDDI en periode med stærk vækst, der udfordrede NTT DoCoMo's dominerende position i Japan. Fra marts 2001 til marts 2007 vokser det samlede japanske mobilmarked fra 61.136.500 til 96.717.900 mobilkunder - en fremgang på 58%, men KDDI formåede at vokse med 89%, hvorfor NTT DoCoMo måtte se sin markedsandel skrumpet yderligere fra 59,2% til 54,4%. Væksten ses også i indtjeningen. For regnskabsåret 03/2001 til 03/2007 stiger KDDI's primære indtjening med ikke mindre end 249%, og på denne baggrund fik aktiekursen et gevaldigt boost. I perioden (fra 31/12/2001) frem til at aktiekursen topper i maj 2007, er aktionærerne blevet belønnet med et akkumuleret afkast på 347% målt i JPY (i DKK 217%), og aktien har markant overgået et mere moderat afkast på 31% i JPY (i DKK -6%) for de globale telekommunikationsaktier. Da KDDI var i vækstfasen, og investorerne var villige til at betale en høj pris for indtjeningen, fordi den historiske udvikling blev ekstrapoleret, var aktien uden for rækkevidde set med en value-investors ønske om en substantiel sikkerhedsmargin. Fra maj 2007 til november 2009 taber aktien pusten, og faldt med 55% i JPY (i DKK 43%) drevet af kursfaldene på aktiemarkedene i kølvandet på kreditkrisen, men mere vigtigt fordi selskabet havde mistet det positive momentum på mobilfronten. Konkurrencen intensiveres på det japanske mobilmarked og KDDI misser trenden på mobiltelefoner. Softbank, der købte Vodafo-nes japanske mobilaktiviteter (tredje største mobiloperatør) i 2006 og overtog 15 mio. kunder, begynder en mere aggressiv prissætning efter en periode med et relativt fredeligt marked. I 2008 etablerer medstifteren af KDDI, Sachio Semmoto, så Japans fjerde mobiloperatør EMobile, og Softbank har en succesfuld lancering af iPhone på det japanske marked. Vurderingen af KDDI i markedet er nu meget pessimistisk. Ingen tvivl om, at KDDI bliver udfordret, men samlet set genererer selskabet stadig en solid indtjening. I november 2009 kunne KDDI således erhverves til Foreningens porteføljer til en temmelig depressiv prissættelse på blot 43% af Fair Value ud fra et konservativt indtjeningssestimat og klassificeret i den næsthøjeste risikokategori D, hvilket betyder, at afkastkravet til beregning af Fair Value er baseret på en risikopræmie på 100%! Til sammenligning handledes den globale telekom-sektor på daværende tidspunkt til 75% af Fair Value baseret på den senest rapporterede indtjening.

Ved investering i KDDI stod det klart, at en re-rating af aktien tættere på Fair Value primært ville være afhængig af to forhold. For det første at KDDI formår at vende udviklingen i fastnetsdelen, der igennem en årrække har leveret blodrøde tal, hvilket skulle ske ved en kombination af lavere netværksomkostninger og en øget kundemasse på FTTH. For det andet at KDDI med succes kan gøre et come-back på mobilmarkedet efter at være gået glip af kundernes præference på mobiltelefoner og efterfølgende har haft svært ved at tage markedsandele.

### Sorte tal i fastnetsdelen

Udviklingen i fastnetsdelen er nu vendt. KDDI er begyndt at høste frugterne fra en række akquisitioner af selskaber med egen infrastruktur f.eks. FTTH netværk, der blev købt i 2007 af Tokyo Electric Power Company og som herefter er blevet integreret i de øvrige fastnets-aktiviteter. I det seneste årsregnskab er underskuddet nu afløst af et overskud på JPY 24 mia., hvilket var betydeligt bedre end forventet. Yderligere optimering af fastnettet vil bringe besparelser på JPY 14 mia. i år, og med en forventet kundetilvækst på 26% i FTTH forventes den primære indtjening at ville stige med 67% i år.

### KDDI er klar til et comeback på mobilmarkedet

Som på de øvrige mobilmarkeder i de udviklede lande er der ej heller i Japan megen vækst at hente fra en øget penetration fremover. Derfor skal stabilisering og vejen mod moderat vækst i mobilforretningen ske ved udvikling af nye tjenester m.v. der vil falde i kundernes smag. Smartphones er her et vigtigt redskab for mobiloperatørerne i deres kamp for at bremse den faldende gennemsnitlige indtjening per bruger. Potentialet er stort, og ifølge KDDI vil en typisk kunde, der går fra en almindelig mobiltelefon til en smartphone, øge den gennemsnitlige indtjening pr. bruger fra data med 41% i forhold til tidligere niveau (baseret på data for perioden november 2010 til februar 2011). Den tredje mobiloperatør, Softbank, der ligger lige i hælene på KDDI, har retten til iPhone i Japan, og det har naturligvis betydning, at de i den seneste tid har haft en stærk udvikling i kundetilgangen. Imidlertid har KDDI nu opgraderet sit sortiment af smartphones, og desuden lanceres der 5 nye modeller af au smartphones henover sommeren alle med Googles Android™ 2.3 styresystem. De nye modeller understøtter alle Win High Speed, der giver en download hastighed på op til 9,2 Mbps. Allerede nu kan der spores en vis succes. I første kvartal af det netop aflagte årsregnskab havde KDDI en tilgang på 20.000 smartphones kunder, og dette er hen over året steget til 610.000 i det sidste kvartal. Samlet har KDDI nu lidt mere end 1 mio. kunder med en smartphone, svarende til 3,3% af samtlige mobilkunder. Selskabet forventer, at denne trend vil fortsætte, og at penetrationen af smartphones vil stige til 11,6%, svarende til 4 mio. kunder ved udgangen af indeværende regnskabsår. I år forventes et fald i den primære indtjening fra mobilaktiviteterne på 2% til JPY 430 mia.

### Sammenfatning

KDDI har, siden den blev inkluderet i porteføljen, leveret et solidt afkast til Foreningens porteføljer og har ved redaktionens afslutning leveret et totalt afkast på 43% i DKK (29% i JPY), hvilket er betydeligt bedre end sektoren, og 19%-point mere end hvad det globale aktiemarked har givet i samme periode. KDDI er godt på vej til at få stabiliseret indtjeningen. På lidt længere sigt kan der forventes en moderat vækst i indtjeningen primært drevet af bedre indtjening i mobilforretningen og lavere netværksomkostninger, hvilket bør medføre, at aktien stille og roligt konvergerer mod Fair Value. KDDI har i dag en stærk balance og vil kunne tilbagebetale gælden med blot 0,8 års resultat før renter, skat og afskrivninger. Yderligere forventes det for indeværende regnskabsår, at selskabet vil generere et free cash flow, der vil beløbe sig til JPY 330 mia., og der er således rigeligt råderum til at udbetale dividende (p.t. er det direkte afkast 2,6%) og selektive





**LISMO! for Music, Video and Books**  
LISMO! integrates au mobile phones, PCs and audio devices so users can enjoy music. LISMO Video enables users to view complete movies on their au mobile phones. Movies and TV programs purchased from the LISMO Video Store can be downloaded to PCs or au mobile phones, enabling users to comfortably enjoy video and audio anywhere they go.

opkøb på vækstmarkeder. For indeværende år er det selskabets forventning, at den primære indtjening vil være nogenlunde uændret på JPY 475 mia. Baseret på en justeret primær indtjening, der er 11% lavere end det forventede, handles aktien til 50% af Fair Value.

At KDDI er attraktivt prisfastsat kan også illustreres på en anden måde. Hvis man forestiller sig, at man købte hele virksomheden – dvs. købte samtlige aktier og betalte den samlede nettogæld ud - og at man derfor ikke skulle dele indtjeningen med andre, ville man få et afkast på det investerede beløb på 13,3%. Det er ca. 3,5 gange højere end det globale risikofrie afkast for en virksomhed med en relativ stabil indtjening! ■