

## Case: Waste Management Inc.



### Billigt skrald!

I juli måned sidste år blev Foreningens globale afdelinger medejer af renovations-virksomheden Waste Management Inc. (WM) - Nordamerikas største integrerede affalds- og renovations-selskab med knap 20 millioner kunder med rødder, som kan dateres helt tilbage til 1894 - efter at det blev muligt at erhverve aktien med en rabat på mere end 35% i forhold til Fair Value. Det er den første investering inden for dette segment, og er med til at øge diversifikationen i porteføljerne.

### Skrald ind, penge ud

»Skrald ind, penge ud«, er ikke et udtryk for, at WM er en flok alkymi-ster, der i bedste Harry Potter stil formår at forvandle ildelugtende skrald til guld. Hovedparten af WM's indtjening kommer derimod fra betaling for afhentning af affald fra husholdninger og virksomheder. Affaldsindsamlingen er baseret på kontrakter, der for virksomheder typisk løber 3 år. For husholdninger indgås kontrakten enten mellem kommunen eller de enkelte husstande, og løbetiden er normalt på 1-5 år. Mange kontrakter giver en god stabilitet i indtjeningen fra kerneaktiviteterne. Affaldet indsamles i egne lastbiler, nærmere bestemt 18.829 stk., hvorefter det transporteres til opsamlingsstationer for komprimering og for derefter at blive videretransporteret og deponeret på lossepladserne.

WM har en meget stærk position på det Nordamerikanske marked i kraft af et veludbygget netværk på i alt 273 lossepladser, der er kapacitetssikret langt ude i fremtiden med en vægtet restlevetid på 35 år. Dertil kommer 345 opsamlingsstationer. Det er af afgørende betydning at have egne opsamlingsstationer og lossepladser, da det medfører en højere profitabilitet end, hvis WM f.eks. skulle betale for at benytte tredje parts lossepladser for at komme af med skraldet. Udover den traditionelle renovation er en stor del af WM's aktiviteter koncentreret omkring minimering af ressourcensplid ved at udvinde energi fra affaldet og dels genbruge råvarer. På 134 genbrugsfabrikker sorteres og omdannes alt fra metal, glas, pap og papir m.v. og i 2009 blev i alt 8,5 millioner tons affald genbrugt. I 2001 indførtes »Single-Stream Recycling«, hvorved forbrugere kan samle alle genbrugsartikler i en affaldsbeholder, hvor WM med en mekanisk og optisk teknologi kan sortere og separere de enkelte materialer. Energiudvinding sker ved afbrænding af affald på 16 »waste-to-energy« (affald-til-energi) kraftværker, der producerer elektricitet, og dertil kommer gasudvinding fra dekompostering fra 119 lossepladser. Sammenlagt producerede gasudvinding og »waste-to-energy« det, der svarer til 14 millioner tønder olie, nok energi til 1 million husholdninger i et år.

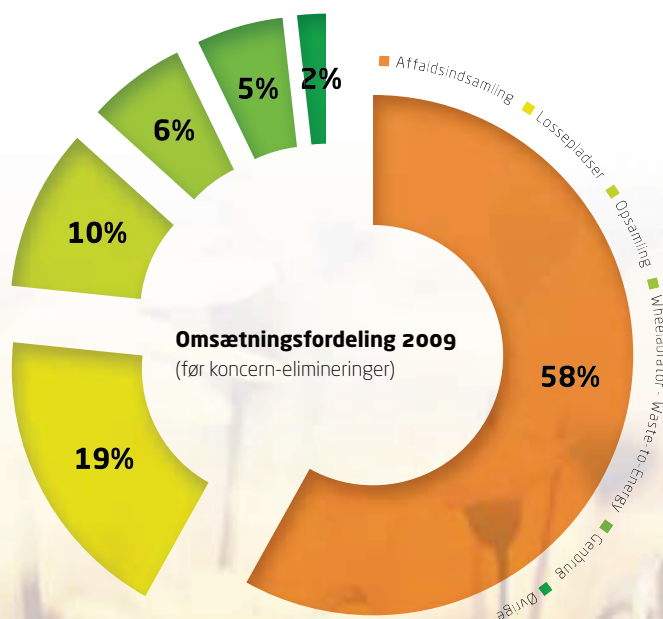
I 2009 kom 94% af den samlede omsætning fra det Nordamerikanske marked, og WM er derfor primært afhængig af udviklingen i den amerikanske økonomi. Selvom forretningsmodellen er rimelig stabil, så er det klart, at der i kølvandet på en lavere økonomisk aktivitet følger en mindre mængde skrald med den største nedgang inden for f.eks. byggeriet og industri. Den lavere volume af affald og lavere priser på genbrugsråvarer ramte WM's omsætning og indtjening relativt hårdt sidste år. Omsætningen faldt med 12% til USD 11.791 mio., og den primære indtjening faldt i næsten samme tempo -11% til USD 1.970 mio. Men selv i dette vanskelige år er WM en solid virksomhed, der har formået at generere et stærkt cash flow.

### Skrald er fremtidssikret

Med fremgang følger skrald, og skrald er kommet for at blive. I Nordamerika er mængden af affald siden 1960 steget med 183% drevet af øget velstand og befolkningstilvækst. I 2008 udgjorde den samlede mængde affald (Municipal Solid Waste) i følge United States Environmental Protection Agency (EPA) ikke mindre end 250 mio. ton. Dette svarer til, at hver amerikaner i 2008 fra baby til olding dagligt producerede 2,3 kg affald, eller lidt mere end 800 kg på årsbasis. Og det er nok ingen overraskelse, at den største andel af affald, ca. 31% af den totale mængde, stammer fra emballage. Frem til 2020 forventer WM, at affald (solid waste) vil stige med ca. 6% fra nuværende niveau.

### Stigende råvare- og energipriser gør genbrug attraktivt

Holdningen til skrald har ændret sig over tiden. I starten var det blot et uheldigt biprodukt, der helst hurtigst muligt skulle bringes ud af synsvidde uden nærmere omtanke for miljøet og de kommende generationers velbefindende. I dag er der meget mere fokus på at beskytte miljøet, men også på at udtrække værdi af affaldet og genbruge en høj andel til gavn for både miljøet og økonomien. I 1960'erne var det





en forsvindende lille andel af den samlede affaldsbunke, der i Nordamerika blev genanvendt – det, der svarer til 6%. Først fra 80'erne begyndte andelen at stige, drevet af øget miljøbevidsthed og højere råvarepriser, og nu er det cirka 1/3 af alt massivt affald, der genbruges, og ca. 13% afbrændes og omdannes derved til energi. Det øgede fokus på miljøet og knaphed på råvarer vil være en kilde til vækst for WM og for dem, der har den fornødne ekspertise inden for genbrug og udvinding af energi fra affald. Og vækstmulighederne er store: omdannelse af »waste-to-energy« forventes frem til 2020 at vokse 31% til 41,5 mio. tons svarende til en andel på 15,7% af alt affald (solid waste). WM forventer i 2020 at have fordoblet produktionen af energi fra »waste-to-energy« og gasudvinding fra lossepladser. Effektivisering og ny teknologi betyder, at volumen af genbrug næsten kan tre-dobles.

#### **Vækstmuligheder ved mindre opkøb**

Det amerikanske affaldsmarked er verdens anden største i volumen (overhalet af Kina), og de to dominerende spillere er WM og Republic Services (Allied Waste og Republic Services fusionerede i 2008), der tilsammen sidder på mere end halvdelen af al affaldsindsamling. Markedet er stadig meget fragmenteret med en stor underskov af mindre og lokale aktører, hvilket giver gode muligheder for en velkonsolideret virksomhed som WM til at øge forretningsomfanget via mindre »bolt-on« akquisitioner.

#### **WM køber adgangsbillet til vækstmarked**

Der kan ikke herske tvivl om, at den kinesiske vækst er voldsom, og at det afstedkommer en glubende appetit på alle former for råvarer og energi, der i årene fremover vil blive vanskeligere at få dækket. WM har via sin teknologiske viden inden for »waste-to-energy« i datterselskabet Wheelabrator Technologies Inc. opnået en samarbejdsaftale med Shanghai Chengtou Holding, hvor WM køber en 40% ejerandel i datterselskabet Shanghai Environment Group for USD 150 mio. Herigennem får WM adgang til det attraktive og hastigt voksende

kinesiske marked for »waste-to-energy«. Kina overgår nu USA, og får den tvivlsomme titel som verdens største affaldsproducent med en estimeret vækst på 4,4% årligt frem til 2020. »Waste-to-energy« forventes at ville vokse med knap 17% p.a. over de næste 10 år.

#### **Sammenfatning**

Der kan godt være penge i skrald. Ved investering i WM får man andel i en stabil virksomhed i form af kerneaktiviteterne indsamling af affald og drift af lossepladser på det nordamerikanske marked. WMs ekspertise inden for genbrug og udvinding af energi er vækstområder, som må forventes at komme til at indtage en mere fremtrædende rolle fremover. Når økonomien retter sig, er det naturligt at forvente, at priser på genbrugsvarer vil stige og derved bidrage betydeligt til indtjeningen i WM. På længere sigt har man desuden en option på noget i Kina, der med lidt held kunne gå hen og blive et meget værdifuldt aktiv for WM. For den kommende 5 års periode forventer ledelsen, at WM vil være i stand til at øge omsætningen med 3-5% årligt drevet af en kombination af højere volumen og priser samt mindre »bolt-on« akquisitioner. Indtjeningen vil kunne stige med højere vækstrater.

Med udgangspunkt i en vækst i den primære indtjening på 7% for indeværende år handles WM til kun 59% af den beregnede Fair Value. Ved opnåelse af Fair Value modsvarer dette et kursstigningspotentiale på 69%. I prisfastsættelsen er der tillige taget højde for de risici, der er forbundet med at drive lossepladser – omkostninger til omdannelse af lossepladser til f.eks. rekreative formål efter endt brug – idet gælden er øget med USD 1.523 mio., hvilket er beløbet hensat til de forventede omkostninger til lukning af lossepladser. Udover en lav prisfastsættelse kan man desuden glæde sig over at få et attraktivt direkte afkast på knap 4% (udbytte i forhold til aktiekursen).

#### **Klaus Petersen, CFA**

Porteføljemanager

ValueInvest Asset Management S.A.