



Case af ValueInvest Asset Management S.A.

Swatch - You think plastic... think again!

➔ Swatch er et familiedomineret selskab, grundlagt tilbage i 1980'erne af Nicholas G. Hayek Sr. Siden 80'erne er selskabet vokset betydeligt og tæller i dag, efter at have erhvervet luksusbrands som Breguet, Blancpain, Jaquet Droz, Glashütte Original, Léon Hatot, Omega, Rado, Longines, Union Glashütte, Tissot, Certina, Pierre Balmain og senest amerikanske Harry Winston, som verdens største ure-virksomhed.

Navnet Swatch er en sammentrækning af "Second Watch". Det var Hayeks idé, at producere "det andet ur", der skulle fungere som mode-tilbehør frem for et dyrt smykke. Selskabet revolutionerede produktionsmetoden for analoge ure ved at bruge syntetiske materialer og samleteknologi samt ved at reducere antallet af dele fra 91 til 51 – uden at gå på kompromis med præcision og kvalitet.

Swatch er en familievirksomhed, der drives af Nicholas G. Hayek Jr. (CEO) og søsteren Nayla Hayek, der er bestyrelsesforkvinde. Familien styrer ca. 40% af stemmerne i Swatch og ejer 25% af værdien. Nicholas Hayek er virksomhedens ansigt udadtil og er, ligesom sin far, en karismatisk type ift. sin optræden i offentligheden. Hayek er ikke nødvendigvis den mest respekterede CEO, når man kigger på det med finansielle øjne, da han er kendt for at være (for) optimistisk, ikke at ville nedsætte udgifterne i svære tider og for at opbygge lagre, når andre reducerer. Den manglende respekt går dog begge veje, hvilket illustreredes på Swatches 2008 årsrapport, hvor ordene "*Warning! This publication is not recommended for the acrobats and jugglers on today's financial circus*" prydede forsiden.



Inden for Tøj, Accessoires og Luksusvarebranchen er Swatch én ud af to store rendyrkede schweiziske urmagere, hvor den anden er Rolex. Den schweiziske urindustri er domineret af Swatch, Richemont og Rolex, hvor sidstnævnte er privatejet, og alle tre selskaber repræsenterer op til 90% af den totale schweiziske ureksport. Samlet set er omsætningen fra urmager-forretningen ca. 15,5 mia. euro for de tre selskaber, hvor 50% stammer fra Swatch, 30% fra Rolex og 20% fra Richemont.

Sektorperspektivet

Tøj, Accessoires og Luksusvarebranchen har en stærk historik for at generere værdi til ejerne. Igennem de seneste 20 år har afkastet på investeret kapital været påvirket af IT-boblen, den finansielle krise og senest afmatningen i nye økonomier, særligt i Kina og Hong Kong. Gennem hele perioden har branchen tjent mere end deres risikostjerede kapitalomkostninger.

Branchen udgør 25% af den totale omsætning for den bredere Luksusvaresektor. Produkterne inden for denne sektor kan alle betegnes som nice to have og ikke need to have, så hvorfor leverer branchen så stabilt?

- Stigende global velstand er en af grundene til væksten i luksusvaremarkedet
- En stigende middelklasse, der søger at identificere sig med de superrige og disses købedygtige livsstil
- Den stigende kinesiske middelklasse støtter især denne vækst
- Brand power inden for luksusbrands
- Stigende global rejseaktivitet er en solid vækstgenerator

Luksusvarer er en attraktiv sektor. Brand poweren er utvivlsom inden for sektoren og har de seneste årtier givet en massiv omsætning og indtjeningsvækst. Dette betyder dog ikke, at der ikke er bump på vejen, og det overvældende tema disse dage er, at Generation Z og Y har et andet forbrugsmønster på luksusvarer end babyboomerne. Eks-terne sektorrapporter slår til lyd for forskellige udfald, så som:

"...led some people to suggest that they (millennials / gen Y + gen Z) may opt to avoid higher-earning jobs as they focus on purpose and value."

Eller som den anden ende af spekteret;

"The more young people are exposed to, and learn about luxury goods and luxury brands, the more they want them."



”

En stor del brand value og godt håndværk er forankret i Swatch, og ligesom Italien er kendt som de bedste i modeverdenen, er Schweiz uovertruffen, når det gælder urfremstilling.

swatch  De langsigtede forventninger til væksten er positive. Det er vores forventning, at efterspørgslen for Tøj, Accessoires og Luksusvarer vil fortsætte med at stige pga. stigende global velstand, fortsat villighed til at bruge penge på luksusvarer samt, ikke mindst, en stigende kinesisk middelklasse. Vi er dog lidt mere forsigtige end tidligere ift. væksten, selvom omsætningsvæksten de seneste 10 år har ligget på 7% p.a., og indtjeningen er steget en smule mere end det. Markedet forventes at stige i mindre grad frem til 2020 (Bain 2016), og branchens totale værdi forventes at ligge omkring 280-295 mia. euro i 2020, hvilket svarer til en årlig vækst på 2-3%.

På trods af tidligere udsagn fra Bain mener man, at generation X, Y og Z forbruger langt mere end babyboomerne. Et forbrug, der især er drevet af den kinesiske middelklasse og ændringer i forbrugsmønstre, som vil introducere 50 mio. nye forbrugere til markedet.

Swatches position i branchen

Generelt er Tøj, Accessoires og Luksusvarebranchen karakteriseret ved adskillige spillere inden for 10 segmenter. Der er høj koncentration af virksomheder i Europa; ud af 100 selskaber inden for personlige luksusvarer er 62 baseret i Europa (Deloitte, GPolG 2016), hvoraf 29 er baseret i Italien. Et interessant særpræg blandt de italienske selskaber er, at 24 af de 29 er majoritets-ejet/drevet af den stiftende familie, hvilket kan være en fordel, når det drejer sig om at beskytte brandet, frem for uafhængige ejere fra den finansielle industri/pensionsindustrien. Uden for urindustrien (i Schweiz) kan markedet stadig betegnes som fragmenteret med mange uafhængige spillere. Dette

gælder ikke for den schweiziske urindustri, der primært udgøres af tre selskaber (Swatch, Rolex og Richemont). Det er interessant, at ejerforholdet i de to største selskaber, Swatch og Rolex, ligeledes er familiepræget: Hayek familien styrer ca. 40% af stemmerne i Swatch og ejer 25% af værdien, hvorimod Rolex er fuldstændig ejet af Hans Wilsdorf Foundation, der er stifter af selskabet.

Vi mener, at ejerstrukturen i Swatch indebærer en stærk forankret kultur med respekt for den schweiziske urindustri generelt, men især for Swatches' traditioner. Det faktum, at Hayek Sr. optrådte som den betydningsfulde karismatiske leder, der reddede den schweiziske urindustri i 1980'erne, er en betydningsfuld arv for familien.

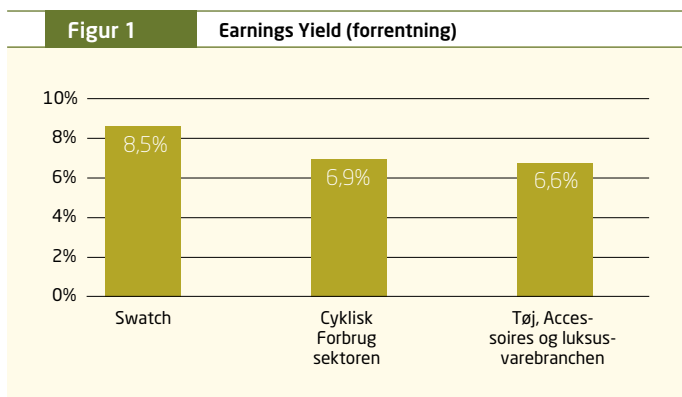
Strategien i Swatch er tydeligvis at beskytte det schweiziske Swiss made kvalitetsstempel med al magt (gældfri er et godt udgangspunkt). Det er ikke et tilfælde, at produktionen opretholdes i Schweiz (Swiss made), og virksomheden har derudover bibeholdt en overkapacitet af urmagere - selvom efterspørgslen de sidste par år har været faldende.

Opindeligt var introduktionen af smartwatches på markedet ikke noget der interesserede Swatch. Men efter en del postyr omkring bl.a. Apple Watch, er Swatch dog begyndt at vise interesse for produktkategorien, især som supplement til Swatch urene i den lavere ende af prisspektret. Vi hælder til den opfattelse, at smartwatches åbner op for en ny generation af forbrugere frem for at tage markedsandele fra nuværende producenter.

>>



>> Inden for high-end urfremstilling anses Swatch, Rolex og Richemont for at være absolut markedsledende, og som pure-play urmagere er Swatch og Rolex (privatejet) mere påvirkelige over for volatilitet ift. efterspørgslen end Richemont. En stor del brand value og godt håndværk er forankret i Swatch, og ligesom Italien er kendt som de bedste i modeverdenen, er Schweiz uovertruffen, når det gælder urfremstilling.



Vi mener, at den aktuelle misprissætning er et resultat af

- At den schweiziske urindustri, modsat Luksusvaresektoren, de seneste par år har oplevet deceleration og faldende salg
- Vanskelighederne i at forudsige, hvornår branchen oplever bedring eller når bunden
- Truslen fra smartwatches, der i retrospekt kan virke en smule overdrevne
- Swatches' optimisme ift. en forbedring, der endnu ikke er sket
- Swatches' bevidste høje omkostninger, hvor de har bibeholdt medarbejdere i stedet for at skære på udgifterne, der 'irriterer' finansindustrien
- At den schweiziske nationalbank fjernede båndet til euroen i 2015, hvilket især påvirkede Swatch, der primært producerer i Schweiz
- Hr. Hayeks rolle ift. finansindustrien, der især understregedes af overskriften på Årsrapporten 2008:

"Warning! This publication is not recommended for the acrobats and jugglers on today's financial circus"

Investeringsrationale

Vi mener, at Swatch som virksomhed kan profitere af en korrektion i den aktuelle misprissætning, hvor den nuværende Earnings Yield er over 8,5% mod Cyklisk Forbrug sektorens godt 6,9% (vægtet risikopræmie 88%) og den B-risikoklassificerede Tøj, Accessoires og Luksusvarebranchens 6,6%. Historisk set har overskudsgraden og afkastningsgraden for Swatch været på samme niveau som Tøj, Accessoires og Luksusvarebranchen, hvilket indikerer, at Swatches' kvalitet er fuldt på højde med branchen. ●

Swatch

www.swatch.com

Hjemsted
Schweiz

Etableringsår
1983

Antal ansatte
~36.000

Omsætningen geografisk
Asien (inkl. Kina 34%) 56%, Europa 33%, Amerika 9%, Fjernøsten 1% og Afrika 1%.

Brands
Breguet, Harry Winston, Blancpain, Glashütte Original, Jaquet Droz, Léon Hatot, Omega, Longines, Rado, Union Glashütte, Tissot, Balmain, Certina, Mido, Hamilton, Calvin Klein ure & smykker, Swatch og Flik Flak.

Styrker
Verdens største urvirksomhed med stærke rødder i SWIZZ



MADE, stærkt brand og meget høj finansiell styrke.

Svagheder

Kan være udsat for valuta udsving pga. produktion og indtjeningsbase i Schweiz. Disruption indenfor luksus forbrug.

Muligheder

Køb et mekanisk ur og disconnect! Genopretning af salg i mekaniske ure, genopretning af salg i Hong Kong, styrkelsen af CHF stopper.

Trusler

Global økonomisk afmatning, fortsat afmatning i Kina samt øgede terror trusler med lavere turisme og rejsende som følge.

Omsætning 2015
CHF 8.451.000.000

↓ -3% i forhold til 2014

Markedsværdi inkl. gæld
CHF 15.624.814.078

Forventet driftsresultat (EBIT) 2016
CHF 1.331.886.000

Driftsresultat (EBIT) i f.t. den gældsfrie virksomhed
8,52% (Earnings Yield)

Global, vægtet 10 årig statsrente⁽¹⁾
1,5%

Merafkast for virksomhedsejeren
7,4% point

Indtjeningsstabilitet

Høj

(1) Global vægtet 10-årig statsrente: 10-årig obligationsrente vægtet ift. landfordelingen i MSCI Verden.