



Case af ValueInvest Asset Management S.A.

Foreningen opfatter stærke selskabsbrands som en del af en »bred voldgrav«, der er med til at beskytte en virksomheds langsigtede evne til at tjene penge, og dermed falder brands fint i tråd med Foreningens langsigtede investeringstilgang.

Tyske adidas er et stærkt globalt brand, der igennem årene har været en del af Foreningens portefølje - omend med forskellige positionsstørrelser. I slutningen af 2014 har Foreningen valgt at øge positionen i adidas. Aktien er faldet små 40% i 2014, og Foreningen har en stærk tro på selskabets langsigtede værdi.

At adidas er et mangeårigt globalt brand, er de fleste formentlig opmærksomme på. Alligevel fik skribenten bekræftet dette for nyligt, ikke via rapporter og statistikker, men på en lidt overraskende måde i den lokale sportsforretning. Jeg var sammen med min femårige søn på udkig efter fodboldstøvler til hans nystartede og særdeles lovente fodboldkarriere. Til historien skal tilføjes, at faderen hører til den generation, hvor adidas (i dennes fodboldungdom for 30 år siden) var det største brand i Danmark og kun oplevede sporadisk konkurrence fra Puma og Patrick. Dertil bør det endvidere tilføjes, at selv samme fader ikke har været en del af det aktivt-spillende-segment i mere end 20 år. I sportsforretningen præsenterer ekspedienten to par fodboldstøvler; et par adidas og et par Nike støvler. Faderens umiddelbare respons er, at ekspedienten godt kan pakke Nike modellen væk, da den ikke hører sig til fodbold. Fodboldstøvler er adidas! Det kan tænkes, at faderen givetvis er gået glip af Nikes indtog i fodboldverdenen pga. sit 20-årige fodboldfravær, ikke desto mindre er denne anekdote et tegn på, at adidas var det største for faderen for 30 år siden. Selv efter skribentens mange års fravær er adidas stadig blandt de stærkeste brands i dag rent markeds-mæssigt og er verdens andenstørste aktør, kun overgået af Nike, målt på markedsandele.

Stormvej

Men selv stærke brands oplever udfordringer, og 2014 har været et vanskeligt år for adidas, og ikke mindst selskabets aktionærer, pga.

faldende kurser i et ellers positivt aktiemarked. Der bliver talt om, at adidas er ramt af "the perfect storm", eller en slags *worst case scenario*, i form af flere negative begivenheder, der overlappede hinanden rent tidsmæssigt i løbet af året.

Flere omstændigheder har gjort det svært for adidas. For det første er golfsporten ikke længere den vækstmotor som tidligere set, da færre og færre dyrker sporten. Derudover har adidas oplevet stor fokus pga. deres eksponering mod Rusland. Slutteligt har faldet i flere emerging markets valutaer (særligt den russiske) over for euroen gjort ondt på selskabet. De tre nævnte faktorer har således betydet, at adidas' indtjening i årets første 9 måneder er faldet med €230 mio., svarende til at fald på 16% sammenholdt med samme periode sidste år.

Det er dog kun udfordringerne i golfsegmentet, der kan tilregnes adidas, hvorimod valutavækkelser og problemerne i Rusland er uden for selskabets magt. Nedenfor følger en opridsning af omfanget.

Golfaktiviteterne har tidligere udgjort knap 10% af adidas' samlede omsætning, men var efter 9-måneders regnskabet nede på kun at fylde 6%. Rusland er en del af *European Emerging Markets* divisionen, som står for 14% af adidas' totale omsætning. Vi anslår, at eksponeringen til Rusland udgør under 10% af den samlede omsætning. Tilsammen er det således Foreningens vurdering, at 14-15% af omsætningen relaterer sig til nævnte områder. Foreningen vurderer, at problembørnene i stor udstrækning er af håndterbar størrelse og er i dag derfor sandsynligvis allerede indarbejdet i adidas' kurs.

Nye europæiske markeder

Rusland er den store joker i spillet. De vestlige sanktioner mod Rusland, pga. landets rolle i Ukraine-konflikten, og annektering af Krim-halvøen har betydet faldende forbrugertillid i landet samt en markant svækket russisk valuta. For adidas har disse faktorer resulteret i et udfordrende salgsklima - især ved omregning til euro.

Kigges der dog på adidas' underliggende drift i Rusland, dvs. justeret for valutaeffekter, går det slet ikke så dårligt. Omsætningen fra Fællesskabet af Uafhængige Stater (SNG), hvor majoriteten kan henføres til Rusland, voksede i årets første 9 måneder med 18%. Indtjeningsmæssigt var Rusland tidligere et af adidas' fire mest profitable markeder, og til trods for den seneste negative indtjeningsudvikling i Rusland er det stadig et profitabelt marked. adidas' nuværende strategi i Rusland er en reduktion af omkostningsbasen, herunder lukningen



>> af 27 forretninger siden slutningen af juni, men også en reduktion i antallet af planlagte butiksåbninger i Rusland. Selskabet gør, hvad der forventes fra investorerne, men især tidshorisonten på løsningen af situationen i Rusland er fortsat en joker i adidas casen.

Golfsegmentet

Golfudfordringerne relaterer sig til færre aktive golfspillere og dermed store ubrugte lagre blandt distributørerne. Forenklet kan det siges, at adidas har fejlvurderet markedssituationen. Ved udgangen af 2014 har adidas gennemført en restrukturering inden for golf og har taget samme medicin i brug som i Rusland; nemlig en reduktion af omkostningsbasen. Eksempelvis er 15% af de ansatte inden for golf blevet afskediget. Omsætningen forventes fremadrettet at være på et lavere niveau end tidligere år, dog til højere marginer pga. tiltagene i relation til primært omkostninger. Selskabet forventer på sigt overskudsgrader på niveau med de tidligere 8-10%. Endnu et tiltag er ikke at lancere nye golfprodukter, inden lagrene hos forhandlerne er tømt. Fra 2015 vil der igen blive sat fart på produktlanceringer. Foreningen tror ikke på et hurtig *turn around* for adidas golf, men ligesom adidas selv, på en mindre men mere rentabel forretning.

Fremgang trods problemer

Det er Foreningens opfattelse, at adidas' "problembørn" ikke overskygger den resterende del af forretningen, som stadig udgør langt størstedelen. Det bør således ikke glemmes, at adidas i seneste rapporterede kvartalsregnskab øgede det underliggende salg med 9%. I sig selv en flot vækst, som de fleste selskaber vil misunde adidas, men endnu flottere når det indbefatter et omsætningsfald på 36% fra golfforretningen. Med andre ord, der må være andre dele af adidas, som klarer sig rigtig godt. Og det er der, hvis der ses på nogle af adidas' seneste salgstal i forbindelse med 3. kvartal 2014:

- adidas brandet voksede med 12%
- Salget i Europa voksede med 10% (30% af omsætningen)
- Salget i *European Emerging Markets* voksede med 19% (14% af omsætningen)
- Salget i *Greater China* voksede med 13% (12% af omsætningen)
- Salget i Latinamerika voksede med 16% (11% af omsætningen)
- "Fodboldsalget" voksede med 25%
- "Løbesalget" voksede med 20%
- NEO brandet (casual sportswear) til unge voksede med 33%
- eCommercesalget voksede med 78%
- Retailsalget fra egne butikker voksede med 20%

Nogle af de ovennævnte vækstrater er naturligvis positivt påvirket af "eftervirkningerne" fra VM i fodbold i Brasilien, som sluttede midt juli, hvor adidas havde stor succes, bl.a. med Tyskland som verdensmestre. adidas er dog mere end bare fodbold, og man kan herudover med rette spørge, hvor Nordamerika og Asien generelt er henne i ovenstående succeser fra adidas' side? Salget i Nordamerika faldt med 1% i kvartalet, mens *Other Asian Markets* "kun" steg 6%. Problemet i disse to regioner er, at golfeksponeringen her vægter tungt. Desuden var Nordamerika påvirket af "oprydning" blandt Reebokforretningerne, hvor specielt antallet af outletforretninger skal reduceres med 20% i år. adidas forsøger at give Reebok en mere eksklusiv brandpositionering, og hermed udnytte Reeboks aktuelle solide salgsmomentum inden for fitness/walking/studio segmenterne.

Prisfastsættelse vs. Fair Value

Flere af adidas' konkurrenter nyder for tiden også vækstmæssig succes, og indtjeningsmæssigt gør de det endda bedre end adidas. Dette er især tilfældet for de to amerikanske selskaber Nike og Under Armour. Foreningens beregninger viser dog, at hverken Nike eller Under Armour er i nærheden af at være billige nok, jf. Foreningens investeringsproces. Dette er i særdeleshed tilfældet med Under Armour, der i øvrigt ikke er en global spiller, som f.eks. Nike og adidas, da 90% af deres salg stammer fra Nordamerika. Ja, der findes selskaber, der aktuelt klarer sig bedre end adidas, men det har markedet bestemt også priset i prisfastsættelsen på aktierne.

Målt på pris i forhold til *Fair Value* er adidas derimod et af porteføljens absolut billigste selskaber på niveauet 50% - svarende til et fordoblingspotentiale i aktien. Samtidig er adidas et selskab med praktisk talt ingen gæld. Ved udgangen af 3. kvartal 2014 havde adidas således en netto rentebærende gæld svarende til kun 5% af selskabets balance.

Foreningen anerkender de aktuelle udfordringer, adidas for tiden står med, men ryster ikke på hånden i relation til adidas' langsigtede kurspotentiale. adidas' globale sportsbrand er ganske enkelt så stærkt, og matches i princippet kun af Nike, at det er et solidt fundament for fremtiden. Samtidig er adidas' performance på hovedparten af dets markeder så solid, at performance kombineret med en særde-





adidas har selv indikeret, at de forventer en etcifret vækstrate i salget, dog med en indtjening som vil vokse hurtigere end salget. Derudover har adidas for nyligt bekendtgjort, at marketingsbudgettet for 2015 bliver tungt.

les stærk kapitalstruktur bør føre til, at dette rent markeds-mæssigt med tiden får det psykologiske overtag i forhold til enkeltstående mindre problembørn, hvor specielt golfsegmentet skulle begynde at vise indtjeningsfremgang henimod af slutningen af 2015. Foreningen regner således heller ikke med nogen markant indtjeningsvækst for adidas i 2015. Selskabet har selv indikeret, at de forventer en etcifret

vækstrate i salget, dog med en indtjening som vil vokse hurtigere end salget. Derudover har adidas for nyligt bekendtgjort, at marketingsbudgettet for 2015 bliver tungt. adidas vil lancere selskabets største marketingkampagne nogensinde, en slags "genrejsning" af adidas-brandet, hvilket sandsynligvis sker i forbindelse med adidas' nye 5-års strategiplan, der forventes lanceret i starten af 2015 og vil løbe til 2020.

adidas www.global.adidas.com		adidas
Hjemsted Etableringsår Antal ansatte Produkter	Tyskland 1924 53.457 adidas er verdens andenstørste sportsbrand producent efter Nike.	
Omsætningen, geografisk Styrker	adidas (80%), Reebok (10%), TaylorMade - adidas Golf (6%), Rockport (2%), Reebok - Hockey (2%) Stærke globale brands, specielt inden for fodbold og golf. Stærk position i nye markeder. Minimal gæld. Stærk underliggende salgsmæssigt det, som Foreningen altid har gjort, nemlig at supplere op i en aktie af mange men små omgange. Ultimo 2013 havde Foreningen 0,6% i adidas aktien, mens dette ultimo 2014 var øget til ca. 2,1% i de globale afdelinger. Med den aktuelle prissætning køber man adidas til ca. halvdelen af den beregnede værdi. Ejede man adidas 100% og indfriede den minimale gæld, ville driftsresultatet - som man så "ejer" 100% - give en forrentning i forhold til den samlede investering på 10%. ■	
Svagheder	Golfsegmentet er udfordret pga. et dalende antal golfspillere. Ugunstig valutapåvirkning i det forløbne år.	
Muligheder	Nye markeder med solide markedspositioner. Reebok brandet har på det seneste vist fremgang.	
Trusler	Stor konkurrence fra andre aktører som Nike, Under Armour, men også i stigende grad fra almindelige tøjproducenter.	
Omsætning 2013 Markedsværdi inkl. gæld Forventet driftsresultat (EBIT) 2015 Driftsresultat (EBIT) i f.t. den gældfri virksomhed Global, vægget 10 årig statsrente⁽¹⁾ Merafkast for virksomhedsejeren	EUR 14.492.000.000 3% i.f.t 2012 EUR 12.029.036.637 EUR 1.203.100.000 10,0% (Earnings Yield) 1,7% 8,3% point	
Indtjeningsstabilitet	Meget høj Høj Mellem Lav Meget lav	



(1) Global, vægget 10 årig statsrente: 10 årig statsobligationsrente vægget sammen i f.t. MSCI Verden Aktier's vægtning landene imellem. Det såkaldte risikofrie afkast.