

CASES.

amadeus

Case af Foreningens investeringsrådgiver

AMADEUS – centralt placeret i det digitaliserede rejseøkosystem

Den spanske softwareleverandør **Amadeus IT Group** blev grundlagt af fire europæiske passagerflyselskaber i 1987 for at skabe *Global Distribution*, et uafhængigt globalt distributionssystem af flybilletter.

➔ Med en førende markedsposition som en af de største IT-udbydere til den globale rejse- og turistindustri er Amadeus i dag placeret i centrum af det digitaliserede rejseøkosystem, der yder passagererne maksimal effektivitet og spiller en rolle i de fleste berøringspunkter på en rejse. De største forretningsområder er booking og distribution af flybilletter (*Global Distribution*) samt software (*IT Solutions*) til passagerhåndtering, og nye markeder (*New Business*) med fokus på hotelbranchen er under opbygning. Den underliggende teknologistruktur er ens på tværs af forretningssegmenterne, og slutkundernes behov er ens, hvilket giver en meget synergetisk forretningsmodel, drevet af innovation og langsigtede kontrakter.

Amadeus primære opgave er at samle en rejses bestanddele (flybilletter og hotelværelser) og skabe en helhed for den rejsende. Selskabet leverer simpelthen den teknologi, der forbinder en meget fragmenteret leverandørbase med slutbrugerbasen. IT-infrastruktur til rejsebranchen er et meget konsolideret marked, hvor Amadeus har en 40% markedsandel, og hvor de tre største spillere Amadeus, Sabre, Travelport til sammen repræsenterer mere end 80% af markedet. Branchen har "winner-takes-it-all" egenskaber, og Amadeus, der er 50% større end branchens #2, har de højeste marginer og afkast på samme tid.



Amadeus kontor, Sophia Antipolis Cedex, Frankrig

Stordrift er en massiv fordel, da det skaber cash flow, der sponsorerer Amadeus' årlige forbrug af Forskning & Udvikling (F&U) på 17% af selskabets omsætning. Det kan de små spillere ganske enkelt ikke hamle op med, hvilket har øget Amadeus markedsandel fra 25% i 2000 til 45% i 2019.



Luis Maroto, CEO

Amadeus' omsætning genereres i tre forretningsområder:

Global Distribution (50% af omsætningen) består primært af faste gebyrer (ca. 5 USD pr. billet) fra passagerfly. Omsætningen, der har en meget høj bidragsmargin og er baseret på femårige kontrakter, er transaktionsbaseret og således helt uafhængig af den billetpris, som den rejsende betaler. Både omsætning og indtjening er vokset med ca. 5% pr. år i perioden 2010-2019, og markedsandelen udgør ca. 45%.

IT Solutions (knapt 50% af omsætningen) sælger software til fly- og hotelbranchen. Med dette software kan Amadeus' kunder håndtere deres passagerer fra booking til boarding/indtjekning. Kunderne

outsourcer rent faktisk deres IT-systemer til Amadeus, der opkræver et billetgebyr, når den rejsende går ombord/tjekker ind. Kontrakterne er på flere års varighed og ofte med en høj fastholdelsesgrad. Både omsætning og indtjening er vokset med 16-17% om året i perioden 2010-2019.

New Business har flere nye forretningsområder under udvikling.

Det mest interessante er for-

skellige softwareløsninger til hotelbranchen. Netop dette marked er attraktivt, da det er næsten dobbelt så stort som Amadeus' to hovedforretningsområder, Global Distribution og IT Solutions.

85% af Amadeus' omsætning genereres af billetgebyrer og dermed antallet af rejsende. Den største eksponering er til luftfart. Med en ▶

AMADEUS

- ▶ meget høj bidragsmargin (over 50%) og ingen afhængighed af den pris, som den rejsende betaler, bør Amadeus' indtjening være blandt de første i rejsebranchen til at vende tilbage til niveauet før COVID-19. Overkapaciteten i fly- og hotelbranchen vil betyde, at der vil gå lang tid, før indtjeningen i disse brancher kan løfte sig fra break-even, hvorimod Amadeus blot har brug for, at antallet af bookinger begynder at accelerere for at drive indtjeningen i vejret. I øjeblikket forventes det, at den globale flytrafik vil være kommet sig inden 2024, dvs. være tilbage på niveauet i 2019.

Vækstraterne i softwarebranchen ligger normalt i niveauet 5-10%, og med et +20% afkast af den investerede kapital er væksten således rentabel for Amadeus. Vækstraterne er således lavere inden for *Global Distribution* end i *IT Solutions*, hvor flyselskaber i stigende grad erstatter deres forældede og omkostningstunge systemer med et "pay-as-you-go" system fra Amadeus. Selskabet har et lignende marked, *New Business*, under opbygning, med fokus på hotelbranchen.

Under COVID-19 styrtdykkede lufttrafikken og dermed rejsebookingerne. Med ca. 80% af omsætningen hidrørende fra flyselskaber blev Amadeus derfor også hårdt ramt og var nødsaget til at rejse ny langsigtet gæld og egenkapital (inkl. konvertible værdipapirer). Ved udgangen af september 2020 havde selskabet tilstrækkelig likviditet til to års drift på et bookingniveau, der ligger 80% under det normale.

Investeringsrationale

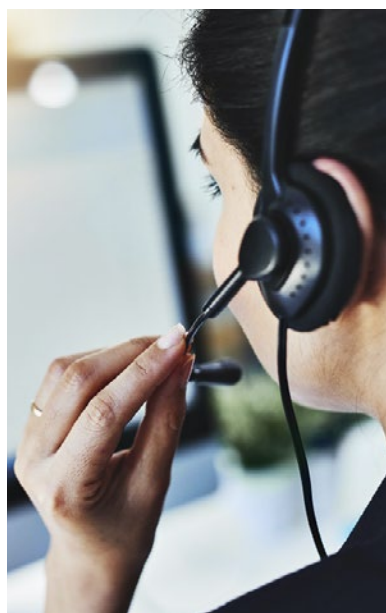
- Amadeus har en markedsandel på over 45% inden for *Global Distribution* og har skabt *IT Solutions*, som i dag bidrager med knapt 50% af omsætningen og er i fortsat vækst. Amadeus ekspanderer sin

50%
Uden Amadeus kunne halvdelen af verdens passagerfly ikke håndtere deres passagerstrøm (og i stigende grad ej heller deres interne booking systemer).

New Business forretning, som primært omfatter software til hotelbranchen baseret på den samme softwarestruktur, som anvendes til flybranchen. Bruttomargin for dette nye forretningsområde er 40-60%.

- Amadeus' primære rolle er at yde maksimal effektivitet til rejsende. Markedet for IT-infrastruktur er meget konsolideret. Amadeus tegner sig for knapt 50% heraf sammenlignet med den samlede andel på mere end 80% for de tre store spillere Amadeus, Sabre og Travelport.
- Med en meget stærk markedsposition i den mest rentable ende af værdikæden har Amadeus afgørende betydning for rejsebranchen. Amadeus har EBIT-marginer i intervallet 28-30%, mens selskabets primære kunder har marginer på under 10%.
- Amadeus er leder i et oligopolmarked med kun tre aktive spillere. Forretningsmodellen er knyttet til væksten i lufttrafikken og ikke til indtjeningen eller rentabiliteten i kundebasen. Dette er en vigtig faktor, fordi antallet af passagerer og passagerkilometer har en attraktiv vækstprofil med 4-6% vækst uden recession og -1% vækst under recessioner.
- Rejsebranchen er et stort felt med mange aktører langs værdikæden. En opdeling af værdikæden i fire områder giver en indikation af, hvor værdiskabelsen er højest. De fire områder er:
 - B2B/B2C IT-infrastruktur,
 - flyselskaber,
 - lufthavne,
 - hoteller/resorts/krydstogt.

Værdiskabelsen målt på afkast af den investerede kapital indikerer, at kun udbydere af IT-infrastruktur tjener et betydeligt afkast af deres investeringer. Desuden oplever branchen også den største konsolidering.



ESG

Amadeus har i flere år arbejdet sammen med bl.a. EU-Kommissionen for at facilitere multimodale transportmuligheder, der kan være med til at reducere det totale CO₂-udslip.

← Fotos: Amadeus ©



Risikokategori

Som aktionær og ejer af et selskab er den risiko, der giver anledning til bekymring, forbundet med udsving i indtjeningen.

Hvor hurtigt og sikkert er det, at den fremtidige indtjening giver penge tilbage. Der er etableret fem risikokategorier: A, B, C, D og E, hvor A indeholder de mest indtjeningsstabile selskaber og E de mest cykliske selskaber. Alle selskaber i rådgivers globale univers er blevet klassificeret i en af disse fem risikokategorier. For at mindske og begrænse kurs-tabsrisikoen i porteføljen, skal mindst 2/3 af porteføljen til enhver tid være investeret i risikokategorierne A, B og C.

- Amadeus' overskud er ikke kædet sammen med deres kunders, men drevet af forretningsmodellen, hvor indtjeningen udgør et fast billetgebyr uanset prisen på den rejsendes billet. Amadeus er forbindelsen mellem rejsende og rejseudbydere. Uden Amadeus kunne halvdelen af verdens passagerfly ikke håndtere deres passagerstrøm (og i stigende grad ej heller deres interne booking systemer). Amadeus er for rejsebranchen, hvad SAP (se evt. SAP-investeringscase fra medlemsblad 1:2021, eller på Valuelvest.dk) er for store selskabers regnskabsystemer (bare med en meget højere markedsandel og ingen abonnementsindtægter).
- På trods af store investeringer i innovation har Amadeus høj cash flow generering (investerer årligt 17% af indtjeningen i Forskning & Udvikling for at opretholde det teknologiske forspring og dermed holde konkurrenterne på afstand). Kapitalkrævende investeringer opvejes af langsigtede kundekontrakter, der fungerer som adgangsbarrierer. Amadeus er ca. 50% større end Sabre (baseret på 2019 indtjeningen). I lighed med Amadeus kæmper Sabre med følgerne af pandemien, men også med en betydelig flerårig IT-infrastrukturopgradering, hvilket kan skabe forretningsmuligheder for Amadeus.
- Før COVID-19 realiserede Amadeus stabil indtjening gennem forskellige økonomiske cyklusser. Der er underliggende vækst i branchen, som på toppen heraf konsolideres samtidig med, at Amadeus identificerer nye forretningsområder. Endelig vil væksten vende tilbage til niveauet før krisens start, hvilket ifølge selskabet forventes at ske før 2024.

ESG (Environmental, Social & Corporate Governance)

I investeringsanalysen har Foreningens rådgiver vurderet Amadeus' generelle ESG-profil til at være stærkere end industrien/gennemsnittet. Amadeus håndterer ikke blot ESG-risici, men har også initieret projekter, hvor ESG-aspektet er en del af produktet. Inden for *multimodal travel*, hvor man benytter flere forskellige transportmidler på én rejse, har Amadeus i flere år arbejdet sammen med bl.a. EU-Kommissionen for at facilitere multimodale transportmuligheder, der kan være

med til at reducere det totale CO₂-udslip for en rejse samt afhjælpe køddannelse og forurening.

Værdiansættelse

Værdiansættelsen forudsætter, at 2023 bliver et normalt år for Amadeus med en omsætning på 2019-niveau og en indtjening, der i højere grad er drevet af de strukturelle omkostningsbesparelser, der blev implementeret i 2020. Yderligere medvind til marginen kan komme fra *IT Solutions*, der fortsætter med at vækste to til tre gange hurtigere med bruttomarginer, der sammenlignet med *Global Distribution* er 1,5x højere.

Amadeus er prissat til en Earnings Yield på 5,9%, hvilket er lidt lavere end den samlede porteføljes Earnings Yield på 6,3%. Vi har tiltro til selskabet på baggrund af dets økonomiske og markedsmæssige styrke. Desuden er der efter COVID-19 en stærk opdæmning blandt folk til at komme ud og se verden igen, hvilket vil skabe et boom i rejsebranchen, der på længere sigt forventes at genopleve stabil vækst understøttet af stigende indkomst på udviklingsmarkederne. Dette er et strukturelt vækstmarked drevet af en mere forbundet verden og flere folk, der har råd til at flyve.

Som forsigtige investorer og givet usikkerheden om opsvingets fart, har vi valgt at nedjustere Amadeus fra A til B i vores risikoklassificeringsramme, selvom selskabet under normale omstændigheder er meget stabilt og rentabelt. ●

Amadeus IT Group

www.amadeus.com

Hjemsted

Spanien



Etableringsår

Grundlagt af fire europæiske passagerflyselskaber i 1987 for at skabe et uafhængigt globalt distributions-system af flybilletter.

Antal ansatte

Godt 19.000 ansatte.

Produkter

Software til rejseindustrien.

Omsætningen fordelt på segment

Omsætningen stammer fra tre forretningsområder: Global Distribution (50% af omsætningen), IT Solutions (knap 50% af omsætningen) samt New Business, der er under udvikling.

Styrker

Førende selskab i oligopol marked med kun tre spillere.

Amadeus' overskud er ikke kædet sammen med deres kunders, men drevet af forretningsmodellen, hvor indtjeningen udgør et fast billetgebyr uanset prisen på den rejsendes billet.

Svagheder

Store årlige investeringer i innovation.

Muligheder

Der er underliggende vækst i branchen, som på toppen heraf konsolideres samtidig med, at Amadeus identificerer nye forretningsområder.

Trusler

En forlængelse af genåbningsprocessen eller nye COVID nedlukninger.

Omsætning 2020

2,2 MIA. EUR

📉 et drop på -61,0% fra 2019

Markedsværdi

26,7 MIA. EUR

Normaliseret indtjening

1,8 MIA. EUR

Driftsresultat (EBIT) ift. den gældende virksomhed

5,9% (Earnings Yield)

Global, vægтет 10 årig statsrente⁽¹⁾

1,1%

Merfakst for virksomhedsejeren

4,8% point

Indtjeningsstabilitet

Høj

(1) Global, vægтет 10 årig statsrente: 10 årig statsobligationsrente vægтет sammen i ft. MSCI Verden Aktier's vægtning landene imellem. Det såkaldte risikofrie afkast.

Disclaimer.

ValueInvest Danmark kan på ingen måde gøres erstatningsansvarlig for de informationer, som findes i nærværende informationsmateriale – uanset om disse informationer mod forventning skulle være ukorrekte. ValueInvest Danmark kan derfor ikke pålægges ansvar for skader eller tab, der direkte eller indirekte er pådraget på grundlag af informationer, som findes i informationsmateriale. Indholdet af ValueInvest Danmarks informationsmateriale er tænkt som generel information og kan på ingen måde sidestilles med rådgivning. Investering kan være forbundet med risiko for tab, og historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Nærværende informationsmateriale indeholder oplysninger om historiske afkast og allokeringer, simulerede afkast samt prognoser, der således ikke kan opfattes som en garanti for fremtidige afkast eller allokeringer. Afkast kan blive formindsket eller forøget som følge af udsving i valutakurserne samt udviklingen på aktiemarkedene. Eventuelle udsagn om fremtiden, som er indeholdt i nærværende informationsmateriale, afspejler ledelsens, på daværende tidspunkt, aktuelle forventninger til fremtidige begivenheder og økonomiske resultater samt til konjunkturerne i verdensøkonomien og på finansmarkederne. Den type forventninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed, og vi vurderer, at usikkerheden er større, end hvad vi historisk har set. Og da det ydermere er behæftet med meget stor usikkerhed at give bud på den konkrete udvikling på de mange enkeltmarkeder, vi investerer på, vurderer vi, at det ikke er hensigtsmæssigt at komme med konkrete tal for afkastforventningerne for det kommende år. Investorer og andre, der tager beslutninger på grundlag af denne information, bør generelt foretage deres egne omhyggelige overvejelser om hvilke usikkerheder, der kan have betydning. Det anbefales derfor altid at søge professionel investeringsrådgivning og tillige vejledning om dertil knyttede individuelle skatteforhold, der påvirkes af den aktuelle investering. Der tages forbehold for trykfejl, produktændringer, kurser og lignende. For yderligere information, herunder prospekt, henvises til www.valueinvest.dk

This information material is not directed at or intended for persons resident in the United States of America, Canada, Australia, Japan, Switzerland or other jurisdictions outside of Denmark, nor is this information material an offer to provide, or a solicitation of any offer to buy or sell, products or services in the United States of America, Canada, Australia, Japan, Switzerland or other jurisdictions outside of Denmark.