



Black-and-White är en long/kort aktiehedgefond tillgänglig för investerare genom Brummer Multi-Strategy

Brummer Virtual Talks: Seth Wunder om att mäta effekterna av digital transformation

I det senaste avsnittet av Brummer Virtual Talks talar Kerim Celebi, Head of Research på Brummer Multi-Strategy, med Seth Wunder, portföljförvaltare av innovations- och TMT-fokuserade long/kort-aktiefonden black-and-white.

Med en lång bakgrund inom Brummer & Partners grundade Wunder black-and-white i maj 2016. Han är fondens enda förvaltare och fokuserar primärt på "bottom-up"-analys inom TMT och angränsande sektorer.

"När vi startade black-and-white var utgångspunkten att teknisk innovation har utmanat alla slags branscher. Att se denna evolution ger oss källor till att generera lång och kort alfa (*avkastning som kommer av att ta aktiva positioner i "vinnare" och "förlorare"*). Vi är fokuserade på hur digitalisering förändrar konkurrensdynamiken mellan företag", förklarar han.

Att förstå livscyklerna för digital transformation

För att bedöma hur innovation kan transformera branscher och enskilda företag är det viktigt att inte fastna i att gissa tidpunkten för en teknisk innovation, eller vilken nivå av marknadspenetration som krävs för att intäkterna ska påverkas betydande, menar Wunder.

"Investeringar är både konst och vetenskap. Jag tror inte att det finns en allmän regel kring penetrationshastigheter eller timing", förklarar han.

Wunder pekar på den destruktiva dynamiken i musikbranschen för ett decennium sedan, där en marknadspenetration på tio procent räckte för att få en "mycket betydande inverkan" på traditionella skivbutiker, vilket resulterade i många konkurser.

I dag har dock styrelser tillvägagångssätt för att upptäcka och hantera potentiell transformation utvecklats. Företag agerar strategiskt mycket tidigare i livscykeln för transformationen, vilket gör att effekterna syns mycket snabbare i resultaträkningen i dag än tidigare.

Wunder exemplifierar med livsmedelsindustrin, där näthandelns marknadspenetrationen fortfarande är ganska låg men där livsmedelskedjor runt om i världen investerar kraftigt i att utveckla hemleverans eller digital beställning

och hämtning i butik. Ett annat exempel är bilindustrin, där elbilens låga marknadspenetration inte har hindrat biltillverkarna från att prata optimistiskt om en full övergång till el till 2025, långt före några affärsmodeller finns på plats som kan ge besked om varifrån vinsten ska komma.

"Konsekvenserna är att företag investerar tungt tidigare, även om det kanske inte finns så mycket kortsiktig intäkts-tillväxt", förklarar han.

Wunder tittar bortom marknadspenetrationen i sin strategi för att modellera framtida vinster. Specifikt tittar han noga på hur företag reagerar på branschens absorption av tekniken och hur det förändras över tid.

"Kan vi förutsäga – genom modellering och analys – hur rörelseresultatet kommer att påverkas, huruvida det finns uppsidor eller nedsidor i förhållande till konsensusförväntningarna, som en bästa indikator för var vi kan generera lång och kort alfa?", säger Wunder.

Problemet med kannibalisering genom e-handel

En bransch där Wunder ser möjligheter till kort alfa (*avkastning genom att blanka en aktivt utvald aktie*) är e-handel, där traditionella butikskedjor har investerat tungt i onlinekanaler. Han påpekar att det finns en grundläggande skillnad i ekonomin mellan online- och offline-transaktioner. Med e-handel är de flesta av dina kostnader rörliga, medan butikskedjor har mestadels fasta kostnader.

"Bruttovinsten kan vara relativt lik mellan båda transaktionerna, men rörelseresultatet kommer att vara mycket lägre i en e-handelstransaktion", förklarar han.

Denna dynamik skapar ett "kannibaliseringsproblem", där den rörliga kostnadsstrukturen med lägre marginal för onlinekanaler kannibaliserar på de högre marginalerna för offline-kanaler där stora delar av kostnaderna är fasta. Dynamiken försämras också med tiden, vilket är anledningen till att många traditionella butikskedjor nu kämpar med e-handeln, menar Wunder.

Han tror att flera faktorer bidrar till möjligheten för kort alfa i detaljhandeln, inklusive brister i analysmodeller som leder till konsensusuppskattningar. Modellerna kan lida av brist på data och vissa analytiker kanske inte är bekväma med metoder för att titta på övergångar i rörelseresultat.

Andra bidragande faktorer bakom långvariga korta alfamöjligheter inkluderar den ökande förekomsten av robohandel samt brister i den bredare förståelsen för dynamiken bland investerare.

”Jag tror att det vi har dragit fördel av, och som är anledningen till att vi startade black-and-white, är vår erfarenhet av att titta på tekniska skiften och tillämpa det på olika industrier”, säger Wunder.

En viktig insikt, tillägger han, är att företag vars verksamhet är utsatt för transformation genom teknisk innovation sällan återhämtar sig.

”Jag tror att investerare, om de är närsynt fokuserade på en sektor, har svårt att bedöma hur tufft det är för ett företag som utsätts för transformation att hålla sig kvar på innovationskurvan och verkligen ta igen tappet”, säger Wunder.

Vikten av data

Detta tunnelseende kan leda till att investerare fortsätter att allokera till, exempelvis, butikskedjor eftersom de antar att de till slut kommer att anpassa sig och konkurrera online. Men om det finns lärdomar från historien så är den typen av optimism ofta felriktad.

”Det är inte ett särskilt sannolikt utfall”, säger Wunder.

Att hitta och analysera rätt data är en utmaning för alla investerare, särskilt när det gäller digitala affärsmodeller. Wunder använder en bredd av tredjeparts-datakällor och gör en grundlig ”bottom-up”-analys, men önskar att företag skulle vara mer generösa med den typen av data som behövs för att verkligen förstå underliggande fundamentalt data på enhetsnivå. Men även den bästa datan har sina begränsningar.

”En sak med data som alla måste ha med sig är att den berättar vad som händer idag och igår, men inte nödvändigtvis vad som händer i morgon” säger Wunder.

Han bedömer att tillväxten för e-handeln under coronapandemin kommer att öka marknadspenetreringen ”norr om 50 procent”, även efter att pandemin klingar av.

Även om ökad e-handelspenetration inte löser problemet med kannibalisering som många detaljhandelsföretag står inför, så finns det goda exempel på hur nya detaljhandelsstrategier är effektiva.

Showrooms och skattjakter

Wunder exemplifierar med stora detaljhandelskedjor såsom Walmart och Costco som säljer matvaror i butikerna.

Det driver kundtillströmningen och därmed försäljningen av andra varor. En annan modell är ”showrooming”, vilket innebär ett mindre butiksnät och mindre lokaler, där kunder kan se och uppleva en produkt men där själva köptransaktionen sker online. Wunder beskriver Tesla som ”det perfekta exemplet”.

”De har en eller två bilar på plats i exempelvis ett köpcentrum, där man kan se, sitta i och testa bilarna. Men om man sen vill köpa bilen får man göra det på nätet”.

Han betonar dock att det kan vara svårt för traditionella detaljhandlare att göra denna övergång och att användning av ”showroom” kan vara mest lämpligt för nya företag. Han jämför Teslas slimmade showroom-lösning med traditionella bilhallar, vilka kräver stora fastigheter och omfattande lager.

”Det är ett skifte som kommer att bli väldigt svårt för många företag att göra, men det är definitivt en värdefull strategisk ambition för nya företag”, lägger han till.

Skattjaksmodellen, å sin sida, är väldigt beroende av butiker där kunder kan jaga fynd bland ett brett utbud av nedtagna varor. Många av de företagen har inte ens hemsidor. Men även om modellen visat sig vara framgångsrik, bedömer Wunder inte att andra företag kommer att lägga ner sina hemsidor för att göra det skiftet.

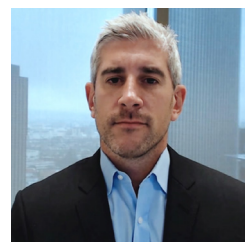
Sett till vad som differentierar vad black-and-white letar efter för att utvärdera potentialen i långa eller korta positioner förtydligar Wunder:

”Vi tittar mycket på vilka som har möjlighet att växa intäkterna, öka marginalerna och återinvestera sitt kapital på ett, låt oss säga kreativt sätt, för långsiktig framgång för företaget”.

”Alla verksamheter har ett antal nyckelpunkter som man måste förstå för att kunna ta reda på om de kan bli framgångsrika, på lång och kort sikt”.



KERIM CELEBI
Head of Research
BMS



SETH WUNDER
Fondförvaltare
Black-and-White

VIKTIG INFORMATION

Vänligen notera att Black-and-White inte är öppen för direktinvesteringar från icke-professionella investerare. Information om fonden finns endast tillgänglig i upplysningssyfte för personer som investerar i Brummer Multi-Strategy. Fonden marknadsförs inte i Sverige eller övriga delar av EES som har implementerat direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder (Direktiv 2011/61/EU).