

Intel Corp.

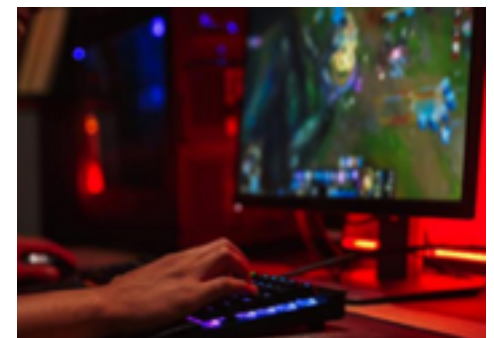
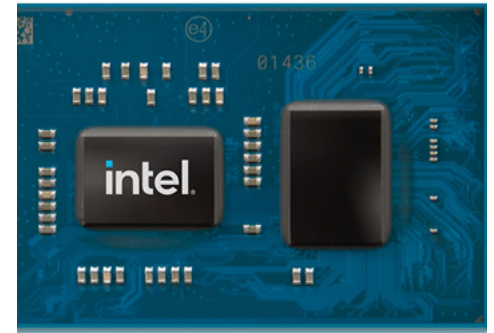
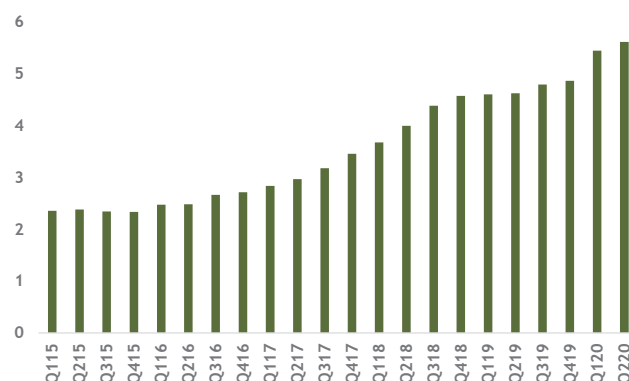
Tvedeling på aktiemarkedet

Det altoverskyggende tema på markederne i indeværende år er selvfølgelig COVID-19 virussen, som har medført en enorm usikkerhed og som har haft en kraftig negativ effekt på den globale økonomi. Som professionelle investorer har vi dog i øjeblikket stort fokus på et andet meget ekstremt tema på aktie-markedet – nemlig den store afkastforskel mellem vækstaktierne og valueaktierne. Her har vækstaktierne virkelig fået vind i sejlene og forskellen i prisfastsættelsen mellem valueaktier og vækstaktier er nu på et niveau ikke set siden IT-boblen i starten af årtusindeskiftet ([læs mere her](#)). Den ekstreme prisfastsættelse foranlediger derfor spørgsmålet om, hvorvidt markedets meget optimistiske langsigtede vækstforventninger nu købes alt for dyrt? Det tror vi at de gør i øjeblikket, og at valueaktierne dermed kan stå over for en kærkommen renæssance. Vi er derfor oprigtigt meget positive omkring vores egen aktieporteføljes performance over de næste år. En portefølje bestående af 100% meget indtjeningsstabile og profitable valueaktier.

Intel klarer sig flot igennem Coronatiden

Et af value-selskaberne i porteføljen, som indtjeningsmæssigt har klaret sig flot igennem denne svære periode, er den amerikanske teknologigigant Intel Corporation (se figur 1). Intel har i de to første kvartaler leveret høje tocifrede vækstrater på både top- og bundlinjen. En vækst som tilmed var over både markedets og ledelsens egne forventninger. Her er selskabet positivt påvirket af COVID-19, hvor efterspørgslen efter produkter til hjemmearbejds-pladsen er steget kraftigt. Intel har således leveret flere chips til de mange bærbare computere, som er blevet solgt i løbet af første halvår. Derudover har Intel haft en flot udvikling i salget af chips til datacentrene som steg med hele 43% i både første og andet kvartal. Trods den overraskende flotte indtjeningsudvikling i første halvår er selskabet desværre ikke blevet belønnet af aktiemarkedet – og år til dato er aktiekursen faldet mere end 20%.

Figur 1 *Indtjeningen pr. aktie (rullende 12 måneders gennemsnit)*



Om denne publikation:

Når vi vælger selskaber til porteføljen, skal de altid både bestå en kvantitativ analyse og en fundamental analyse - og selskabet skal samtidig passe ind i den samlede portefølje. Den kvantitative analyse tager afsæt i fakta fra selskabets seneste regnskab og sikrer blandt andet, at vi altid kun investerer i selskaber med stabil indtjening og lav gæld og hvor aktiekursen samtidig er væsentligt lavere end vores beregnede fair værdi. Denne publikation handler primært om den anden del af vores investeringsproces, nemlig den efterfølgende grundige fundamentale analyse af selskabet eller sektoren. Formålet med artiklen er at give vores kunder og andre interesserede mulighed for at forstå, hvorfor vi synes selskabet eller sektoren er en god langsigtet investering. Den fremhævede investering er ikke en købsanbefaling, men skal ses i sammenhæng med vores porteføljes samlede eksponering mod udvalgte markedstendenser, sektorer og lande.

Kilde: Stonehenge og Bloomberg



Udskydelsen af deres 7nm. chips

Den primære årsag til den faldende aktiekurs i år skal findes i Intels udmelding fra andet kvartal, hvor ledelsen fortalte, at de bliver mellem 6 og 12 måneder forsinket med deres nye 7-nanometer chips (forventes nu først lanceret i slut 2022 eller start 2023). Det er særligt frygten for, at Intel dermed vil miste store markedsandele til konkurrenten Advance Micro Device (AMD), som fik investorerne til at straffe Intels aktiekurs på regnskabsdagen - og på samme tid sende AMD's aktiekurs i vejret. AMD har nemlig allerede deres 7-nm. chips på gaden. Det er selvfølgelig ikke positivt, at Intel bliver forsinket med deres nye chip, men når det er sagt, så tror vi dog ikke på, at AMD fra den ene dag til den anden pludselig vil tage meget store markedsandele fra Intel. Der er forskellen på ydeevnen for AMD's 7-nm. chip (Renoir) og Intels nye 10-nm. chip (Tiger Lake) simpelthen for lille. Samtidig har Intel lange og meget tætte relationer med deres kunder, og det virker usandsynligt at kunderne skulle smide de gode relationer i skraldespanden blot over en forsinkelse på mellem 6 og 12 måneder - især set i lyset af, at Intels Tiger Lake stadig er meget konkurrencedygtig med AMD's Renoir. Udviklingen i salget og eventuelt tabte markedsandele er selvfølgelig noget vi vil holde ekstra godt øje med over de næste kvartaler.



Intel, verdensleder inden for udvikling, produktion og salg af chips til stationære og bærbare computere samt serverchips til datacentre.

Hovedsæde:
Californien i USA

Antal medarbejdere:
Ca. 110.000 ansatte

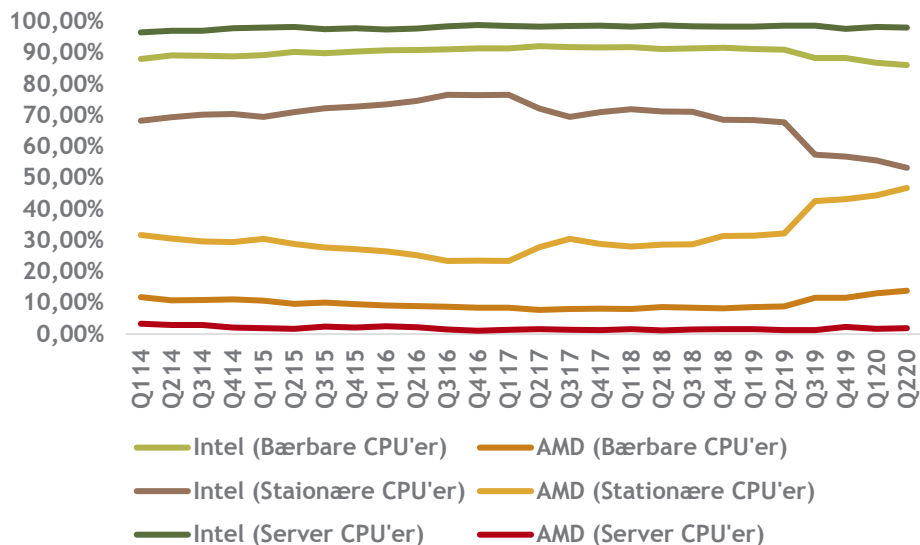
Årlig omsætning (2019)
72,0 mia. USD

Årlig driftsindtjening (2019)
32,7 mia. USD

Udbytte + aktietilbagekøb (seneste 12 mdr.):
7,1%

Forventninger til 2020:
· Forventer at omsætningen vil stige ca. 4% til 75 mia. USD
· Forventer at indtjeningen pr. aktie vil være tæt på uændret 4,85 USD pr. aktie

Figur 2 Markedsandele - Intel vs. AMD



Kilde: CPUBenchmark.net



Er Intel blevet vættet af den teknologiske trone?

Med blandt andet udskydelsen af deres nye chip frygter markedet nu, at selskabet har mistet den teknologiske førerposition til AMD. Det tror vi dog ikke er tilfældet. Når IT-nørderne tester ydeevnen for CPU'erne direkte mod hinanden, viser testresultaterne nemlig at Intels pr. kerne ydeevne i Tiger Lake er 30% bedre end AMD's pr. kerne ydeevne i Renoir. Inkluderes alle kerner i CPU'erne, så har Renoir godt nok en 22% højere ydeevne end Tiger Lake, men det skyldes kun at Renoir indeholder dobbelt så mange kerner som Tiger Lake (8 vs. 4). I vores optik burde Renoir, som indeholder dobbelt så mange kerner som Tiger Lake, altså have en ydeevne som mindst var dobbelt så god, før man kan snakke om, at AMD har overtaget den teknologiske trone. AMD opnår således kun den lidt højere ydeevne, fordi de kan presse flere kerner ned på deres 7-nm. chips – og altså ikke presse bedre kerner ned på deres chip. Samtidig er AMD, for at få plads til de flere kerner, gået på kompromis med GPU-delen i deres chip, hvilket tidligere har været deres force og en af deres bedste salgsgangargumenter. Intel derimod har med deres nye chipdesign faktisk formået at fordoble den grafiske ydeevne i deres chips. Vi mener således stadig, at Intel er den teknologiske leder i industrien.

Høj kvalitet og lav prisfastsættelse

Mange af vores kunder ved efterhånden, at vi ikke bare går efter at købe billige aktier til porteføljerne, blot fordi de er blevet billige, men at vi samtidig har fokus på kvaliteten i selskaberne. Vi kombinerer derfor to meget anerkendte faktorer med hinanden nemlig 'value'-faktoren og 'kvalitets'-faktoren. Det har vist sig at være en god langsigtet strategi, at fokusere på indtjeningsstabile selskaber med en billig



Kilde: Intel

prisfastsættelse, og denne kombination har været medvirkende til, at vores aktiefond har outperformeret vores value-konkurrenter, både på afkast og risiko i den 10-årige periode vi har eksisteret.

Intel er netop et eksempel på denne kombination mellem pris og kvalitet. Aktionærvenlige, høje frie pengestrømme, lav gæld og højt afkast på den investerede kapital er blot nogle af de kvalitetsegenskaber Intel har, og når vi sammenligner Intels kvalitetsegenskaber med resten af selskaberne i vores investeringsunivers, så ligger Intel faktisk helt oppe i top-3% over de selskaber med højest kvalitet. Den høje kvalitet er derudover i øjeblikket kombineret med en meget attraktiv prisfastsættelse, og i vores egen model har Intel et langsigtet afkastpotentiale på hele 120%. Samtidig ser den relative prisfastsættelse til både de nærmeste konkurrenter og til IT-sektoren utrolig attraktiv ud. Se figur 3.

Figur 3 Relativ prisfastsættelse

Selskab	Markedsværdi (i dollars)	Forventet P/E	Forventet P/S	Forventet EV / EBITDA	Nettogæld / EBITDA	FCF-yield	Udbytte	Udbytte + Aktietilbagekøb	Forventet langsigtet-vækst	MSCI ESG	Vores Potentiale
Intel Corp	211 mia.	10,3	2,7	6,2	0,2	10,2%	2,6%	7,1%	6,6%	A	+120%
Advanced Micro Devices Inc	92 mia.	71,0	11,6	54,5	-0,7	0,7%	0,0%	0,0%	27,4%	BBB	-66%
NVIDIA Corp	309 mia.	55,6	23,7	49,1	-0,7	1,6%	0,1%	0,2%	20,8%	AAA	-65%
QUALCOMM Inc	126 mia.	28,8	6,5	18,6	1,1	3,0%	2,2%	5,0%	18,5%	B	-6%
MSCI World Semiconductors	56 mia. (gns.)	22,5	5,6	14,7	0,6	4,2%	1,5%		11,0%		
MSCI World Teknologi	57 mia. (gns.)	29,8	5,2	19,3	0,3	3,6%	1,0%		10,8%		

Kilde: Bloomberg, MSCI og Stonehenge



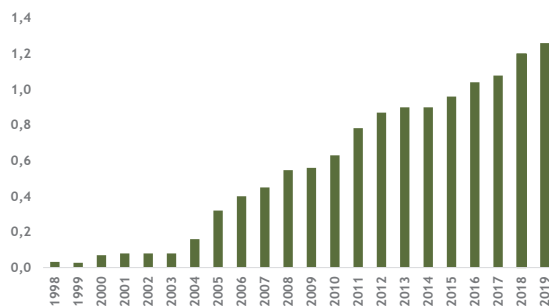
Er Intel et "misforstået" selskab?

I vores optik er Intel faktisk blevet det vi kalder for et "misforstået" selskab, lidt ligesom Microsoft var det for nogle få år tilbage, da den stadig var billig nok til at være inkluderet i vores porteføljer. Dengang var der heller ingen – bortset fra nogle få valuetosser som os selv - der ville investere i Microsoft, trods de bunker af penge de tjente. Blandt andet fordi PC-markedet nu i markedets øjne var blevet kedeligt. Lidt samme skæbne lider Intel under i dag. Intel er dog kommet langt i deres transformation om at gøre selskabet mindre afhængig af salget af de i markedets øjne kedelige chips til bærbare- og stationære computere. Faktisk udgør de lidt mere spændende vækstområder cloud, 5G, Internet of Things, selvkørende biler og kunstig intelligens ved seneste kvartalsregnskab over halvdelen af omsætningen (52,9% i Q2). Salget af chips til PC-erne og de bærbare computere er dog stadig vigtig for Intel, fordi de sammen med chips solgt til datacentrene genererer meget høje frie pengestrømme. Pengestrømme som er en vigtig finansieringskilde til de mange vækstinitiativer, hvor indtjeningen her på den korte bane er lav. Udover at finansiere initiativerne til den langsigtede værdiskabelse er de ligeledes med til at tilgodese os aktionærer. Over de sidste 10 år har Intel nemlig sendt mere end 120 mia. dollars (ca. 760 mia. danske kroner) tilbage til aktionærene gennem udbytter og tilbagekøb af egne aktier.

Vi tror stadig på Intel

Til trods for, at Intel har underperformat resten af aktiemarkedet indtil videre i år, så tror vi stadig på selskabet. I vores optik overestimerer markedet de negative effekter som udskydelsen af deres nye 7-nm. chips vil have på selskabets indtjening. Forskellen mellem ydeevnen for AMD's Renoir og Intels Tiger Lake er i vores øjne for lille til at rykke markant på markedsandelene. Vi kan selvfølgelig tage fejl i vores antagelser, og vi hol-

Figur 4 Udviklingen i udbyttebetalingerne pr. aktie

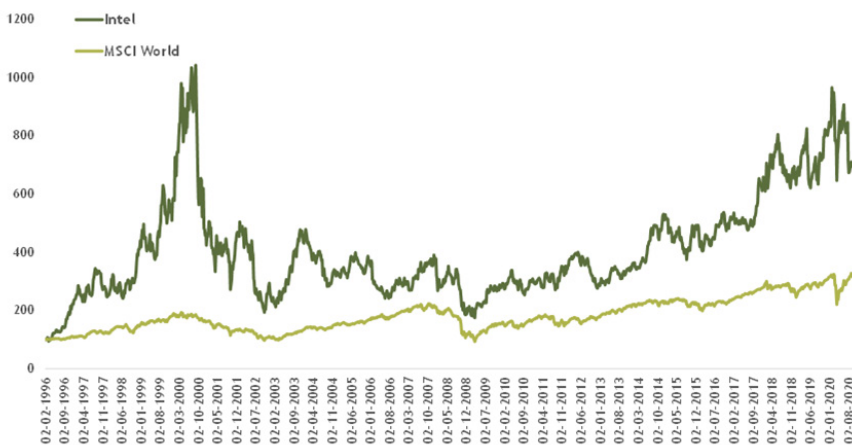


Kilde: Bloomberg

der derfor – som altid - løbende øje med udviklingen i nyheder og regnskaber.

Da Intel i dag er blevet et langt mere veldiversificeret teknologiselskab, hvor alle æg således ikke længere er lagt i den samme kurv, mener vi, at Intel står stærkt i forhold til at kunne modstå konkurrencen. Transformationen har nemlig øget eksponeringen mod en lang række meget spændende vækstområder, såsom cloud, udrulningen af 5G, kunstig intelligens samt selvkørende biler. Og vigtigst af alt, områder hvor Intel selv mener, at de kan gøre en forskel, fordi de her har konkurrencemæssige fordele. Intel går derfor i vores øjne en lys fremtid i møde. Selvom vi i øjeblikket mener, at teknologisektoren generelt er blevet alt for dyrt prisfastsat, er Intels kombination mellem høj kvalitet, billig prisfastsættelse og aktionærvenlige tiltag simpelthen for attraktiv til at blive ignoreret. Samtidig tror vi, at Intel er blandt de valueselskaber, som vil opleve en renaissance når vækstboblen springer. Som langsigtede investorer har vi derfor benyttet os af muligheden og købt yderligere op i Intel.

Figur 5 Aktiekursen for hhv. Intel og MSCI World (indeks=1996)



Kilde: Stonehenge og Bloomberg

Ansvarsfraskrivelse
Denne publikation er udgivet af Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S som markedsføringsmateriale og kan ikke anses som investeringsanalyse eller som en opfordring til at købe eller sælge det pågældende værdipapir. Stonehenge påtager sig ikke rådgiveransvar for dispositioner foretaget på baggrund af materialet. Publikationen er baseret på offentligt tilgængeligt materiale, som Stonehenge anser for at være pålideligt samt egne beregninger. Stonehenge tager forbehold for fejl i kilder, trykfejl og beregningsfejl. Alle vurderinger er udført på den angivne dato og kan ændres uden videre. Historiske afkast, vurdering af gevinstpotentiale og værdiansættelsesmæssige betragtninger kan ikke opfattes som garanti for fremtidigt afkast. Den fremtidige kursudvikling og/eller det fremtidige afkast kan blive negativt og gevinster eller tab kan blive forøget eller formindsket som følge af valutakursudsving.