

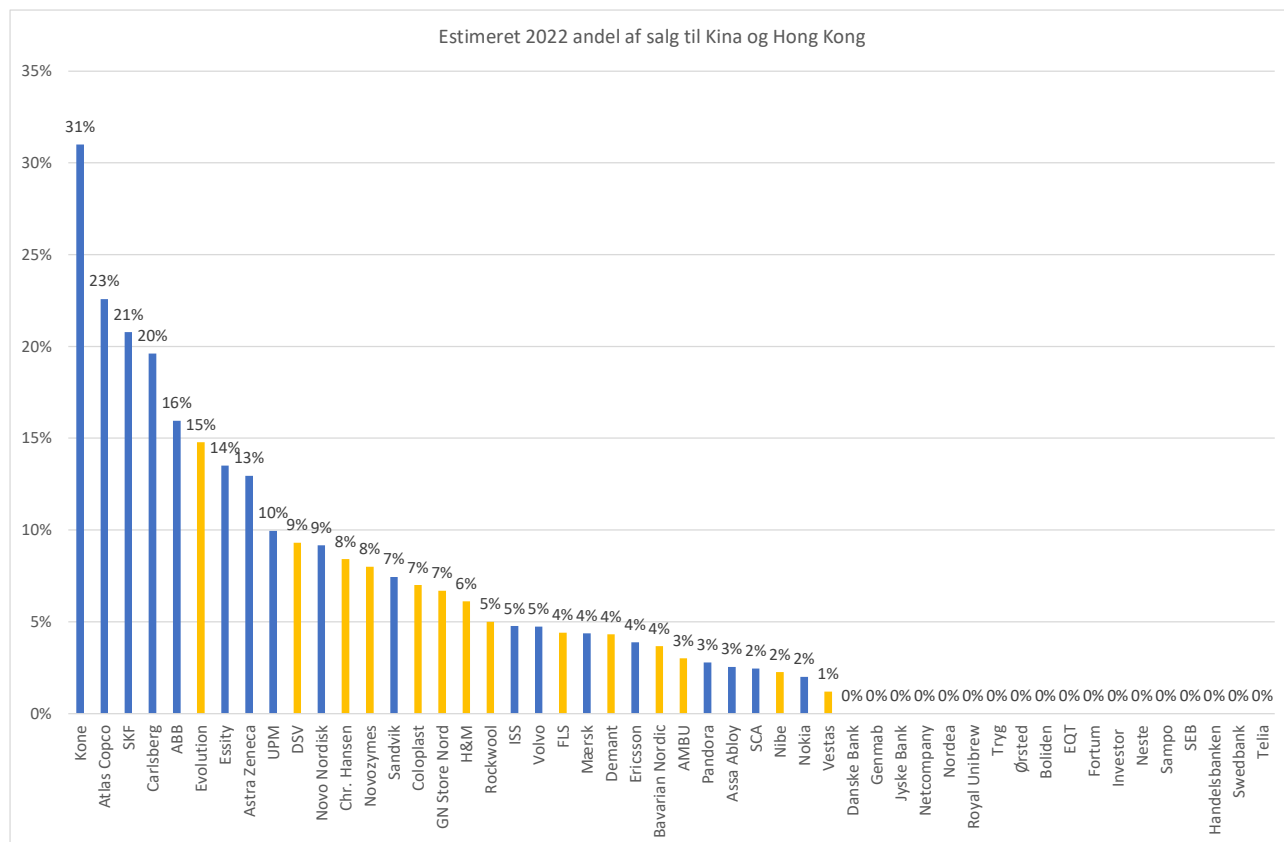
De nordiske selskaber og deres eksponering til Kina

Over de seneste måneder har der været stigende pessimisme omkring den kinesiske økonomi. Gældsbyrden hos lokale myndigheder har bekymret både IMF og internationale kreditbureauer. Gigantiske ejendomsudviklere er i knæ eller under konkursbehandling, risiko for deflation, geopolitiske spændinger og dystre demografiske forudsigelser. Der er som altid nok at blive bekymret over, når man læser nyhederne.

Vi har en række nordiske selskaber i vores investeringsunivers i Furesø Globale Kvalitetsaktier og med baggrund i den seneste debat, satte vi os for at tage temperaturen på de nordiske selskabers eksponering til Kina.

Formålet med dette skriv er at give et indblik i de største nordiske selskabers eksponering til Kina og danne os et indtryk af, hvor dette vigtige marked bevæger sig hen. Blandt andet ved en gennemgang af regnskaberne for selskaber, der er eksponeret til den mere konjunkturfølsomme del af kinesisk økonomi.

Figuren nedenfor viser de estimerede andele af omsætningen i 2022, der relaterer sig til Kina og Hong Kong. Vi har kun set på selskaber i Nasdaq's Nordic 40 indeks og C25 indekset. Nogle selskaber oplyser den eksakte fordeling i årsregnskabet, og disse er naturligvis præcise. For selskaber der ikke oplyser den eksakte andel, er der stor usikkerhed på den estimerede andel. F.eks. udgør Asien 21% af DSVs 2022 omsætning. Kina udgør omkring 45% af den asiatiske økonomi, og et usikkert estimat på DSVs eksponering til Kina er 45% af 21%, eller ca. 9%. Lignende metoder er anvendt i de estimerede andele herunder. Selskaber, hvor andelen er estimeret, er farvet gul. I tilfælde hvor et estimat blev vurderet for usikkert, er andelen sat til 0.



Kilde: Årsregnskaber, Refinitiv, Furesø Kapitalforvaltning.

Følgende kan bemærkes:

- De nordiske selskaber med mere end 15% af omsætningen til Kina er Kone, Atlas Copco, SKF, Carlsberg og ABB.
- De nordiske selskaber med mellem 10 og 15% af omsætningen til Kina er Evolution, Essity, Astra Zeneca og UPM. Ligeledes ligger Novo Nordisk og DSV med omkring 9%.

Kombinerer man størrelsen af eksponeringen til Kina og hvor cyklisk en industri, som det enkelte selskab befinder sig i, er følgende selskabers kinesiske eksponering formentlig mest risikabel. Kone, Atlas Copco, SKF og ABB. Det er disse selskaber, vi vil koncentrere os om i det efterfølgende.

I tabellen herunder ses omsætningsvæksten i 2022, for selskaberne der oplyser om deres aktiviteter i Kina. Omsætningsvæksten er også vist i lokalvaluta. Det er ikke muligt at rense tallene for opkøb og frasalg.

2022 omsætning i Kina og HK	2022 vækst	Vækst i lokalvaluta	Andel af salg til Kina
Pandora	-35%	-42%	3%
Volvo	-24%	-36%	5%
Assa Abloy	-18%	-29%	3%
Kone	-8%	-15%	31%
Ericsson	4%	-7%	4%
Novo Nordisk	1%	-6%	9%
Nokia	5%	-3%	2%
SKF	10%	-2%	21%
ABB	-5%	0%	16%
Astra Zeneca	-4%	0%	13%
UPM	10%	3%	10%
ISS	11%	4%	5%
Carlsberg	15%	8%	20%
Sandvik	20%	9%	7%
Mærsk	5%	10%	4%
Essity	23%	11%	14%
Atlas Copco	25%	13%	23%
SCA	27%	15%	2%
Median	5%	0%	8%
Gennemsnit	3%	-4%	11%

Kilde: Årsregnskaber, Refinitiv, Furesø Kapitalforvaltning.

- Kone har set et fald i omsætningen på 15% i lokalvaluta. Det lyder ikke af meget, når man tænker på Kones eksponering til ejendomssektoren og infrastruktur. Men selskabet har en meget stor installeret base, som de laver service og modernisering på. Det fjerner noget af cyklikaliteten. Justerer man herfor, er salget af nyt udstyr for Kone i Kina formentlig faldet med ca. 35% i 2022.
- Atlas Copco og SKF har klaret sig hæderligt igennem 2022 i Kina. Atlas Copco har nydt godt af at eksekvere på en stor ordrebog relateret til mikrochip industrien. Salget af personbiler i Kina steg i

2022, hvilket delvist forklarer SKFs nogenlunde flade vækst. ABB ligger også med 0% vækst i lokalvaluta i 2022.

- De tre selskaber, der har set de største fald, er Pandora, Volvo og Assa Abloy. Pandoras vision om at tredoble deres forretning i Kina har haft væsentlige udfordringer bl.a. pga. Covid. Således ligger 2022 omsætningen 60% under 2019 niveauet og salget faldt med 40% i 2022. Salget af lastbiler og maskiner til byggeriet er faldet markant i 2022 og Volvo estimerer, at de segmenter de bevæger sig i, er faldet med ca. 50% indenfor lastbiler og 35% indenfor byggeriet. I det seneste kvartalsregnskab regner de med, at 2023 bliver ca. 15% over 2022. Assa Abloys omsætningsfald er også til at forstå, givet deres eksponering indenfor ejendomssektoren. Assa sælger låse, døre og indgangssystemer.

Hvad siger de nordiske selskaber med den største cykliske eksponering til Kina?

Kone: 10-15% fald i det kinesiske new equipment marked i 2023

Finske Kone fremstiller elevatorer, rulletrapper, autowalks og automatiske døre, der installeres i ejendomme både til private og erhverv. På koncernniveau er Kones ordrer faldet med 13% i andet kvartal og 10% i første halvår. I relation til Kina så forventede Kone en stabilisering henimod midten af 2023, men udviklingen siden maj har været dårligere end ventet, og derfor forventer selskabet nu, at markedet for nyt udstyr falder med 10-15% i 2023. De nævner blandt andet, at entreprenørerne har brug for bedre adgang til finansiering, højere opsparingskvoter, dårlig forbrugertillid og behovet for "policy actions". Ift. sidstnævnte har man for nyligt, reduceret minimumsudbetalingen til huskøb fra 30% til 20% og reduceret de likviditetskrav, som bankerne skal opfylde.

Atlas Copco: 5% fald i ordreindgangen, drevet af eksponering indenfor elektronik

Atlas Copco har lidt over 20% af deres omsætning i Kina. 70% af deres omsætning drives af salg af udstyr indenfor kompressorer og vakuumenteknik. Produkterne anvendes indenfor en lang række sektorer, men de største markeder er den generel industri, elektronik samt procesindustrien, såsom fødevarerindustrien. På koncernniveau er Atlas Copcos organiske ordreindgang faldet med 5% i andet kvartal.

Desværre giver de ikke tal for Kina på kvartalerne, men deres division, Vacuum Technique, har ca. 60% af omsætningen i Asien. Det skyldes, at produkterne i Vacuum i høj grad er indenfor elektronik og produktionen af mikrochip. I det seneste kvartal nævner Atlas, at deres organiske ordreindtag er faldet med 28% i Vacuum Technique. Dette er ikke kun relateret til, at Kina vokser langsommere, men stammer også fra, at de store producenter af mikrochips, har set et fald i omsætningen. Det skyldes, at salget af forbrugerelektronik har været sløjt og påvirket af de seneste års inflationschok. De fleste kender TSMC i Taiwan og Samsung i Sydkorea, der begge producerer mikrochips, men Kina har også en stor mikrochip industri, især indenfor den ikke helt så avancerede del. Eksempelvis har den kinesiske chipproducent, SMIC, set et fald i toplinejen på 19% i første halvår. Gennem sanktioner forsøger USA at bremse udviklingen af Kinas avancerede mikrochipindustri, og en del af forklaringen på det store fald i Vacuum Technique i år kan skyldes, at de kinesiske chipproducenter købte stort ind sidste år, forinden USAs eksportrestriktioner trådte i kraft.

Vi er ikke så bekymrede for ordrenedgangen hos Atlas. Ordreniveauet er stadig højt, men 2022 var bare exceptionelt godt, og på den længere bane har Atlas Copcos Vacuum Technique divisionen nogle stærke vækstdrivers, såsom digitalisering, udbredelsen af elektriske biler samt 5G.

SKF: 10% organisk vækst i Kina, bør være på lånt tid

SKF, der laver kuglelejer til den generelle industri og autosektoren, har ca. 20% af deres omsætning i Kina og Nordøstasien. Omkring 50% af den globale efterspørgsel efter kuglelejer kommer fra Kina, Japan og Sydkorea, hvor en række af de store bilfabrikanter befinder sig. Kina udgør 1/3 af verdensmarkedet og er klart det største marked for SKF i denne region, og autoindustrien udgør ca. 30% af SKF koncernens samlede omsætning. SKF nævner i forbindelse med deres seneste kvartalsregnskab, at omsætningen i Kina er steget med 10% organisk. Det flugter meget godt med de seneste salgstal for autoindustrien i Kina, der er vokset med 10% i første halvår, godt drevet af el-biler, der udgør tæt på 30% af nysalget. Det mest respekterede analysebureau indenfor autoindustrien er IHS Markit, som regner med at salget af biler i Kina skal stige med omkring 3% om året frem mod 2027. Hvis de har ret bør SKFs omsætningsvækst indenfor auto blive lavere fremadrettet og tættere på niveau med deres målsætning om 5% omsætningsvækst på koncernniveau.

ABB: Fald på 9% i kinesiske ordrer. 37% fald i ordrer indenfor "Robotics and Automation"

ABB er en af de førende selskaber indenfor elektrificering og automatisering, og det giver dem en væsentlig eksponering indenfor forsyningssektoren, ejendomme og industrien generelt. Selskabets CEO hedder Bjørn Rosengren, der tidligere har skabt gode resultater som CEO i Sandvik, finske Wartsila og som divisionschef i Atlas Copco. ABBs strategi blev reformuleret i forbindelse med Rosengrens tiltræden i 2020. De væsentligste ændringer har været frasalg af en række forretningsområder, og de enkelte divisioner drives nu efter en decentral tankegang. I 2019 var driftens rentabilitet på 10%, og i 2022 landede den på 15%. ABB aktien er steget fra 16-17 EUR i 2019 til at handle i 34 EUR i dag. Nogle gange kan det godt betale sig at følge dygtige CEOs, når man investerer i aktier.

Tilbage i det kinesiske spor. 16% af ABBs 2022 omsætningen var relateret til Kina, og i 2022 rapporterede de et 5% fald i omsætningen fra Kina, hvorimod ordrevæksten steg med 5%. I det seneste kvartalsregnskab for Q2 er ordrevæksten ned med 9%. ABB nævner, at boligbyggeriet i alle regioner er svagt, og byggeriet indenfor erhverv er svagest i Kina (og Tyskland). Den kinesiske ordrevækst i den byggeri-eksponerede division, "Electrification", er kun nede med 3% i Q2. Kina udgør 50% af det globale marked for robotter, og det er derfor mere bemærkelsesværdigt at se et 37% fald i Kina i ABBs division "Robotics and Automation". ABB nævner selv, at faldet i ordreindgangen skyldes, at mange installatører af robotter nedbringer deres lagre, og de forventer samme udvikling i tredje kvartal. Forsyningsproblemerne indenfor mikrochips fik også ABBs kunder til at lægge store ordrevolumener sidste år. På den lange bane er ABB positive på "Robotics and Automation" og tror på 10% vækst.

Opsummering:

Tabellen herunder opsummerer de væsentligste observationer fra de nordiske selskaber med den største cykliske eksponering mod Kina.

Vækst i ordrer 2Q23 vs. 2Q22	y/y Kina	y/y koncern	Den væsentligste kommentar/observation om det kinesiske marked
Kone	Significant decline (> -10%)	-13%	Venter et fald i markedet for nyt udstyr på 10-15%
Atlas Copco	na	-5%	28% fald i den mikrochip eksponerede division Vacuum Technique
SKF (omsætningsvækst)	10%	8%	Markant vækst i elektriske biler, de nuværende vækstrater er højere end normalen
ABB	-9%	2%	Svaghed i bolig- og erhvervsbyggeri. Markant lagernedbringelse i Robotics

I vores optik vidner den korte gennemgang ovenfor, ikke overraskende, om svære betingelser indenfor byggeriet, men også om et aktivitetsfald indenfor industrien generelt. Det store fald i ordrene indenfor robotter hos ABB er delvist pga. lagernedbringelser. Robotter anvendes dog bredt i den industrielle produktion og derfor er det bekymrende.

Ifølge IMF ligger der for 9,000 mia. USD i gæld hos de lokale myndigheder i Kina, det svarer ca. til 50% af Kinas BNP. Gælden har været med til at finansiere infrastrukturprojekterne og den kinesiske vækst, som nogle af de nordiske selskaber ovenfor også har nydt godt af. De kinesiske banker, som låner til de lokale myndigheder, er ifølge flere artikler begyndt at forlænge løbetiderne på lånene, og de lokale myndigheder sælger i stigende grad aktiver for at få enderne til at mødes. Længere løbetider reducerer likviditetsbehovet og frasalg skaber likviditet. Det tyder altså på et behov for at skaffe likviditet hos nogle lokale myndigheder.

Kombineret med de åbenlyse problemer iblandt ejendomsudviklere, så kan det gå hen og blive et semistrukturelt problem for et selskab som Kone og få gang i salget af nyt udstyr til en region som Kina. Det bliver derfor meget vigtigt hvordan og hvor hurtigt man får fordelt tabene i ejendomssektoren, så denne vigtige del af Kinas økonomi får det bedre. Det samme fænomen vil formentlig også være delvist gældende for ABB.