

Analyse, 30 juni 2022

# Amphenol

## Bedrijfsactiviteiten

Amphenol is opgericht in 1932 en gevestigd in Connecticut (Verenigde Staten). De onderneming produceert en verkoopt voornamelijk connectoren. Dit zijn stekertjes voor elektrische verbindingen. Amphenol is wereldwijd actief in veel verschillende markten zoals de luchtvaart, automotive, ICT en datacommunicatie, defensie en mobiele apparatuur. De omzet in 2021 bedroeg bijna \$ 11 miljard, waarvan \$ 3 miljard in de Verenigde Staten, \$ 3 miljard in China en de overige \$ 5 miljard in 38 andere landen.

## Overzicht van de scores op de selectiecriteria

In onderstaande tabel staan de scores van Amphenol op de criteria die het Major Oak Fund hanteert bij de selectie van aandelen.

Selectiecriteria	Score	Korte toelichting
1. Redelijk geprijsd	=	Redelijke waardering
2. Sterke concurrentiepositie	✓	Hoge overstapkosten voor klanten
3. Veel groei-potentie	✓	Toenemende elektrificatie en 'connectivity'
4. Weinig schulden	✓	Het schuldenniveau is laag
5. Goede investeringsbeslissingen	✓	Kleine overnames met duidelijke focus

### 1. Redelijk geprijsd =

De koers-winstverhouding van Amphenol is 27. In vergelijking met de historie is dit een acceptabele waardering. Zeker indien rekening gehouden met de hoge kwaliteit van de onderneming en de goede groei-vooruitzichten.

### 2. Sterke concurrentiepositie ✓

De omzet van Amphenol is heel stabiel. Bovendien behaalt de onderneming een operationele marge van meer dan 20%. Dat is zeldzaam voor ondernemingen die actief zijn in de sector 'industrie'. De vraag is hoe Amphenol dat voor elkaar krijgt.

Als het gaat om connectoren is het belangrijk onderscheid te maken in standaard producten die voor een zo laag mogelijke prijs worden verkocht en specifieke connectoren die moeten voldoen aan hoge eisen ten aanzien van levensduur, maat, performance, geschiktheid voor intensief gebruik (plaatsen met veel vuil, hitte of trillingen), constante kwaliteit et cetera. Amphenol heeft een leidende positie in dit laatste segment.

De positie van Amphenol is goed beschermd tegen concurrentie omdat klanten hoge overstapkosten ervaren. Dit komt doordat de connectoren van Amphenol doorgaans in kritische systemen worden gebruikt. Hierbij kun je denken aan geavanceerde systemen in vliegtuigen, batterij management systemen van elektrische auto's en de elektronica in telefoons. Als dergelijke connectoren falen, kan dat leiden tot grote schade, claims of een slechte gebruikerservaring. De klanten van Amphenol zijn daarom meer gericht op het beperken van risico's dan op het realiseren van een lage inkooprijs. Zolang Amphenol de kwaliteit van de producten waarborgt, zullen klanten daarom niet snel overstappen naar een concurrent. Ook niet als het product voor een lagere prijs wordt aangeboden. Dit effect wordt versterkt doordat het aandeel van connectoren in de totale kosten (bijvoorbeeld van een auto) laag is. Het voordeel dat een klant kan behalen met een overstap is daarom verwaarloosbaar.

Verder wordt een groot deel van de connectoren specifiek voor klanten geproduceerd. In dat geval wordt Amphenol door de klant vaak al bij de ontwerp-fase betrokken. Hierdoor krijgt de onderneming veel kennis van de behoeften en processen bij klanten en worden goede relaties opgebouwd. Dit is een extra drempel voor concurrenten.

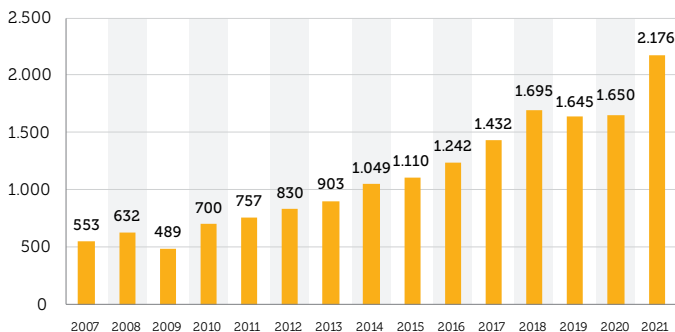
Tot slot beschikt Amphenol over een ongeëvenaarde kennis m.b.t. hoogwaardige connectoren. Dit komt doordat de onderneming in veel verschillende eindmarkten actief is en in de ontwerp-fase nauw met

klanten samenwerkt. En omdat klanten bereid zijn een relatief hoge prijs te betalen, is er ook voldoende financiële ruimte om flink in R&D te investeren, wat weer bijdraagt aan de kwaliteit van de producten. Zo ontstaat een zichzelf versterkende cyclus die bescherming biedt tegen concurrentie.

### 3. Veel groeipotentie ✓

In onderstaande grafiek is de winstgroei weergegeven, die Amphenol in de afgelopen jaren heeft gerealiseerd.

Operationeel resultaat (USD miljoen)



De winst van Amphenol is stabiel en groeit. Deze groei is voor een aanzienlijk deel gerealiseerd door het plegen van relatief kleine overnames. Gemiddeld werden in de afgelopen tien jaar zo'n vier ondernemingen per jaar overgenomen. Het trackrecord van Amphenol op dit punt is uitstekend. Dit komt door een combinatie van factoren. Zo heeft het management al veel ervaring met overnames. Daarnaast is er veel kennis aanwezig van de behoeften van klanten, waardoor de waarde van de knowhow van een overnamekandidaat goed kan worden ingeschat. Doorgaans weet Amphenol de omzet en winstgevendheid van overgenomen ondernemingen snel te verhogen, onder andere door 'cross selling' kansen te benutten en door de eigen sterke waardeketen en technische kennis in te zetten. Ook in de komende jaren kan Amphenol op deze manier de nodige groei realiseren.

Verder zijn er twee structurele trends gaande, die de vraag naar hoogwaardige connectoren stuwten. Zowel de elektrificatie als de 'connectivity' van producten zal de komende jaren verder toenemen. Amphenol be-

vindt zich in een goede positie om te kunnen profiteren van het toenemend gebruik van elektrische auto's, duurzame energie, data centers, mobiele netwerken et cetera.

### 4. Weinig schulden ✓

Amphenol financiert voornoemde (relatief kleine) overnames uit de bedrijfswinsten en met langlopende schulden. De schulden zijn in relatie tot de omvang en stabiliteit van de bedrijfswinsten niet te hoog.

### 5. Goede investeringsbeslissingen ✓

Een groot deel van de winst wordt geïnvesteerd in overnames. Op deze manier is de afgelopen jaren veel waarde voor de aandeelhouders gecreëerd. Het resterende deel van de winst wordt uitgekeerd als dividend (circa 1% dividendrendement) en gebruikt om op beperkte schaal eigen aandelen in te kopen.

### Belangrijkste risico's

Amphenol scoort goed op de selectiecriteria, maar elke onderneming heeft te maken met risico's. Het belangrijkste risico voor Amphenol is dat circa eenderde deel van de omzet in China wordt behaald. Indien Amerika vergaande handelsbeperkingen zou instellen tegen China, leidt dat tot een flinke omzetzaling. Verder is het business model van de onderneming gebaseerd op een wereldwijde waardeketen. Verstoringen hierin kunnen niet worden uitgesloten. Tot slot zou het management in de verleiding kunnen komen om een grote, dure overname te doen die waarde voor de aandeelhouders vernietigt. Om de mogelijke impact van dergelijke risico's op het fondsrendement te beperken, past het Major Oak Fund een goede spreiding van de beleggingen toe. Op 30 juni 2022 was de weging van Amphenol in de totale portefeuille 2,4%.

Jan-Gerben Postma  
Beheerder Major Oak Fund