

Bestyrelsens mundtlige beretning

Generalforsamlingen den 22. april 2022

ValueInvest
DANMARK

Foreningens udvikling

Tusindvis af investorer har betroet os deres opsparing. Det er vi meget stolte af, og vi gør vores bedste for at leve op til forventningerne.

I 2021 steg Foreningens medlemstal netto med 1.689 nye unikke investorer, svarende til en vækst til knap 28.000 investorer. Det skal sammenlignes med en svagt stigende tendens i den samlede formue til 4,5 mia. kr.

På trods af denne tendens var Foreningens formue negativt påvirket af ikke-geninvesterede udbytter udbetalt i begyndelsen af året, hvilket dog blev opvejet af et positivt afkast og et øget inflow til Foreningen. Vi takker vores investorer for deres tillid til Foreningen og byder nye velkommen.

Vi takker for den tillid, vores investorer har vist os og byder nye velkommen.

Markedsudviklingen og -karakteristika

Der er nok at bekymre sig om i verden. Ruslands invasion af Ukraine og den efterfølgende krig kaster unægteligt mørke skyer ind over hele verden og Europa i særdeleshed. Millioner af mennesker flygter fra deres hjem og land for at søge ly fra Ruslands aggression, hvor andre bliver hjemme for at kæmpe for frihed. Det er svært at finde nogen berettigelse for krig, men om ikke andet viser krigen i Ukraine, at frihed ikke kan tages for givet, men er noget der skal kæmpes for med risiko for at betale den højeste pris. Hvis vi før krigen var usikre på inflationen, hersker der nu ingen tvivl. Energipriserne er steget kraftigt som følge af Ruslands forsyningsrolle inden for olie og gas, og mange andre råvarer er også steget voldsomt. Det hele har medført endnu højere forventninger til inflationen, hvilket bringer os til et andet emne for markedet: Pengepolitiske stramninger fra centralbankernes side og rentekurven, som i USA er ved at flade ud, hvilket i normale tider er et varsel om lavere økonomisk aktivitet. Den høje inflation tærer også på

købekraften og medfører negativ reallønsvækst, hvilket igen har en potentiel negativ indflydelse på forbrugertilliden.

De hurtige og kraftige stigninger i inputpriserne forventes på sigt at blive sendt videre til forbrugerne. Men i modsætning til tidligere må vi forvente, at det vil tage længere tid denne gang på grund af inflationens styrke. Nogle af porteføljeselskaberne vil være længere tid om at genoprette deres marginer – overvejende i sektoren Stabilt Forbrug. Trods dette er en negativ faktor på kort sigt, er der grund til at tro, at selvom disse selskaber lider markant lige nu, har konflikt-drevne påvirkninger en tendens til at forsvinde hurtigere end mere strukturelle problemer, og selskaberne forventes således at stå i en bedre position inden for nogle kvartaler.

Afdelingernes afkastudvikling

I forhold til det generelle aktiemarked leverede Foreningens globale og japanske investeringsstrategi et mindre, men dog stadig tilfredsstillende afkast. Især de to Globale porteføljer leverede ret stærke afkast i absolut forstand.

Det globale aktiemarked målt ved Morgan Stanleys Verdensindeks (MSCI Verden), inkl. dividender, gav i 2021 et positivt afkast på 30,8%. ValueInvests Globale porteføljer gav et positivt afkast i intervallet 14,9% til 15,4%.

Det japanske aktiemarked gav i 2021 et positivt afkast på 9,2% målt ved Morgan Stanleys Japanindeks (MSCI Japan), inkl. dividender, sammenlignet med en ligeledes positiv udvikling for ValueInvest Japan porteføljen på 6,8%.

Sammensætningen for både de Globale porteføljer og Japan-porteføljen følger en selektiv proces, hvor de enkelte selskaber udvælges og sammensættes med henblik på at beskytte og øge investeringerne. Aktieudvælgelsen er baseret på en

omhyggelig vurdering af hvert enkelt selskab og dets risiko- og afkastprofil.

Da Foreningen ikke er bundet af noget aktieindeks, er eksponeringen mod brancher, sektorer og lande et resultat af identifikation den bedste risiko-/afkastafvejning uden at glemme vigtigheden af diversifikation.

Den store forskel i sammensætningen af porteføljerne i forhold til markedet (målt ved Morgan Stanleys Verdens- og Japan indeks) understreges også af, at Active Share for ValueInvest-porteføljerne ligger over 96% og 92% for hhv. de Globale porteføljer og Japan-porteføljen. I praksis betyder det ganske enkelt, at investeringerne adskiller sig væsentligt fra den måde, markedet er investeret på.

Afkastforklaring til porteføljerne

At forvalte penge er meget mere end blot tal og regneark. Investeringsbeslutninger kan sjældent koges ned til kun en enkelt faktor, men består af flere aspekter. Er det et levedygtigt selskab i en levedygtig industri, og eksekverer selskabet sin forretningsstrategi på en bæredygtig måde? Det er store spørgsmål, som alle udgør en del af investeringsbeslutningerne.

For at enhver investeringsstrategi skal kunne fungere godt over lange perioder, er det meget vigtigt at have et godt match mellem investorernes forventninger til investeringsprocessen og det investeringsteam, der tager investeringsbeslutningerne. Med et godt match er det meget nemmere at forstå dels, hvordan teamet tænker og arbejder, dels de fremkomne resultater. Foreningens investeringsrådgiver forsøger at skabe dette match ved at tilbyde en høj grad af gennemsigtighed i investeringsbeslutningerne.

At købe en portefølje af kvalitetsselskaber, når deres aktier er tilgængelige til en attraktiv pris, har altid været vores udgangspunkt for at investere. Der investeres i nøje udvalgte kvalitetsselskaber med en flerårig investeringshorisont for øje, og de foretrukne selskaber er dem med stabil indtjening, en aktionærvenlig ledelse og gode

geninvesteringsmuligheder. Sådanne selskaber kan have tendens til at øge deres værdi over tid.

Det er målet at tiltrække investorer, der deler Foreningens overbevisning, når det kommer til investering. Foreningens investeringsfilosofi søger imod investeringer med lav risiko, og sådan har det været siden Foreningens start i 1998. Strategien har deltaget godt i tider med gode markeder og beskyttet mod for stor nedgang i tider med svage markeder. Selvom tidligere afkast ikke er nogen garanti for fremtidige afkast, kan det med sikkerhed siges, at investeringsproces og -filosofi kan gentages.

Ændringer i porteføljerne

Otte selskaber forlod i 2021 Foreningens Globale porteføljer, mens syv selskaber blev budt velkommen. På sektorniveau var de vigtigste ændringer i 2021 en reduktion af investeringer i Stabilt Forbrug og Kommunikationstjenester, mens positioner inden for Medicinal og IT blev øget. Ved udgangen af 2021 var de Globale porteføljer investeret i 36 selskaber fra syv forskellige sektorer.

I Foreningens Japan-portefølje var der ingen ændringer på selskabsniveau. Der blev omfordelt selskaberne imellem, når dette gav mening. På sektorniveau blev investeringerne reduceret inden for Kommunikationstjenester og Industri, mens de inden for IT og Råvarer blev øget. Ved udgangen af 2021 var Japan porteføljen investeret i 26 selskaber fra syv forskellige sektorer.

Fokus på bæredygtighed

2021 var et banebrydende år, når det kommer til ESG. Det store fokus på bæredygtighed kulminerede med FN's klimakonference (COP26), der blev afholdt i Glasgow i november måned. Flere selskaber benyttede konferencen til at annoncere deres støtte til Paris-aftalen og målet om at reducere udledningen af drivhusgasser samt til at offentliggøre deres ambitioner om at opnå klimaneutralitet, også kaldet Net Zero, inden udgangen af 2050.

Macquarie Asset Management, som Foreningens investeringsrådgiver, Macquarie Investment Management Europe S.A. er en del af, understregede i 2021 igen sin indsats mod Net Zero i 2040 ved at

underskrive The Climate Pledge, et globalt samarbejde mellem mere end 100 selskaber og organisationer, der alle deler ambitionen om at nå målene i Paris-aftalen 10 år før tid.

I Europa var grønne nuancer det helt store samtaleemne, da EU i marts 2021 indførte forordningen Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR), som stiller en række bæredygtighedsrelaterede oplysningskrav til bl.a. finansielle rådgivere. Forordningen blev bl.a. indført for at eliminere greenwashing og har til formål at hjælpe investorer med at forstå, sammenligne og monitorere fondes bæredygtighedskarakteristika ved at ensrette oplysningerne om bæredygtighed.

ValueInvest Danmark er underlagt Artikel 8 i bæredygtighedsforordningen (SFDR) og rapporterer om relevante bæredygtighedsaspekter i årsrapporten for 2021.

Foreningen ønsker at fremme de miljømæssige og sociale karakteristika fastlagt i FN Global Compact ti principper.

I december 2020 blev alle Foreningens fonde Svænemærket. Foreningen startede dermed 2021 med at tilbyde miljømærkede produkter, hvor porteføljerne screenes ud fra visse bæredygtighedskriterier og f.eks. eliminerer tobak, kontroversielle våben og i vid udstrækning også fossile brændstoffer og konventionelle våben.

Et vigtigt værktøj i vores arbejde med bæredygtighed er stemmeafgivelse. I året, der er gået, har Foreningens investeringsrådgiver på vegne af Foreningen stemt på samtlige generalforsamlinger og havde i den forbindelse dialog med selskaberne for at drøfte emner som klimaneutralitet og reduktionsmål for CO₂ samt aflønning og aflønningsstruktur.

Omkostninger

Jeg vil gerne knytte et par ord til omkostningerne. Omkostningsprocenterne i Foreningens afdelinger var i 2021 på niveau med 2020. Med virkning fra 1. januar i år er omkostningerne faldet hovedsageligt grundet lavere provisionssatser til Foreningens

distributører og ny pris aftale med Foreningens investeringsrådgiver.

Omkostninger er et resultat af kontraktforhold, Foreningen har forhandlet på plads med Foreningens distributører og samarbejdspartnere. Foreningen befinder sig i dag omkostningsmæssigt tættere på sammenlignelige afdelinger under andre danske investeringsforeninger end, det har været tilfældet for år tilbage.

Voksende formue betyder, at faste omkostningsbeløb fylder noget mindre, målt i procent af formuen. Når det gælder andre typer af omkostninger, kan det have den effekt, at Foreningen opnår en bedre forhandlingsposition, når der drøftes satsen o.lign. - målt i kroner skal man dog være forbedret på, at voksende formue betyder voksende omkostninger - og vice versa.

Endelig vil ny regulering af industrien generelt samt forventet øget konkurrence påvirke omkostningerne på sigt til investorernes fordel.

Omkostningsprocenten er imidlertid ikke den eneste faktor, som bør have interesse. Et andet element er størrelsen af de handelsomkostninger, som afdelingerne påtager sig som led i den løbende porteføljepleje. Her kan der være store forskelle mellem de enkelte foreninger på markedet. ValueInvests investeringsfilosofi kommer i denne sammenhæng normalt til udtryk i form af en meget lav omsætning af aktier.

Omkostningerne er et fokusområde for bestyrelsen. Det betyder, at vi er bevidste om, hvad Foreningen får for pengene – men ikke nødvendigvis, at vi går efter den absolut billigste løsning.

Samarbejdspartnere

Foreningens medlemsantal endte i 2021, som jeg nævnte i indledningen, med en lille stigning til knap 28.000 unikke investorer. Stigningen til trods er antallet af medlemmer blevet negativt påvirket af de forgange år hovedsageligt som en følge af en lovgivningsmæssig omlægning hos nogle af Foreningens samarbejdspartnere fra beviser pr. investor til beviser i et nyt fælles produkt.

Dette skal sammenholdes med et næsten uforandret antal samarbejdspartnere på distributionssiden, herunder en lang række pengeinstitutter, jf. årsrapporten, der formidler Foreningens produkter som følge af Foreningens langsigtede gode historiske resultater.

Dette har ikke ændret ved Foreningens målsætning om, at flere pengeinstitutter skal blive opmærksomme på, at Foreningens tilbud er relevante for et stort antal investeringskunder, hvilket giver basis for fremtidig vækst i antallet af medlemmer.

Aftaler med samarbejdspartnerne kommer i stand som følge af et fortsat velfungerende samarbejde med Foreningens investeringsrådgiver igennem snart 25 år, Macquarie Investment Management Europe S.A., ValueInvest Global Equity Team i Luxembourg.

Investeringsrådgiver i Luxembourg har som altid præference for at investere i kvalitetsselskaber med en stabil indtjening over en konjunkturcyklus. De hidtidige resultater er overbevisende, og vi har tillid til, at de vil formå også at omsætte strategierne til gode afkast for Foreningens medlemmer.

Organisation

Organisatorisk er det selvfølgelig en stadig overvejelse, om Foreningen er bedst tjent med at have sin egen administration eller - som nu - med fordel kan benytte sig af BI Management A/S som ekstern administrator. Med den aktuelle formue er det bestyrelsens overbevisning, at en struktur som den nuværende er i Foreningens interesse. Med de stadigt stigende krav til investeringsforeningernes it-systemer, personaleressourcer m.m. er der ikke tvivl om, at kravene til kritisk masse har været tilsvarende stigende. Men det er naturligvis et forhold, som bestyrelsen må forholde sig til med passende mellemrum.

Nasdaq OMX

Foreningens investeringsbeviser for detailinvestorer befinder sig på Nasdaq OMXs særlige handelsplads for investeringsbeviser. Denne markedsplads arbejder efter samme anerkendte principper for prisdannelse, tilgængelighed og

gennemsigtighed, som det kendes fra det traditionelle system, men har formået at tiltrække et betydeligt større antal afdelinger til notering end hidtil. Det er let at følge med i udviklingen i handelspriserne via hjemmesiden ifx.dk, og køb og salg kan som sædvanlig ske online eller ved henvendelse til eget pengeinstitut.

Foreningen on-line

Foreningens hjemmeside valueinvest.dk giver adgang til mere dybtgående information om Foreningen og de investeringsmæssige principper mv. Hjemmesiden bliver løbende opdateret og vil være under fortsat udvikling med henblik på at give brugerne den bedst mulige service.

For yderligere opdatering, inspiration og seneste nyt kan man tillige følge Foreningen på LinkedIn.

Forventningerne til 2022

Når krigen i Ukraine er overstået, forhåbentlig før end senere, står vi stadig tilbage med en massiv gæld, udfasning af centralbankernes op-købsprogrammer og stigende renter. Og vi kan blive ramt af endnu mere økonomisk modvind i form af sommerfugl-effekten fra en potentiel strøm af misligholdelser i den kinesiske ejendomssektor. Siden efteråret 2021 har der været en stigende effekt af den kinesiske regerings indgriben i ejendomssektoren for at forhindre, at gældsætningen ikke bliver for stor. Vækstkatalysatoren i den sektor har været gældsopbygning, som nu bliver meget vanskeligere, da det globale finansieringsmarked for kinesisk ejendomsudvikling bogstaveligt talt er gået i stå. Selvom dette måske ikke helt kan sammenlignes med nedsmeltningen af Lehman, så kan den aftagende vækst have konsekvenser for den økonomiske aktivitet globalt set. Kina har været en stærk bidragsyder til den globale økonomiske vækst, som igen er blevet drevet af byggesektoren. Vi har set påvirkninger herfra på flere selskaber, der er afhængige af byggeaktivitet f.eks. japanske Makita.

Afkastfordelingen for de globale porteføljer i 1. kvartal af 2022 er en dobbeltsidet historie. Indtil krigen brød ud i Ukraine den 24. februar, udviklede de globale porteføljer sig mindre negativt sammenlignet med det globale aktiemarked målt ved

MSCI Verden. Mens det globale aktiemarked på dette tidspunkt var tæt på et tocifret fald, faldt de globale porteføljer med godt halvdelen heraf og klarede sig således på linje med de fleste tidligere negative perioder på markedet.

Det globale aktiemarked målt ved MSCI Verden endte 1. kvartal 2022 med et negativt afkast på -2,5%. ValueInvests Globale porteføljer leverede negative afkast i intervallet -5,1% til -5,3%.

Det japanske aktiemarked gav i 1. kvartal 2022 et negativt afkast på -4,0% målt ved MSCI Japan, sammenlignet med et ligeledes negativt afkast for ValueInvest Japan porteføljen på -6,8%.

Det skal dog lige understreges, at Japan porteføljen efter februar var foran det japanske aktiemarked målt ved MSCI Japan, men den russiske invasion af Ukraine og det efterfølgende opsving på aktiemarkedene i løbet af marts efterlod porteføljen noget stækket på grund af stigningen i primært energi- og industriaktier.

Med hensyn til den aktuelle situation omkring krigen i Ukraine med negative konsekvenser for verdensøkonomien til følge, kraftige kursbevægelser på de finansielle markeder og effekten af de indførte restriktioner, skal det hermed bekræftes, at Foreningen ikke har foretaget investeringer i Rusland og Ukraine eller i værdipapirer, der er omfattet af de indførte restriktioner på de finansielle markeder.

Inflationspresset kan gå hen og fortsætte noget længere tid end forventet, da forsyningskæderne i dag er meget globaliserede, og der kun skal et svagt led til i den samlede værdikæde før, der opstår flaskehalse andre steder i værdikæden. Niveauet for den fremtidige inflation er ukendt, men Foreningen håber, at dens porteføljeselskaber kan bruge deres styrke (pricing power) til at sende de højere omkostninger videre ud til deres kunder.

Analyser hos Foreningens investeringsrådgiver peger på, at pricing power i høj grad er knyttet til, hvor vigtigt det solgte produkt er for slut-kunden.

Selskaber, der sælger mærkevarer, funktionskritiske komponenter eller software på abonnementsbasis, kan have større chance end gennemsnittet for at være herre over deres egne priser. Efter Foreningens opfattelse har porteføljeselskaberne den kvalitet indbygget i deres forretningsmodeller.

Det store spørgsmål er omkring renteniveauet. En moderat rentestigning er efter Foreningens mening ikke nogen dårlig ting. Det er overskueligt for de fleste, måske undtaget dem med for meget gæld med variabel rente. Hvis renten stiger hurtigt og kraftigt, kan værdiansættelsen af de fleste finansielle aktiver blive negativt påvirket.

Ingen kender det fremtidige renteniveau, men det er en matematisk kendsgerning, at hvis den diskonteringsrente, der anvendes i værdiansættelsen, stiger, så falder nutidsværdien af selskabernes pengestrømme. Eller sagt på godt dansk: Selskaberne bliver mindre værd.

Dette kan især være negativt for de selskaber, der i øjeblikket har en høj værdiansættelse baseret på håbet om pengestrømme i en fjern fremtid. Det kan være mindre negativt for selskaber, der i øjeblikket har en lav eller rimelig værdiansættelse baseret på konkrete pengestrømme, der allerede genereres i dag eller den nære fremtid. Foreningens porteføljer indeholder kun selskaber med forretningsmodeller, som allerede har bevist deres værd, og som vurderes fortsat at være levedygtige på den lange bane. Fælles for dem er, at de generer høje pengestrømme til deres ejere allerede nu, og Foreningens investeringsrådgiver forventer, det vil fortsætte i mange år fremover.

Foreningen har tiltro til, at Foreningens investeringsrådgivers fokus på at opbygge en portefølje af kvalitetsselskaber, der er erhvervet til rimelige priser, er et godt udgangspunkt, når målet er at beskytte og forøge investorenes kapital.

Bestyrelsen er derfor optimistisk med hensyn til de forventninger, der er udtrykt i årsberetningen.

Tak.

Ansvarsfraskrivelse. 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 aktiemarkederne. 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**.

Macquarie Investment Management Europe S.A. (MIME SA) er ikke et autoriseret indlånsinstitut i henhold til Banking Act 1959 (Commonwealth of Australia), og MIME SA's forpligtelser repræsenterer ikke indlån eller andre forpligtelser tilhørende Macquarie Bank Limited ABN 46 008 583 542. Enhver investering er underlagt investeringsrisiko, herunder eventuelle forsinkelser i tilbagebetaling og tab af indkomst og investeret hovedstol. Macquarie Bank Limited hverken garanterer eller yder på anden måde sikkerhed for MIME SA's forpligtelser.

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.