



Foto © iStock.com

Kampen mod inflationen

Af Foreningens investeringsrådgiver

Den globale stigning i inflationen er drevet af det nuværende hidtil usete sammenfald af markedsforhold: krigen i Ukraine og Covid med deraf afledte følger-virkninger, bl.a. stærk efterspørgsel, svagt udbud, leveringsproblemer og råvare-inflation – alt sammen på en og samme tid.

Allan Sastrup Jensen
Porteføljemanager
hos Foreningens
investeringsrådgiver



Mange af de nøgle- ingredienser, der er nødvendige i frem- stillingen af stort set enhver vare og tjenesteydelse, er på det seneste steget kraftigt i pris eller har været eksponeret til afbrydelser i

forsyningskæderne, hvilket er en stor udfordring for de fleste selskaber.

Selskaberne i ValueInvest Danmarks (Foreningen) porteføljer oplever i øjeblikket stigende energi- omkostninger, lav tilgængelighed af og forhøjede priser på logistik og distribution, plast og emballagemateriale. Gennem analysearbejde forsøger vi, Foreningens investeringsrådgiver, at forstå, hvordan Foreningens porteføljeselskaber tidligere har håndteret perioder med inflation, og hvordan de beskytter sig mod det nuværende udbrud heraf. Ikke to selskaber oplever eller reagerer imidlertid ens på effekten af inflation. Som langsigtede investorer er vi på den korte bane fokuseret på, hvordan porteføljeselskaberne bekæmper inflationspres for

at komme stærkere ud på den anden side og blive gode langsigtede investeringer. Værdiansættelsen af selskaberne er baseret på normaliseret indtjening, ikke top- eller bundindtjening.

Hvordan viser inflation sig i regnskaber?

Effekten af inflation dukker altid op et eller andet sted i regnskabet, men ofte kræver det en nærmere undersøgelse at pin-pointe den, og andre gange vil den først vise sig med væsentlig forsinkelse. For producenter af hurtigt omsættelige forbrugsvarer (f.eks. i sektoren Stabilt Forbrug), viser inflationen sig med det samme. Forretningsmodellen går ud på at producere hurtigt og have høj lageromsætning, hvilket betyder, at inflationen hurtigt påvirker omkostningerne ved de solgte varer og trækker indtjeningsmarginerne ned.

På den anden side vil et selskab med lav lageromsætning (meget dyre varer med lange leveringstider, projekter osv.) stadig vise omkostningerne ved de solgte varer baseret på forældede råvareomkostninger. For nogle selskaber vil inflationen ikke vise sig i resultatopgørelsen i årevis, hvilket er tilfældet for selskaber med tunge driftsaktiver med lang levetid. Sådanne selskaber kan afskrive deres



ValueInvest Danmarks porteføljer er opbygget målrettet og forventes at være godt rustet til at klare sig under ugunstige markedsforhold.

driftsaktiver med meget mindre end omkostningerne ved at vedligeholde dem. Resultatet heraf er, at marginerne er modstandsdygtige, da afskrivningerne er for lave, men at pengestrømmene lider, idet kapitaludgifterne er meget højere end afskrivningerne for at bevare selskabet i vedligeholdts stand. Faktisk har inflationen mange ansigter, når det handler om at figurere i regnskaber.

En inflationsmodstandsdygtig portefølje

Foreningens porteføljer er opbygget målrettet og forventes at være godt rustet til at klare sig under ugunstige markedsforhold. Omkring 90% af porteføljerne er eksponeret til selskaber, der sælger basale varer og services med stabil underliggende efterspørgsel gennem diversificerede indtjeningskilder som fødevarer, medicin, sundhedsydelser, medicinsk teknologi, kommunikation, sikkerhed, industrielle forbrugsvarer, funktionskritisk software og betalingstjenester.

Samlet set forventer vi, at selskaberne har god mulighed for at sende prisstigninger videre til deres kunder. Det betyder ikke, at de er isoleret fra inflationspres, langt fra, men at de kan klare sig rimeligt godt afhængigt af den branche, som de opererer i. Selskaber og brancher påvirkes i varierende grad og gør brug af forskellige metoder i kampen mod inflationen. Nedenfor beskrives nogle af de parametre, der indgår i vores vurdering af selskabernes forretningsmodeller og evne til at håndtere inflationspres. Vi giver også nogle specifikke eksempler på, hvordan selskaberne fra Foreningens globale porteføljer opfylder disse kvalitative mål.

Det er vigtigt at bemærke, at selv selskaber med god modstandsdygtighed overfor inflation kan opleve en kortsigtet nedgang i marginerne. Det kan være bevidst, hvis selskabet søger at vinde markedsandele fra svagere konkurrenter, eller der kan simpelthen være tale om en tidsforskydning mellem inflationspres og realiserede prisstigninger.

I sidste ende kan det også skyldes manglende evne til at håndtere inflationen. Sådanne tilfælde søger vi naturligvis at styre udenom.

Indtjening relateret til inflation

Nogle selskaber har en tendens til at generere højere omsætning, når inflationen stiger. Hvis der kan genereres højere omsætning uden yderligere omkostninger, vil indtjeningen vokse som følge af inflationen. Det amerikanske betalingskortsselskab Visa er et eksempel på sådan et selskab. Visa opkræver et lille gebyr på et meget stort antal brugertransaktioner. Nogle af selskabets gebyrer er knyttet til værdien af de varer, der betales for.

Hvis inflationen stiger, stiger den nominelle værdi af forbruget også, og Visas omsætning vil vokse som følge heraf. De variable omkostninger til at levere den højere omsætning er meget begrænset, hvilket i sidste ende gør det muligt for Visas indtjening at vokse, når inflationen stiger. Medmindre inflationen stiger så meget, at forbrugerne holder op med at købe, forventes Visa ikke at få større inflationsproblemer.

Tilbagevendende omsætning fra varer og tjenester

Selskaber, der sælger varer og tjenester, der kun kan forbruges én gang, har ofte en god chance for at tilpasse priserne efter inflation. Mange varer falder ind under denne kategori, især hvis de bærer stærke mærker (brands).

Kaffe er et godt eksempel. Forbrugerne er ofte meget loyale over for deres foretrukne kaffemærke, og de vil gerne have deres kaffe, uanset hvad der sker i økonomien omkring dem. Prisen på kaffe er ganske enkelt lav i forhold til den glæde, forbrugeren får ved at drikke den. For kaffeproducenten er dette en god situation. Forbrugernes købsadfærd ændrer sig kun marginalt, og efterspørgslen forbliver derfor stabil. Det giver god mulighed for at justere priserne for inflation. Foreningens globale porteføljer har bl.a. været investeret i den globale leder inden for kaffebranchen, schweiziske Nestlé, i mere end 10 år.

Verden har bestemt ikke mistet lysten til at drikke kaffe. I 2021 omsatte Nestlé for 6,4 mia. CHF i deres kaffe-division, en vækst på næsten 9 pct. Det er rigtig meget kaffe!





Selskaber, der sælger mærkevarer, funktionskritiske komponenter, software, mv., kan have større chance end gennemsnittet for at være herre over deres egne priser.

Høje avancer

Nogle selskaber er i stand til at skabe varer eller tjenester, som kunden er villig til at betale en høj pris for på trods af lave produktionsomkostninger ved selve varen eller tjenesten. Denne forskel mellem salgsprisen og produktionsomkostningerne kaldes bruttofortjenesten. En høj bruttoavance er i sig selv en indikation af, at den vare eller ydelse, der sælges, har stor betydning for kunden. Det efterlader naturligvis sælgeren med en god mulighed for at justere sine priser for inflation.

Luksusvarer er gode eksempler herpå. Mange forbrugere er i stigende grad i stand og villige til at betale for luksusvarer, som sender et signal om status og velstand. For eksempel, hvis ønsket er at bære et Longines eller Omega ur på håndledet, så er der kun ét sted, sådan et ur kan købes, nemlig hos schweiziske Swatch Group, som er et af selskaberne i Foreningens globale porteføljer.

Funktionskritiske produkter og tjenester

Nogle selskaber sælger specialiserede varer eller tjenester, der indgår som en del af andre varer eller beskytter værdien heraf. Hvis prisen på sådanne varer og tjenester er lav i forhold til omkostningerne ved det endelige produkt, eller afgørende for funktionen af det endelige produkt, så er der gode muligheder for at beskytte sig mod inflation. Selskaber, der tilbyder sådanne varer og tjenester, findes i mange forskellige brancher, men de har én ting til fælles: Deres varer og tjenester er vigtige for kunden, som til gengæld er villig til at betale en høj pris herfor.

I Foreningens globale porteføljer er repræsenteret en række forskellige selskaber, der sælger sådanne lavpris-/højværdi-varer og -tjenester.

Den tyske industriproducent Knorr-Bremse sælger bremsesystemer til jernbaneindustrien. Bremsesystemer udgør kun en lille del af de samlede omkostninger ved et tog, men alligevel er det altafgørende for togets sikkerhedsmæssige funktion at have bremses af høj kvalitet. Det efterlader selskabet med høje marginer og høje markedsandele samt

god mulighed for at justere sine priser for inflation. Franske Air Liquide sælger industrielle og medicinske gasser til en meget diversificeret kreds af slutbrugere. Industrigasser er af natur billige, men er meget vigtige for slutbrugers funktion. For eksempel ville covid-patienter have lidt i respiratoren uden den rette type ilt. De industrielle gasser fra Air Liquide indgår også i halvlederindustriens fremstillingsproces, hvilket giver Air Liquide en stærk prisposition, da deres varer er meget værdifulde for slutbrugeren.

Britiske Intertek sælger kvalitetstest- og certificeringstjenester til en meget loyal kundekreds i alle tænkelige brancher. Selskaber kan bruge Intertek til at få deres varer kvalitetstestet for at sikre sig, at de opfylder alle tekniske og lovmæssige krav for at blive solgt på markedet i et givet land. Intertek har specialistviden på dette område, og de kan sælge deres service til en høj indtjeningsmargin. For kunden er dette en lille pris at betale, for uden Interteks kvalitetstest og certificering kunne varerne muligvis ikke sælges på markedet. Som sådan er prisen, der betales for Interteks tjenester, lav i forhold til den værdi, den beskytter. Det giver Intertek god mulighed for at justere sine priser for inflation.

Fremtidig inflation

Vi kender ikke niveauet for den fremtidige inflation, men vi håber, at Foreningens porteføljeselskaber kan bruge deres styrke (pricing power) til at sende de højere omkostninger videre ud til deres kunder.

Selskaber, der sælger mærkevarer, funktionskritiske komponenter, software, mv., kan have større chance end gennemsnittet for at være herre over deres egne priser. Det er, hvad pricing power betyder for os, og efter vores opfattelse har Foreningens porteføljeselskaber den kvalitet indbygget i deres forretningsmodeller og forventes dermed at være godt rustet i kampen mod den nuværende inflation.

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 informationsmaterialet. 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.