

An aerial photograph of ocean waves crashing onto a sandy beach. The water is a deep teal color, and the white foam of the waves is prominent. The beach is a warm, reddish-brown color. A black rectangular box with a diagonal cutout is overlaid on the left side of the image, containing the magazine's title and issue information.

ValueInvest

magasinet

1. halvår
2022

Indhold

1. halvår 2022

- 03 Forord
- 07 ESG og bæredygtighed
- 09 Status på ValueInvest Danmark
- 15 Investeringsoversigt
- 16 Kampen mod inflationen
- 19 Praktiske oplysninger

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 sig selv 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.

ValueInvest
DANMARK

Medlemsblad for
Investeringsforeningen
ValueInvest Danmark

Udgiver

ValueInvest Danmark
c/o BI Management A/S
Bredgade 40
DK-1260 København K
Telefon: +45 77 309 000
Telefax: +45 77 309 100
kontakt@valueinvest.dk
www.valueinvest.dk

Ansvarshavende redaktør

Ole Steffensen

Redaktion

Macquarie Investment
Management Europe S.A.

Layout og produktion

BUCHS AS
Kertemindevej 15
DK-8940 Randers SV
Telefon: +45 86 420 599
buchs@buchs.dk
www.buchs.dk

Kilder

Macquarie Investment
Management Europe S.A.,
ValueInvest Global Equity
Team og Bloomberg Data

Forsiden

© Unsplash.com



Forord

Året 2021 var et fænomenalt år for investorer. Aktiemarkederne klarede sig helt fantastisk, der blev nået rekorder, som derefter blev slået, og et mindre antal selskaber opnåede ekstraordinære afkastprofiler. Året 2022 startede på et andet, mere dystert grundlag.

Som formand for bestyrelsen i Investeringsforeningen ValueInvest Danmark ("Foreningen") har jeg hermed fornøjelsen at præsentere det halvårige medlemsblad, ValueInvest magasinet.

Investeringsrådgiver for Foreningen, Macquarie Investment Management Europe S.A. (jf. Ansvarsfraskrivelse på s. 2), vil give indsigt i Foreningens aktiviteter, risici og ESG-aktiviteter. Inden vi når dertil, vil jeg gerne indlede med følgende forord.

Et mere dystert grundlag i 2022

Centralbankernes retorik ændrede sig, og nervøsiteten bredte sig på markederne, efterhånden som inflation, likviditetsstramninger og højere renter kombineret med geopolitiske spændinger og Ruslands invasion af Ukraine i slutningen af februar gav anledning til stigende bekymring hos investorerne. Investorerne har således oplevet, hvad der svarer til en fuld markedscyklus på en meget kort periode.



Ingen kender top-, lav- eller vendepunkter på aktiemarkedet på forhånd. Men ved at have en portefølje af højkvalitetsselskaber med stabil indtjening kan man reducere risikoen for at opleve for store

Ole Steffensen
Formand for bestyrelsen i Investeringsforeningen ValueInvest Danmark

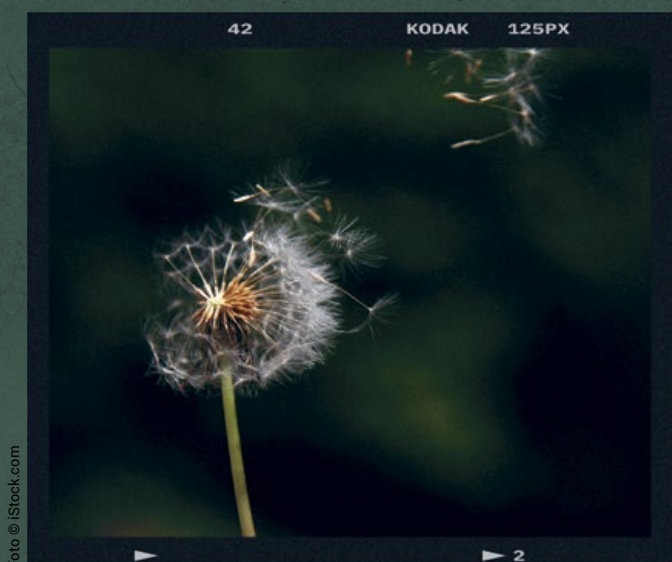
negative overraskelser i et mangeårigt investeringsforløb.

Tilgang med lave udsving

Foreningens investeringsrådgiver har altid haft en konservativ tilgang til investering, så der undgås for store udsving undervejs. Dermed kan man sove godt om natten og over tid opnå solide risikojusterede afkast. For at opnå dette tages ikke unødvendige risici, hverken for så vidt angår selskabernes kvalitet eller deres værdiansættelse.

Foreningens investeringsrådgiver fokuserer på selskaber af høj kvalitet og køber disse, når priserne er attraktive.

På den måde arbejder tiden for den langsigtede investor.





Besøg
ValueInvest
Danmark på
LinkedIn

Investering i selskaber af høj kvalitet til attraktive priser er efter vores opfattelse fordelagtigt med hensyn til at fastholde og øge værdien af formuen. Selskaber med stabil indtjening har generelt mindre kursudsving, og det gør det nemmere at forblive investeret i aktiemarkedet på den lange bane.

Foreningens investeringsrådgiver fokuserer på selskaber af høj kvalitet og køber disse, når priserne er attraktive. Hvilket er afgørende for den langsigtede værdiskabelse.

Muligheder

Selv selskaber med stabil indtjening oplever udsving i aktiekurserne. Udover normale udsving i selskabernes indtjening medvirker en række andre forhold til udsving i aktiekurserne bl.a.:

- Inflation
- Værdiansættelse
- Genåbningshandel efter pandemien

Inflation


Den nuværende stigning i inflationen anses for at være drevet af "en slags perfekt storm": særdeles stærk efterspørgsel efter varer kombineret med en kraftig nedgang i kapaciteten til at producere varerne. Dertil kommer højere distributions- og lønomkostninger samt længere leveringstider.

Med andre ord har Covid-19 midlertidigt igen fået rystet godt op i tingene. Efterhånden som genåbningsaktiviteten tager til, bør efterspørgslen efter "tjenester" stige på bekostning af "varer". Det er flere globale selskaber allerede begyndt at melde om.

Et moderat inflationsniveau er ikke nogen dårlig ting og kan være fordelagtigt for aktier, da inflationen har tendens til at falde sammen med økonomisk vækst. Aktier, i modsætning til obligationer, hvor inflationen udhuler købekraften, kan tjene som en stødpude mod inflation, da den medfører en stigning i omsætningen og i nogle tilfælde også indtjeningen. Effekten af inflationen vil variere fra selskab til selskab, og de stærkeste selskaber vil fortsat kunne sælge deres produkter og ydelser, selvom de lader priserne stige. Det kalder vi pricing

power. Jo større pricing power, jo lettere vil det være at hæve priserne uden at miste volumen.

I dette magasin ser vi mere på inflationen, og hvordan nogle af Foreningens porteføljeselskaber håndterer udfordringerne forbundet hermed.

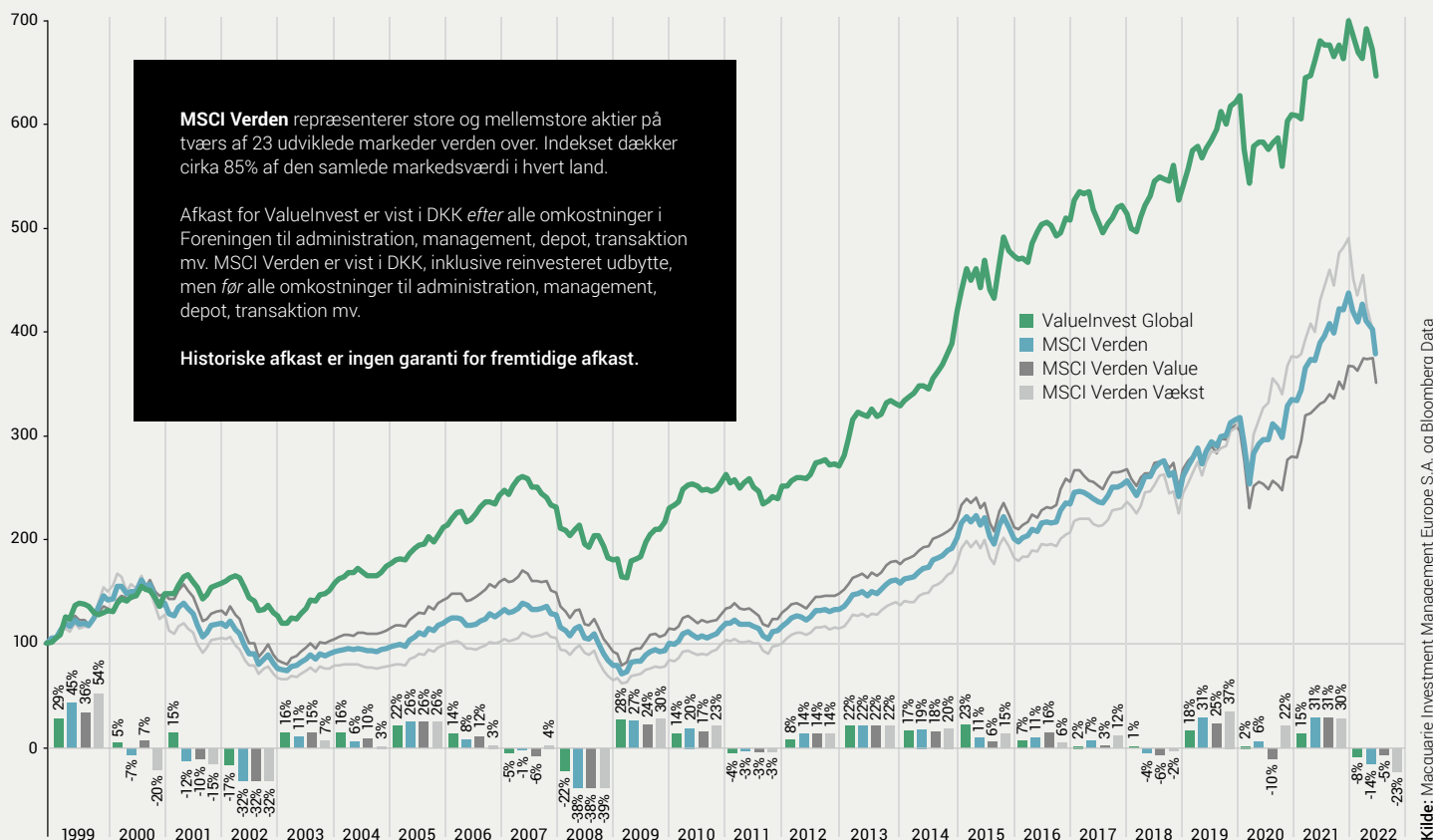


Et moderat inflationsniveau er ikke nogen dårlig ting og normalt fordelagtigt for aktier, da inflationen har tendens til at falde sammen med økonomisk vækst.

Værdiansættelse

Centralbankerne har i de senere år ladet renterne falde til historisk lave niveauer ved et hidtil uset opkøb af finansielle aktiver. De lave renter har medvirket til meget optimistiske værdiansættelser i nogle dele af aktiemarkedet. Særligt blandt

Afkast på langt sigt for ValueInvest Global og MSCI Verden (31.12.1998 - 30.06.2022)



teknologiaktier har der hersket stor optimisme. I de første måneder af 2022 begyndte den optimisme at smuldre, og aktierne begyndte at falde. Selskaber med tvivlsomme forretningsmodeller og/eller ingen indtjening var de første til at blive ramt. Sidenhen har kursfaldene bredt sig, men Foreningens investeringsrådgiver ser det som et sundhedstegn, når alle bliver mindet om, at træerne ikke vokser ind i himlen.

Genåbningshandel efter pandemien

Trods de defensive karakteristika ved Foreningens porteføljeselskaber må det forventes, at de er positioneret til at kunne drage fordel af genåbningen og accelerationen i den økonomiske vækst drevet af den opdæmmede efterspørgsel.

Der kan skelnes mellem opdæmmed efterspørgsel og "ægte" opdæmmed efterspørgsel. Følgende eksempler fremhæver forskellen:

Mange mennesker har haft et ønske om at besøge Disneyland i løbet af de sidste tre år. Nu, hvor det atter er muligt, vil de sandsynligvis kun besøge Disneyland én gang og således ikke besøge for-

lystelsesparken tre gange for at tilfredsstille det faktum, at de ikke var i stand til at besøge parken i de forgangne tre år. Som følge heraf vil Disneyland opleve den positive effekt af den opdæmmede efterspørgsel, som dog ikke vil opveje det tab, parken led under pandemien.

På den anden side er der f.eks. producenterne og distributørerne af kirurgisk udstyr, Smith & Nephew PLC (hofter og knæ) og Henry Schein Inc. (udstyr til tandlæge- og dentalklinikker). Pandemien har medført en udsættelse af en lang række operationer og behandlinger, men behovet herfor forsvinder ikke. Som følge heraf har selskaberne en latent opdæmmed efterspørgsel, som forventes at fortsætte med at drive indtjeningen i en periode efter pandemien.

Trods mediernes udsagn om, at "genåbningshandlen er forbi", forventes Foreningens porteføljeselskaber at være positioneret til at kunne drage fordel af de muligheder, der opstår, når alle dele af samfundet igen fungerer normalt i kølvandet på genåbningen. I ovenstående figur kan man se fordelene ved at investere i selskaber med stabil indtjening. Dermed tages færre risici, og rentes-



En investering på 100 kr. i 1999 i ValueInvest Global vil være vokset til
645 kr.
 pr. 30.06. 2022

Optimistiske værdiansættelser og stigende inflation er to nøglerisici, som investorer bør tage med i betragtning, når de fastlægger deres aktieallokering.



Foreningens
medlemstal

27.500

unikke investorer
1. halvår 2022

rente-effekten er betragtelig over tid. Kort fortalt har Foreningens medlemmer siden 1998 vundet på langt sigt ved at tabe mindre undervejs i de perioder, hvor aktiemarkedet har været meget svagt. For eksempel i starten af årtusindet, ved IT-boblens sammenbrud, d. 11. september 2001, Finanskrisen omkring 2008 og her i de seneste år ved pandemiens udbrud i marts 2020 samt fornylig i 2022, hvor centralbankernes retorik ændrede sig som respons på de ændrede markedsforhold.

En investering på 100 kr. i 1999 i ValueInvest Global vil være vokset til 645 kr. pr. 30. juni 2022. Havde de 100 kr. i samme periode været investeret i det generelle globale aktiemarked (MSCI Verdensindeks), ville investor stå med kun 377 kr. i hånden med væsentligt større negative kursudsving undervejs end for ValueInvest Global som nævnt ovenfor. Kilde: Macquarie Investment Management Europe S.A. og Bloomberg Data, pr. 30.06.2022.

Selvom ovenstående på ingen måde er nogen garanti for fremtidsudsigterne for Foreningens investeringsstrategi, afspejler det vigtigheden af erfaring med investering og tjener som illustration af den afkastprofil, som en aktiv tilgang til investering med lavere risiko forventes at give. Mens der aldrig kan garanteres fremtidige investeringsresultater, søger Foreningens investeringsrådgiver at gentage den investeringsproces, der har skabt ValueInvest Danmarks historiske resultater.

Forventninger

Det er vanskeligt at fremkomme med forudsigelser om, hvornår markedet topper eller bundner, men derimod kan det fremhæves, at investorer kan

positionere sig bedre for at beskytte sig imod den uundgåelige nedtur på aktiemarkederne. Optimistiske værdiansættelser og stigende inflation er to vigtige risici, som investorer bør tage med i betragtning, når de fastlægger deres aktieallokering. Når det er sagt, så handler det, som tidligere nævnt, ikke kun om at forberede sig på det værste, men også om at være på udkig efter mulighederne såsom de selskaber, der med størst sandsynlighed vil drage fordel af genåbningen og accelerationen i den økonomiske vækst drevet af den akkumulerede opdæmmede efterspørgsel.

Da Foreningens investeringsrådgiver afholder sig fra markedstiming og heller ikke har stærke holdninger til økonomiens retning, er Foreningens porteføljer konstrueret med henblik på at minimere risikoen for tab ved at have en stor andel investeret i stabilt indtjenende kvalitetsselskaber. Dermed er målsætningen at levere en mere jævn afkastprofil, som står i væsentlig kontrast til de til tider store udsving på aktiemarkederne.

Tiden kan således være inde til at gøre sig overvejelser omkring en mere konservativ investeringstilgang, der er fokuseret på aktiernes stigningspotentiale, men samtidig også er forberedt på risikoen for tab.

Antal investorer

Ved slutningen af 1. halvår 2022 udgjorde Foreningens medlemstal godt 27.500 unikke investorer. Foreningens formue var negativt påvirket af ikke-geninvesterede udbytter udbetalt i begyndelsen af året, negativt afkast samt et mindre netto-tilbage salg af beviser på -3%. Den samlede formue udgjorde ultimo halvåret 3,6 mia. kr.

Vi takker vores investorer for deres tillid til Foreningen og byder nye velkommen.

God sommer & god læselyst!

Ole Steffensen

Bestyrelsesformand,
ValueInvest Danmark

ESG og bæredygtighed

Af ESG teamet hos Foreningens investeringsrådgiver

ValueInvest Danmarks fonde er Svanemærket og forvaltes i henhold til Foreningens investeringsrådgiver, Macquarie Investment Management Europe S.A.'s (investeringsrådgiver) ESG-strategi.



Lotte Beck
Senior ESG manager



Signe Larsen
ESG manager

Strategien inkluderer en systematisk tilgang til at identificere, bedømme og håndtere ESG-risici og -muligheder. Med udgangspunkt i Foreningens langsigtede investeringshorisont og investeringsrådgivers store viden om alle investeringerne søger investeringsrådgiver gennem dialog at påvirke og motivere porteføljeselskaberne til at udvikle deres ESG-profil og dermed forbedre selskabernes forretningspraksis over tid. Det kan være en kilde til alfa, når man påvirker selskaberne i en positiv retning,

og det er en del af investeringsrådgivers aktive investeringsstil, der støtter og promoverer langsigtet værdiskabelse.

Investeringsrådgivers tilgang til ESG inkluderer:

- Ekskludering/(negativ) screening
- ESG integration
- Aktivt ejerskab



ESG-faktorer

Gennem ESG-integration ønsker investeringsrådgiver at fremme de miljømæssige og sociale karakteristika, der er skitseret i UN Global Compact's 10 principper:



Menneskerettigheder

- Selskaber bør støtte og respektere beskyttelsen af internationalt proklamerede menneskerettigheder inden for selskabets indflydelsesområde, og
- sikre sig, at de ikke medvirker til krænkelse af menneskerettighederne.



Arbejdstagerrettigheder

- Selskaber bør opretholde friheden til organisering og anerkende arbejdstagers ret til kollektive forhandlinger,
- støtte udryddelse af alle former for tvangsarbejde,
- støtte afskaffelse af børnearbejde, og
- eliminere diskrimination i arbejds- og ansættelsesforhold.



Fokus på miljø

- Selskaber bør støtte en forsigtighedstilgang til miljømæssige udfordringer,
- tage initiativer til at fremme større miljømæssig ansvarlighed, og
- tilskynde til udvikling og udbredelse af miljøvenlige teknologier.



Antikorruption

- Selskaber bør modarbejde alle former for korruption, herunder afpresning og bestikkelse.



Hvad der ikke investeres i

Når der investeres, ekskluderer investeringsrådgiver visse produkter, sektorer og adfærd fra investeringsuniverset. Foreningens porteføljer screenes ud fra visse bæredygtighedskriterier og eliminerer f.eks. tobak, kontroversielle våben og i vid udstrækning også fossile brændstoffer, jf. nedenfor:

* max. 5 % af omsætningen

Ekskluderede produkter/sektorer

- tobak
- kontroversielle våben
- konventionelle våben*
- udvinding af fossile brændstoffer (kul, naturgas, råolie, uran)*
- raffinering af fossile brændstoffer til brændstof*
- energi-generering fra fossile brændstoffer*

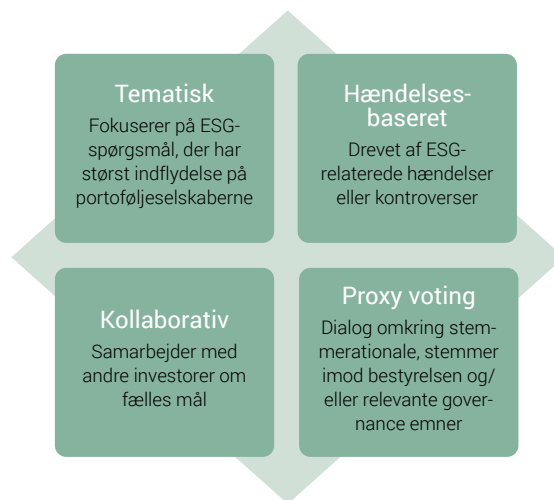
Ekskluderet adfærd

- alvorlig krænkelse af menneskerettigheder
- alvorlige miljøskader
- grov korruption
- alvorlig krænkelse af individers rettigheder i krigs- eller konfliktsituationer
- andre særligt alvorlige overtrædelser af grundlæggende etiske normer

Aktivt ejerskab

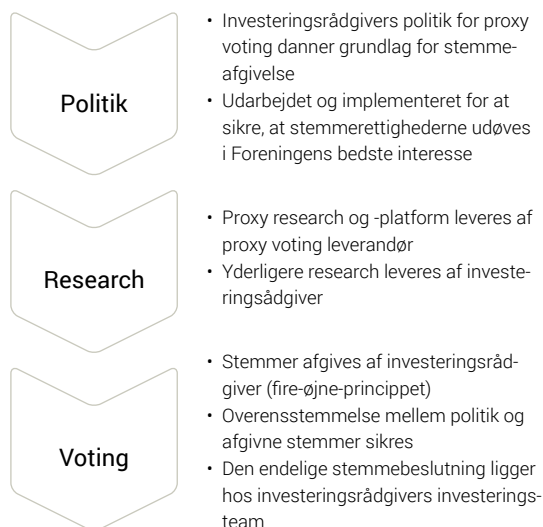
Et af de mest effektive værktøjer for aktive investorer, der ønsker at fremme bæredygtig selskabsledelse, er dialog med selskaberne. Foreningens investeringsrådgiver søger at påvirke portefølje-

selskaberne i en bæredygtig retning, bl.a. igennem disse former for engagement dialog:



Proxy voting: fra politik til stemmeafgivelse

Et andet vigtigt redskab for aktive investorer er stemmerettigheder, hvor der gøres brug af proxy voting på selskabernes årlige generalforsamlinger.



Klimaforvaltning

For at opfylde Parisaftalens mål skal den globale udledning af CO2 opnå klimaneutralitet, også kaldet Net Zero, inden udgangen af 2050. For at nå Net Zero skal udledningen af CO2 reduceres betydeligt på tværs af alle sektorer af økonomien.

Investeringsrådgiver ønsker at investere og administrere Foreningens porteføljer med henblik på at opnå Net Zero udledning inden 2040 og mener, at forbedringer på selskabs- og industriniveau har en positiv effekt på den miljømæssige risiko forbundet med CO2-udledningen og dermed også porteføljerens performance.

Målrettet indsats gennem flere år for en mere bæredygtig fremtid

Foreningens rådgiver, Macquarie Investment Management Europe S.A., har arbejdet med miljø, sociale forhold, god selskabsledelse og bæredygtighed (ESG) siden 2010, hvor de tiltrådte FNs initiativ for ansvarlige investeringer: PRI. ESG er i dag en integreret del af investeringsprocessen, hvor porteføljerne bliver bæredygtighedsanalyseret.

Ved at investere i en svanemærket investeringsfond er investor med til at påvirke selskaber i en bæredygtig retning. Svanemærket lægger således stor vægt på, at der bliver investeret i selskaber, som allerede udmærker sig på bæredygtighed, eller som arbejder målrettet hermed.

Læs mere på
www.valueinvest.dk/esg

Fotos © Unsplash.com

Status på porteføljerne

Af Foreningens investeringsrådgiver

Foto © Unsplash.com



Alle forsøger at genvinde balancen efter pandemien. De fortsatte nedlukninger i nogle dele af verden og de heraf følgende forstyrrelser i forsyningskæderne, implikationerne forbundet med den russiske invasion af Ukraine og den stigende inflation samt højere leveomkostninger er alle faktorer, der imidlertid sætter os på en hård prøve.

Vi forventes at udvise handlekraft, tilpasningsevne og modstandsdygtighed. Hvor mange forandringer og udfordringer kan et selskab stå imod? Er globaliseringen gået for vidt? Hvem er klar til at møde fremtidige udfordringer? Som investeringsrådgiver for Investeringsforeningen ValueInvest Danmark (Foreningen) afholder vi os fra markedstiming og gætterier vedrørende økonomiens retning, men søger gennem en portefølje af kvalitetsselskaber at ruste os mod større markedsudsving.

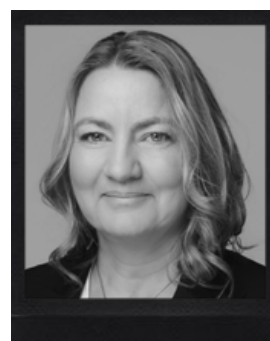
☞ Sæt din kurs mod en stjerne, og du vil kunne navigere igennem enhver storm.

Sådan skrev Leonardo da Vinci i sin notesbog. Vi fokuserer på selskabers langsigtede fundamentale værdier i opbygningen af en portefølje af kvalitetsselskaber, der gør det muligt at forblive investeret uanset den usikkerhed, der måtte ligge forude.

Foreningens investeringsstrategier

I de første seks måneder af 2022 klarede Foreningens globale og japanske strategi sig både bedre og med lavere kursudsving end det generelle

aktiemarked. Investeringsstrategierne søger at balancere kvalitet og værdiansættelse. Fokus på kvalitet har nedsat vores appetit på selskaber med høj forretningsmæssig risiko, herunder høj gæld. Vi investerer i selskaber, vi opfatter som værende af høj kvalitet, når deres aktier kan købes til attraktive priser. Det er sådan, vi tilstræber at beskytte og øge investorernes kapital.



Åsa Annerstedt
Porteføljemanager
hos Foreningens
investeringsrådgiver

ValueInvest Global



I 1. halvår 2022 kom de mest **positive bidrag** til afkastet i de Globale porteføljer fra:

Merck

Det amerikansk baserede, globale medicinalsselskab, som har udviklet et af verdens mest succesrige kræftlægemidler, har overrasket aktiemarkedet positivt med en omsætning på mere end tre milliarder dollars i det seneste kvartal baseret på sin nye covid-pille. Pillen, Lagevrio, nedsætter risikoen for

hospitalsindlæggelse, når der er tale om mild eller moderat covid-infektion. Lagevrio blev godkendt af de britiske tilsynsmyndigheder i slutningen af 2021 (godkendt i EU og USA til anvendelse i nødsituationer) og viser, at det stadig kan være en god forretning at redde liv og bekæmpe coronavirus.

Orange

Længe ventede nyhedsrapporter indikerer, at Vodafone søger at konsolidere mobilmarkederne i Storbritannien og Italien. Det har genoplivet håbet om en konsolideringsbølge i Europa, hvilket har øget kursen på teleselskabernes aktier, herunder den franske teleoperatør Orange's. Deutsche Telekom er ved at gennemgå mulighederne for fusion af sine mobil-master med Vodafone's og Orange's, hvilket åbner op for en ny mulighed for at tjene penge på værdifulde aktiver.

Henry Schein

Distributøren af forbrugsvarer til dentallaboratorier, tandlæge- og lægeklinikker offentliggjorde endnu et imponerende kvartalsresultat på trods af forsyningskædeproblemer, der var ramt af varemangel og forsinkelser. Mens pandemien har været udfordrende, er forholdene dog under forbedring i takt med, at en betydelig opdæmmed efterspørgsel efter forebyggende pleje frigøres, og patienttrafikken til tandlæger og læger normaliseres, - selv efter et dyk forårsaget af Omicron varianten i starten af 2022.

Lamb Weston

Global producent af pommes frites. Selskabet har kæmpet med de forskellige varianter af Covid-19, der har påvirket efterspørgslen på tværs af restauranter og foodservice-kanaler og derudover påvirket produktion og distribution. Nu overgår selskabet markedets forventninger ved at hæve priserne og forbedre produktiviteten. Kunderne skal jo have noget at spise, og pommes frites er stadig på menuerne verden over.

Novo Nordisk

Novo Nordisk har bidraget stærkt til afkastet, især efter selskabets opmuntrende opdatering i foråret. Inden for diabetes fortsætter det positive momentum med GLP-1-diabetes-franchisen, og inden for fedme er væksten drevet af det nyligt lancerede lægemiddel Wegovy®. Fedme er en massiv byrde for det globale sundhedssystem og dermed har dette et enormt potentiale.



De mest **negative bidrag** til afkastet i de Globale porteføljer i 1. halvår 2022 kom fra:

SAP

Aktierne i den tyske leverandør af software til selskaber kom under pres, da indtjeningsmålet for 2022 ikke levede op til markedets forventninger. Abonnementsmodellen øger kundens tilknytning og gør dermed omsætningen mere tilbagevendende og forudsigelig, men skiftet fra licens til abonnement skubber indtjeningen ud til fremtidige perioder, hvorfor SAP's forbedring af indtjeningen bliver mere gradvis på trods af den stærke cloud-efterspørgsel.

adidas

De udfordrende markedsforhold i Kina forårsaget af landets nul-tolerance overfor Covid, der har medført lockdowns i flere store byer, påvirker forsyningskæderne og tynger det tyske sportsbrands aktier. Godt 1/5 af selskabets omsætning i 2021 blev genereret i Kina, der skiller sig ud som den mest profitable region. adidas har implementeret en handlingsplan for at genskabe momentum i Kina, der indgår som væsentlig del af adidas' langsigtede vækstforventninger.

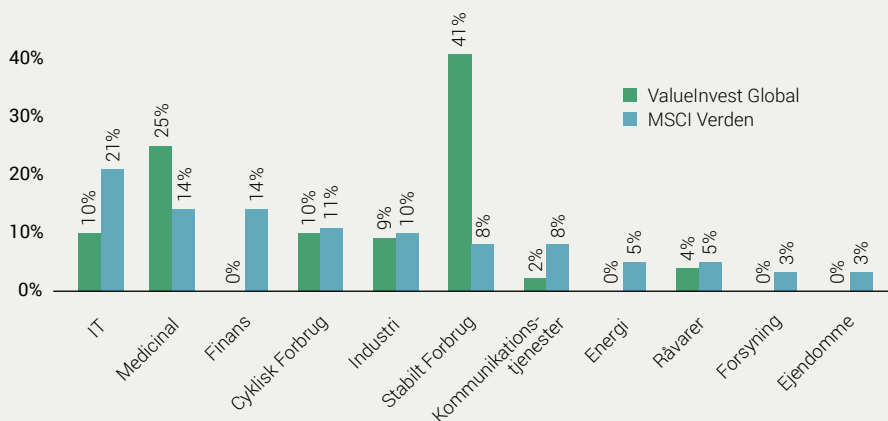
Ahold Delhaize

Den hollandske fødevarekæde har tidligere klaret sig godt i forhold til stærk forbrugerefterspørgsel og evnen til at sende prisstigninger videre til kunderne, hvilket har resulteret i opjusterede indtjeningsforventninger. Flere konkurrenter på markedet har dog offentliggjort forsigtige forventninger, hvilket lægger pres på de europæiske dagligvareaktier generelt. Især amerikanske Walmart's lavere prognoser for året havde negativ effekt, da Ahold Delhaize genererer ca. 60% af sin omsætning i USA. Vi anerkender presset på fødevarebutikkerne om at sende prisforhøjelser videre til kunderne, men mener også, at Ahold Delhaize er i en god position til at have succes i denne henseende.

Securitas

Aktiemarkedet venter på flere nyheder fra det svenske sikkerhedsselskab, der leverer specialiserede sikkerhedstjenester i Europa, Nord- og Sydamerika, Mellemøsten og Asien vedrørende deres opkøb af et selskab, der leverer elektroniske sikkerhedsløsninger samt den heraf følgende aktieemission. I mellemtiden har selskabet offentliggjort kvartalsre-

Sektor allokering for ValueInvest Global og MSCI Verden

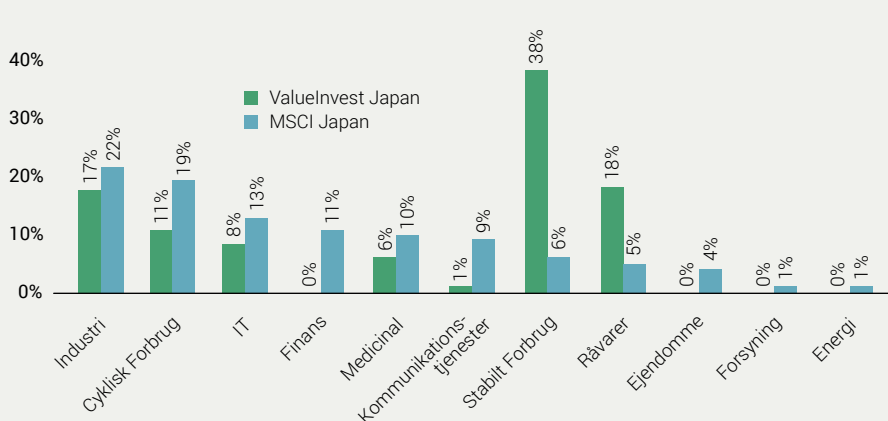


MSCI Verden repræsenterer store og mellemstore aktier på tværs af 23 udviklede markeder verden over. Indekset dækker cirka 85% af den samlede markedsværdi i hvert land.

Afkast for ValueInvest er vist i DKK efter alle omkostninger i Foreningen til administration, management, depot, transaktion mv. MSCI Verden er vist i DKK, inklusive reinvesteret udbytte, men før alle omkostninger til administration, management, depot, transaktion med videre.

Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast.

Sektor allokering for ValueInvest Japan og MSCI Japan



MSCI Japan repræsenterer store og mellemstore aktier på tværs af det japanske marked. Indekset dækker cirka 85% af den samlede markedsværdi i hvert land.

Afkast for ValueInvest er vist i DKK efter alle omkostninger i Foreningen til administration, management, depot, transaktion mv. MSCI Japan er vist i DKK, inklusive reinvesteret udbytte, men før alle omkostninger til administration, management, depot, transaktion med videre.

Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast.

Kilde: Macquarie Investment Management Europe S.A. og Bloomberg Data, pr. 30.06.2022

sultater med marginer, der overgik forventningerne, og en organisk omsætningsvækst på +4%.

ValueInvest Japan



De mest **positive bidrag** til afkastet i Japan porteføljen i 1. halvår 2022 kom fra:

Seven & I Holdings

På trods af at have gennemlevet en global pandemi har aktiekursen i den globale japanske nærbutikskæde klaret sig ganske godt i årets første seks måneder. Ændringer i forbrugernes indkøbsadfærd i nærbutikker har haft en positiv indflydelse på omsætningen, især i Nordamerika. At flere men-

nesker kan arbejde hjemmefra betyder mersalg af frokost- og middagsretter, inklusive drikkevarer og frisk frugt/grøntsager.

KDDI

Aktiekursen på det japanske telekomselskab er steget støt gennem de første seks måneder af 2022. Selskabet har i 21 år udbetalt stigende udbytte, mens tilbagekøbsplanen for egne aktier i år blev udvidet med +33% i forhold til det tidligere annoncerede og forlænget fra ultimo marts til ultimo maj, hvilket blev modtaget positivt af aktiemarkedet.

Astellas Pharma

Sidste år annoncerede medicinalselskaberne, japanske Astellas Pharma og amerikanske Pfizer, at

deres fælles produkt XTANDI nedsætter risikoen for dødelighed med indtil 34% hos mænd med meta-statisk hormonfølsom prostatacancer i fase 3-studierne, hvilket understøtter vores investeringscase. Den kraftige vækst fortsætter i Japan og Kina.



De mest **negative bidrag** til afkastet i Japan porteføljen i 1. halvår 2022 kom fra:

Rinnai

Den japanske producent af gasapparater, herunder madlavningsudstyr til husholdnings- og erhvervsbrug, står over for højere omkostninger til råmaterialer og logistik samt forsinkelser fra leverandører, - ganske som så mange andre producenter verden over.



Porteføljesammensætningen følger en bottom-up proces med indbyggede begrænsninger, der skal reducere tabsrisikoen mest muligt. Vores aktieudvælgelse er baseret på en omhyggelig vurdering af hvert enkelt selskab og dets risiko- og afkastprofil.

Ajinomoto

I dele af sidste år udviste hjemmearbejdende forbrugere en stærk efterspørgsel efter krydderier fra krydderiproducenten, mens restaurantsegmentet fortsat er mere ustabil og underkastet regeringens nye nedlukninger drevet af dette års seneste coronavirusinfektion. Højere logistik-, brændstof- og råvareomkostninger forårsaget af forsyningskædeforstyrrelser og krigen i Ukraine er af konglomeratet Ajinomotos ledelse blevet nævnt som årsager til de vanskelige økonomiske forhold.

Makita

Aktiekursen på den globale japanske værktøjsproducent er faldet betydeligt som reaktion på usikkerhed i markedet om, hvorvidt opsvinget er ved at udjævne sig efter en periode med solid vækst. På baggrund af stærke boligmarkeder og livlig byggeaktivitet samt inflationspres voksede selskabets indtjening, dog ikke helt så meget som omsætningen grundet bl.a. højere inputpriser og skyhøje transportomkostninger.

Ændringer i sektoreksponering

I de første seks måneder af 2022 tog Foreningens **Globale** porteføljer afsked med fire selskaber (3M, General Mills, Lawson og Publicis Groupe), mens tre nye selskaber (Makita, Otis og Visa) blev tilføjet. På sektorniveau var de vigtigste ændringer en reduktion af investeringerne i Stabilt Forbrug og Kommunikationstjenester og en forøgelse af investeringerne i Industri og IT. Ved udgangen af juni 2022 var den globale strategi investeret i 35 selskaber fra syv forskellige sektorer.

I første halvdel af 2022 var der i Foreningens **Japan** portefølje én ændring på selskabsniveau, nemlig tilføjjelsen af Nitori Holdings i marts måned. Der blev omfordelt selskaberne imellem, når dette gav mening.

På sektorniveau var de vigtigste ændringer en reduktion af investeringerne i Stabilt Forbrug (Lawson), mens investeringerne i Cyklisk Forbrug (Nitori Holdings) blev øget. I slutningen af juni 2022 var Japan strategien investeret i 26 selskaber fra syv forskellige sektorer.

Ændringer i porteføljerne

Porteføljesammensætningen følger en bottom-up proces med indbyggede begrænsninger, der skal reducere tabsrisikoen mest muligt. Vores aktieudvælgelse er baseret på en omhyggelig vurdering af hvert enkelt selskab og dets risiko- og afkastprofil. Da vi ikke er bundet af noget aktieindeks, er eksponeringen til brancher, sektorer og lande et resultat af, hvor vi identificerer den bedste risiko/afkastafvejning uden at glemme vigtigheden af diversificering.

Følgende aktive porteføljeændringer blev foretaget i Foreningens porteføljer i løbet af 1. halvår 2022:

Kommunikationstjenester

Investeringen i det franske reklamebureau-konglomerat **Publicis Groupe** blev solgt ud af de Globale porteføljer i februar efter et cyklisk opsving med stigning af aktiekursen til følge.

Cyklisk Forbrug

Investeringerne i **H&M** og **adidas** blev øget i løbet af 1. halvår 2022, når lavere værdiansættelser gav mulighed for det. I foråret blev **Nitori Holdings** tilføjet som ny investering i Japan porteføljen.

Selskabet er en stor aktør inden for det japanske detailmarked for møbler og boligtilbehør. Efter 34 års omsætningsvækst i træk er Nitori Holdings i dag den største boligindretningsaktør i Japan med p.t. mere end 750 butikker, hvor konceptet er at sælge kvalitetsmøbler til overkommelige priser. Selskabets konceptbutikker er i øjeblikket ved at blive udrullet i Sydøstasien, hvilket tegner godt for en fremtidig bæredygtig vækst.

Stabilt Forbrug

Stabilt Forbrug er fortsat den største enkeltsektor for vores investeringer, da der her er fundet flere selskaber, der hver for sig tilbyder mange af de kvalitetskendetegn, vi leder efter bl.a. salg af produkter, som oplever stabil efterspørgsel uanset de økonomiske forhold. I løbet af 1. halvår 2022 besluttede vi imidlertid at reducere investeringerne i Stabilt Forbrug med salget af en meget langsigtet investering, den amerikanske fødevarerproducent **General Mills**. Endvidere frasolgte vi den japansk-baserede nærbutikskæde **Lawson**, da selskabets omsætning pr. butik er faldet. Hertil kommer, at ekspansionen til Kina har været for dyr til at retfærdiggøre selskabets plads i porteføljen.

Vi reducerede yderligere i en anden nærbutikskæde med japansk oprindelse, **Seven & I**, mens investeringen i den svenske husholdningsproducent **Essity** blev øget.

Investeringerne i den verdensførende britiske spiritusproducent **Diageo** og den franske yoghurtproducent **Danone** blev reduceret for at finansiere en øget investering i **Clorox**, den amerikanske producent af husholdningsprodukter, der oplevede en betydelig stigning i efterspørgslen efter sine produkter drevet af Covid-19. Som følge heraf steg aktiekursen hurtigt. Positionen i selskabet blev solgt i begyndelsen af 2021 til den forhøjede kurs. Allerede et par måneder senere opstod mulighed for at geninvestere i selskabet til en markant lavere pris.

Medicinal

Selvom antallet af investeringer inden for Medicinal sektoren forblev uændret, var dette dog ikke ensbetydende med inaktivitet. Investeringen i det danske medicinalselskab **Novo Nordisk** blev både øget og reduceret i løbet af 1. halvår 2022. Investeringen i det amerikanske medicinalfirma **Pfizer**, producent af den succesrige Covid-19-vaccine, blev reduceret efter flotte kursstigninger. Endvidere forventes pandemien, trods nedlukninger i Asien, at løsne sit greb om verden, efterhånden som vi lærer at leve med virussen.

Industri

Det japanske selskab **Makita** blev tilføjet investeringerne i sektoren Industri. Makita fremstiller elværktøj, herunder batteridrevet elværktøj, stationære

træbearbejdningsmaskiner, pneumatiske enheder og haveredskaber. Med selskabets nuværende kurs mener vi, at den cykliske risiko er fuldt indbygget i aktien, der handler til en Earnings Yield på 10%, hvilket afspejler en lav prisfastsættelse af Makita i forhold til selskabets langsigtede potentiale.

Selvom omsætningen af elværktøjer korrelerer med den overordnede økonomiske aktivitet, har Makita's finansielle resultater historisk vist sig meget stabile og udviser væsentligt lavere udsving i indtjeningen end markedet.

Mod slutningen af 1. halvår 2022 blev positionen i det amerikanske industriselskab **3M** frasolgt. Det gav plads til købet af den amerikanske industriproducent **Otis**, der er global markedsleder inden for produktion af elevatorer og rullende fortove.

For at udvide eksponeringen mod sektoren Industri øgede vi desuden investeringerne i det britiske test, inspektion og kvalitetssikrings selskab **Intertek** og den tyske producent af bremsesystemer til jernbane- og erhvervskøretøjer **Knorr-Bremse AG**.

IT

Vi øgede investeringen i **SAP**, den tyske leverandør af virksomhedssoftware. Vi er tiltrukket af forretningsmodellen, da den er dybt integreret i kundernes drift. Vi etablerede en ny position i det amerikanske betalingskortnetværk **Visa**. Visa har gjort en rigtig god forretning ud af at give forbrugerne mulighed for at betale for deres køb med deres Visa-kort. I stort set alle dele af verden, offline og online, accepteres Visa som betalingsmetode, hvilket skaber et stærkt 2-sidet netværk, hvor både forbrugere og handlende får gensidige fordele.

Visa tjener et lille gebyr på milliardvis af transaktioner foretaget årligt over hele kloden, hvilket skaber en voksende indtægtsbase, da gebyrerne er knyttet til både antallet og værdien af transaktionerne. Vi købte Visa med en normaliseret Earnings Yield på over 5 % og vurderer, at selskabet kan opleve tofifret vækst i indtjeningen i den nærmeste fremtid.

Råvarer

Vi er fortsat tilfredse med **Air Liquide**, den franske producent og distributør af industrigasser, som har været i de Globale porteføljer i mange år, og vi foretog ingen større ændringer i vores investering i løbet af året. Efter vores opfattelse har Air Liquide

10%

Det japanske selskab Makita blev tilføjet investeringerne i Industri sektoren. Med selskabets nuværende kurs mener vi, at den cykliske risiko er fuldt indbygget i aktien, der handler til en Earnings Yield på 10%.



Ruslands invasion af Ukraine har sat fokus på sikkerhed i forhold til energiforsyning, hvilket påvirker verdensøkonomien og den økonomiske vækst gennem de stigende energipriser og behovet for at diversificere mixet af energikilder.

en stærk markedsposition med kun få konkurrenter og en loyal kundekreds med ringe incitament til at skifte til en alternativ leverandør af industrigasser. Derudover er Air Liquide innovativ inden for kulstof-fattig brint og vedvarende energi.

Energi, Finans, Ejendomme, Forsyning

Der er ingen investeringer i ovennævnte sektorer, da det ikke har været muligt identificere selskaber, der lever op til vores krav til kvalitet og værdiansættelse.

Porteføljorisiko - Rusland-Ukraine konflikten

Da vores investeringsunivers er udviklede markeder, har de Globale porteføljer og Japan porteføljen ingen direkte investeringer i Rusland eller Ukraine. Porteføljerne omfatter dog investeringer i flere store multinationale selskaber, hvoraf nogle driver forretning i Rusland og Ukraine, så som Nestlé. Sidste år genererede Nestlé omkring CHF 2 mia. i omsætning hovedsageligt i Rusland fra lokalt producerede produkter, svarende til lidt mere end 2% af koncernens omsætning. Samlet set har porteføljeselskaberne begrænset eksponering, som udgør ca. 1-2% af omsætningen baseret på vores nuværende informationer. Vi overvåger løbende nøje, hvordan porteføljeselskaberne reagerer på krisen.

Forventninger

Perioden før pandemiens udbrud var som et øjeblik stilhed før stormen, der ingen ende vil tage, og med udbruddet af krig på det europæiske kontinent gennemlever formentlig størstedelen af verdens befolkning for første gang i deres levetid hidtil usete globale kriser på en og samme tid. Vi forsøger alle fortsat at forstå konsekvenserne af disse globale udfordringer, som startede og accelererede under pandemien, og som senere blev forværret af Ruslands invasion af Ukraine. Kina er først lige nu begyndt at komme sig efter den økonomiske påvirkning af en to måneder lang nedlukning af Shanghai, hvilket også forårsagede forstyrrelser i de globale forsyningskæder. Det er virkelig ekstraordinære tider.

Forstyrrelserne i forsyningskæderne har vist os, hvor vidtrækkende globaliseringen er blevet, og hvor sårbar outsourcing af produktionskapacitet og forsyningskæder kan være. Hvis en bil er sam-

menst af 10.000 enheder, og blot én mangler, vil samlebåndet gå i stå. Hvis den manglende brik er en chip, står bilproducenten overfor en alvorlig forsyningskrise. Halvlederchippen, der har været en mangelvare globalt set, er en vigtig bestanddel af mange af nutidens produkter og efterspurgt af flere digitaliserede industrier.

Ruslands invasion af Ukraine har sat fokus på sikkerhed i forhold til energiforsyning, hvilket påvirker verdensøkonomien og den økonomiske vækst gennem de stigende energipriser og behovet for at diversificere mixet af energikilder. Der kan drages paralleller til sikkerhed i forhold til den globale fødevareforsyning og de stigende fødevarepriser, især på hvede og majs, da en stor del af verdens produktion af disse afgrøder kommer fra Ukraine. Stormfulde, udfordrende tider er dog ikke ensbetydende med, at alt håb er ude.

For en investor kan chokbølger fra de globale markedsforhold og udsving på aktiemarkedet også byde på sjældne og interessante muligheder. Der er tegn på, at pandemien, selvom den fortsætter sin tilfældige gang, ikke længere udgør så stor en trussel som tidligere. Der er også optimisme for fremtiden at finde i udforskningen af skiftende forbrugervaner og -behov, og hvordan forretningsmodeller tilpasser sig de nye inflationsforhold, teknologisk innovation og klimaændringer. Mange af Foreningens porteføljeselskaber har en lang tradition for og en veldokumenteret evne til at kunne tilpasse sig ændrede forhold. Flere af selskaberne har mere end hundrede års erfaring med at drive en global forretning.

Vi mener, at vores fokus på at opbygge en portefølje af kvalitetsselskaber, der er erhvervet til en attraktiv pris, er et godt udgangspunkt, når målet er at beskytte og øge vores investorers kapital. Generelt oplever selskaber, der har stærkere pricing power end gennemsnittet, lavere gælds niveauer og en mere stabil indtjening, lavere udsving i deres aktiekurs. Lavere kursudsving kan gøre det lettere at forblive investeret i aktiemarkedet på den lange bane og holde kursen på trods af stormfulde markedsforhold.

ValueInvest Global



USA

Clorox
ConAgra Brands
Henry Schein
Ingredion
Kimberly-Clark
Lamb Weston
Merck
Otis
Parker Hannifin
Pfizer
Visa



Storbritannien

Diageo
Intertek
Smith & Nephew



Den Europæiske Union



Danmark

Novo Nordisk



Sverige

Essity
H&M
Securitas



Tyskland

adidas
Fresenius Medical
Care
Knorr-Bremse AG
SAP



Holland

Ahold Delhaize



Frankrig

Air Liquide
Danone
Orange
Sodexo



Spanien

Amadeus IT Group



Schweiz

Nestlé
Roche
Swatch



Japan

Asahi Group
Kao
Makita
Seven & I Holdings



ValueInvest Japan

Adeka
AEON Delight
AIN Holdings
Air Water
Ajinomoto
Asahi Group
Astellas Pharma
Bridgestone

House Foods
Itochu Techno-
Solutions
Kao
KDDI Corp
Kirin
Kuraray
Kurita Water

Makita
Nippon Flour Mills
Nippon Sanso
Nitori Holdings
NSK
Rinnai
Secom
Seven & I Holdings

Terumo
TIS Inc
Toyo Suisan





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 følgevirkninger, bl.a. stærk efterspørgsel, svagt udbud, leveringsproblemer og råvareinflation – alt sammen på en og samme tid.

Allan Sastrup Jensen
Porteføljemanager
hos Foreningens
investeringsrådgiver



Mange af de nøgleingredienser, der er nødvendige i fremstillingen 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 energiomkostninger, 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 velvedligeholdt 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. Industriegasser er af natur billige, men er meget vigtige for slutbrugerens 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.

Kvalitet. Stabilitet. Langsigtet værdiskabelse.

Praktiske forhold

ValueInvest Danmark har følgende tre svanemærkede andelsklasser, der er målrettet danske detailinvestorer og noteret på Københavns Fondsbørs:

Fondskoder

ValueInvest Global A
DK001024639-6

Svanemærket licensnr. 3101 0050

ValueInvest Global
Akkumulerende A
DK006003249-8

Svanemærket licensnr. 3101 0051

ValueInvest Japan A
DK001024647-9

Svanemærket licensnr. 3101 0049

Investeringsbeviser kan købes gennem alle danske pengeinstitutter. Husk navnenotering.

Investeringsforeningen ValueInvest Danmark

c/o BI Management A/S
Bredgade 40
DK-1260 København K
Tel: +45 77 309 000
Fax: +45 77 309 100
kontakt@valueinvest.dk
www.valueinvest.dk

Foreningens investeringsrådgiver Macquarie Investment Management Europe S.A.

ValueInvest Global Equity Team
10a, Boulevard Joseph II
L-1840 Luxembourg
Tel: +352 315 155
Fax: +352 315 155 31

Sankt Annæ Plads 13
DK-1250 København K
Tel: +45 33 317 044

MAMVInfo@macquarie.com
www.macquarieim.com/valueinvest

Pengeinstitutter

BankNordik
Djurslands Bank
Frøs Sparekasse
Fynske Bank
Jyske Bank
Kreditbanken
Lollands Bank
Lån & Spar Bank
Maj Bank
Middelfart Sparekasse
Nordfyns Bank
Nordnet
Nykredit Bank
Ringkjøbing Landbobank
Skjern Bank
Spar Nord Bank
Sparekassen Danmark
Sparekassen Kronjylland
Sparekassen for Nørre
Nebel og Omegn
Sparekassen Sjælland
Sparekassen Thy
Sydbank
Totalbanken
vestjyskBANK



Information

ValueInvest Danmark samarbejder med en række pengeinstitutter, der alle yder professionel investeringsrådgivning. Via Deres eget pengeinstitut kan De blive investor i ValueInvest Danmark.

Ved at lade Deres investeringsbeviser navnenotere modtager De automatisk Foreningens medlemsblad og andet skriftligt materiale, der udsendes til investorerne.

De kan tilmelde Dem ValueInvest Danmarks nyheder på **www.valueinvest.dk**. De kan endvidere dagligt følge Foreningens indre værdi m.m. Her er det desuden muligt blandt andet at se hel- og halvårsrapporter samt beholdningsoversigter.

Tilmelding til e-nyhedsbrev

Afmelding af medlemsbladet

Du kan tilmelde dig helt enkelt på Foreningens hjemmeside **www.valueinvest.dk**. Klik på tilmelding til nyhedsbrev.



Ved afmelding af medlemsbladet sendes en e-mail med navn, adresse og evt. tel.nr. til **kontakt@valueinvest.dk**

Skriv venligst MEDLEMSBLAD som emne efterfulgt af et NEJ TAK.

ValueInvest

DANMARK

Investeringsforeningen ValueInvest Danmark blev stiftet den 16. april 1998 som en dansk, medlemsejet investeringsforening under tilsyn af Finanstilsynet

ValueInvest Danmarks gennemprøvede investeringsstrategi, med knap 25 år på bagen, har givet gode langsigtede resultater, der har slået det generelle aktiemarked. Det er et klart vidnesbyrd om, at aktiemarkedet ikke er fuldstændig effektivt, og at der eksisterer lommer af ineffektivitet, som kan udnyttes med en fokuseret og langsigtet investeringstilgang.

ValueInvest Danmark har tre overordnede svanemærkede afdelinger:

- **VALUEINVEST GLOBAL**
- **VALUEINVEST GLOBAL AKKUMULERENDE**
- **VALUEINVEST JAPAN**

Foreningen investerer primært i børsnoterede selskaber fra hele verden og med det formål at opnå langsigtet værdiskabelse.

Investeringsrådgivers udvælgelse af aktier til Foreningen er baseret på en analysedrevet, bottom-up investeringsproces med fokus på selskabernes fundamentale soliditet og en vurdering af de indbyggede risici. Eksponering mod lande, sektorer og industrier er et resultat af en bottom-up aktieudvælgelsesproces. Foreningen forvaltes aktivt uden reference til et benchmark f.eks. med hensyn til allokering og vægtning.

Gennem ESG integration ønsker rådgiver at fremme de miljømæssige og sociale karakteristika, der er skitseret i UN Global Compact's ti principper (SFDR artikel 8).

Se mere på www.valueinvest.dk

Investeringsforeningen ValueInvest Danmark samarbejder med Spar Nord Bank A/S som depotbank og med BI Management A/S som administrations-selskab og direktion.

Bestyrelse hos ValueInvest Danmark

- Ole Steffensen, formand
- Jens Harck, næstformand
- Mikael Bernhoft
- Bent Erik Carlsen
- Caroline Hjort Kasten

Investeringsrådgiver

Macquarie Investment Management Europe S.A., ValueInvest Global Equity Team blev stiftet den 13. januar 1998. Selskabet, der er hjemmehørende i Luxembourg og under tilsyn af det luxembourgske Finanstilsyn CSSF, er en del af Macquarie Asset Management, Macquarie Group.

Bestyrelse hos investeringsrådgiver

- John Leonard, formand
Macquarie Asset Management
- James Robert Burns, næstformand
Macquarie Asset Management
- Konrad Kontriner
Macquarie Asset Management
- Holly Coleman
Macquarie Asset Management
- Jens Hansen
Macquarie Investment Management Europe S.A.
ValueInvest Global Equity Team

Direktion hos investeringsrådgiver

- Jens Hansen, MD - CIO, Luxembourg
- Andrew Boutchinski, MD, Luxembourg
- Brian Sparkes, MD, Luxembourg

ValueInvest Danmark

c/o BI Management A/S
Bredgade 40
DK-1260 København K
Tel: +45 77 309 000
www.valueinvest.dk

Hæftet er miljømærket.



Langsigtet værdiskabelse siden 1998.

