

# Investeringskommentarer

ValueInvest Global

1. kvartal 2023

ValueInvest  
DANMARK

## Markedsudvikling

Trods betydelig usikkerhed fandt aktiemarkedet støtte i, at den globale økonomi ser ud til at klare sig bedre end forventet, i hvert fald lige pt. Genåbningen af Kina bidrog også til optimismen. Desuden har lavere oliepriser lettet inflationspresset og givet håb om, at renteforhøjelserne i denne omgang snart vil ende. Som følge heraf gav MSCI Verden et afkast på 6,6% i kvartalet (medmindre andet er angivet, er alle afkast i DKK).

I løbet af marts blev den finansielle sektors sårbarhed endnu en gang stillet til skue, da flere banker så sig udfordret af de højere renter. Som følge heraf kollapsede Silicon Valley Bank, hvilket markerede det næststørste bankkrak i USA. Denne begivenhed medførte et betydeligt salg af bankaktier i USA og Europa. Som reaktion herpå søgte investorer og indskydere tilflugt i sikre aktiver, hvilket fik guldprisen til at stige med 8% i dollar i løbet af kvartalet.

Højest sandsynligt på grund af uroen i banksektoren var Fed's rentestigning i marts begrænset til 0,25%. På den anden side hævede Den Europæiske Centralbank renten med 0,50% i marts i forventning om højere vækst. På trods heraf faldt de 10-årige statsobligationsrenter i 1. kvartal, hvor renterne i USA faldt med 0,41% til 3,47%. De lavere renter fik vækst- og teknologiaktierne til at stige, hvilket medførte et afkast på næsten 17% i dollars for Nasdaq. Da finanssektoren tegner sig for næsten ¼ i MSCI Verden Value, klarede Value sig dårligere end det generelle marked.

## Sektorer

I MSCI Verden for 1. kvartal var de tre bedste sektorer IT, Kommunikationstjenester og Cyklisk Forbrug, mens de

tre sektorer, der klarede sig dårligst, var Energi, Medicinal og Finans.

## Performance

Vi er tilfredse med 1. kvartals performance, som viser, at vores koncentrerede strategi, der balancerer kvalitet og værdiansættelse, ikke kun kan levere tabsbeskyttelse i nedadgående markeder, som vi så det i 2022, men også klarer sig godt på stærke markeder. Selvom ValueInvest Global nød godt af en minimal eksponering til Finans, hvor den eneste investering var betalingskortudbyderen Visa, som tjener et lille gebyr på milliarder af transaktioner og ikke har nogen kreditrisiko, var den kombinerede effekt fra sektorallokering en hæmsko for den relative performance, primært på grund af undervægten i IT og en betydelig eksponering mod Stabilt Forbrug. Ikke desto mindre leverede den globale portefølje en solid outperformance i et positivt marked, drevet af den positive effekt af aktieudvælgelsen. Især skilte sektoren Stabilt Forbrug sig ud, men performance nød også godt af den positive effekt fra aktieudvælgelsen i Cyklisk Forbrug og Medicinal.

## Negative og positive afkastbidrag

De mest negative bidrag til afkastet i 1. kvartal kom fra **Pfizer, Merck, Roche, Kao og Kimberly-Clark**.

Det schweiziske medicinalselskab **Roche** har i den seneste periode oplevet et kursfald, hvor aktien i øjeblikket handles -35% under toppen på kurs 400 i april 2022. Sidste år var præget af skuffelser for Roche med adskillige tilbageslag i pipeline. En eksperimentel oral behandling af fremskreden brystkræft mislykkedes i april, og senere i november mislykkedes den længe ventede Alzheimers behandling i fase III-forsøg. I 2023 forventer Roche et lavt etcifret fald i omsætningen eksklusive valutapåvirkning,

efterhånden som effekten fra Covid-19-medicin og -test aftager. På positiv-siden vil vi fremhæve Roches evne i 2022 til at mindske nedgangen i omsætningen forårsaget af kopi-produkter til deres tre gamle blockbuster kræftlægemidler, Avastin, Herceptin og MabThera/Rituxan, takket være stærk vækst i nyere lægemidler som Ocrevus, Perjeta, Hemlibra og Tecentriq. Kontinuerlige udgifter til F&U er afgørende for at være foran konkurrenterne i udviklingen af nye og innovative lægemidler, der er mere effektive end eksisterende behandlinger eller lægemidler, og som kan imødekomme udækkede medicinske behov, og her skiller Roche sig ud med et massivt F&U-budget. I henhold til Roche har selskabet i de seneste 10 år i gennemsnit brugt lidt mere end 21% af omsætningen på F&U, hvilket akkumuleret beløber sig til svimlende 120 mia. CHF. Som resultat heraf har Roche en stærk pipeline under udvikling eller registrering. Den nuværende markedsværdi afspejler dog et pessimistisk syn, der måske ikke påskønner Roche's langsigtede indtjeningspotentiale, understøttet af deres stærke onkologiske franchise, ikke at forglemme deres diagnostik-divisjon, der som en af verdens førende er en stærk forretning og en værdifuld diversificering.

De mest positive bidrag til afkastet i 1. kvartal kom fra **Amadeus IT Group**, **Ahold Delhaize**, **adidas**, **SAP** og **Air Liquide**.

Det spanske softwareselskab **Amadeus IT Group** er ryggraden i den globale flyrejseindustri. Selskabet blev indkøbt til porteføljen på toppen af pandemien, da indtjening og aktiekurs kom under pres. Vores opfattelse på det tidspunkt var, at den normaliserede indtjeningsevne i selskabet var undervurderet, og at Amadeus ville bevare sin branchelederstatus. Efterhånden som folk begyndte at rejse igen, har vi set solid indtjening og pengestrømme fra Amadeus, og selskabet påtænker at genoptage sine udbyttebetalinger. Amadeus fortsatte med at tage markedsandele under pandemien, hvilket forstærker vores langvarige opfattelse af, at industrien har en "winder-takes-most"-struktur. Stigningerne i markedsandele tegner godt for det fortsatte rejseopsving. Asiatiske og europæiske rejsebookinger befinder sig stadig langt under niveauet for 2019 i henhold til Amadeus IT Group.

Aktiekursen for fødevarerelskabet med hollandsk og belgisk oprindelse **Ahold Delhaize** havde et meget stærkt 1. kvartal, hvor selskabet klarede sig bedre end både det lokale og det globale aktiemarked. Den gode nyhed var selskabets opmuntrende kvartalsresultater og lovende forventninger til 2023. Investorerne var imponerede over den veludførte strategi for omkostningsreduktioner og

stærke udvikling i marginer i USA, hvor forbrugeren fortsat holder stand over for inflationen. Det amerikanske detailmarked er stadig fragmenteret med muligheder for konsolidering. Europa "føles anderledes" end USA, ifølge selskabets finansdirektør Nathalie Knight. I Europa er kundestrømmen til Ahold Delhaize-butikkerne klart prisdrevet, og omkostningerne til energi og arbejdskraft er også højere. Nathalie Knight er overbevist om, at Ahold Delhaize's private label aktiviteter med en markedsandel på over 50% i Benelux og 30% i USA vil være et aktiv i tilfælde af recession.

### Aktive porteføljeændringer

Ændring	Selskabsnavn	Land	Sektor	Specialbranche
Solgt	Parker Hannifin	USA	Industri	Maskinindustri
Reduceret	Lamb Weston	USA	Stabilt Forbrug	Fødevarer
Reduceret	Novo Nordisk	Danmark	Medicinal	Medicinalindustri
Reduceret	Swatch	Schweiz	Cyklisk Forbrug	Tøj, Accessoires & Luksusvarer
Øget	Danone	Frankrig	Stabilt Forbrug	Fødevarer
Øget	Nestlé	Schweiz	Stabilt Forbrug	Fødevarer
Øget	Pfizer	USA	Medicinal	Medicinalindustri
Ny	Kering	Frankrig	Cyklisk Forbrug	Tøj, Accessoires & Luksusvarer

I marts tilføjede vi en ny position, nemlig i det franske luksuskonglomerat **Kering**, som ejer nogle af verdens mest kendte luksusmodehuse, herunder Gucci, Saint Laurent, Balenciaga, Bottega Veneta, Brioni og Alexander McQueen. Kering handler til en betydelig rabat i forhold til sine konkurrenter og tilbyder således en attraktiv indgang til den yderst profitable luksusvareindustri. Den strukturelle vækst i luksusvarer forventes at forblive høj på BNP+, drevet af en voksende øvre middelklasse i udviklingsmarkederne, som afsætter en stigende budgetandel til cyklisk forbrug. Kinesiske forbrugere forventes at forsat at være den vigtigste forbrugergruppe i resten af dette årti. Management- og konsulentvirksomheden, Bain & Company, forventer, at kinesiske statsborgeres andel af det globale forbrug af luksusvarer vil stige fra omkring 33% til mellem 38% og 40% inden 2030.

En anden egenskab, vi godt kan lide ved luksusindustrien, er dens imponerende evne til at fastholde forbrugernes trods prisstigninger. Dette hviler på eksklusivitet og raritet, som kun vanskeligt lader sig kopiere, da opfattelsen heraf er knyttet til mærkets historie og dygtige håndværk. Bruttomarginen er et stærkt kvantitativt mål for denne evne, og i de seneste 5 år har Kering's bruttomargin i gennemsnit været 74%, et stærkt vidnesbyrd om en stærk efterspørgsel efter Kering's produkter, hvilket gør dem i stand til at opkræve høje priser.

Kontrol med distributionskanaler og volumen er vigtig for at bevare brandets eksklusivitet, og her spiller butikker en vigtig rolle med at præsentere produkterne i de rigtige omgivelser og have kontakt med kunderne. I henhold til Kering havde selskabet ved udgangen af 2022 1.659 butikker globalt set, hvor omsætningen fra egne butikker tegnede sig for 78% af den samlede omsætning, inklusive e-handel fra egne hjemmesider. I flagskibsmærket Gucci, der genererer omkring halvdelen af koncernens omsætning, kommer 91% af omsætningen fra egne butikker.

Men hvorfor handler denne pengemaskine af et kvalitets-selskab så til en lav værdiansættelse? Kering har ramt det legendariske fartbump efter Gucci's seneste skuffende performance, som har fået nogle mennesker til at konkludere, at mærket er ved at miste sin appel. Hvad der yderligere øgede usikkerheden var den succesrige chefdesigner, Alessandro Michele's uventede fratræden. Kering er ikke en forretning i nød, og de andre mærker, især Saint Laurent, vil støtte forretningen, mens Kering investerer i Gucci for at styrke deres brand værdi og appel. Desuden er Sabato De Sarno blevet udpeget som ny kreativ direktør, og han præsenterer sin første kollektion senere i år. Såfremt markedet får tillid til, at Gucci kommer tilbage på en solid vækstbane, forventer vi at se en betydelig stigning i aktiens kurs. Med et stærkt cash flow og en solid balance har Kering den potentielle styrke til at foretage opkøb, tilføje flere mærker til sin portefølje og samtidig have det finansielle råderum til at betale udbytte til sine aktionærer.

## Forventninger

I 1. kvartal så vi, at højere renter ikke nødvendigvis er godt for bankerne, hvilket blev tydeliggjort af krakkene i

marts i Silicon Valley Bank, Signature Bank og UBS' statsdirigerede overtagelse af Credit Suisse. Vi har aldrig investeret i bankaktier i den globale strategi, og de seneste begivenheder understreger kun, hvor svært det er at vurdere kvaliteten af en bank. Det, der kan gøre banker risikable, er det faktum, at de er meget gearede, hvilket kun levner ringe plads til fejl, og begivenheder uden for bankernes kontrol kan have en overordnet negativ effekt.

Der er meget optimisme på aktiemarkedet lige nu, og det er nemt at blive skuffet, når forhåbningerne er store. På overfladen forekommer værdiansættelsesmultiplerne rimelige. De er tæt på flerårige gennemsnit og er faldet meget i forhold til toppen. De underliggende indtjenings-estimer er dog høje. Vi mener, at de kan være for høje i flere områder af markedet i betragtning af markedsforholdene med vedvarende høj omkostningsinflation (nu skiftende fra råvarer til lønninger, et endnu større omkostningskomponent for de fleste selskaber), højere finansieringsomkostninger og potentielt svagere efterspørgsel fra forbrugerne. Selvom vi ikke gør os i forudsigelser om sådanne makroøkonomiske emner, ser det ud til, at der er rigelig optimisme, dagens aktiekurser taget i betragtning.

Vores portefølje er opbygget til at kunne modstå en masse modvind og trives under de fleste økonomiske scenarier. De fleste selskaber har en robust indtjeningsvækstprofil, solide balancer, og de fremstår, efter vores vurdering, rimeligt eller lavt værdiansat.

Uden for vores portefølje holder vi øje med en række forskellige selskaber, vi gerne vil eje til den rigtige pris. Så lad komme, hvad der vil. Faktisk er maj lige om hjørnet. Foråret er kommet.

## 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 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](http://www.valueinvest.dk)

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.