



Markedsudvikling

Fjerde kvartal bringer et dramatisk år til sin afslutning. Hele det globale økonomiske system krakelerede, da verdenssamfundet lukkede ned, og vi var vidne til et af de største opbrud i den globale økonomi i 2020 siden Anden Verdenskrig. Imidlertid dannede hidtil usete finanspolitiske stimuli og monetær støtte bro over den afgrund, som pandemien havde forårsaget, hvilket udløste et bemærkelsesværdigt opsving på aktiemarkederne efter sammenbruddet i 1. kvartal.

Der blev draget et lettelsens suk over Joe Bidens sejr i det omstridte amerikanske præsidentvalg, hvilket bragte håb om, at den amerikanske regering vil have en mindre konfronterende tilgang i fremtiden. Den sande game-changer, der udløste aktieopsvinget i 4. kvartal, var imidlertid nyheden i november om vacciner, der udviste en effektivitet på 90-95%, hvilket oversteg forventningerne. Det gav håb om, at liv og økonomi snart kan vende tilbage til normalen, og det globale aktiemarked oplevede en af sine bedste måneder i november.

Vaccinenyheden løftede stemningen, og investorerne synes at bekymre sig mindre om de økonomiske udsigter på kort sigt og at ignorere fakta om de stigende Covid-19 tilfælde samt nye nedlukninger for at bremse spredningen. På denne baggrund leverede MSCI Verden et afkast på 9,3% i 4. kvartal, og alle 11 hovedsektorer genererede positive afkast, men med stor spredning, da sektorer, der har draget fordel af pandemien, mistede momentum til de mere cykliske sektorer.

Sektorer

Sektor-scorekortet viser ikke overraskende, at de defensive sektorer klarede sig noget dårligere end det globale marked med Ejendomme (+4,2%), Medicinal

(+2,5%) og Stabilt Forbrug (+2,0%) i bunden. De stærkeste sektorer var Energi (+21,5%), Finans (+18,9%) og Cyklisk Forbrug (+11,4%).

Pandemien har omformet økonomierne omkring at forbruge og arbejde hjemmefra, hvilket fremskynder digitaliseringen til gavn for IT, men i 4. kvartal haltedede sektoren lidt bag det globale marked og gav +8,3% i afkast. Imidlertid er IT den sektor, der samlet set har klaret sig bedst i 2020 med et svimlende afkast på +31,4% efterfulgt af Cyklisk Forbrug (+24,9%).

Performance

ValueInvest Global Akkumulerende underperformede MSCI Verden, da porteføljen ikke formåede at følge med i det cykliske opsving givet dens defensive egenskaber. Sektorallokeringen lagde tydeligvis en dæmper på performance på grund af det aktive fravalg af investeringer i Energi og Finans, der førte markedet an, samt en betydelig eksponering til Stabilt Forbrug, som klarede sig dårligere end markedet. Effekten af aktieudvælgelsen var stærk i Kommunikationstjenester (Publicis) og Industri (Parker-Hannifin), mens den var svag i Stabilt Forbrug og Medicinal.

De negative afkastbidrag var koncentreret i de defensive sektorer, mens de positive afkastbidrag kom fra et bredt spektrum af selskaber og sektorer.

Ved tærsklen til et nyt år er det normal skik og brug at fremkomme med forventninger til det kommende år; verden er dog ofte mere uforudsigelig, end vi bryder os om. Der er endda dem, der siger, at prognoser kun er for tåber.

Derfor vil vi undlade at forudsige for meget og kun fremhæve, at vi ser en høj grad af selvtilfredshed blandt investorerne i visse markedssegmenter, især i

nogle af de såkaldte vækstaktier, der er fuldstændig urealistisk prissat. På dele af markedet er kursrisikoen ekstremt høj, hvilket bør undgås for at beskytte kapitalen.

De nuværende markedsforhold kræver en selektiv og disciplineret bottom-up-tilgang, der hviler på et solidt fundamentalt analysearbejde. Mange aktier i det brede univers er blevet forsømt under det seneste opsving og er prissat som om, indtjeningen aldrig vil normalisere sig. Denne spredning skaber et frugtbart jagtareal for investorer som os selv, der ikke er afhængige af et referenceindeks og til tider går mod strømmen.

Vi har fortsat tiltro til, at den globale portefølje vedbliver at være godt rustet til at navigere gennem urolige farvande understøttet af attraktiv prisfastsættelse og givet porteføljeselskabernes høje grad af indtjeningsstabilitet.

Negative og positive afkastbidrag

De største negative bidrag til afkastet i 4. kvartal kom fra **Kimberly-Clark** (-11,8%), **Ahold Delhaize** (-8,5%), **Nestle** (-4,8%), **General Mills** (-7,8%) og **Fresenius Medical Care** (-5,6%).

Det amerikanske sundheds- og hygiejneselskab, **Kimberly-Clark**, mistede aktiemarkedets gunst i årets sidste kvartal, selv om efterspørgslen efter deres produktsortiment af servietter, papirhåndklæder, kirurgisk beklædning og engangsmundbind har været stærk. Kimberly-Clark hævdede helårsforventningen til den organiske omsætning til +5%. Derimod oplevede K-C Professional Nordamerika et fald på -15% i den organiske omsætning, da salget af vaskeprodukter styrteddykkede med -35%, hvilket aktiemarkedet tilsyneladende ikke havde forventet. Den kvartalsjusterede bruttomargin (3. kvartal) beløb sig til 36,2%, en stigning på 40 bp i forhold til året før, hvilket aktiemarkedet havde større forventninger til, især da prisen på papirmasse og andre råvarer ikke har været stigende. Selskabet opnåede således en gevinst på USD 25 millioner på råvarerne i kvartalet. Stigningen i performance, forventninger og vækst blev omsat til investering i vækst og højere bonusudbetalinger til medarbejderne, men generelt opfyldte disse resultater ikke aktiemarkedets forventning.

Den tyske **Fresenius Medical Care** er verdensførende inden for dialysebehandling. Selskabet er aktivt i forskellige dele af værdikæden og tilbyder både

dialyseudstyr samt driver et omfattende netværk med mere end 4.000 klinikker globalt, hvor patienter kan få deres livsvigtige behandling. Adgangsbarriererne er høje, og det er vanskeligt for nye konkurrenter at komme ind i denne branche. COVID-19 har givet Fresenius visse udfordringer, da patienter kun har haft begrænset adgang til deres klinikker under nedlukningerne, og nogle patienter med fremskreden nyresygdom har været indlagt på hospitalet med coronavirus og derved gået glip af deres dialysebehandlinger. På trods af udfordringerne vokser selskabet fortsat, men i langsommere takt, og har fastholdt helårsforventningen til 2020 efter 9-måneders-resultatet, der udviste vækst i omsætning og indtjening på henholdsvis 4% og 11%. For helåret forventes både indtjening og nettoindtjening at vokse med 5-9%, hvilket illustrerer forretningsmodellens modstandsdygtighed under meget udfordrende markedsforhold. Mens aktien muligvis ikke er i investorernes favør lige pt., mener vi, at den stabile og lange vækstbane til syvende og sidst vil blive værdsat af markedet og medføre en revurdering af aktien.

De største positive bidrag til performance kom fra **Publicis Groupe** (+47,7%), **G4S** (+28,6%), **Parker-Hannifin** (+29,6%), **Lamb Weston** (+14,3%) og **KDDI Corp** (+13,0%).

Vi investerede oprindeligt i **G4S** tilbage i 2016. Vi så et solidt strukturelt vækstpotentiale i sikkerhedsbranchen, og efter vores mening var og er G4S fortsat værd at kigge nærmere på, især efter det nylige frasalg af størstedelen af selskabets kontanthåndteringsforretning. Efter vores opfattelse fremstod G4S som et stabilt vækstselskab med en attraktiv prisfastsættelse. Vi var bekendt med, at selskabet havde visse problemer, der skulle løses, og at man tidligere havde fokuseret for meget på topvækst på bekostning af rentabilitet. Den underliggende forretning har klaret sig rimeligt godt under vores ejerskab, som dog har været overskygget af betydelige engangsomkostninger. I mellemtiden er G4S faldet i unåde, da mange investorer mistede tålmodigheden med transformeringen af selskabet og dermed begyndte at sælge ud af aktien uden skelen til prisfastsættelsen. G4S blev et selskab, som mange investorer simpelthen ikke ville have i deres bøger. Vi fastholdt vores position og efter en stresstest og fornyet gennemgang af vores investeringsrationale, øgede vi herefter vores position i aktien på det tidspunkt, hvor aktiekursen var faldet til under 1 GBP som følge af pandemien. Heldigvis viste G4S sig meget

modstandsdygtig og klarer sig bedre end forventet under de udfordrende markedsforhold. G4S' lave markedsværdi har tiltrukket interesse fra to konkurrenter (først GardaWorld og senere Allied Universal), som begge ønsker at overtage G4S. I 3. kvartals-kommentaren skrev vi, at der var modtaget et overtagelsestilbud på 1,9 GBP fra GardaWorld. Tilbuddet er nu hævet til 2,45 GBP af Allied Universal. Aktiens kurs er pt. lidt over dette niveau, og budkrigen forventes at fortsætte.

Parker-Hannifin (PH) blev oprindeligt fjøjet til porteføljen i marts. Det viste sig at være ekstremt god timing. PH udviste operationel og finansiell styrke i regnskabsåret 2020 (slutter juni), og trods anstrengte markedsforhold drevet af den industrielle cyklus, problematiske luftfartsmarkeder og COVID-19 generede PH sit højeste cash-flow nogensinde. PH har skabt en mere modstandsdygtig forretningsmodel. Den justerede driftsmargin på 16,8% er en forbedring på 200 bp sammenlignet med den seneste industrielle nedgangsperiode i regnskabsåret 2016. PH har formået at løfte driftsmarginen med 890 bps over de seneste 5 industri-recessioner. PH er fortsat godt rustet til at drage fordel af enhver forbedring i den industrielle cyklus efter COVID-19, og opkøbte selskaber integreres godt i forretningen. Regnskabsåret 2020 dokumenterede atter PHs sande natur: En samling af 84 decentraliserede og modstandsdygtige nicheselskaber, der leverer forretningskritiske produkter og genererer betydelige pengestrømme, som fordeles på intelligent vis af ledelsesteamet.

Porteføljeændringer

Vi foretog flere aktive ændringer i 4. kvartal og reducerede positionerne i Ahold Delhaize, General Mills, Kimbberly-Clark, samt øgede positionen i **Danone**.

Aktierne i **Kerry Group**, **Makita** og **Viatis**, en spin-off fra Pfizer, blev solgt, og vi tilføjede to nye aktier til porteføljen: den tyske applikationssoftwareleverandør **SAP** og det svenske hygiejne- og sundhedsselskab **Essity**.

Vi måtte sige farvel til to langsigtede beholdninger, det irske ingrediens- og fødevarerelskab Kerry Group og den japanske producent af elværktøj Makita, som har været en del af den globale strategi i mere end ti år. Begge selskaber er af høj kvalitet, men i øjeblikket har vi bedre alternativer set ud fra et globalt risiko- og afkastperspektiv. Kerry Group og Makita flyttes til vores overvågningsliste, og vi investerer gerne, hvis prissætningen på disse to selskaber på et eller andet tidspunkt atter bliver attraktiv i et globalt perspektiv.

I november fik vi muligheden for at tilkøbe en position i **SAP**, en af verdens førende leverandører inden for applikationssoftware. SAP leverer forretningskritisk software til selskaber og assisterer dem med at opretholde fuld kontrol over alle faser af deres ressourceplanlægning, f.eks. styring af forsyningskæder, HR, regnskab, indkøb, distribution osv. SAP er et klassisk eksempel på, hvad der sker med selskaber af høj kvalitet, når de rammer et hastighedsbump, dvs. oplever en midlertidig indsnævring af deres vækstbane med deraf følgende utilfredse vækstinvestorer, der så står i kø ved udgangen. I oktober fik aktien stryg som reaktion på, at SAP nedjusterede sin helårsforventning til 2020 på baggrund af, at effekten fra COVID-19 vil påvirke efterspørgslen langt ind i 2021. De mellemlange mål for 2023 blev også skubbet til 2025, mens indtjeningen fra cloud-abonnementer blev opgraderet.

COVID-19 har tjent som accelerator for den digitale transformering, hvor kunder overgår til cloud for at opnå større modstandsdygtighed og fleksibilitet i deres forretning. Som resultat heraf har SAP været tvunget til at intensivere sine investeringer for at opgradere egne systemer for at lette overgangen til cloud, hvilket har medført et midlertidigt fald i marginen og en stilstand i indtjeningsvæksten mellem 2020 og 2023. Selvom overgangen fra licensbaseret software til en abonnementsmodel uden forudbetaling skader den kortsigtede indtjening, vil abonnementsmodellen øge kundernes levetid og den tilbagevendende indtjening.

I de næste fem år forventes SAP at øge sin indre værdi med ca. 8% om året på baggrund af gradvist forbedrede finansielle resultater, der, kombineret med et udbytte på 2%, svarer til et attraktivt afkast på 10% uden ændring af værdiansættelsen og dermed med uforandret afkastpotentiale til Fair Value. Efter vores opfattelse er SAP fortsat en stærk forretning understøttet af en økonomisk voldgrav i betragtning af, at selskabets produkter er velrenommerede, og at det er forbundet med relativt høje omkostninger for kunderne at skifte leverandør. Forretningstransformeringen vil øge den langsigtede rentabilitet og indtjening samt gøre SAP til en mere forudsigelig forretning, hvor andelen af tilbagevendende salg forventes at stige til 85%.

Under det vaccine-drevne risk-on opsving i sidste del af 2020 mistede defensive aktier som **Essity** investorernes gunst, hvilket dannede et attraktivt udgangspunkt for langsigtede investorer til at købe dette stabile undervurderede selskab. Navnet Essity er en forkortelse af produkternes egenskaber: Essential og Necessity (vigtig og nødvendig). Med andre ord leverer Essity de ting, vi har brug for regelmæssigt,

hvilket således medvirker til en høj grad af tilbagevendende salg. Udskillelsen fra SCA tilbage i 2017 gav Essity fuld uafhængighed i kapitalallokeringsbeslutninger samt midlerne til at frigøre forretningens langsigtede potentiale.

Essity er et stærkt selskab i en stabil industri, der sælger produkter med høj prisstyrke og lav priselasticitet. Vi mener, at selskabet har en lang vækstbane foran sig understøttet af en aldrende befolkning og stigende levestandard i nye økonomier kombineret med en stærk balance under varetægelse af et kompetent og stabilt ledelsesteam.

Porteføljens egenskaber

Porteføljens sammensætning følger en bottom-up proces med indbyggede begrænsninger, der skal

reducere tabsrisiko 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.

Vi har tiltro til, at porteføljen, med dens nuværende sammensætning med over 90% investeret i de mest indtjeningsstabile risikokategorier (A + B) og med en betydelig rabat til Fair Value, fortsat er godt rustet til at navigere i turbulente tider.

Ansvarsfraskrivelse. ValueInvest Danmark kan på ingen måde gøres erstatningsansvarlig for de informationer, som findes i nærværende Investeringskommentar – 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 Investeringskommentaren. Indholdet af ValueInvest Danmark Investeringskommentarer 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 materiale 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 Investeringskommentaren, 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. The material in the Investment comments is not directed at and is not intended for persons residential in the United States of America, Canada, Australia, Japan, Switzerland or other jurisdictions outside Denmark, and the material in this Investment comments is not 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.