



Markedsudvikling

De globale aktiemarkeder fordøjer fortsat virkningen af den igangværende Covid-19-pandemi. Mens udviklingen de første to kvartaler i 2020 var abnorm, - det totale sammenbrud i 1. kvartal efterfulgt af et bemærkelsesværdigt come-back i 2. kvartal drevet af hidtil usete stimuli - stod 3. kvartal mere i ubeslutsomhedens tegn efter fornyet tilbagegang i september.

En stigning i daglige Covid-19 tilfælde i mange lande verdenen over indikerer, at en potentiel nysmittebølge er på vej. Det er en påmindelse om, at en bredt tilgængelig vaccine er forudsætningen for at fjerne begrænsningerne på social afstand og dermed løsne op for økonomien. Ikke desto mindre er det den generelle opfattelse, at en levedygtig vaccine er inden for rækkevidde i en ikke alt for fjern fremtid, og investorer er villige til at tage skridtet videre og inddiskontere en snarlig normalisering af selskabernes indtjening.

Selskabernes indtjening er naturligvis blevet hårdt ramt, da mange er blevet tvunget til at lukke ned eller reducere deres drift, og forbrugerne beordret til at blive hjemme. Regnskabssæsonen har imidlertid vist sig at være bedre end forventet, og forbrugere og selskaber har fundet nye måder at interagere med hinanden på. I løbet af regnskabssæsonen var et fælles træk, at aktiekurserne reagerede positivt på klart svage regnskaber og dermed understregede, at dårlige nyheder kun er dårlige, hvis de er dårligere end forventet. Indtjeningen i 2. kvartal var netop det: svag, men bedre end forventet!

På denne baggrund sluttede 3. kvartal med et positivt afkast på + 3,3% for MSCI Verden. I de første 9 måneder er det globale marked faldet -3,1%.

Sektorer

Markedets vigtigste positive drivkræfter kom fra de økonomisk følsomme sektorer som Cyklisk Forbrug (+11,1%), IT (+7,1%), Råvarer (+7,0%) og Industri (+6,9%). Det største slag for markedsafkastet var igen Energi (-19,5%), mens også Finans (-2,5%) og Ejendomme (-2,2%) genererede negative afkast.

Med en relativt høj prisfastsættelse af aktiemarkedet kræver et godt investeringsresultat en disciplineret og robust bottom-up-tilgang som vores, der hviler på et solidt dybdegående analysearbejde. Vi har fortsat tiltro til, at den Globale portefølje er velpositioneret til at navigere gennem urolige farvande understøttet af en attraktiv værdiansættelse og en høj grad af cash flow fra selskaber, der er meget modstandsdygtige overfor udsving i den globale økonomi.

Performance

ValueInvest Global genererede et positivt afkast i kvartalet, men kunne ikke følge med det globale marked. Ingen eksponering til Energi, Finans og Ejendomme var fordelagtigt. De fleste selskaber i disse sektorer er enten for cykliske eller afhængige af høj gearing til at drive deres forretning, hvilket ikke er egenskaber, vi er på kig efter, når vi søger efter selskaber af høj kvalitet, som vi kan købe til rimelige priser. Som tidligere var det en fordel for vores performance ikke at være investeret i disse sektorer.

På den anden side, havde vi heller ingen eksponering til IT-sektoren, der udviste en stærk performance i kvartalet. Sektoren domineres i stigende grad af en håndfuld meget store selskaber, der handler på værdiansættelsesniveauer, som efter vores mening ikke er frugtbare for fremtidige afkast. I september

underperformede IT-sektoren MSCI Verden, hvilket ikke er set i lang tid.

Vores store eksponering til Stabilt Forbrug var ikke så frugtbar i dette kvartal. Nogle af vores selskaber har haft stærk medvind fra en Covid-19 påført bliv-hjemme-økonomi med stærke ÅTD-afkast som følge heraf. Ved udgangen af kvartalet måtte vi give afkald på nogle af de tidligere gevinster i disse aktier, mens vores andre selskaber i sektoren stadig må afvente fordelene ved, at folk igen kan gå på restaurant, mv.

Negative og positive afkastbidrag

De største negative bidrag til afkastet i 3. kvartal kom fra Seven & I Holdings (-8,3%), **Danone** (-7,2%), **Ingredion** (-12,0%), Orange (-16,6%) og KDDI (-17,7%).

Ingredion, amerikansk fødevarer ingrediensselskab, blev tilføjet til porteføljen i april, da vi så en lovende kombination af forretningskvalitet, værdiansættelse og udsigt til at udvide marginerne, da selskabet kontinuerligt styrer deres produktmix mod specialingredienser med højere marginer og vækst. Vi forventer, at dette er en flerårig proces. Deres regnskab for 2. kvartal var svagere end forventet, og aktien faldt 13% i dollars ved offentliggørelsen. Efter vores mening en overreaktion, der afspejler markedets kortsigtethed, da det næppe var en overraskelse for nogen, at Covid-19-situationen ville have en alvorlig indvirkning på 2. kvartal. Nedlukningen ramte salget på grund af den negative påvirkning fra distribution til f.eks. restauranter, mad-på-farten osv., der, kombineret med den mexicanske regerings beslutning om at lukke bryggerierne i hele kvartalet, sænkede salget med -9% i 2. kvartal, eksklusive valutaeffekt. Det justerede driftsresultat blev endnu hårdere ramt og faldt -29% i kvartalet. I den nuværende situation er det svært at spå om, hvor hurtigt Ingredion vender tilbage til normal distribution af føde- og drikkevarer til salgssteder udenfor hjemmet. På investormødet antydede ledelsen, at det kunne tage indtil 2022, hvilket imidlertid virker meget forsigtigt. Vi mener, at den langsigtede investeringscase er intakt, da Ingredion fortsat følger sin strategi og retter sit produktmix mod flere specialingredienser med større prisstyrke og højere marginer. I juli afsluttede Ingredion købet af PureCircle, som er en vigtig del af Ingredions strategi for at imødekomme efterspørgslen

efter mindre sukkerindhold, idet dette selskab tilbyder sukkererstatningsprodukter. PureCircle er verdensførende inden for stevia, et sødemiddel, der kan erstatte sukker.

Det franske fødevarer selskab, **Danone**, leverede et knapt så godt regnskab for første halvår i modsætning til andre fødevarer selskaber, der har haft fordel af, at folk er hjemme og dermed indtager deres måltider mere i hjemmet. Salget faldt -3,6%, og overskudsgraden faldt fra 14,7% til 14,0%. Akilleshælen var vandforretningen, som oplevede et fald i det organiske salg på -19,1%, påvirket af lukning af restauranter, idet ca. 40% af salget typisk forbruges uden for hjemmet. Salget af små flaskeformater faldt -32% i første halvdel af 2020. Store flaskeformater og kande vand modvirkede dog noget af det tabte salg og vækstede +12% i forhold til sidste år. Skiftet til hjemmeforbrug og opbygning af lagre øgede salget med +3% inden for mejeriprodukter, plantebaseret og specialiseret ernæring, sandsynligvis drevet af forbrugere med ønske om en sundere livsstil. Danones førende mærker - Activia, Actimel, Danone og Danette - har øget markedsandelen med næsten 1% i de tre største markeder: Frankrig, Spanien og Storbritannien. Danone har tilbagetrukket sin helårsforventning i lyset af manglende gennemsigthed på grund af pandemien.

De største bidrag til performance kom fra Ahold Delhaize (+6,0%), Next (+21,3%), **adidas** (+18,7%), Makita (+25,9%) og **G4S** (+75,3%).

Pandemien har løftet **adidas'** online salg, da forbrugerne begyndte at bestille fritidstøj og sko hjemmefra på adidas' webshop i stedet for at gå i butikker. Helårsforventningen til online salget er nu hævet til over € 4 mia., og selskabet synes velforberedt med god kontrol over sin forsyningskæde og flere måder at bevare kontakten til forbrugerne på. Desuden retter adidas sine markedsføringsinvesteringer mod digitalisering for at understøtte sin online vækst. I første halvdel af året mistede adidas lidt mere end en fjerdedel af sit salg og producerede et tab på -268 mio. EUR sammenlignet med et overskud på 1.518 mio. EUR året før. I begyndelsen af august lå den globale

butiksåbningsgrad på 92%. Besøgstallet forbliver under det normale niveau, men dette kompenseres delvist af en større tilbøjelighed til at bruge penge. adidas ser lyset for enden af tunnelen, da butikkerne gradvist bevæger sig mod mere normale tilstande. I 3. kvartal forventes salget at være lavere end sidste år, men kun i intervallet 5-9%. Desuden forventer adidas at generere et driftsresultat på mellem € 600 mio. og € 700 mio. i 3. kvartal.

I løbet af 3. kvartal modtog sikkerhedsselskabet **G4S** et overtagelsestilbud fra en mindre konkurrent, GardaWorld. Tidligere på året solgte G4S det meste af sin traditionelle kontanthåndteringsforretning. Denne transaktion forbedrede balancen for G4S og lagde grundlaget for et mere fokuseret selskab. Det gjorde også G4S til et bedre overtagelsesmål for GardaWorld, der efter flere tilbud fremsat bag lukkede døre, endelig afgav et fast tilbud om at købe G4S for 190 pence pr. aktie. G4S afviste tilbuddet og hævdede, at det "undervurderer selskabet og dets udsigter betydeligt." Vi deler den opfattelse. G4S har gennemgået en flerårig transformeringsproces og burde nu være ved et positivt vendepunkt og kunne vækste vel over BNP samt udvide indtjeningsmarginerne gennem højere teknologiindhold i dets forretningsydelse, hvilket i sidste ende kan frigøre betydelig værdi. Aktierne i G4S har haft et spektakulært come-back siden bunden i begyndelsen af april, men er stadig i negativt territorium år-til-dato.

Porteføljændringer

I kvartalet re-allokerede vi mellem vores eksisterende beholdninger. Inden for Stabilt Forbrug reducerede vi vores positioner i de selskaber, der har haft betydelig medvind fra hjemmeforbrugere og COVID-19: Ahold Delhaize, Clorox, ConAgra Brands og Hormel Foods. Vi øgede vores positioner i selskaber, der vil nyde fordel af den gradvise genåbning af samfundet. Disse selskaber var Danone, Diageo, Ingredion og Lamb Weston, alle med direkte eller indirekte salgseksponering til distribution uden for hjemmet (restauranter, mad-på-farten, osv.).

Vi reducerede også Makita og Novo Nordisk for at købe flere aktier i H&M, Securitas, Sodexo og Swatch, som efter vores mening alle har haltet bag markedet af midlertidige årsager.

Vi tilføjede ingen nye positioner i kvartalet.

Porteføljens egenskaber

Porteføljesammensætningen 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.