



Investerings- kommentarer

1. kvartal 2020

ValueInvest
ValueInvest

ValueInvest Danmark > Global

Markedsudvikling

Året begyndte i en positiv tone, og coronavirusen syntes ikke at bekymre investorerne, da udbruddet blev opfattet som værende et mere eller mindre isoleret kinesisk fænomen. I slutningen af februar stod det imidlertid smerteligt klart, at smittehastigheden og udbredelsen af virussen var enormt undervurderet. I midten af marts blev verden konfronteret med en pandemi, hvor regeringer over hele kloden indførte karantæneeregler, hvilket afstedkom efterkrigstidens største opbrud i den globale økonomi. Mange aktivklasser styrtdykkede, herunder aktiemarkedet, hvormed den årti-lange aktieoptur fik en brat afslutning.

På baggrund heraf faldt MSCI Verden med -19,8%, den dårligste kvartalsudvikling siden finanskrisen (medmindre andet er angivet, er alle afkast i DKK). Især blev de traditionelle value investorer hårdt ramt i kvartalet, da disses strategier har en tendens til at være stærkt eksponeret til mere cyklisk og økonomisk sårbare selskaber, herunder finansielle selskaber, der er mere afhængige af den generelle økonomiske vækst end af noget andet. Som illustration herpå faldt MSCI Verden Value -25,8%.

Den globale økonomi er ved at gå i stå. Coronakrisen står i skarp kontrast til den globale finanskrise, vi oplevede i 2008, da denne virus-baserede krise rammer den brede realøkonomi og samfundet med en hidtil uset hastighed og styrke. I ugen, der sluttede den 21. marts, ansøgte 3,3 mio. amerikanere om arbejdsløshedsunderstøttelse, en tredobling af det forventede og samtidig det højeste niveau siden registreringen heraf begyndte i 1967!

Den globale nedlukning har frosset efterspørgslen efter råvarer, der faldt kraftigt (S&P GSCI råvareindeks -41% i dollars), bortset fra guld, der nød godt af sin status som sikker havn og steg +4% i dollars. Olieprisen blev ramt af et dobbeltslag, der sendte prisen ned med -59% i dollars - dels på grund af faldende efterspørgsel dels på grund af priskrigen mellem Saudi-Arabien og Rusland, hvilket medfører overudbud af olie.

Sektorer

Samtlige 11 sektorer i MSCI Verden genererede negative afkast, og de hårdest ramte sektorer var Energi (-43,9%), Finans (-30,8%) og Råvarer (-25,2%).

De defensive og ikke-cykliske sektorer såsom Medicinal (-10,1%), IT (-11,8%) samt Stabilt Forbrug (-12,0%) gjorde det bedst, og klarede sig bedre end det generelle marked.

I den globalt forbundne verden har vi brug for beslutningsdygtighed og koordinerede tiltag fra regeringers og centralbankers side for at imødegå den negative effekt af coronakrisen og medvirke til at afbøde den vanskelige periode, som mange mennesker og selskaber gennemgår nu, uanset om de er direkte eller indirekte berørt af coronavirus.

Henimod slutningen af marts så vi en stigning i antallet af stimuluspakker, da centralbankerne satte alt ind på at holde renten lav og udvide opkøbsprogrammerne. Den amerikanske centralbank lovede således at foretage et ubegrænset køb af statsobligationer og indledte køb af virksomhedsobligationer for at forhindre et kollaps på markedet for virksomhedslån. I Europa udtrykte ECB også, at der var "ingen grænse" for sit tilsagn om at forsvare eurozonen og afsløre en plan for at øge obligationsopkøbene, herunder

virksomhedsobligationer, med yderligere 750 mia. EUR. Præsident Trump godkendte desuden finansiel støtte af en hidtil uset størrelse på 2 billioner USD, svarende til ca. 10% af BNP, til brug for direkte udbetalinger til husholdningerne samt forhøjet arbejdsløshedsunderstøttelse for at undgå økonomisk sammenbrud. I Tyskland besluttede regeringen at levere 750 mia. EUR i støtte.

Det er meget vanskeligt at forudse varigheden af de økonomiske udfordringer, som verdensøkonomien i øjeblikket gennemgår. Det eneste, vi kan sige, er, at politiske stimuli vil afbøde den negative effekt på økonomien, og at verden vil bestå efter virussen med ophobet efterspørgsel, når økonomierne begynder at genåbne.

I mellemtiden er det under de nuværende markedsforhold vigtigt at tænke langsigtet og se ud over negative forventninger på kort sigt. Der vil være mulighed for at købe kvalitetsselskaber med stærke balancer for langsigtede investorer som os selv.

Performance

Selvom vi aldrig er begejstrede for negative afkast, var den kvartalsvise udvikling i den Globale portefølje i overensstemmelse med strategiens mål, idet dens defensive egenskaber og attraktive værdiansættelse kom til udtryk, hvilket gav god beskyttelse mod tab under nedsmeltningen af markedet, hvor den Globale portefølje således faldt markant mindre end MSCI Verden.

Porteføljens højere afkast kan primært henføres til den store eksponering til Stabilt Forbrug og Medicinal samt den gunstige aktieudvælgelse inden for disse to sektorer, da adskillige fødevarer- og medicinalaktier udmærkede sig ved at levere positive afkast. Det var fordelagtigt ikke at have investeringer i Energi og Finans, hvilket dog delvist blev udlignet af mangel på investeringer i IT-sektoren.

Negative og positive afkastbidrag

De to største negative bidrag til afkastet kom fra det britiske sikkerhedsselskab **G4S** og den franske globale serviceudbyder **Sodexo**, der leverede afkast på henholdsvis -60% og -39%.

Aktiekursen for **G4S**, det førende globale sikkerhedsselskab, kom dårligt fra start i 2020 ovenpå et ustabil 2019. Den 11. marts 2020 annoncerede G4S sine foreløbige helårsresultater for 2019 med kun få indikationer om den økonomiske indvirkning af Covid-

19. Effekten af virussen har endnu ikke været målbar, men selskabet meddelte, at i betragtning af usikkerheden herom vil den endelige udbetaling af udbytte blive annulleret som en forholdsregel med henblik på at bevare kontante indeståender. Den 26. februar 2020 indgik koncernen aftale om at sælge hovedparten af sin kontanthåndteringsforretning til The Brink's Company til en værdi af 727 mio. GBP. I henhold til aftalen fases implementeringen heraf med et forventet nettokontantprovenu på ca. 670 mio. GBP, hvoraf 75% skal betales i første halvår. Selskabet har modtaget ca. 70 mio. GBP som første betaling. Vi er overbeviste om, at indtægterne fra dette frasalgs samt strukturen i disse kontantindsud vil være i stand til at dække G4S' økonomiske forpligtelser i en overskuelig fremtid og bidrage til selskabets evne til at overvinde krisen. Det er vores opfattelse, at G4S på et tidspunkt vil være i stand til atter at kunne levere de solide organiske vækstrater, vi så sidste år.

I betragtning af usikkerhederne i forbindelse med Covid-19-pandemien udsendte den franske globale serviceudbyder **Sodexo** en børsmeddelelse i midten af marts. Selskabet, der tilbyder restaurant- og cateringstjenester og driver forretning over hele verden, anslår omsætningstab til 2 mia. EUR og således en nedgang i driftsresultatet på ca. 600 mio. EUR, hvilket udgør seks måneder af vores forventninger til driftsresultat for det aktuelle regnskabsår. Ifølge ledelsen har selskabet været i stand til at absorbere den første udeblevne omsætning i Kina og Italien, men anerkender, at lukningen af skoler, frivillige såvel som myndighedspålagte, vil få indflydelse. På positiv-siden oplever sundhedsvæsenet og seniorsegmentet i øjeblikket ikke den samme effekt sammenlignet med andre segmenter, da efterspørgslen her er uforandret. Børsmeddelelsen øgede den markedsbekymring, der fulgte i kølvandet på Sodexos offentliggørelse af salgstallene for første kvartal i januar, hvor en lavere underliggende væksttrend kom for dagen og således rejste tvivl om forventningerne for hele året. Vi har fortsat tiltro til behovet for Sodexos services, når de forskellige regioner og dele af samfundene verden over kommer ud på den anden side af denne globale krise. Sodexo har langvarig ekspertise inden for fødevarer-sikkerhed, personlig hygiejne og infektionsbekæmpelse og har styrket selskabets eksisterende beredskab for at beskytte medarbejdere og kunder.

De to mest betydningsfulde bidrag til afkastet kom fra det amerikanske selskab for husholdningsartikler

Clorox og det schweiziske medicinalsselskab **Roche**, der gav henholdsvis +15% og +5% i afkast.

Under markedsvolatiliteten i første kvartal af 2020 fremstod det amerikanske husholdningsartikelselskab **Clorox** som et af de selskaber, der drager fordel af frygten for coronavirus. Efterspørgslen efter Clorox rengøringsprodukter, blegemidler og desinfektionsservietter forventes således at have en stærk positiv, omend potentielt kortsigtet, virkning på det finansielle resultat, idet bekymrede forbrugere forbereder sig på at blive hjemme i ugevis eller endda i længere tid for at undgå virussen. Efter vores opfattelse undervurderes selskabets langsigtede potentiale for værdiskabelse fortsat af markedet. Vi mener, at Clorox er i en god position til at øge rentabiliteten af sin forretning, drevet af et vedvarende fokus på innovation, der tilsikrer produkternes relevans for forbrugerne, understøttet af Clorox' stærke markedsposition i mellemstore husholdningskategorier. Hovedparten af omsætningen kommer fra brands, der enten har en #1 eller #2 markedsandel inden for deres kategorier, hvilket vi mener er opskriften på succes.

Den Globale porteføljes store eksponering til sundhedssektoren var fordelagtig under den generelle aktienedtur i begyndelsen af 2020, da positioner som det schweiziske medicinalsselskab **Roche** bidrog til at afbøde den negative effekt fra coronavirus. Administrerende direktør for Roche, Severin Schwan, har meddelt, at Roche øger produktionen af testkits, men selvom selskabet er i stand til at levere "millionvis" af test pr. måned, kan udbuddet på ingen måde matche efterspørgslen. Roche lancerer desuden i april et klinisk fase III-forsøg med et potentielt Covid-19-lægemiddel. Vi er opmærksomme på, at Roche-aktierne har klaret sig godt, også sidste år, og endda bedre end sundhedssektoren, hvilket har fået selskabet til at hæve sine helårsforventning tre gange i løbet af 2019, men vi har fortsat tiltro til, at selskabets defensive egenskaber og attraktive værdiansættelse med et solidt langsigtet stigningspotentiale er intakt. Vores tillid er baseret på, at Roche har formået at balancere erosionen fra erstatningsprodukter for sine tre ældre onkologiske produkter Avastin, Herceptin og Rituxan ved vækst fra nyere lægemidler som Perjeta (brystkræft), Ocrevus (sklerose), Tecentriq (lungekræft og andet) og Hemlibra (hæmofili). For nylig blev Roches lægemiddel Kadcyca godkendt i Europa til supplerende behandling af voksne patienter med HER2-positiv tidlig brystkræft. På trods af den verdensomspændende udbredelse af coronavirus vi oplever i øjeblikket, er

kræft en vedvarende sygdom, som mennesker fortsætter med at kæmpe imod, og vi er af den overbevisning, at Roche vil forblive en vigtig del af kampen for overlevelse.

Porteføljeændringer

I løbet af kvartalet blev der foretaget flere justeringer. Beholdningen af **Waste Management** aktier blev solgt fra, og vi tilføjede to nye selskaber: industriselskabet **Parker Hannifin** og den svenske internationale tøjkoncern **Hennes & Mauritz**. Parker Hannifin har længe været på vores overvågningsliste, og et kraftig kursfald i aktien gjorde det muligt at tilkøbe dette kvalitetsselskab. Parker Hannifin har med succes forvandlet sig fra blot at være leverandør af industrikomponenter af høj kvalitet til at rykke op i værdikæden og generere ca. 25% af salget fra sin systemafdeling. Det, vi også finder attraktivt ved Parker Hannifin, er, at en stor del af salget stammer fra efterservicemarked med høj margin og erstatningssalg. Positionerne i følgende selskaber blev reduceret: **Clorox**, **General Mills**, **Hormel Foods** og **KDDI**. Provenuet blev geninvesteret i nogle af de selskaber, der blev hårdt ramt af markedsvolatiliteten: **adidas**, **G4S**, **Lamb Weston** og **Next**.

Porteføljens egenskaber

Porteføljesammensætningen følger en bottom-up proces med indbyggede begrænsninger, der skal reducere downside risiko 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.

Den nuværende porteføljesammensætning, med over 90% investeret i de mest indtjeningsstabile risikokategorier (A + B) og med en betydelig rabat i forhold til Fair Value baseret på realistiske og konservative indtjeningsforventninger, gør porteføljen robust og godt rustet til at komme sikkert igennem turbulente perioder.

En stærk balance er afgørende i disse økonomisk usikre tider, især for de mere cykliske selskaber. Siden lanceringen af vores investeringsproces for mere end 20 år siden har vi knyttet den maksimalt tolererede gældsbelastning til indtjeningsstabilitet (højere stabilitet mere gæld og vice versa).

Porteføljen er solid set fra et balanceperspektiv: ca. 60% (portefølje vægtet) af porteføljen udnytter i øjeblikket mindre end 50% af vores definerede maksimale gældsgrænse, og intet selskab har overskredet det maksimale. I modsætning hertil overskrider mere end en fjerdedel af de 3.711 virksomheder i vores globale markedscreening (ekskl. Finans) vores maksimum for gæld.

Når indtjeningen falder, vil der naturligvis være øget gældsudnyttelse på tværs af vores selskaber på kort sigt (og markedet), men vi er fortsat af den opfattelse, at porteføljeselskaberne er i en meget stærkere position til at absorbere dette end markedet.

Selskaber med stærke balancer vil komme stærkere ud efter en krise, da de kan konsolidere deres positioner og potentielt opsluge svagere spillere.

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 trykfejle, 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.