

ValueInvest

AKTIEMARKEDERNE | RAPPORTERING | INVESTERINGSCASES | **NR.2-2018**

STIGENDE PROTEKTIONISME



TRUMP GÅR FORREST I KAMPEN FOR EGNE INTERESSER. VI TAGER PULSEN PÅ MARKEDET

NY PROTEST- REGERING I ITALIEN



VALG AFHOLDT I FORÅRET, OG RESULTATET BLEV EN PO(PU)LARISERING AF MANDATFORDELINGEN

STABILT FORBRUG - IKKE BARE STABILT, OGSÅ RENTABELT

VI GÅR I DYBDEN MED SEKTOREN STABILT FORBRUG OG GIVER ET RATIONALE FOR DEN STORE VÆGT VI HAR I SEKTOREN

HVAD SÅ NEXT?

ER DEN TRADITIONELLE BUTIKSFORM EN DØENDE RACE? BUTIKSKÆDEN NEXT GÅR MOD STRØMMEN

GENERAL MILLS

UJELSKET OG UDSØDT ELLER INDE I VARMEN? FOR DEN TÅLMODIGE INVESTOR ER 150-ÅRIGE GENERAL MILLS EN INTERESSANT INVESTERING

HUSK TILMELDING PÅ VALUEINVEST.DK

SÅ FÅR DU OGSÅ FREMOVER MEDLEMSBLADET MED POSTEN

MEDLEMSBLAD FOR
INVESTERINGSFORENINGEN

VALUEINVEST
DANMARK

Medlemsblad for
Investeringsforeningen
ValueInvest Danmark

Udgiver

ValueInvest Danmark
c/o BI Management A/S
Sundkrogsgade 7
DK-2100 København Ø.
Telefon: +45 77 309 000
Telefax: +45 33 144 036
kontakt@valueinvest.dk
www.valueinvest.dk

Ansvarshavende redaktør

Ole Steffensen

Redaktion

Gitte Ankjer Jensen og
Henrik Mouritsen

Layout og produktion

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

Kilder

ValueInvest Asset Management S.A.,
Bloomberg og OECD

3 FORORD
Italien, der var med til at grundlægge EU, har nu en regering baseret på mandater fra såkaldte populistpartier. Også i Tyskland tyder det også på, at vælgerne søger ud på fløjene.

6 STATUS PÅ AKTIE-MARKEDERNE
Truende handelskrig, rentestigninger i USA, ophør af opkøbsprogrammer fra ECB og ValueInvests solide overvægt af selskaber i Stabilt Forbrug i forhold til det generelle aktie-marked.



10 STATUS PÅ VALUEINVEST DANMARK AFDELINGERNE
Positive afkast på de Globale porteføljer samt Japan porteføljen, der klarede sig bedre end markedet.

13 CASE: GENERAL MILLS
I regnskabsåret 2017/2018 genererede General Mills en omsætning på USD 15,7 mia. Målt på omsætning er General Mills blandt de 10 største fødevarerelskaber på verdensplan.

16 CASE: NEXT
Et selskab med fingeren på pulsen, der bestræber sig på at være på forkant med udviklingen i detailhandlen.

19 PRAKTISKE OPLYSNINGER
Investorinformation og oplysninger om pengeinstitutter.



BEGREBER brugt i magasinet kan findes på
www.valueinvest.dk

Forsigtighed er en dyd.
Så må vi leve med afkastet.

Hæftet er miljømærket.



Ansvarsfraskrivelse. ValueInvest Danmark kan på ingen måde gøres erstatningsansvarlig for de informationer, som findes i nærværende medlemsblad - 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 medlemsbladet. Indholdet af ValueInvest Danmarks medlemsblad 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 på hjemmesiden eller i investeringsforeningens publikationer, 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 this magazine 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 of Denmark, and the material in this magazine 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.

Politisk po(pu)larisering og Gini koefficienten

Forord til halvårsrapporteringen

Kære investor

Ikke sjældent har jeg i disse spalter brugt nogle linjer på politiske valg, og denne gang skal I heller ikke snydes for politik. Italien afholdt valg til parlamentet i foråret, og resultatet blev en po(pu)larisering af mandatfordelingen. I modsætning til Holland og Frankrig, hvor meningsmålinger også tydede på en polarisering af parlamenterne, så blev det faktisk til virkelighed i Italien. Fem Stjerne Bevægelsen, der hører til i venstre side (politisk) af salen, gik frem, og Lega (tidligere kendt som Liga Nord), som sidder til højre, gik også markant frem, mens de store tabere blev "de gamle" partier. Resultatet blev, at Fem Stjerne Bevægelsen og Lega nu danner regering, og dermed har et af de lande, der var med til at grundlægge EU, nu en regering baseret udelukkende på mandater fra såkaldte populistpartier.

Populisme antager mange former, men oprindeligt kommer begrebet fra slutningen af 1900-tallet i USA, hvor landmænd, arbejdere og minearbejdere protesterede imod



guldstandarden og den etablerede finansverden. Og det er vel også sådan, vi skal opfatte populisme af i dag; en protest imod det etablerede, den såkaldte "elite", der sidder på magten i politik, finansverdenen og erhvervslivet i øvrigt. Denne protest kommer efter en globaliseringsbølge, der har præget den globale politik i mange år. Globaliseringen har, samlet set, været meget gavnlig for den økonomiske vækst, men har samtidig ikke gavnet alle lige meget.

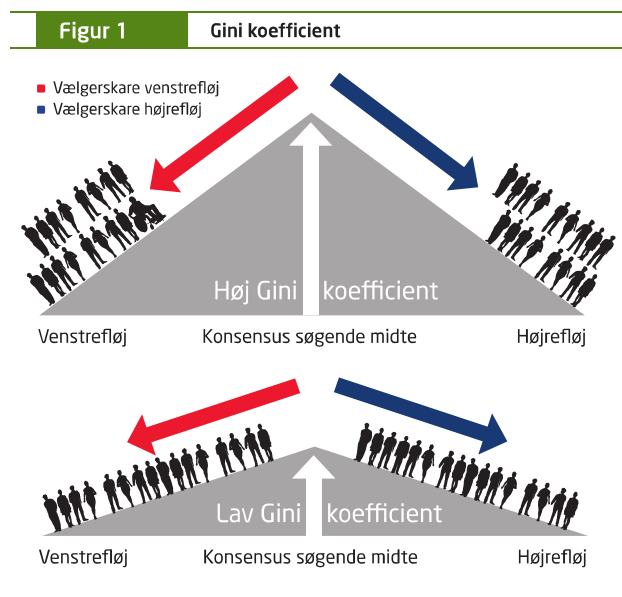
Ser man på Gini koefficienten, så er den de seneste mange år steget, herunder blandt andet i USA og Italien - OG i Danmark for den sags skyld (fra et meget lavt niveau). Gini koefficienten fortæller om forskellen mellem fattig og rig. Jo højere koefficient, jo større forskel. Forskning viser, at der er en sammenhæng mellem stigende Gini koefficient og sti-

gende populisme, så helt overraskede bør vi måske ikke være over at se nye "protestpartier" komme til orde.

Derfor er det ikke så overraskende, at det europæiske integrationsprojekt oplever stigende problemer. I Tyskland tyder den aktuelle politiske krise også på, at der blæser nye vinde for Angela Merkel, hvis åbenhed overfor migranter ikke deles af alle i det tyske politiske og folkelige landskab. Meningsmålinger i Tyskland tyder også på, at vælgerne søger ud på fløjene. I Europa skal vi nok vænne os til, at der i en tid fremover ikke vil være så stærk fokus på integration, globalisering og samhandel. Trumps "America First" og Storbritanniens exit fra EU-samarbejdet taler deres tydelige sprog.



Som investorer i det globale aktiemarked skal vi naturligvis også følge udviklingen. I mange år har globaliseringen udvisket forskellen på at drive virksomhed fra land til land. Med stigende protektionisme og forsøg på beskyttelse af "hjemmemarkedet" bliver det



► igen mere nødvendigt at følge udviklingen nærmere land for land. Samlet set er det ikke befordrende for den økonomiske vækst at opbygge handelsbarrierer eller at begrænse arbejdskraftens bevægelighed, hvorfor man heller ikke kan være alt for optimistisk med den fremtidige vækst.

Udviklingen i antal investorer samt formue

Antallet af investorer er faldet med knap 19% i første halvår 2018 til 35.045 unikke investorer. Dette skal sammenholdes med en faldende udvikling i den samlede formue på 12,5% til 5,77 mia. kr. Godt 55% af formue-tilbagegangen kommer fra ikke geninvesterede udbytter udbetalt i starten af året. Det resterende fald i formuen samt i antallet af investorer er stadig påvirket af ny lovgivning, hvor investorerne bliver flyttet over i andre

produkttyper hos Foreningens distributionsbanker. Vi takker for den tillid, vores investorer har vist os og byder nye velkommen.

Både det generelle aktiemarked samt alle ValueInvest porteføljerne har i første halvår 2018 givet positive afkast. Der har igen været markant forskel på top og bund med hensyn til sektorafkast i markedet. Informationsteknologi er med en stigning på hele 12,5% klart vinderen blandt alle sektorer og har bidraget med mere end 50% af det samlede markedsafkast målt ved MSCI Verden udviklede markeder. Nr. 2 og 3 i kategorien bedste sektorafkast er Energi og Cyklisk Forbrug med afkast på hhv. 9,6% og 8,9%, og i bunden finder vi Telekommunikation, Finans og Stabilt Forbrug, alle med negative afkast. Den store overvægt af selskaber i sektoren Stabilt Forbrug har i de Globale porteføljer

lagt en dæmper på afkastet, der ikke kunne følge med markedsafkastet, hvorimod Japan porteføljen gav et bedre afkast end det japanske marked. Som altid måler vi afkastene (inklusive alle omkostninger) i forhold til hhv. Morgan Stanleys Verdensindeks og Japanindeks, inklusive dividender, men eksklusive alle omkostninger. Vi anvender udelukkende disse indeks som målepunkt for aktiemarkedets generelle afkast, idet vi til sammensætningen af porteføljerne ikke lader os inspirere heraf.

Fokus på kvalitet og værdiansættelse har ikke båret tilstrækkeligt frugt på det seneste i forhold til markedsafkastet

Ikke siden 2015 har Foreningens Globale porteføljer givet et afkast, der er højere end markedets. I 2015 var det til gengæld meget højt, både absolut set og i forhold til markedet. I 2016, 2017 og 1. halvår 2018 har afkastet på de Globale porteføljer været ca. 11% imod markedets afkast på ca. 23%. Inkluderer vi 2015, ligger de Globale porteføljer over markedsafkastet (37% imod 36%). Set over de 2 ½ år siden 2015 har den store overvægt af selskaber i sektoren Stabilt Forbrug været den mest afgørende faktor for, at afdelingernes afkast ikke har kunnet følge markedets afkast. Dernæst kommer, at porteføljerne har haft langt mindre eksponering til IT-sektoren end markedsvægten. Samlet set har aktieudvælgelsen bidraget positivt til afkastet, men altså ikke nok til at kunne opveje sektoreksponeringen. For afkastforskellen mellem de Globale afdelinger og markedet gælder samme forklaring for 1. halvår 2018. Under "Aktiemarkedene" vil vi gå lidt mere i dybden med sektoren Stabilt Forbrug og give et rationale for den store vægt, vi har i den sektor.

Kvalitet og attraktiv prisfastsættelse

Efter en lang periode med stigende risikovillighed og stigende aktiekurser er der opstået en form for tilbagelænethed, hvor investorerne ikke i tilstrækkelig grad har fokus på risiko. Alle ValueInvest porteføljerne har en væsentlig højere andel af formuen investeret i mere stabilt indtjenende selskaber end det

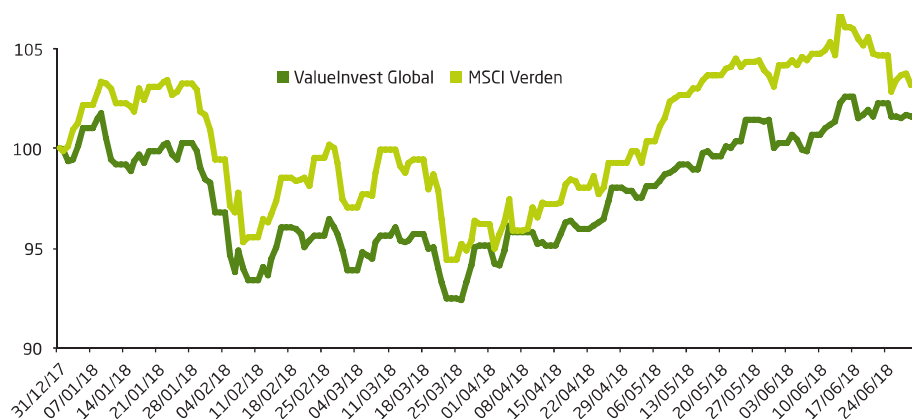
Figur 2

Merafkast på den investerede kapital ift. de risikøjusterede kapitalomkostninger



Figur 3

Afkast 31.12.2017 - 30.06.2018



generelle aktiemarked og er samtidig lavere prisfastsat end hhv. det globale og det japanske marked. Udover at handle til en rabat i forhold til markedet er virksomhederne i både de Globale porteføljer og Japan porteføljen gennemsnitligt bedre i stand til at tjene et merafkast på den investerede kapital end det samlede marked.

Figur 2 på venstre side viser, hvordan selskaberne i de Globale porteføljer i de seneste 15 år har været i stand at skabe et væsentligt højere merafkast på den investerede kapital i forhold til de risikostjusterede kapitalomkostninger end markedet. Grafen læses således, at i 2017 var de 36 selskaber i de Globale porteføljer i stand til, porteføljevægtet, at tjene 14% i afkast på den investerede kapital udover, hvad de skulle kunne betale i risikostjusterede kapitalomkostninger (omkostninger til egenkapital og fremmedkapital). Markedet tjente 2% mere end kapitalomkostningerne.

Forventninger - vækst for lånte penge



På trods af rentestigninger i USA ligger de globale renter fortsat på et meget komfortabelt lavt niveau set i historisk perspektiv. Selvom ECB ultimo 2018 stopper deres kvantitative lempelser, så køber de hver måned resten af året for 224 mia. kr. værdipapirer. Siden Finanskrisens start i 2008 er statsgælden i OECD-landene steget betydeligt. En del af den nye statsgæld er købt af centralbanker i deres kvantitative lempelser (de printer penge). OECD vurderer, at centralbanker ejer for mere end **64 tusind mia. kr. i statsgæld** (64.000.000.000.000). Det er et stort tal, der nogenlunde svarer til 1.600 Storebæltsbroer i 2018 priser.

Når vi taler forventninger til fremtiden, er det vigtigt at huske på, at den økonomiske vækst, vi nu ser stige i disse år, i stor grad er hjulpet på vej af mere gæld. OECD forventer, at organisationens lande i 2018 vil optage ny (netto) gæld for 9 tusind mia. kr. Så på trods af at organisationen venter en økonomisk vækst på 2,4%, sker der fortsat en nettogældsoptagelse. Før Finanskrisen var



OECD landenes gæld i forhold til deres samlede bruttonationalprodukt (BNP) 50%. I årene umiddelbart efter 2008 steg gældsniveauet markant, men har de seneste år stabiliseret sig på omkring 73% af BNP. Jeg har før kommenteret på statsgældens størrelse, men det synes at være en uoverstigelig opgave at forudsige, hvor meget gæld verden kan absorbere. Det hjælper naturligvis på absorberingsevnen, at mange centralbanker har trykt penge til at købe statsgæld for.

I de finansielle markeder bruges der rigtig meget energi på at tolke på centralbankernes kommunikation for, hvornår de stopper deres ekspansion (ECB og Bank of Japan), og hvornår renterne hæves. ECB har for nylig sagt, at renten forbliver lav mindst indtil næste år. Uanset hvor dygtige centralbankerne er til at kommunikere og finansmarkederne til at forstå dem, så fjerner det ikke det faktum, at de kvantitative lempelser skal tilbageføres.

Det kommer før eller siden til at betyde, at regnskabets time opstår, og at den økonomiske vækst mister en vigtig livline – først når centralbankerne har trukket sig tilbage og er ophørt med at manipulere finansmarkederne, får vi at se, om økonomien kan stå på egne ben. På længere sigt tror vi, at de karakteristika, virksomhederne i ValueInvest porteføljerne besidder, såsom lavere prisfastsæt-

224 mia.

Selvom ECB ultimo 2018 stopper deres kvantitative lempelser, så køber de hver måned resten af året for 224 mia. kr. værdipapirer. Det kommer før eller siden til at betyde, at regnskabets time opstår, og at den økonomiske vækst mister en vigtig livline.

telse samt bedre evne til at tjene merafkast på den investerede kapital, vil blive belønnet med et attraktivt afkast, der er mere stabilt (læs: lavere downside risiko) end det, man kan opnå ved at investere i det generelle aktiemarked målt ved MSCI Verden og MSCI Japan.

Jeg ønsker alle en god sommer og håber, at vores ValueInvest Medlemsblad nr. 2:2018 indbyder til interessant læsning.

*Investeringsforeningen
ValueInvest Danmark*

Ole Steffensen
Bestyrelsesformand, ValueInvest Danmark

Status på aktiemarkedene

Den spirende handelskrig tiltrækker opmærksomhed på de finansielle markeder

Første halvdel af 2018 har budt på en række spændende begivenheder, der hver især rækker lidt ved vores opfattelse af verdensordenen. Efter at have truet hinanden med veritabel udslettelse mødtes USAs præsident Trump og Nord Koreas diktator Kim Jong Un i Singapore i juni. Emnet var en afvæbning af Nord Koreas atomprogram.

Præsident Trump deklarerede, at en aftale var opnået, men efterfølgende viste det sig, at der nok er flere fortolkninger heraf. Positivt er det dog, at de to statsledere talte sammen i stedet for at true hinanden med atomvåben. Sidste år mødtes præsident Trump med Kinas leder Xi Jinping i Beijing i det, der skulle fremstå som et harmonisk møde. Det har dog ikke afholdt Trump fra at starte en handelskrig med bl.a. Kina. Selvom omfanget af toldtariffer i første omgang

er begrænset, så griber det om sig, når de første todsatser skal "gengældes" af den anden part i toldkrigen, og pludselig er situationen kommet ud af kontrol og ind i en ond cirkel. USAs handelspartnere, inkl. Kina, har alle meddelt, at man er klar til at gennemføre yderligere tiltag, hvis USA optrapper krigen. Skulle det komme så vidt, er det klart, at USA har mest "ammunition" i form af varer, der kan pålægges straffetold, idet USAs handelsunderskud er betragteligt stort og har været



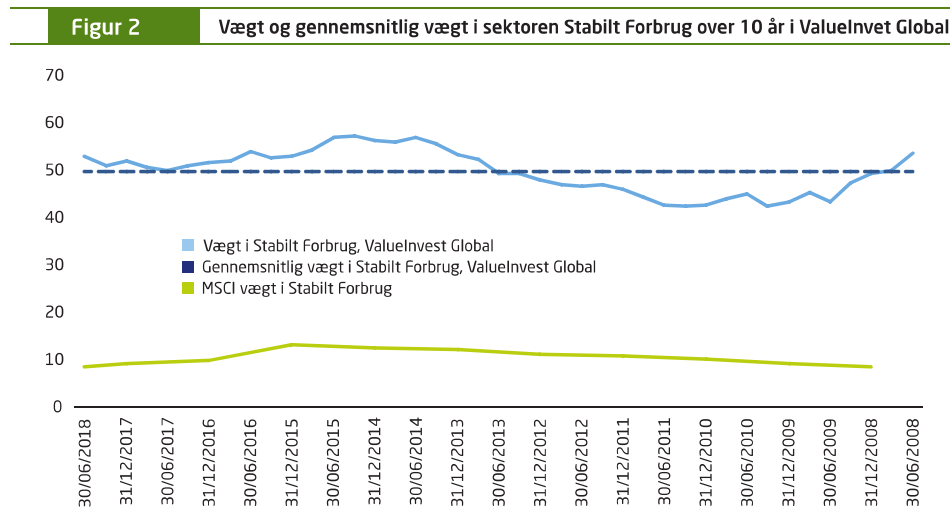
det i mange år. Den spirende handelskrig er et emne, der har tiltrukket opmærksomhed på de finansielle markeder, da en handelskrig i lys lue vil have en negativ effekt på den globale økonomiske vækst. Når den truende handelskrig kædes sammen med rentestigninger i USA, ophør af opkøbsprogrammer fra ECB til Nytår og lavere opkøbsaktivitet i Bank of Japan, fører det til nervøsitet på aktiemarkedet, som vi har set fra tid til anden i første halvår 2018.

Stabilt Forbrug - ikke bare stabilt, men også rentabelt

Som skrevet i Forordet vil vi belyse, hvorfor de Globale porteføljer har en solid overvægt af selskaber inden for sektoren Stabilt Forbrug i forhold til det generelle aktiemarked. I figur 2 viser vi en 10-års historik over sektorens vægt i ValueInvest Global. Figuren viser også vægten af Stabilt Forbrug i MSCI verdensindeks over udviklede markeder, og heraf fremgår overvægten i ValueInvest Global tydeligt.

For ganske få år siden var sektoren i særdeles høj kurs blandt investorer, der værdsatte de defensive karakteristika i sektoren såsom indtjeningsstabilitet og den deraf følgende lave volatilitet. Det kunne også ses i prisfastsættelsen. Som det fremgår af figur 3, blev

Figur 1		Karakteristika for aktiemarkedet inkl. markedsforventninger						
		Verden	Japan		Verden		Japan	
				Risiko-kategori	Vægt	Pris/ Fair Value	Vægt	Pris/ Fair Value
Pris / Fair Value		77,0%	71,6%					
Afkastpotentiale		29,9%	39,6%					
Konsensusforventninger		32,7%	10,1%					
Vægtet risikopræmie		71,7%	77,6%	A	6,5%	64,2%	9,5%	65,3%
Earnings Yield		6,9%	7,6%	B	46,9%	69,6%	39,9%	67,0%
Udbytteprocent		2,1%	1,9%	C	19,3%	83,2%	16,6%	74,3%
Gæld / EBITDA		1,8	1,6	D	17,7%	84,2%	16,3%	73,3%
Antal selskaber i screening		4.475	903	E	9,6%	95,3%	17,7%	80,6%
Inkluderede selskaber i screening		> EUR 500 mio.						
Inkluderede sektorer i screening		Alle undtagen Finans & Ejendomme						



sektoren i større eller mindre grad prisfastsat med en præmie i forhold til markedet (dyre- re end markedet) målt ved Earnings Yield (se forklaring) helt frem til dette forår kun afbrudt af en kort periode i 2016. Kærlighe- den til de stabile egenskaber i sektoren har dog lidt en krank skæbne, og nu kan sekto- ren købes med en rabat i forhold til markedet og til en Earnings Yield væsentlig over de seneste års gennemsnit i forhold til marke- det. Både i 2018 og i perioden siden 2015 har sektoren været den næst dårligste sektor (afkastmæssigt). At sektoren i øjeblikket er sat i skammekrogen hos investorerne kom- mer naturligvis ikke helt uden grund. Dette er specielt i USA blevet synliggjort af, at nye forbrugerpræferencer udfordrer de nogen gange ganske traditionelt tænkende produ- center inden for dagligdags forbrugsvarer. Udfordringerne kommer fra flere sider, såsom stigende konkurrence fra private labels, hvor detailhandlen ønsker mere hyldeplads til egne produkter samt stigende løn- og pro- duktionsomkostninger. Forbrugerne - selv i USA - ønsker sundere madvarer, og især den yngre generation, de såkaldte "millennials", søger imod sundere alternativer.

Med online handlens store vækst er det også lettere for nye konkurrenter at bringe deres varer til markedet, hvilket også presser de gamle "kæmper".



Forbrugerne - selv i USA - ønsker sundere mad- varer, og især den yngre generation, de såkaldte "millennials", søger imod sundere alternativer.

Vi mener imidlertid, at markedets aktuelle negative anskuelse af sektoren Stabilt Forbrug er overdreven, og at mange dårligdomme allerede er indregnet i prisfastsættelsen af sektoren, hvilket også understreges af, at man kan købe hele sektoren til en rabat i forhold til markedet. Nu er det imidlertid vigtigt at understrege, at vi netop ikke køber hele sekto- ren. Der er en meget stor spredning i kvalite-

ten i sektoren (som for det øvrige marked), og når vi zoomer linsen ind på sektoren og de for- skellige brancher (der er 12 brancher i Stabilt Forbrug), lægger vi et stort arbejde i at udvæl- ge de bedste selskaber. Det er selskaber, der historisk har vist deres værd, og hvor vi tror på, at de også i fremtiden vil være på det vin- dende hold i deres respektive markeder. Når vi skal allokere den kapital, vores investorer i

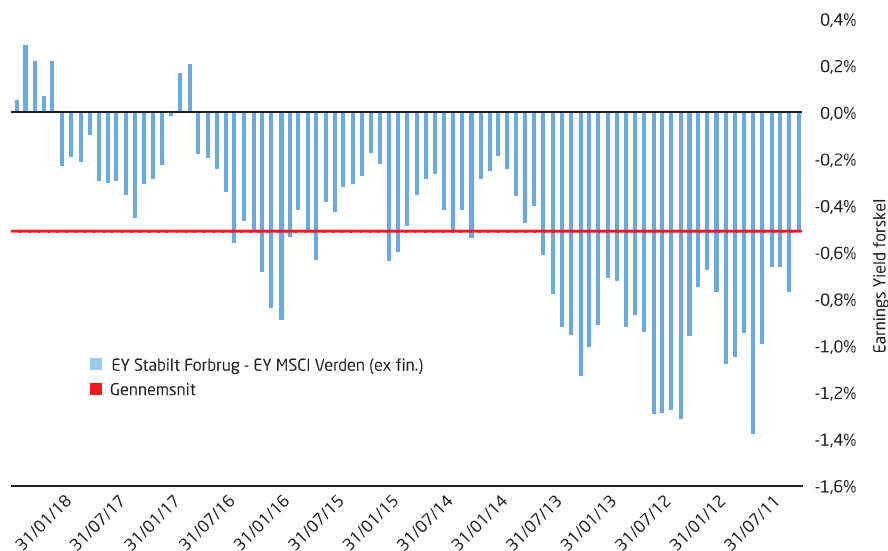
Earnings Yield



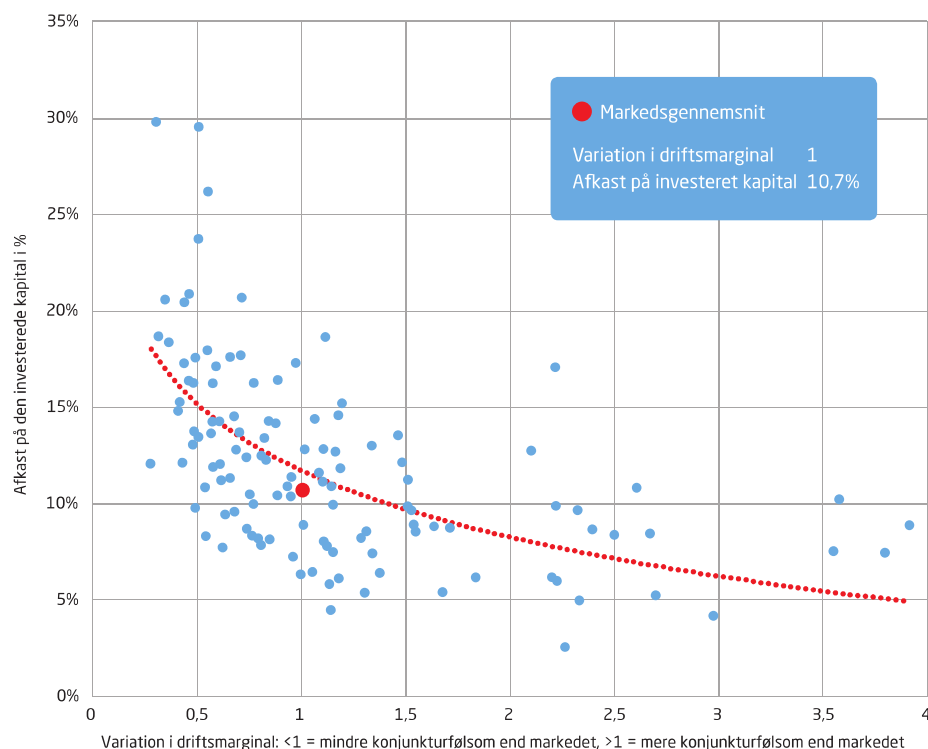
Earnings Yield er sektorens samlede driftsresultat sat i forhold til markeds- værdien for hele sektoren tillagt gæl- den (enterprise value). Populært sagt kan Earnings Yield sammenlignes med den effektive rente på en obligation (både den effektive rente og Earnings Yield er afkast før skat, når man ejer selskaberne 100%, og de er gældfrie).

Figur 3

Earnings Yield forskel (Stabilt Forbrug - MSCI Verden (ex fin.))

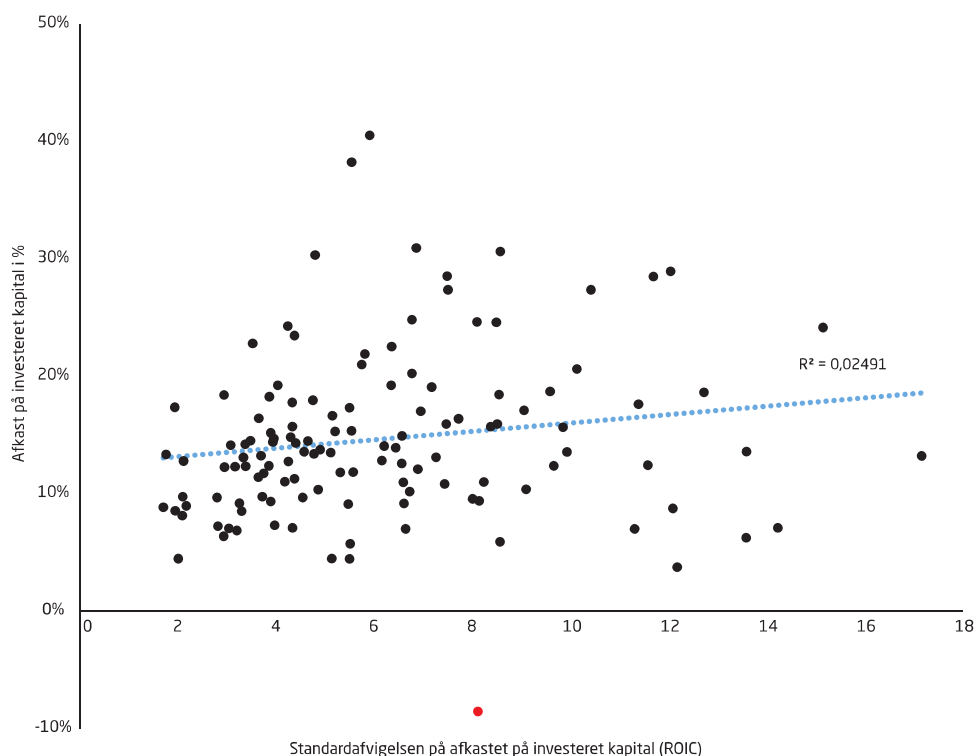


Figur 4 Driftsresultatet i forhold til omsætning (X-akse) og den investerede kapital (Y-akse)



Grafikken viser en tendens til, at jo højere stabilitet, der er i driftsmarginalen, jo højere er afkastet på den investerede kapital. Hver prik repræsenterer en GICS branche. For grafikens skyld er de 6 mest konjunkturfølsomme brancher fravalgt.

Figur 5 Afkast på investeret kapital (ROIC) i 128 GICS sektorer ift. standardafvigelsen på ROIC



Foreningen har betroet os med, forsøger vi at tænke som langsigtede selskabsejere bør tænke. Vi skal sende kapitalen derhen, hvor vi mener, vi får det bedste afkast i forhold til den risiko, vi tager. Med risiko mener vi den fundamentale risiko, risikoen for at de selskaber, vi køber, mister indtjeningssevne på permanent basis. Derfor vurderer vi hvert enkelt selskab på dets stabilitet i driftsmarginal, men vi måler også på, om stabiliteten er i orden, når det kommer til evnen til at tjene et merafkast på den investerede kapital. Der skal med andre ord være et overskud tilbage, når de risikojusterede kapitalomkostninger er betalt, og det overskud skal gerne være så højt og stabilt som muligt.

Disse egenskaber finder vi typisk i selskaber med en stabil driftsmarginal (se figur 3), og disse selskaber findes der en del af i sektoren Stabilt Forbrug. I 10 ud af 12 brancher i Stabilt Forbrug er driftsmarginalen mere stabil end markedet, og i 10 ud af 12 brancher er afkastet på den investerede kapital højere end markedsgennemsnittet. Vi har valgt at vise figur 4, selvom den matematisk set kan angribes, idet driftsresultatet figurerer i begge aksers beregning. Imidlertid vises driftsresultatet både i forhold til omsætning (resultatopgørelsen; X-aksen) og i forhold til den investerede kapital (balancen; Y-aksen), hvorfor der både vises noget om stabilitet og rentabilitet.

Derimod viser figur 5, at der næsten ingen sammenhæng er imellem højere udsving i afkastet på den investerede kapital og selve afkastet på den investerede kapital. Dette underbygger vores påstand i Figur 6 om, at vi ikke får et tilstrækkeligt merafkast ved at tage en højere risiko.

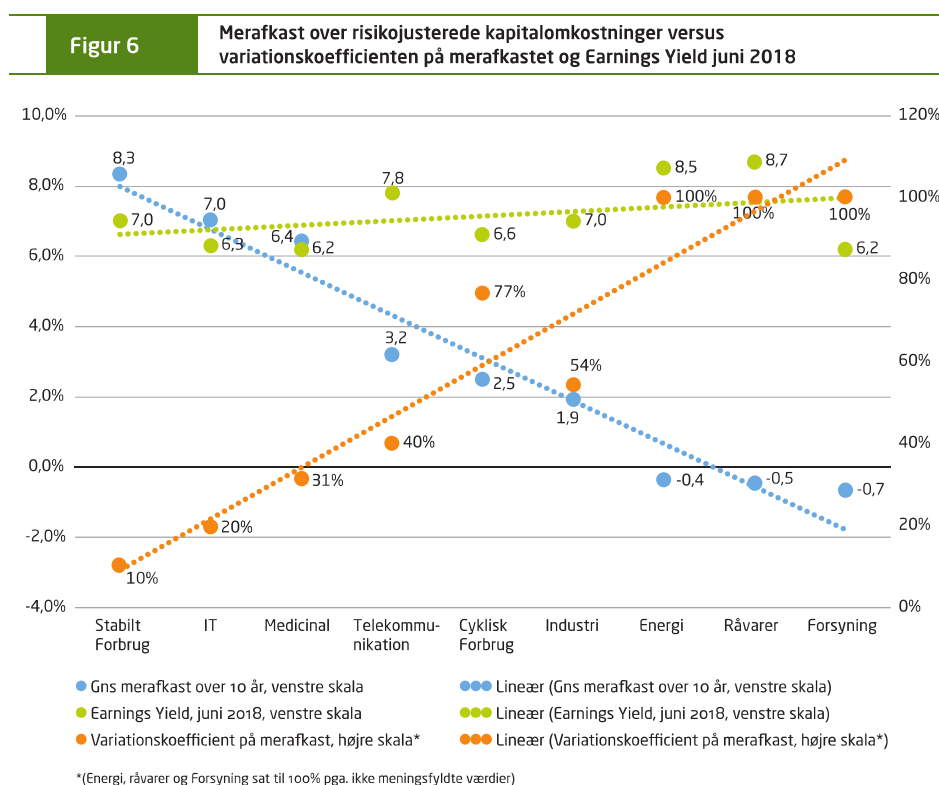
Af figur 5 fremgår det, at trendlinjen fra venstre imod højre er, om ikke flad, så kun meget svagt stigende, hvilket er et resultat af, at man ikke i tilstrækkelig grad får mere afkast på den investerede kapital ved at tage mere risiko. Risikoen er her målt ved standardafvigelsen på netop den investerede kapital, idet vi her antager, at jo større udsving der er i dette, jo højere risiko tager vi. Dette under-

streges også af, at determinationskoefficienten (R^2) er så lav som 0,0249. Forklaringsgraden er dermed ualmindeligt lille mellem højere risiko og højere afkast (og matematikken hænger nu sammen).

Selvom vi er absolutte investorer, er vi også relative på den måde, at vi søger hen i den del af aktiemarkedet, hvor afkast/risiko forholdet er bedst. Derfor udelukker vi heller ikke nogen brancher på forhånd og er åbne overfor alle muligheder. Et af vores pejlemærker har altid været, at hvis vi skal tage højere risiko, så skal vores muligheder for afkast også være større. Derfor kombinerer vi i den næste figur de forskellige sektors evne til at skabe merafkast på den investerede kapital med cyklikaliteten samt den Earnings Yield, vi får for at tage mere fundamental risiko, altså at bevæge os længere ud af risikokurven.

Af figur 6 fremgår det, at der er en meget stor variation i merafkastet i mellem sektorerne (blå cirkler). Stabilt Forbrug har det højeste merafkast foran IT og Medicinal, hvorefter merafkastet falder væsentligt i sektorerne Telekommunikation, Cyklisk Forbrug og Industri. Derefter kommer Energi, Råvarer og Forsyning, der over den seneste 10-årige periode ikke har kunnet tjene deres risikojusterede kapitalomkostninger. Samtidig med at Stabilt Forbrug har det højeste merafkast, er sektoren også den mest stabile med en variation på kun 10% over perioden (orange cirkler). Dvs., der er en gennemsnitlig variation på mellem 7,5% og 9,1%. Til sammenligning varierer merafkastet i IT mellem 5,6% og 8,4%.

Den sidste dimension i figur 6 er de grønne cirkler, som fortæller hvilken Earnings Yield, den enkelte sektor giver. Earnings Yield er sektorens samlede driftsresultat sat i forhold til markedsværdien for hele sektoren tillagt gælden (enterprise value). Populært sagt kan Earnings Yield i denne sammenhæng sammenlignes med den effektive rente på en obligation (både den effektive rente og Earnings Yield er afkast før skat, når man ejer selskaberne 100%, og de er gældsfrie). En vægtet rente i de markeder, vi kan investere



Stabilt Forbrug har det højeste merafkast, og sektoren er også den mest stabile med en variation på kun 10% over perioden.

i, ligger omkring 2%. Earnings Yield på sektoren Stabilt Forbrug er 7,0%, og der er dermed en forskel på ca. 5,0% point mellem at eje en obligationskurv bestående af 10-årige statsobligationer og sektoren Stabilt Forbrug.

Mere interessant i dette tilfælde er det dog at konstatere, at jo længere man går imod højre i figur 6, jo højere fundamental risiko tager man, men Earnings Yield trendlinjen stiger næsten ikke. I fem ud af de otte andre sektorer får man ligefrem en mindre Earnings Yield end i Stabilt Forbrug på trods af et lavere merafkast på den investerede kapital og en højere cyklikalitet målt på udsvingene i merafkast.

Sammenfatning

Vi er derfor fortsat overbeviste om, at den store vægtning, vi har valgt at have til Stabilt Forbrug, kan retfærdiggøres, da sektoren i det brede perspektiv er særdeles attraktiv i forhold til andre sektorer. Den er billigere end markedet målt på Earnings Yield, den er mere stabil målt på fundamentale egenskaber, og sidst men ikke mindst har den historisk vist en stærk evne til at give et stabilt og højt merafkast på den investerede kapital.

Vi er klar over, at vi står med en stor eksponering imod en sektor, der ikke nyder investorerne gunst i øjeblikket, og det at være "contrarian" i sig selv ikke nødvendigvis medfører attraktive afkast. Vi mener imidlertid, at vi med vores aktive udvælgelse af selskaber til de Globale porteføljer har gjort et stort arbejde for at udvælge de bedste selskaber i sektoren og er således fortrøstningsfulde i forhold til deres evner til at komme godt igennem de udfordringer, de aktuelt har. ●

Status på ValueInvest Danmark afdelingerne

- alle porteføljer leverede positive afkast

Det globale aktiemarked målt ved MSCI Verden gav i 1. halvår 2018 et positivt afkast på 3,2%. Ligeledes gav det japanske aktiemarked et positivt afkast på 0,7% målt ved Morgan Stanleys Japan Indeks. Japan porteføljen gav et afkast på 3,1% og klarede sig dermed bedre end markedet.

PERFORMANCE 1. HALVÅR 2018

Det globale aktiemarked målt ved Morgan Stanlys Verdensindeks (MSCI Verden) gav i 1. halvår 2018 et positivt afkast på 3,2%. De Globale porteføljer gav afkast i intervallet 1,6%-2,3%. Det japanske aktiemarked gav i 1. halvår 2018 et afkast på 0,7% målt ved Morgan Stanleys Japan Indeks, inkl. dividender. Japan porteføljen gav et afkast på 3,1% og klarede sig dermed bedre end markedet.

AFKASTFORKLARING

Porteføljesammensætningen for både de Globale porteføljer og den japanske portefølje 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/afkast afvejning uden at glemme vigtigheden af diversifikation. Den store forskel i sammensætningen af porteføljerne i forhold til markedet understreges også ved, at active share for begge de Globale porteføljer ligger på knap 95%, samt Japan på knap 91%.

DE GLOBALE PORTEFØLJER

Denne afkastforklaring dækker både ValueInvest Global og ValueInvest Global Akkumulerende. Som det fremgår af figur 1, er der en stor forskel på sammensætningen af de Globale porteføljer, her vist ved ValueInvest Global og det globale aktiemarked målt ved MSCI Verden. Allokeringen til sektorer har i første halvår været negativ for afkastet, og den primære årsag er; for meget investeret i Stabilt Forbrug og for lidt i IT sektoren. Som vi har argumenteret for under "Aktiemarkedene", mener vi imidlertid, at vi som langsigtede investorer vil blive belønnet for den større vægtning, vi har til Stabilt Forbrug. Selve aktieudvælgelsen har bidraget positivt til afkastet, men har altså ikke helt kunnet opveje førnævnte sektorallokering.

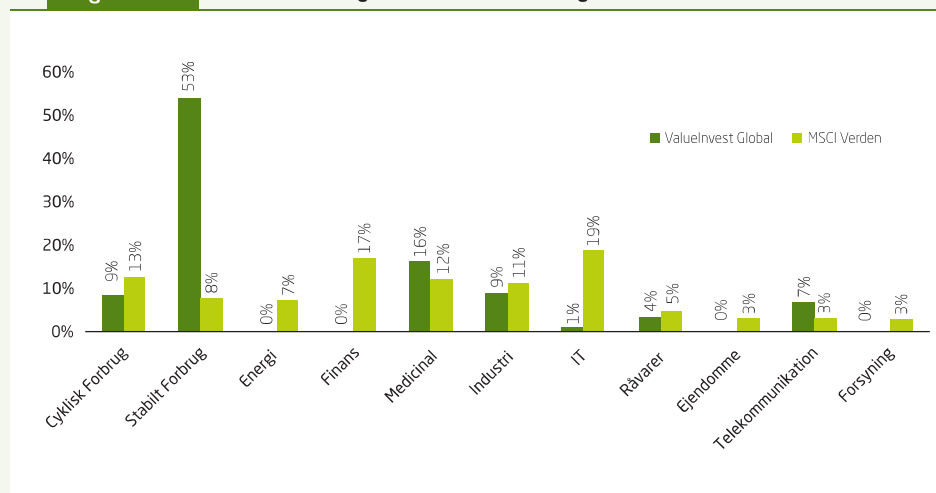
NEGATIVE BIDRAG TIL AFKAST



På Brancheniveau kom det mest negative bidrag til afkastet fra sektoren Fødevarer, hvor amerikanske General Mills var den mest negative bidragsyder efterfulgt af franske Danone. Den negative performance fra General Mills er ikke kun et resultat af et generelt mere negativt inve-

Figur 1

Sektor allokering for ValueInvest Global og MSCI Verden



stor syn på amerikanske fødevarerproducen-ter, men har også selskabsspecifikke årsager. I februar overraskede selskabet markedet med deres køb af Blue Buffalo Pet foods, et selskab, der producerer og sælger mad til kæledyr. Selvom købet tilfører vækst i salget til General Mills, så betales der en relativ høj pris, som efterlader General Mills med en ikke uvæsentlig gældsbyrde på mere end 4 x EBITDA. Selskabet forventer dog at have nedbragt gælden til 3,5 x EBITDA i 2020 og forventer ligeledes at bibeholde dividende-udbetalingen. Vi mener, at mange negative elementer er indregnet i selskabets aktiekurs, og at den attraktive dividende på 4,5%, sammenholdt med at selskabet i gennem en længere periode har tilpasset sig nye forbrugertendenser, vil medføre en mere positiv udvikling i aktiekursen. Aktierne i Danone er faldet på trods af, at selskabet har haft en stærk start på 2018 med en organisk salgsvækst på knap 5%, hvilket er acceleration på mere end et procentpoint, fra 4. kvartal 2017. Danones babydivision Early Life Nutrition har oplevet særdeles stærk vækst i 2018 bl.a. understøttet af deres Kina-eksponering. Dertil kommer, at overtagelsen af WhiteWave (plantebaserede føde- og drikkevarer) er færdiggjort i foråret, og Danone er således klar til at profitere af en stigende forbrugerinteresse inden for dette segment.

Branchen Husholdningsartikler gav også et negativt afkastbidrag i første halvår 2018. Her er de to syndere begge fra USA, Kimberly-Clark og Clorox. Begge selskaber har dog stigende salg, hvilket er positivt, men stigningen i produktions- og transportomkostninger lægger for tiden låg på indtjeningsfremgangen. Begge selskaber har omkostningsbesparelser i kikkerten, og specielt Kimberly-Clark forventer store besparelser i de kommende år.

POSITIVE BIDRAG TIL AFKAST



Det mest positive bidrag til afkastet på brancheniveau kom fra Stormagasiner, hvor der kun er et selskab i de Globale porteføljer, nemlig det engelske selskab NEXT. NEXT fortsætter med at overraske

markedet positivt, hvilket naturligvis er befordrende for aktiekursen. I maj måned opdaterede NEXT markedet mht. udviklingen i første kvartal (forskudt regnskabsår), hvilket også ledte selskabets ledelse til at opjustere indtjeningsforventningerne til helåret. Stigningen i salget af "fuld pris" produkter var mere end dobbelt så højt (+6%) som markedsforventningerne (+2,7%).

Branchen Fødevarerbutikker gav også et væsentlig positivt bidrag til det samlede afkast. Ahold Delhaize, der sidste år kom i unåde hos markedet, pga. Amazons overtagelse af Whole Foods, kunne notere fremgang i både salg og indtjening i 2017, en fremgang der er fortsat ind i 2018, og selskabet er den næstbedste bidragsyder til afkastet i 1. halvår 2018.

Også fra branchen Tøj, Accessories og Luk-susvarer kunne vi notere et meget positivt bidrag til afkastet. I denne sektor har vi to selskaber; Tyske adidas og schweiziske Swatch, sportstøj og ure. Adidas fortsætter med at vise stærke resultater i en sektor, der også er i vækst. Swatch profiterer af, at nedgangen i eksport af schweizer ure er stoppet, og ligeledes deres vedholdenhed i form af ikke at fyre urmagerne blot fordi der kommer et par magre år for branchen. En langsigtet strategi, som vi bifalder, men som godt kan give lidt skrammer i lakken hos det generelle finansmarked.

På trods af at sektoren Telekommunikation var den dårligste sektor i 1. halvår 2018, med et negativt afkast på 6.1%, så gav de Globale portefølgers to selskaber inden for denne sektor begge et positivt afkast, dog med japanske KDDI som den klart bedste performer af de to. Teknisk set ligger de i hver sin branche i telesektoren, men praktisk talt er deres aktiviteter meget ens. Franske Orange gav et lille positivt bidrag, medens KDDI faktisk var porteføljens tredje-bedste bidragsyder. Siden e-handelsselskabet Rakuten (Japan) annoncerede deres planer om at lancere den fjerde japanske mobil operatør, har KDDI oplevet lidt af en rutsjetur med et fald på omkring 20%

Figur 2 De Globale porteføljer	
Selskab	Vægt
Clorox	5,8%
Hormel Foods	5,4%
Kimberly-Clark	5,3%
Ahold Delhaize	5,0%
Nestle	4,9%
Danone	4,8%
Publicis Groupe	4,6%
KDDI Corp	4,4%
Air Liquide	4,3%
General Mills	4,3%
ConAgra Brands	4,0%
Pfizer	3,9%
Merck & Co	3,9%
Roche	3,4%
G4S	3,4%
Orange	3,2%
Seven & I Holdings	2,7%
Novo Nordisk	2,4%
Securitas	2,4%
Kerry Group	2,0%
Lawson	1,9%
Next	1,8%
Swatch	1,4%
Waste Management	1,4%
Mitsubishi Tanabe	1,2%
Mondelez International	1,2%
Lamb Weston	1,2%
Asahi Group	1,1%
Campari	1,1%
Secom	1,0%
Kirin	1,0%
Adidas	1,0%
Makita	1,0%
Microsoft	0,9%
Kao	0,9%
GlaxoSmithKline	0,9%
Kontant	0,9%

fra december 2017 til marts 2018. Bedre end ventede resultater for både omsætning og indtjening har drevet aktiekursen op igen, og bl.a. har KDDI igen vist, at de har godt tag i deres kunder med en kundefastholdelsesgrad, der er blandt de bedste i sektoren. I Frankrig har der fra politisk side været talt om at lade telesektoren gennemføre en konsolidering, hvilket vil være positivt for Orange.

JAPAN PORTEFØLJEN

Som det fremgår af Figur 2, er der ligeledes en stor forskel på sammensætningen af ValueInvest Japan og det japanske aktiemarked målt ved MSCI Japan. I modsætning til de

- Globale porteføljer har sektor allokeringen i Japan porteføljen været positivt for det samlede afkast, hvorimod aktieudvælgelsen har været svagt negativ for det samlede afkast i første halvår 2018.

NEGATIVE BIDRAG TIL AFKAST



På brancheniveau kom det mest negative bidrag til afkastet fra branchen Maskinindustri, hvor vi finder selskaberne NSK og Makita. På trods af at NSK har leveret stærke tal i det forgangne regnskabsår med stigninger i salget og markant forbedret indtjening, så har kursudviklingen ikke afspejlet, at det er gået godt. Markedet havde ved regnskabsafslæggelsen sat næsen op efter mere, men blev givetvis skuffet, idet selskabets forventninger til det indeværende år lå 8% under de gennemsnitlige markedsforventninger. Ca. 70% af NSKs aktiviteter sker i bilindustrien, og den spirende handelskrig, der også omfatter bil industrien, har givetvis øget investorernes nervøsitet for NSK. Makita (batteridrevet værktøj) blev derimod belønnet for at levere et stærkt regnskab og bidrog dermed positivt til afkastet for ValueInvest Japan.

Branchen Basiskemikalier bidrog ligeledes negativt til halvårets resultat, og begge porteføljens selskaber i branchen, Adeka og Kuraray, bidrog med negative afkast. Kuraray har for nyligt overtaget det amerikanske selskab Calgon Carbon i bestræbelserne på at

udvide forretningsområderne udenfor Vinylacetat, der i dag udgør den væsentligste del af indtjeningen.

POSITIVE BIDRAG TIL AFKAST



På brancheniveau kom det mest positive bidrag til afkastet fra branchen Medicinal Industri, hvor også det andet og tredje højeste enkeltbidrag kommer fra. Astellas Pharma slog egne forventninger drevet af stærkt salg af kerneprodukter. Tidligere på året opjusterede Daiichi Sankyo forventningerne til det nu forgangne helårsresultat baseret på gode forventninger til både Japan, USA og Europa. Belønningen kom i form af solide kursstigninger, og selskabet opnåede Fair Value, hvorefter vi solgte alle aktier ud af porteføljen.

Næste positive branchebidrag kommer fra Sundhedsudstyr, hvor ValueInvest Japan kun ejer et selskab; Terumo, der leverede endnu et formidabelt regnskab med markant vækst i både salg og driftsindtjening på hhv. 14% og 25%. For det indeværende år forventer Terumo igen, at den største division "hjerter- og karsygdomme" vil drive væksten i selskabet, hvilket også var tilfældet sidste år.

I branchen Personlige Produkter ejer porteføljen også kun et enkelt selskab, der til gengæld leverer nogle stærke resultater. Kao opererer i én af de mest stabile brancher overhovedet målt på stabiliteten i driftsmar-

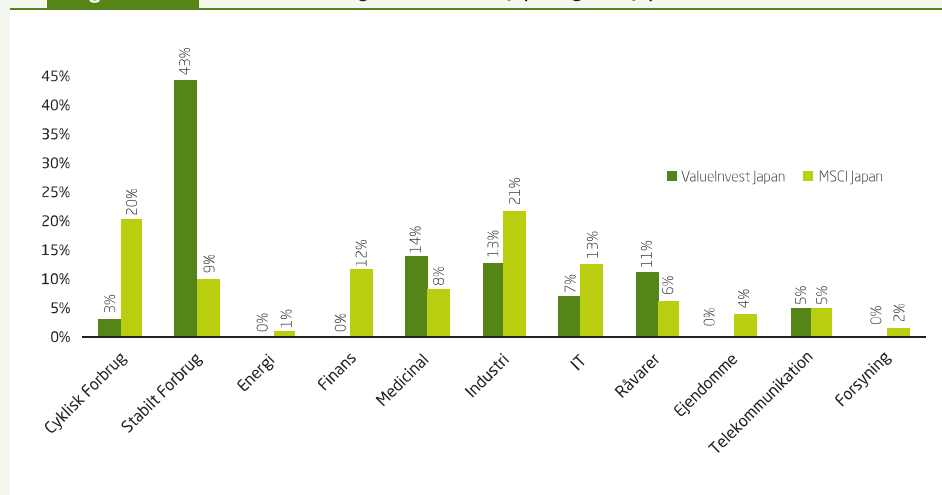
ginalen og afkast på investeret kapital. Pga. Kaos kemidivision (ca. 17% af omsætningen) er selskabet lidt mere cyklisk end gennemsnittet i branchen, hvorfor vi anvender en lidt højere risikopræmie til at værdiansætte Kao end for branchen generelt. Sidste år leverede Kao salgsvækst på over 5%, og driftsindtjeningen steg mere end 10%. For indeværende år regner Kao med lidt mindre vækst i både omsætning og driftsresultat, hvor sidstnævnte ventes at stige 5%. Selskabet er blevet belønnet for de stærke resultater og befinder sig nu i den dyrere end af selskaber i ValueInvest Japan. ●



Se meget mere på www.valueinvest.dk

Figur 3

Sektor allokering for ValueInvest Japan og MSCI Japan



Figur 4

Japan porteføljen

Selskaber i ValueInvest Japan

Selskab	Vægt
Air Water	5,6%
Astellas Pharma	5,5%
Nippon Flour Mills	5,4%
Toyo Suisan	5,1%
Seven & I Holdings	4,9%
KDDI Corp	4,9%
Kao	4,8%
Asahi Group	4,6%
Lawson	4,6%
Ajinomoto	4,2%
TIS Inc	4,1%
Mitsubishi Tanabe	4,1%
Terumo	4,1%
House Foods	4,0%
NSK	3,9%
Secom	3,9%
Bridgestone	3,8%
Adeka	3,5%
Makita	3,5%
Kirin	3,3%
Itochu Techno-Solutions	3,2%
Kuraray	2,3%
AIN Holdings	2,1%
Rinnai Corp	1,4%
AEON Delight	1,3%
Takeda Pharmaceutical	0,8%
Kontant	1,3%



General Mills – uelsket og udstødt eller inde i varmen?

Aktien har på det seneste tabt pusten, men for den tålmodige investor er General Mills en interessant investering i fødevarerindustrien. Få selskaber kan fejre 150 års fødselsdag, men General Mills er heriblandt.

➤ For mere end 150 år siden byggede Cadwallader Washburn i 1866 sin første kornmølle på bredden af Mississippi-floden. Da Washburn Crosby Company fusionerede med fire andre møller og således blev til General Mills, blev selskabet samtidig et af verdens største mølleriselskaber. I dag er General Mills en global virksomhed, der er repræsenteret i mere end 100 lande med en bred vifte af velkendte brands som Cheerios, Betty Crocker, Pillsbury, Haagen-Dazs og Cascadian Farm, for blot at nævne nogle få. General Mills har uafbrudt og uden reduktion udbetalt udbytte til sine aktionærer i 117 år, og det vidner om en disciplineret allokering af kapital.

General Mills opererer i mere end 100 lande, men hovedparten af selskabet er dog koncentreret i nogle ganske få lande. General Mills har således en mindre tilstedeværelse i Europa bortset fra i Frankrig og Storbritannien. Kina og Brasilien er selskabets største vækstmarkeder. I regnskabsåret 2017 genererede General Mills en samlet nettoomsætning på USD 15,7 mia. Målt på omsætning er General Mills blandt de 10 største fødevarerelskaber på verdensplan. Globalt set er General Mills fokuseret på fem produktkategorier: mor-

117 år

General Mills har uafbrudt og uden reduktion udbetalt udbytte til sine aktionærer i 117 år, og det vidner om en disciplineret allokering af kapital.

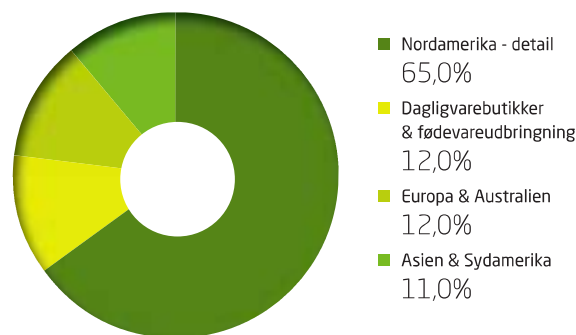
genmadsprodukter, snacks, yoghurt, færdigretter og is. Mere end 75% af selskabets nettoomsætning kan henføres til disse fem platforme.

General Mills har udpeget fire væsentlige hovedtendenser, som påvirker deres forretning:

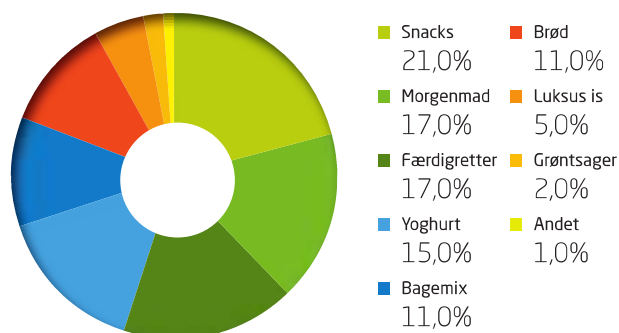
- Forbrugerne efterspørger i stigende grad produkter, der matcher deres personlige definition af sundere mad
- Generation X, Y og Z skaber vækstmuligheder med deres unikke værdisæt og tilgang til forbrug af information
- Dramatisk stigning i snacking (snackspiseri)
- Voksende middelklasse på emerging markets

General Mills har oplevet en faldende aktiekurs, der skal ses i lyset af, at deres forretning er ude i hård modvind, da selskabet lider under vigende efterspørgsel efter deres produkter. Væksten inden for morgenmadsprodukter er forværret gennem de seneste mange år på de udviklede markeder. Derudover er væksten i den amerikanske detailhandel, et vigtigt område for General Mills, faldet væsentligt i løbet

Figur 1 Samlet nettoomsætning pr. segment



Figur 2 Samlet nettoomsætning pr. produktplatform



- af de sidste to år. Selskabets fokus er på morgenmadsprodukter og den accelererende vækst inden for snacks og yoghurt. Forbrugerne konsumerer snacks som aldrig før og spiser tiltagende mængder af yoghurt. Med en forventning om organisk salgsvækst på 0-1% og en justeret driftsmarginal på over 18% i indværende regnskabsår forsøger General Mills at tage del i denne udvikling.

Den 23. februar 2018 overraskede General Mills markedet med meddelelsen om, at de havde indgået endelig aftale om at købe Blue Buffalo (producent af sunde naturlige foderalternativer til kæledyr)

for USD 8 mia. Købet tilfører først og fremmest vækst. I den seneste 10-årige periode er det amerikanske marked for foder til kæledyr vokset med ca. 5%, hvor den stærkeste vækst er set inden for sundt og naturligt kæledyrsfoder. Her er Blue Buffalo markedsleder og fire gange så stor som den næststørste producent inden for naturlige foderprodukter til kæledyr. Blue Buffalo, der tilføjer 7% til koncernens salg, har været i rivende udvikling med et stigende salg fra kun USD 190 mio. i 2010 til USD 1.275 mio. i 2017. General Mills betalte dog en rela-

General Mills producerer og markedsfører mere end 100 brands i mere end 100 lande på seks kontinenter.



tivt høj pris for denne væksterhvervelse, som har forgældet selskabet i betydelig grad, idet nettogælden nu er på 4,2 x EBITDA, hvilket selskabet dog forventer at kunne reducere til 3,5 x inden 2020. Aktietilbagekøbsprogrammet er suspenderet, men General Mills forventer at opretholde udbyttebetalingen.

Brancheperspektiv og vækst

Den historiske indtjeningsstabilitet i fødevarerbranchen har over en hel konjunkturcyklus (10 år) været højere end det globale marked (ekskl. Finans). Også med hensyn til den historiske værdiskabelse har fødevarerbranchen en solid track record. I de sidste 10 år har branchen i gennemsnit leveret et merafkast på den investerede kapital i forhold til den risikostregerede kapitalomkostning på 5,7%. Fødevarer-selskabernes evne til at dække deres kapitalomkostning er endnu en indikation på branchens robusthed. Beregninger for det seneste år viser, at det

kun var 19% af branchens selskaber, der ikke evnede at skabe et merafkast på deres investeringer udover kapitalomkostninger sammenlignet med 39% for selskaberne på det globale marked.

Vækstbillede

Den langsigtede globale strukturelle vækst i fødevarerindustrien er drevet af den underliggende befolkningstilvækst på trods af langsom vækst og faldende befolkningstal i dele af verden, hovedsagelig i de udviklede lande. Der er bred konsensus om, at verdens befolkningstal går imod 10 mia. i 2050, svarende til en årlig befolkningstilvækst på 0,8%. Den stigende levestandard og indkomstniveauer, som giver inspiration til nye forbrugsvaner, er drivkraften bag den globale efterspørgsel efter fødevarer.

Ændret forbrugeradfærd og præferencer skaber nye vækstmuligheder for fødevarerproducenterne. Vækstlommer findes inden for områder som to-go produkter, private label brands, kvalitetsvarer det være sig frosne såvel som friske, sunde som økologiske, snacks, morgenmadsprodukter, yoghurt, luksus is, internationale og multikulturelle fødevarer, som alle forventes at forblive vækstområder for fødevarerindustrien i de kommende år. Med stigningen i antallet af mindre husholdninger forventes salget af mindre pakningsstørrelser af fødevarer også fortsat at stige.

Vi ser med andre ord et positivt vækstscenarie for de globale fødevarerproducenter, der proaktivt formår at udvikle og tilpasse fødevarer til de ændrede præferencer (sundhed, organisk), og som tager hensyn til "affordability" (specielt vigtigt i emerging markets).

Sammenfatning

Sammenlignet med det globale marked har fødevarerbranchen historisk udvist større grad af stabilitet i indtjening og afkast på den investerede kapital. Disse egenskaber medfører en bedre kapitalbeskyttelse i svære tider på aktiemarkedet. Fødevarerbranchen har vist sig robust under økonomiske nedgangstider som følge af en høj grad af tilbagevendende salg, der har gjort det muligt for branchen, konsekvent over flere konjunkturcyklusser, at skabe et relativt stabilt merafkast på den investerede kapital i forhold til de risikostregerede kapitalomkostninger. Branchen er imidlertid stor og diversificeret, og der er stor spredning i indtjeningsstabilitet og kvalitet, hvilket gør aktieudvælgelsen så meget desto mere vigtig. Merafkastet i den seneste 10-årige periode har dog været marginalt faldende, hvilket sandsynligvis kan være et resultat af en relativ stor M&A aktivitet på høje prisniveauer. Når det er sagt, er vi overbeviste om, at branchen også fremadrettet er i stand til at levere et solidt merafkast på den investerede kapital. Eksponering til markeder, der er under udvikling, er betydende for at opnå højere vækst. Der forventes kun beskeden vækst på de udviklede markeder, mens udviklingslandene som nævnt tilbyder højere strukturel vækst drevet af en voksende befolkning og stigende indkomster. Opskriften på solid rentabilitet og vækst på kon-



kurrenceprægede markeder afhænger af evnen til at differentiere sig og udvikle produkter, som opfylder forbrugernes skiftende præferencer og krav til praktisk komfort og sund kost til den rette pris.

Selskabets position i branchen

Målt på afkast af den investerede kapital har General Mills historisk set haft en enestående track record sammenlignet med konkurrenterne, idet selskabet har leveret årlig salgsvækst og merafkast som % af omsætningen år efter år i de seneste 15 år. De seneste par år har dog være præget af fald i omsætningen. En lang tradition hos General Mills har været at tilbagelevere sit stærke cash flow til aktionærerne. I de seneste fem år har omregningen af nettoindtjening til frit cash flow været gennemsnitlig 97%, ifølge General Mills. I løbet af de seneste syv år har General Mills tilbageleveret over 90% af sin frie cash flow generering.

I dag efterspørger forbrugerne flere produkter med mere protein, større mætte-evne såvel som glutenfri alternativer. Havregrød til morgenmad er vokset i popularitet de seneste år, drevet af forbrugernes interesse i simple ingredienser, fuldkornsprodukter og mættende fødevarer, der således kan bidrage til forbrugernes egen vægtkontrol.

General Mills imødegår denne udvikling ved at sætte fokus på morgenmadsprodukter, yoghurt og sundere snacks. Selskabet erstatter da også tilsætningsstoffet aspartam med sucralose i Yoplait Light i annoncen "We are taking the aspartame out of life". Ifølge General Mills er det ikke svært at tilsætte protein (eller fiber) til et produkt. Det vanskelige i opgaven ligger snarere i at tilsætte protein til et produkt og samtidig få det til at smage godt.

Investeringsrationale

General Mills er en interessant investering i fødevarerektoren. Selskabet er langt mere stabilt end den gennemsnitlige konkurrent i sektoren. Endelig har General Mills tradition for at sende overskydende likviditet, der ikke reinvesteres i selskabet, retur til ejerne.

Nøglepunkter

- General Mills har en lang og stærk markedserfaring som en fødevarereproducent, der er vedholdende, og som kan modstå vanskelige tider
- Selskabets nye ledelse med CEO Jefferey L. Harmening i front er klar til at møde de nye udfordringer, som ændringer i forbrugernes vaner og adfærd byder på
- På trods af selskabets fornyede fokus på at tilpasse sine produktprofiler, så de appellerer til forbrugernes ændrede vaner og adfærd, kan selskabet udnytte sit veletablerede stærke produktions-, samplings- og distributionsnetværk

Værdiansættelse

General Mills handler i dag til en rabat i forhold til globale fødevarereselskaber, eftersom aktiemarkedet har mistet tillid til selskabet efter en periode med faldende omsætning, fordi General Mills har været ude af trit med forbrugerne. Der er pt. ingen tiltro til, at General Mills kan komme tilbage på vækstsporet. Vi er knap så pessimistiske og tror på, at General Mills kan puste nyt liv i forretningen og langsomt, men sikkert begynde at vækste forretningen igen. De seneste kvartaler giver basis for optimisme, idet både morgenmadsprodukter og yoghurt viser bedre takter, og samtidig har General Mills øget markedsandelen for flere af deres førende produktkategorier i Nordamerika. Vi er af den opfattelse, at den nuværende aktiekurs er præget af rigtig mange dårlige nyheder. Baseret på konsensusforventninger til indeværende regnskabsår handles General Mills til en P/E på kun 14,6x. Aktien giver et attraktivt udbytte på 4,4% understøttet af en solid cash flow generering.

4,4%

Aktien giver et attraktivt udbytte på 4,4% understøttet af en solid cash flow generering.

Forudsat at indtjeningen kan vokse mellem 2% og 4% på langt sigt, vil det årlige samlede afkast andrage 6,6% til 8,6% med en uændret P/E-multipel. Når General Mills igen udviser vækst, forventer vi at se en revurdering af aktiekursen og dermed en forhøjelse af afkastet.

Så vi må svare ja. *Uelsket og udstødt* eller ej, så er General Mills pt. *inde i varmen* hos os, og vi øgede da også vores eksponering i aktien i april måned. ●

General Mills

www.generalmills.com

Hjemsted
USA

Etableringsår
1866

Produkter

Cheerios, Häagen-Dazs, Annie's, Old El Paso, Lärabar, Blue Buffalo Pet Food, Bugles, Nature Valley, Progresso, Yoplait Yoghurt, Muir Glen, Betty Crocker, Pillsbury Bake-off, Wheaties.

Antal ansatte
Ca. 38.000

Omsætningen fordelt geografisk

Mere end 75% af omsætning genereres i Nordamerika, men er desuden tilstede i mere end 100 markeder uden for Nordamerika. Snacks, morgenmadsprodukter, færdigretter og yoghurt er de 4 største produktkategorier udgørende 70% af omsætningen.



Styrker

Stærke og mange brands. Markedsledende i store produktkategorier som morgenmad, yoghurt, snacks, organisk dyrefoder (petfood).

Svagheder

Stor eksponering til USA. I en transformationsfase og kom lidt sent med på den sunde/organiske bølge og ændrede forbrugerpræferencer.

Muligheder

Flere sunde produktalternativer. Flere (mindre) opkøb ala Annie's (organisk). International ekspansion.

Trusler

Stigende gæld. Integration af Blue Buffalo (opkøb til USD 8 mia). Stigende råvarerpriser.

Omsætning 2016/17
USD 15.619.800.000

↓ -5,7% i forhold til 2015/16

Markedsværdi inkl. gæld
USD 44.218.159.592

Forventet driftsresultat (EBIT) 2017/18
USD 3.007.984.000

Driftsresultat (EBIT) ift. den gældsfrie virksomhed
6,8% (Earnings Yield)

Global, vægтет 10 årig statsrente⁽¹⁾
2,0%

Merafkast for virksomhedsejeren
4,8% point

Indtjeningsstabilitet

Meget høj

(1) Global vægтет 10-årig statsrente: 10-årig obligationsrente vægтет ift. landefordelingen i MSCI Verden.



Case af ValueInvest Asset Management S.A.

Hvad så NEXT? – et selskab med fingeren på pulsen!

NEXT er en britisk tøj-kæde, der tilbyder spændende og smukt designet kvalitetstøj samt boligindretning.

➔ NEXT distribueres gennem tre hovedkanaler: NEXT Retail, en tøj-kæde med mere end 500 butikker i Storbritannien og Irland, NEXT Online, en britisk online portal med over 4,9 millioner aktive kunder i Storbritannien samt udlandet og endelig NEXT International Retail, der består af ca. 200 udenlandske butikker, der er drives på franchise-basis.

Tøj-kæden NEXT (NEXT Retail) blev lanceret i februar 1982. Selskabet kan dog dateres mere end 150 år tilbage, hvor den første butik blev åbnet med en eksklusiv kollektion af stilfuldt kvindetøj inklusive sko og tilbehør, der kunne kombineres på kryds og tværs. Kollektioner til mænd, børn og ting til hjemmet fulgte hurtigt efter. NEXT tøj designes af interne designerteams for at sikre moderigtigt tøj med konsistens i stil og kvalitet til fornuftige priser. NEXT Retail's kundeprofil domineres af 25-45 årige, der går efter social prestige og materielle goder.

Antallet af butikker i den traditionelle detailhandel har været ret stabilt de seneste år. Udviklingen går i øjeblikket mere i retning af at give kunderne flere oplevelser når de kommer til butikkerne, hvorfor andre butikstyper inviteres inden for i visse af NEXTs nye lejemål. I de seneste 10 år er antallet af butikker kun steget marginalt (fra 510 til i dag 528), mens det samlede butiksareal er steget med godt 45%. NEXT sammensætter også selv forskellige genrer og har nu mere end 20 kombinerede mode- og boligindretningsbutikker.

Brancheperspektiv og vækst

Udfordringerne for en detailkæde som NEXT er talrige. At ramme moden rigtigt er én ting, noget andet er den nærmest umulige opgave at forudsige forbrugerens fremtidige købekraft. Herudover giver prissvingninger (og specielt stigninger) i råvarer som eksempelvis bomuld samt løninflation i lavtlønsproducerende lande også udfordringer, i særdeleshed når disse stigende omkostninger skal overvæltet på den forbruger, der også står med sine udfordringer. Detailbran-

chen er derfor også en branche med til tider ganske store udsving i indtjeningen ved skift i konjunkturer, hvilket har betydet, at mange aktører, specielt mindre, helt må lade livet i nedgangstider, og at selv store aktører med kendte mærker/brands kan komme i farezonen pga. faldende indtjening (og cash flow) og heraf manglende evne til at forrente deres gæld.

Vækstbillede

NEXT er en moden forretning med begrænsede vækstmuligheder, og selskabets strategi fokuserer derfor på at forbedre effektiviteten og forsvare deres stærke position inden for online shopping. Ekspansion uden for Storbritannien ses ikke som værende et tiltag, der vil medføre betydelig vækst pga. hård global konkurrence, og fordi NEXT ikke vil kunne drage fordel af de samme infrastrukturfordele som i Storbritannien. NEXT International Retail, der er baseret på ca. 200 franchisebutikker, er en rentabel og voksende forretning, men bidrager kun lidt over 1% af segmentets driftsresultat. Katalogforretningen dækker ca. 70 lande, hvor online salg også viser solid vækst i antallet af aktive brugere, hvoraf er ca. 18% er internationale kunder.



45%

I de seneste 10 år er antallet af butikker kun steget marginalt, mens det samlede butiksareal er steget med godt 45%.



Med en moden kerneforretning i Storbritannien og intensiverende konkurrence på levering og lagerfaciliteter søger NEXT konstant at forbedre deres hjemmeside og mobil marketing, udgive bedre kataloger (på trods af digitalisering efterspørger ca. 1,6 millioner kunder stadig kataloger) samt ved at tilbyde attraktive leverings- og betalingsbetingelser. Indførelsen af en mobilversion af hjemmesiden (m.next.co.uk) i løbet af første halvdel af 2017 er modtaget positivt af kunderne, og det fører til mere shopping på hjemmesiden.

Sammenfatning

NEXT klarer sig fortsat godt på et udfordrende marked og er foran flere af sine meget større konkurrenter, idet selskabet har fordel af sit flerstrengede distributionsnet og sin stærke online forretning. For helåret opfyldte NEXT sine salgs- og indtjeningsforventninger, og selskabets forventninger til det kommende år var i overensstemmelse med markedets. Aktien steg kraftigt efter selskabets CEO, Sir Wolfson's bemærkninger om, at britiske forbrugere forventes at gå lysere tider i møde på grund af stigende realindkomster. Desuden har devalueringen af GBP nu arbejdet sig gennem systemet, og Wolfson forventer gunstigere prisforhold fremadrettet. Som forventet er de fysiske butikker fortsat under pres, mens online segmentet viser en stærk udvikling. I det kommende år forventes butikkerne at opleve yderligere fald i omsætning og margin, mens online forretningen forventes at producere en stærk salgsvækst med en driftsmargin på 25%.



Sir Wolfson, CEO

Selskabets position i branchen

NEXT hører til i detailbranchen i specialbranchen "Stormagasiner", og målt på værdi indtager selskabet en fjerde plads efter de tre amerikanske stormagasiner Macy's, Nordstrom og Kohl's.

Lanceringen af NEXT Directory (i dag NEXT Online) tilbage i 1988 var en meget vigtig strategisk beslutning, der gav NEXT en stærk position inden for shopping og en logistisk fordel, der førte til online lederskab i Storbritannien. Selskabets tidlige anvendelse af en flerstrengt distributionsstrategi har været drivkraften bag den stærke track record, der gør det muligt for NEXT at opnå strukturelt højere marginer

end deres meget større og globale konkurrenter så som H&M og Inditex. De seneste ti år er driftsmarginalen således steget som følge af et bedre salgsmix, hvor online salget er steget næsten 10% p.a., hvilket har mere end opvejet salgssnedgangen i de fysiske butikker.

Som nævnt under "Branche-perspektiv" er specialbranchen "Stormagasiner" en konjunkturfølsom branche, hvor mange aktører oplever store udsving i indtjeningen. Udsvingene i driftsindtjeningen i forhold til omsætningen svarer til, at branchen som helhed er ligeså konjunkturfølsom som det samlede aktiemarked. NEXT er imidlertid langt mere stabil end branchen, og set over en ti-årig periode er udsvingene i NEXTs driftsmarginal kun 1/3 af branchens, hvorfor selskabet fundamentalt set er væsentligt mere stabil end branchen.

Investeringsrationale

NEXT er et selskab i modebranchen, hvor kollektionernes livscyklusser generelt er korte, hvilket kan føre til store prisnedsættelser. At ramme forbi en trend udgør en stor risiko for et selskab som NEXT, hvorfor det er af altafgørende vigtighed at have de rigtige produkter på hylderne og være i stand til at reagere hurtigt på de skiftende mode-trends og kundernes efterspørgsel.

Udfordringerne for NEXT fremadrettet består i at forbedre deres respons på nye tendenser og fortsætte med at udvikle deres online platforme. I år påtænker NEXT at investere GBP 11 millioner i katalogsystemer og indhold. For at styrke katalogforretningens konkurrencemæssige position har NEXT lanceret NEXT Unlimited, hvor kunder i Storbritannien og Irland mod betaling af et årligt gebyr på GBP 20 kan få deres varer leveret næste dag. Desuden forventes online anbefalinger og personlige hjemmesider, lancering af den oversøiske mobil

1988

Lanceringen af NEXT Directory (i dag NEXT Online) tilbage i 1988 var en meget vigtig strategisk beslutning, der gav NEXT en stærk position inden for shopping og en logistisk fordel, der førte til online lederskab i Storbritannien

1864

J Hepworth & Son, Gentleman's Tailors etableres i Leeds, England.

1981

Hepworth køber kæden af Kendalls regntøjsbutikker for at udvikle en kæde af dametøjsbutikker under navnet NEXT.

1982

Den første NEXT dametøjsbutik åbner den 12. februar. Der er 70 NEXT butikker i Storbritannien i slutningen af juli.

1984

NEXT herretøj lanceres i august. I december er der 52 herretøjsbutikker. Det første mini stormagasin i Edinburgh åbner med dame- og herretøj, sko og en café.

1985

Første stormagasin med dame- og herretøj samt interiør åbner i Regent Street, London.

1987

Lancering af NEXT børnetøj.

1988

Lancering af NEXT Directory (i dag NEXT Online) - brandets innovative nye koncept inden for online shopping.

1993

NEXT annoncerer sin brandstrategi for "One Brand; Two ways of shopping", der samler kollektionerne på tværs af såvel detailhandel som online shopping.

1999

Lancering af shopping på internettet fra NEXT kataloget på www.next.co.uk. Hermed udvides NEXTs forretningsstrategi til "One Brand; Three ways of shopping".

2000

Levering næste dag indført som standard for ordrer placeret før kl. 17.00 hos NEXT Directory (i dag NEXT Online).

2005

NEXT Home lancerer sin Wedding List Service (bryllupsønskeliste).

2007

Lancering af NEXTs luksus kollektion.

2009

NEXT udvider sin online shopping facilitet til USA og over 30 andre lande verden over gennem Nextdirect.com. NEXT udnævnt til "British High Street Retailer of the Year".

2011

NEXT åbner sin første kombinerede mode-, boligindretnings- og havebutik ved Shoreham-by-Sea.

2013

NEXT driver nu online forretning i mere end 70 lande verden over.

2015

NEXT Directory (i dag NEXT Online) introducerer mulighed for at afgive ordrer indtil midnat til levering næste dag.

2017

NEXT Unlimited, lancering af dag-til-dag levering mod årligt gebyrlande verden over.

- hjemmeside samt forbedrede søgefunktionaliteter at øge kundernes online oplevelse.

Den traditionelle butiksform er en døende race!

Eller hvordan forholder det sig for NEXT?

Salget i NEXT er opdelt mellem traditionelt detailsalg og online (inkl. katalog) salg ca. 50/50%, og målt på driftsindtjeningen kommer mere end 60% fra online forretningen.

Hvis den traditionelle butiksform virkelig er så presset, som man siger, forventes huslejerne på high street lejemaal at falde. At selskabet således konstant søger at tilpasse sig modens og kundernes luner vises f.eks. ved, at NEXT det seneste år har fornyet otte lejemaal, hvor lejen er reduceret fra GBP 2,9 mio til 2,2 mio.

På tidspunktet for lejemaalenes fornyelse benytter NEXT sig af muligheden for at fremleje plads f.eks. til en restaurant. Samlet betyder det, at lejen i procent af salget reduceres fra 9,5% til 6,5%. Hovedformålet med at få nye lejere ind er at øge kundernes incitament til at besøge forretningerne. Nye former for eksperimenterende lejemaal er f.eks. barberbutikker, friserer, champagnebarer og oplevelsesrum for børn.

NEXT har således et mere nuanceret syn på deres butikker end det almindelige marked. "Mere end halvtreds procent af online ordrerne ekspederes gennem vores butikker, og 80% af afkastet genereres gennem butikkerne". Med andre ord genererer butikkerne en enorm omsætning og udfører en vigtig mission i at servicere katalogdelen af forretningen.

Værdiansættelse

Hvad så NEXT? - Selskabet har fingeren på pulsen og bestræber sig på at være på forkant med udviklingen i detailhandlen. Første gang, vi købte NEXT til Foreningens Globale porteføljer, var i 2008 under



finanskrisen. Efter at have bidraget meget positivt til afdelingernes afkast blev selskabet solgt igen i 2013, da vi vurderede, at afkastpotentialet var udtømt. En ny mulighed for at erhverve NEXT til en attraktiv pris opstod efter, at briterne stemte sig til BREX-

IT. Vi mener fortsat, at NEXT besidder store kvaliteter, der fra tid til anden ikke bliver værdiansat korrekt af aktiemarkedet. Selskabets fundamentale stabilitet er væsentlig bedre end branchens samtidig med, at NEXT er i stand at tjene et merafkast på den investerede kapital, der på risikosteret basis er mere stabilt og væsentligt højere end branchens og aktiemarkedets. Når vi så tillige kan erhverve selskabet til en earnings yield, der er højere end både branchens samt markedets, mener vi afgjort, at NEXT fortjener en plads i de Globale porteføljer. ●

NEXT

www.next.co.uk

Hjemsted
United Kingdom

Etableringsår
1864

Antal ansatte
43.970

Antal butikker
528

Omsætningen pr. segment
Retail Sales 52%, Online Sales 46% => Retail Profit 37%, Online Profit 63%

Produkter
Britisk tøj-kæde, der tilbyder spændende og smukt designet kvalitetstøj samt boligindretning.



Styrker
Erfaren ledelse. Stærkt mix af fysiske forretninger og online salg, der supplerer hinanden.

Svagheder
P.t. begrænsede vækstmuligheder pga stor hjemmemarkedsorientering.

Muligheder
Brexit ulemper har indtil videre arbejdet sig igennem systemet, og den britiske forbruger kan gå lysere tider i møde.

Trusler
Stigende råvarepriser, fejlslagne kollektioner.

Omsætning 2017
GBP 4.055.500.000
-1,0% i forhold til 2016

Markedsværdi inkl. gæld
GBP 9.838.458.090

Forventet driftsresultat (EBIT) 2018
GBP 753.390.010

Driftsresultat (EBIT) i f.t. den gældfri virksomhed
7,7% (Earnings Yield)

Global, vægtet 10 årig statsrente⁽¹⁾
2,0%

Merafkast for virksomhedsejeren
5,7% point

Indtjeningsstabilitet

Mellem

(1) Global vægtet 10-årig statsrente: 10-årig obligationsrente vægget ift. landefordelingen i MSCI Verden.

Praktiske forhold

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

Fondskoder

- ValueInvest Global A
DK001024639-6
- ValueInvest Global Akkumulerende A
DK006003249-8
- ValueInvest Japan A
DK001024647-9

Investeringsbeviser kan købes gennem alle danske pengeinstitutter.

Husk navnenotering.

Investeringsforeningen ValueInvest Danmark

c/o BI Management A/S
Sundkrogsgade 7
DK-2100 København Ø.
Tel: +45 77 309 000
Fax: +45 33 144 036
kontakt@valueinvest.dk
www.valueinvest.dk

Foreningens rådgiver

ValueInvest Asset Management S.A.

36, rue Marie-Adelaide
L-2128 Luxembourg
Tel: +352 315 155
Fax: +352 315 155 31

Regnbuepladsen 5, 2. sal
- ved Rådhuspladsen
DK-1550 København V.
Tel: +45 33 317 044

Postadresse:

Postboks 341
DK-1503 København V.

info@valueinvest.lu
www.valueinvest.lu

Pengeinstitutter

BankNordik
BIL Danmark
Den Jyske Sparekasse
Djurslands Bank
Dronninglund Sparekasse
Frøs Sparekasse
Fynske Bank
Jutlander Bank
Jyske Bank
Kreditbanken
Lollands Bank
Lån & Spar Bank
Maj Bank
Middelfart Sparekasse
Nordea Bank
Nordfyns Bank
Nordnet
Nykredit Bank
Ringkjøbing Landbobank
Saxo Privatbank
Skjern Bank
Spar Nord Bank
Sparekassen Kronjylland
Sparekassen for Nørre
Nebel og Omegn
Sparekassen Sjælland
Sparekassen Thy
Sparekassen Vendsyssel
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. De kan naturligvis investere for frie midler, men derudover også for Deres

- Kapitalpension
- Aldersopsparing
- Ratepension
- Livrente

Med ValueInvest Global Akkumulerende er det muligt, også for selvstændige erhvervsdrivende, der benytter virksomhedsordningen, at investere gennem

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

På www.valueinvest.dk kan De tilmelde Dem ValueInvest Danmarks nyheder. De kan endvidere dagligt følge Foreningens indre værdi m.m. Her er det desuden muligt at se bl.a. hel- og halvårsrapporter og månedlige beholdningsoversigter.



Tilmelding til e-nyhedsbrev

Afmeldelse af medlemsbladet

Dette gøres helt enkelt ved at gå ind på Foreningens hjemmeside www.valueinvest.dk

Alternativt er det muligt at sende en e-mail med navn og adresse til kontakt@valueinvest.dk - skriv venligst E-NYHEDSBREV eller MEDLEMSBLAD som emne efterfulgt af JA TAK eller NEJ TAK.

ValueInvest
DANMARK

afkast
value
stabilitet

ValueInvest
DANMARK

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

ValueInvest Danmark er en specialiseret investeringsforening, som alene koncentrerer sig om investering i aktier ud fra principperne om value investing.

ValueInvest Danmark har tre overordnede afdelinger:

- ValueInvest Global KL
- ValueInvest Global Akkumulerende KL
- ValueInvest Japan KL

Markeringen "KL" angiver, at den overordnede afdeling er opdelt i andelsklasser/porteføljer med samme investeringspolitik, benchmark og risikoprofil m.v. som den overordnede afdeling, de tilhører, medmindre andet specifikt er anført.

Afdelingerne forvaltes ikke med henvisning til et benchmark (konstrueret indeks) og rummer derfor udelukkende selskaber og sektorer, der er identificeret positivt ud fra vores investeringsproces.

Se mere på www.valueinvest.dk

ValueInvest Danmark indgår i InvesteringsFonds-Branchens (IFB) afkaststatistik. Læs mere under www.investering.dk

Investeringsbeviserne kan erhverves hos alle danske pengeinstitutter. Indre værdi m.v. kan følges dagligt på www.valueinvest.dk

Ved navnenotering af beviserne via eget pengeinstitut tilsendes automatisk løbende information. Investeringsforeningen ValueInvest Danmark samarbejder med Spar Nord Bank A/S som depotbank og med BI Management A/S som administrationsselskab og direktion.

BESTYRELSEN

- Formand *Ole Steffensen*, Odder
- Næstformand *Jens Harck*, Aabenraa
- *Mikael Bernhoft*, København
- *Bent Carlsen*, København
- *Ole Richter-Mikkelsen*, Aalborg

ValueInvest Asset Management S.A.

ValueInvest Asset Management S.A. (société anonyme) blev stiftet den 13. januar 1998. Selskabet er hjemmehørende i Luxembourg og er under tilsyn af

det luxembourgske finanstilsyn CSSF. ValueInvest Asset Management S.A. er en del af Macquarie Investment Management, Macquarie Group. ValueInvest Asset Management S.A. rådgiver Investeringsforeningen ValueInvest Danmark om investering i value aktier, og er et af få kapitalforvaltningsselskaber i Europa, der udelukkende fokuserer på value investering og benytter sig af en investeringsstrategi, der historisk har givet bedre afkast kombineret med en lavere risiko end investering baseret på estimering af virksomheders fremtidige vækst.

BESTYRELSEN

- Formand *John Leonard* Macquarie Investment Management
- *James Robert Burns* Macquarie Investment Management
- *Rosa Villalobos* Macquarie Infrastructure and Real Assets
- *Stephen Haswell* Macquarie Investment Management
- *Jesper Alsing* Macquarie Investment Management, ValueInvest AM
- *Jens Hansen* Macquarie Investment Management, ValueInvest AM

DIREKTION

- *Jesper Alsing*, CEO, Luxembourg
- *Jens Hansen*, Luxembourg

Langsigtet kapitalbeskyttelse og -forøgelse er Foreningens primære opgave, når den investerer på vegne af sine kunder.