

ValueInvest

INDSIGT | RAPPORTERING | INVESTERINGSCASES | NR.1-2020



BÆREDYGTIGHED
& ANSVARLIGHED



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

Henrik Mouritsen
Gitte Ankjer Jensen

Layout og produktion

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

Kilder

Macquarie Investment Management
Europe S.A., ValueInvest EquityTeam,
Bloomberg og OECD

3 FORORD
"Skal vi nu høre om al den gæld igen" tænker man sikkert som læser! Hvis man læser videre, så kommer vi lidt ind på, at centralbankernes monetære politik måske står for at skulle have en pause og blive afløst af aggressive finanspolitikker.

5 INDSIGT
Vi har bladret lidt i historiebøgerne for at se, hvordan inflationen i USA har udviklet sig de seneste årtier. Vi kigger også på indflydelsen ved regulering og deregulering af bankerne.

7 STATUS PÅ VALUE-INVEST DANMARK
Høje afkast på de Globale porteføljer og Japan porteføljen, markedet dog højere.

10 ESG, BÆREDYGTIGHED OG ANSVARLIGHED
Bæredygtighed er blevet en industri, hvor flere og flere selskaber i dag har fokus på social ansvarlighed og miljøet. Vi sætter fokus på, hvordan ESG kan bruges i forbindelse med investeringer.

13 CASE: KAO
KAO, der repræsenterer et af det mest anerkendte japanske mærker, er drevet af ønsket om et renere, sundere og smukkere liv for alle.

16 CASE: LAMB WESTON
I mere end seks årtier har amerikanske Lamb Weston solgt pommes frites. Er der trods helsetider potentiale til yderligere vækst?

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.



MIX
Papir fra
ansvarlige kilder
FSC® C041505

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 aktiemarkedene. 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.



1.721.250.000.000.000

Forord til årsrapporteringen

En milliard syvhundredeogtyve billioner tohundredehalvtreds milliarder danske kroner. Jeg er klar over, at indledningen lyder som starten på det ugentlige Anders And & Co. tegneseriehæfte, hvor Joakim von And lige har taget sin daglige svømmetur i sine penge og derefter talt dem.

Kære investor

Dette er et bud fra internationalt anerkendte institutter som f.eks. BIS (Bank for International Settlements) og IMF (International Monetary Fund) på, hvor stor den samlede gæld i verden vil være, når champagnepropperne springer den sidste dag i året 2019. "Skal vi nu høre om al den gæld igen" tænker man sikkert som læser! Hvis man læser videre, så kommer vi lidt ind på, at centralbankernes monetære politik måske står for at skulle have en pause og blive afløst af aggressive finanspolitikker. Aggressiviteten retfærdiggøres af, at renterne er lave og i mange tilfælde negative, behændigt presset ned af selvsamme banker igennem ti år.

Man kan selvfølgelig stoppe her og hurtigt springe videre til den interessante artikel længere inde i medlemsbladet om, hvordan

vi arbejder med ESG, eller læse om japanske plejeprodukter, der sælges på globalt plan, eller Pommes Frites i en helsetid. Vi sætter fokus på japanske KAO og amerikanske Lamb Weston. Inden man evt. springer videre, gør vi opmærksom på, at når vi fordeler gælden på klodens 7,7 milliarder mennesker, er det cirka 232.000 DKK per verdensborger fra vugge til grav.

"Hvorfor skal vi høre om gælden igen? renten er jo alligevel nul eller negativ, og afhængig af logoet på banken, så bliver man sågar straffet for at have et større indlån". Ja, der er mange gode grunde til at have gæld, men der er også nogle dårlige.

Det store tal foroven skal retfærdigvis siges at være gæld hos både private, selskaber, staten og den finansielle sektor. En af grundene til at være påpasselig med for megen gæld er, at den skal betales tilbage – eller skal den? Som privat låntager har vi lært, at de flinke folk henne i banken helst ser, at de får pengene tilbage inden for en rimelig årrække. Men gælder dette princip også, når vi optager gæld "i flok" – statsgæld? Åbenbart ikke, hvis man lytter til "nye" økonomiske teorier som MMT (Modern Monetary Theory). MMT frem-

føres af forskellige politikere og økonomer som en "ny" måde at vurdere statsgæld på.

Gæld i sin "gammeldags" form er jo blot en omfordeling af, hvem der bruger pengene. Opsparerne vælger at udsætte deres forbrug. Det kan være pensionsopsparere, der lægger til side, og de midler kan så lånes ud til andre, der har behov for at investere her og nu og ikke kan eller vil vente på, at de har sparet op.

Når og hvis debitorerne har lånt tilstrækkeligt mange penge, vil kreditorerne hæve prisen på udlån – renten/risikopræmien – og debitorerne vil ophøre med at låne penge, da deres nye projekter ikke kan tjene nok til at betale renten, eller man kan ikke betale sine ydelser på boliglånet, da renten er for høj. Det kaldes med et godt engelsk ord "crowding out" og dækker over noget så almindeligt som udbud og efterspørgsel. Låntagerne, private og staten, konkurrerer om at låne penge, indtil prisen er blevet for høj, hvorefter låntagningen stopper.

Verdens store centralbanker har altid spillet en væsentlig rolle på de finansielle markeder, men efter finanskrisen er deres rolle blevet langt mere aktiv. Da de traditionelle ►



► pengepolitiske virkemidler, såsom rentenedsættelser, ikke længere i tilstrækkelig grad havde effekt, tog man skridt til at opkøbe finansielle aktiver. I starten, lige efter finanskrisens udbrud, var centralbankernes tiltag rettet imod at undgå deciderede sammenbrud i markedsfunktionaliteten. Efterfølgende har aktiviteten mere været rettet imod at stimulere den økonomiske vækst. BIS har udarbejdet en rapport, der belyser aktiviteten siden finanskrisen. Én af konklusionerne er, at centralbankerne var med til at berolige markedet ved at opkøbe obligationer med abnormt høje risikopræmier "outsized risk premia".

En anden udlægning af denne aktivitet er, at markeds kræfterne bliver sat ud af spil, og risikopræmierne bliver holdt kunstigt nede af en ny markedsdeltager (centralbankerne). Kunstigt lave risikopræmier sammenholdt med renteniveauer, der mange steder er negative, betyder, at den stigende gældsbyrde stadig kan serviceres.

I takt med at de senere års globale økonomiske opsving tager af i fart, går samtalen nu på, hvordan man igen driver økonomierne fremad med fortsat vækst. Flasken peger på politikerne efter, at centralbankerne menes at have brugt al deres ammunition i de seneste 10 år. Derfor er det ikke overraskende, at politikerne bruger det lave renteniveau til at argumentere for, at man kan optage meget mere gæld end tidligere og stadig servicere

gælden, da renten er tæt på eller under nul. Et af de mere avancerede sæt af argumenter ses bl.a. i USA, hvor politikere og økonomer hævder, at så længe man har sin egen valuta – dollaren – så er der ikke i teorien (og vel heller ikke i praksis) nogen grænse for hvor mange penge, der kan bruges på finansloven, idet staten blot kan trykke nogle flere penge. Ja, rigtigt læst, trykke flere penge. Fortalere for MMT påpeger, at så længe man holder inflationen nede, kan man trykke uendeligt mange penge til at betale for offentlige investeringer. Der er en lang række andre implikationer af MMT, som vi ikke skal komme ind på her. Et af de altoverskyggende problemer er dog, at det er politikerne, der skal styre inflationen og trække penge "ud af systemet igen", når inflationen truer.

Det er næsten en skam, hvis det skulle vise sig at være så nemt som bare trykke nogle flere penge, at vi ikke har opdaget det noget før. Kritikere af MMT vil dog også postulere, at det har været prøvet før. Nemlig i

1920'ernes Weimar republik, hvor man skulle køre sine penge i trillebør til bageren for at købe et brød. Alene det at diskussionen og argumenterne kommer op efter et gældsfinansieret økonomisk opsving efter finanskrisen viser, hvor langt en del af politikerne og økonomerne er villige til at gå for at sikre fortsat vækst. Og vil man tro på, at de selv samme politikere har evnen til at styre sig ud af deres eksperiment, hvis det skulle gå galt?

Aktuel positionering

Foreningens positionering afspejler fortsat den ukuelige optimisme ved at have en meget stor eksponering til indtjeningsstabile selskaber, der, set over en konjunkturcyklus, ventes at kunne generere et positivt afkast på den investerede kapital og så rigeligt at være i stand til at betale deres risikojusterede kapitalomkostninger. Den porteføljesammensætning tjente som relativ kapitalbeskyttelse i det problematiske 4. kvartal af 2018, og vi mener, at den aktuelle optimisme bør mane til fortsat forsigtighed. Jeg er klar over, at det står i nogen kontrast til den herskende opfattelse om, at alt nok skal gå godt, så længe centralbankerne og nu snart politikerne med aggressive finanslove står på spring til at afbøde ethvert tegn på svaghed i markedet.

Antallet af unikke investorer har i andet halvår stabiliseret sig på nu godt 29.000 efter et fald på ca. 14% for året som helhed. Dette skal sammenholdes med en uforandret samlet formue på ca. 5,5 mia. kr., afhjulpel af et positive afkast på alle porteføljer, men tynget af hovedsageligt udbytter på knap ½ mia. kr. samt et netto tilbagesalg i starten af året. Formuen samt faldet i antallet af investorer er ligeledes fortsat 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.

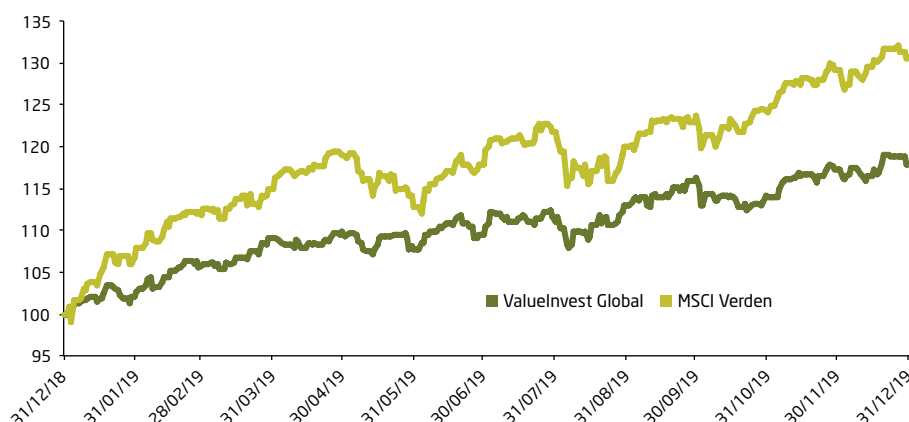
Godt Nytår.

Ole Steffensen

Bestyrelsesformand, ValueInvest Danmark

Figur 1

Afkast 31.12.2018 - 31.12.2019



En tur ned ad "memory lane"

Da vi i forordet har omtalt "Modern Monetary Theory" og inflationens betydning for dette eksperiment, har vi bladret lidt i historiebøgerne for at se, hvordan inflationen i USA har udviklet sig de seneste årtier. Samtidig har vi kigget på regulering og deregulering af banker i USA, og hvilken indflydelse det kan have på stabiliteten i det finansielle system.

Præsidenter og centralbankchefer i USA

Paul Volcker døde den 8. december 2019. Han var bl.a. tidligere chef for den amerikanske centralbank FED fra 1979 til 1987 og residerede over FED i en periode, hvor inflationen i USA var voldsomt stigende. En lille tur ned ad memory lane fortæller, at præsident Nixon i 1971 fyrede sin centralbankchef og erstattede ham med Arthur Burns. Nixon ville have "cheap money" (lave renter), og han siges at have sagt "vi kan leve med inflation, men ikke arbejdsløshed". Nixon stod foran et præsidentvalg, hans taktik virkede, og han blev genvalgt. Arthur Burns leverede de lave renter, og inflation fik man så sandelig også i USA. Selv om Burns i starten af 70'erne begyndte at blive urolig for inflationen, var det for sent, og i starten af 80'erne var den i USA nået op omkring 14%. På det tidspunkt var Paul Volcker chef i FED, og den eneste udvej var at hæve FED funds renterne, der på det tidspunkt toppede på 20% (tyve procent), og naturligvis betød de voldsomt høje renter, at en recession var uundgåelig.

Der skulle altså en hård hund som Volcker til for at få has på inflationen, der delvist var skabt af Nixons ønske om at blive genvalgt. På trods af genvalg måtte Nixon dog vige det ovale kontor som følge af Watergate skandalen. Volcker måtte også forlade sit kontor i FED, da præsident Ronald Reagan ikke gjorde de store anstrengelser for at genudnævne ham i 1987. Efterfølgeren til Volcker var Alan Greenspan, der var en varm fortaler for deregulering af den finansielle sektor. Noget Volcker var modstander af. Vi vender tilbage hertil senere. Som institution er den amerikanske centralbank uafhængig af poli-

tiske interesser – ligesom Nationalbanken i Danmark. Uafhængigheden er dog kommet under pres efter Finanskrisens udbrud i 2008. Hvor meget man end kan diskutere det betimelige i centralbankernes aktioner efter Finanskrisen, så bør man være særdeles kritisk overfor politikere, der forsøger at "guide" centralbankerne i en bestemt retning for at hytte deres (politikernes) eget skind. Selvom olieprisens himelflugt i 70'erne gerne får skylden for inflationen i USA dengang, så var den aggressive finanspolitik en afgørende

”

... man bør være særdeles kritisk overfor politikere, der forsøger at "guide" centralbankerne i en bestemt retning for at hytte deres (politikernes) eget skind.

faktor. En faktor som centralbanken normalt set forsøger at modvirke med rentepolitikken. Når den får lov.

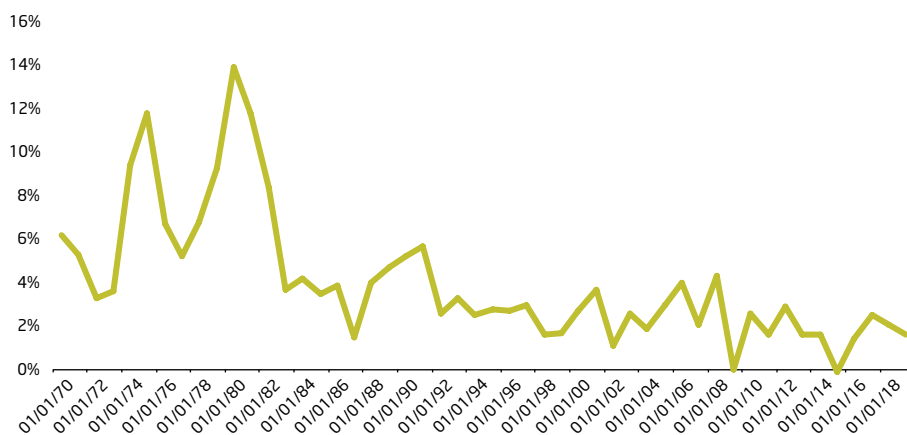
Det bør derfor mane til eftertænkning, når politikere i USA advokerer for, at "Modern Monetary Theory", som vi berørte i forordet, skulle være en farbar vej frem til at løse et vækstproblem, der ikke kunne løses med den nuværende gældsætning. Det er svært at finde bevis for, at politikere har haft viljen endsige evnen til at kontrollere inflationen, når først den er opstået.

Deregulering af banker 1987-2008

Paul Volcker var ikke blot FED chef. Han lagde også navn til et princip om, at banker ikke må indgå i spekulationsforretninger (The Volcker rule). I daglig tale kaldes det "proprietary trading" (prop trading). Det er, når banken spekulerer for egen regning. Inden Volcker overlod tøjlerne til Alan Greenspan, var det dog ham, der sad ved roret i FED, da den store "Savings & Loan" krise rullede igang i USA. "Savings & Loan" (S&L) bankernes mandat var at modtage indlån og derpå låne penge ud i form af boliglån. Der var grænser for, hvor høje renter en S&L bank kunne kræve på boliglånene. Derfor var der også en grænse for, hvor høje indlånsrenter der kunne betales, hvis S&L bankerne stadig skulle tjene penge. Nu kom-

Figur 1

Inflation USA (US CPI-U Index, årlige 12 mdr. januar observationer)



Kilde: Kilde: U.S. Bureau of Labor Statistics

- mer Nixon til at spørge igen. På grund af den høje inflation imod slutningen af 70'erne steg renterne eksplosivt, og det kunne S&L bankerne ikke vælte over på kunderne. For at give S&L banker mulighed for at tjene penge løsnede man reglerne for deres aktiviteter, hvilket kort sagt betød, at de måtte låne ud til mere spekulative formål. Det endte – naturligvis – galt, og mere end 1.000 S&L banker gik konkurs. Ifølge FED kostede det de amerikanske skatteydere 124 milliarder US Dollars. Volcker blev som nævnt afløst af Alan Greenspan i 1987, og med ham fulgte en deregulering af den amerikanske banksektor, hvilket spillede en væsentlig rolle som forløber til Finanskrisen. Ligesom Nixon indsatte Arthur Burns til at levere lave renter, så ville Ronald Reagan have en FED chef, der var fortaler for mindre regulering af banker.

Greenspans deregulering betød bl.a. langt større muligheder for prop trading (spekulation) samt udlån og den såkaldte "securitization" af boliglån. "Subprime" lånene blev givet til debitorer, der ville have overordentligt svært ved at låne penge under normale forhold, men den amerikanske drøm om at eje sit hjem var så stærk, at man så igennem fingre med debtors betalingssevne. Alan Greenspan har senere fortalt til Kongressen i USA, at "han troede, han kunne stole på bankerne og kreditvurderingsbureauerne (Moody, Standard & Poors, Fitch), og at de ville tjene deres aktionærer rigtigt ved at prisfastsætte risikoen korrekt".

Er det anderledes denne gang?

Donald Trump har gennemført en dyr skatte-reform i USA. FED er påbegyndt kvantitative lempelser igen vel at mærke under dække af, at det er på grund af et dysfunktionelt marked, der blot skal have teknisk hjælp. Da FED chefen Jerome Powell hævdede renterne i USA i 2018, fik han skældud af Trump og blev beskyldt for at være mindre begavet.

Om det var det, der fik Powell til blive en "due", skal være usagt, men de fire rentestigninger i 2018 blev i 2019 afløst af tre ned-sættelser. Trump fik det, han ville have.

Er det anderledes denne gang?

Den amerikanske investeringsbank Lehman Brothers krakkede i september 2008, så det er nu mere end ti år siden Finanskrisen brød ud i lys lue og fik myndighederne til at skruer væsentligt op for reguleringen af den finansielle sektor. Denne regulering er i USA nu ved at blive rullet tilbage. Det vil sige, at banker nu igen må spekulere. Med Paul Volckers bortgang er hans berømte begrænsning af bankernes spekulation nu også på vej i graven. "The Volcker rule" er på vej til at blive decimeret i sådan en udstrækning, at der åbnes op for prop trading igen. Samtidig bliver kontrollen med, at reglerne for prop trading overholdes lagt i bankerne således, at de skal lave kontrol og compliance på sig selv. Det var her Greenspan, efter sit eget udsagn, tog så grundigt fejl op til Finanskrisen.

Man må derfor spørge sig selv, om det fra lovgivernes side er fornuftigt igen at bringe sig i en situation, hvor spekulation og for høj risikotagning kan gå galt, og skatteyderne igen skal til lommerne, hvis lovgiverne skal poste penge i den finansielle sektor. Man må også sætte spørgsmålstegn ved, om det er rigtigt, at de, der foretager spekulationen, skal have lov til at kontrollere sig selv, i særdeleshed når vi bruger erfaringen fra Finanskrisen om, at gevinsterne forbliver på private hænder, men tabene bliver nationaliseret ud til befolkningen.

Afkast

Udover to negative måneder (maj og august) gav det globale aktiemarked positive afkast i resten af året. Og hvilket afkast. Med 30,7% er det det højeste afkast siden 2009, hvor markedet slikkede sårene efter Finanskrisen. I modsætning til dengang hvor de globale porteføljer gav et højere afkast end markedet, må vi sande, at kompositionen af porteføljerne ikke er gearet til at følge med på sådan et kursridt. I de to negative måneder gav de globale porteføljer dog et væsentligt bedre afkast end markedet. Efter 11 år med næsten uafbrudte kursstigninger er det ikke vores investeringsfilosofi, der nyder mest gavn af den store optimisme. Ud fra et absolut syns-

punkt anser vi dog afkastene i de to globale porteføljer som værende særdeles tilfredsstillende. Også Japan porteføljen måtte se sig slået af det japanske marked, men også her anser vi det absolutte afkast for absolut tilfredsstillende.

Forventninger: FOMO og TINA

Politikere og centralbankchefer taler om, at lande som Tyskland og Holland har "finansielt råderum". I politiker- og centralbankchef-sprog betyder det, at de har en sund økonomi og nogenlunde balance på statsbudgettet, og at de derfor burde gældsætte sig noget mere. Det er en forunderlig verden, vi lever i, hvor der bliver set lidt skævt til lande, der har nogenlunde orden i økonomien, og hvor disse lande bliver forsøgt presset til at være mere skødesløse med deres økonomi. Vores forventning til det nye år er ikke meget anderledes end, hvad vi skrev ved halvårsskiftet. Aktiemarkedet sætter rekorder, de mest hotte aktier, der er repræsenteret i NYFANG indekset, såsom Netflix, Twitter, Amazon og Tesla m.fl., handles til rimeligt høje multipler, og det samme gør Morgan Stanleys verdensindeks. Risikoappetit er fortsat stor, hvilket underbygges af, at kreditspændene er på deres laveste niveau siden Finanskrisen.

Trump står foran en rigsretssag i USA, briterne skal ud af EU (det har de skullet længe), og i Kina oplever man den laveste vækst i mange år. Om det er FOMO (Fear Of Missing Out) eller TINA (There Is No Alternative), der driver markedet opad, skal være usagt, men det er svært at begrunde en 30% stigning i Morgan Stanleys Verdensindeks med den aktuelle økonomiske situation. Hvor længe markedet kan stige, er der mange, der gerne vil spå om, også selvom der er rigtig mange bevægelige dele, man skal have passet sammen for at ramme rigtigt. Vi må konstatere, at vi ikke er i en liga, hvor vi kan spå om markedets retning. Vi mener dog, at aktiemarkedets stigninger er i takt med økonomien, så enten vil der komme en solid stigning i den økonomiske vækst, eller også vil der komme en stilstand på aktiemarkedet uden nye stigninger. ●

Status på ValueInvest Danmark

- Høje afkast på de Globale porteføljer og Japan porteføljen, - markedet dog højere

Det globale aktiemarked målt ved Morgan Stanleys Verdensindeks (MSCI Verden) gav i 2019 et positivt afkast på hele 30,7%. ValueInvests Globale porteføljer gav afkast i intervallet 17,9%-19,0%. Det japanske aktiemarked gav i 2019 et positivt afkast på 22,4% målt ved Morgan Stanleys Japan Indeks, inkl. dividender. ValueInvests Japan portefølje gav et afkast på 11,2% og klarede sig dermed noget dårligere end markedet.

Globalt investeringsmiljø

Fra "risk off" i slutningen af 2018 ændrede markedet hurtigt karakter og kom i "risk on" modus fra begyndelsen af 2019. FED og ECBs U-vending bliver tolket som, at der vil være billig/gratis likviditet i meget længere tid end antaget imod slutningen af 2018. Retorisk må man spørge sig selv, om det finansielle system overhovedet kan overleve, hvis centralbankerne nogensinde ruller de kvantitative lettelser tilbage, når det ikke kunne bære, at obligationsopkøbene ophørte, og renten i USA blev hævet fra ultralave niveauer til lave niveauer. Eller måske kunne systemet bære ophøret af opkøb og rentestigninger i USA, og måske var det snarere politikerne og centralbankcheferne, der ikke kunne tåle at se aktiemarkedet falde, fordi det gav dem minder om 2008.

Afkastforklaring

I det meget positive miljø kunne ValueInvest porteføljerne forventeligt ikke følge med markedet. Der var blot to måneder i 2019 med negative afkast for det globale marked, maj og august. I begge tilfælde outperformede de Globale porteføljer markedet. Det

samme billede gjorde sig gældende for Japan porteføljen.

Afkastforklaring til de Globale porteføljer

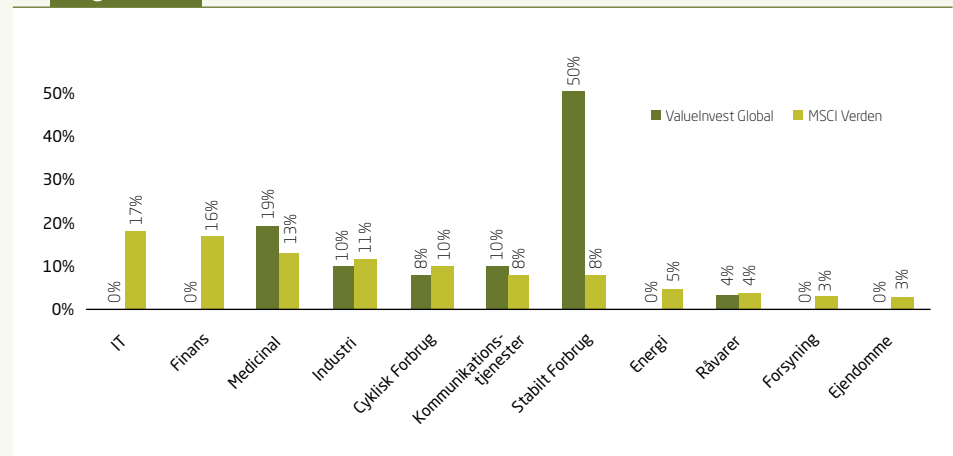
Denne afkastforklaring dækker både ValueInvest Global og ValueInvest Global Akkumulerende. Som det fremgår af Figur 1, er der fortsat en stor forskel på sammensætningen af de Globale porteføljer, her vist ved ValueInvest Global, og det globale aktiemarked målt ved MSCI Verden.

Ingen IT-aktier! Så ser man lidt dum ud!

Som aktiv forvalter kan man godt komme til at se lidt dum ud, når man som os ikke har aktier i IT, der er steget 51% i 2019. Som man måske vil kunne huske, solgte vi de sidste Microsoft aktier i efteråret 2018. Der er god indtjeningskvalitet at finde inden for nogle IT-selskaber. Vi mener blot, at prissætningen for tiden afspejler en vækstforventning, der kan være svær at leve op til for sektoren som helhed. Vores december 2019 aktiemarkedsscreening viser, at markedet forventer en vækst i indtjeningen for IT-sektoren midt i 20'erne. Det høje afkast for IT-sektoren i 2019 er ikke så meget kommet som følge af en høj indtjeningsvækst, men primært som følge af, at multiplerne (det man vil betale for en kroners indtjening) er langt højere nu end for et år siden. Det er ikke unaturligt, når man

Figur 1

Sektor allokering for ValueInvest Global og MSCI Verden



- ser, at markedet fortsat har høje forventninger til vækst i indtjeningen. Det er en ganske normal reaktion i aktiemarkedet at se vækst (forventninger) blive præmieret.

Når man som os forsøger at balancere kvalitet og værdiansættelse og ikke ønsker at kompromittere den ene for den anden, så må vi vente med at investere i IT aktier indtil, der kan findes en løsning på den ligning. Det er typisk for vores investeringsstil, at vi ikke kommer med på vognen i de første år, hvor et selskab vokser meget, da markedet, som vi ser med IT aktierne lige nu, er villigt til at betale en langt højere multipl end os.

Da gassen gik af ballonen for Microsoft i 00'erne, kom ligningen til at gå op for os, og vi købte Microsoft i 2009. Selvom det ser "håbløst" ud for os lige p.t. med hensyn til at få IT aktier ind i porteføljerne, så kommer det til at ske igen – med mindre træerne vokser ind i himlen.

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

Mange fravalg

Som Figur 1 også viser, er der fortsat flere sektorer, vi helt har fravalgt. Vi har fortsat ingen Finans aktier, ej heller er Energi selskaber kommet igennem nåleøjet. Forsyning og Ejendomme er heller ikke repræsenteret i de Globale porteføljer, hvilket betyder, at fem ud af elleve sektorer ikke findes iblandt investeringerne.

En måde at komme til at se mindre dum ud på er at lægge sig tættere op ad det aktieindeks, man måler sig op imod. Det vil også medføre, at man som aktiv forvalter har en mindre tracking error, hvilket betyder mindre aktiv. Tracking error bliver af nogle investorer set som en risiko. Men det er jo blot risikoen for, at man ikke klarer sig lige så godt eller dårligt som det indeks, man måler sig op imod, og dermed er det ikke absolut risiko. Med en Aktiv Andel på mere end 95% i de Globale porteføljer, må vi konkludere, at vi har valgt at tage risikoen for at se dumme ud.

Selskaber - negative og positive bidrag til afkastet

Forskellen mellem markedets afkast og de Globale porteføljer kommer både fra vores allokering til sektorer og de aktier, vi har valgt i de enkelte sektorer. Største "synder" er aktieudvælgelsen og i mindre grad valget af sektorer. I valget af sektorer var tilvalget af en stor overvægt af investeringer i Stabilit Forbrug negativt for det relative afkast, men det største negative bidrag kom fra fravalget af selskaber inden for IT. Fravalget af både Finans og Energi var derimod positivt for det relative afkast i forhold til Verdensindekset.

Det er vigtigt at erindre, at udvælgelsen af selskaber følger en bottom-up proces og er ikke styret af en top-down udvælgelse af bestemte sektorer.

På selskabsniveau er den største negative bidragsyder til vores underperformance det franske marketingsselskab **Publicis Groupe**. Selskabet har tre gange nedjusteret forventningerne til årets resultat, og der bliver man ikke populær af. 3. kvar-

tals resultatet måtte indkassere en negativ organisk omsætningsvækst på 2,7% og det var noget under markedsforventninger, inklusive vores. Starten på 2020 forventes også at være lidt negativ på grund af pres inden for det, man kalder Fast Moving Consumer Goods (FMCG), hvilket udgør godt en tredjedel af omsætningen. I den mere positive afdeling for nyheder har Publicis vundet en stor kontrakt med Disney, og vi ser det som en bekræftelse af de evner, selskabet trods alt har.

Fødevarekonglomeratet **Nestlé**s solide performance har gjort selskabet til en af de største bidragsydere til performance i 2019. Med en af fødevareindustriens stærkeste organiske vækstrater og en høj grad af forudsigelighed og stabilitet i den overordnede forretning har Nestlé løbende overrasket og imponeret på markedet. Selskabet er på rette spor til at nå sine 2020 mål. Nestlé's vækst er drevet af den løbende innovation, der understøtter væksten i selskabets brands. Lanceringen i Europa af plantebaseret kød under brandet Garden of Eatin's Incredible Burger, som tilsyneladende tilberedes og ser ud som kød-burgere, tjener til illustration af Nestlé's innovative evner og fokus på at tilpasse sig forbrugernes præferencer og vinde fodfæste i hurtigt voksende kategorier. Den kødfrie burger blev lanceret i USA i efteråret. CEO Mark Schneider skærper Nestlé's fokus, og Skin Health forretningen falder dermed uden for koncernens strategiske fokus. Den 16. maj meddelte selskabet, at det havde indgået eksklusive forhandlinger om at sælge Nestlé Skin Health, som genererede et salg på 2,8 mia. CHF sidste år, svarende til 3,1% af koncernsalget, til EQT og ABU Dhabi Investment Authority. Aftalen værdisættes til 10,2 mia. CHF.

Conagra Brands var også en af de største bidragsydere til afkastet i 2019. I december leverede selskabet meget stærke resultater, som overgik forventningerne bl.a. som følge af en succesfuld integration af det overtagne selskab Pinnacle Foods. Det skaber et stærkt fundament til at nå 2020 forventningerne.

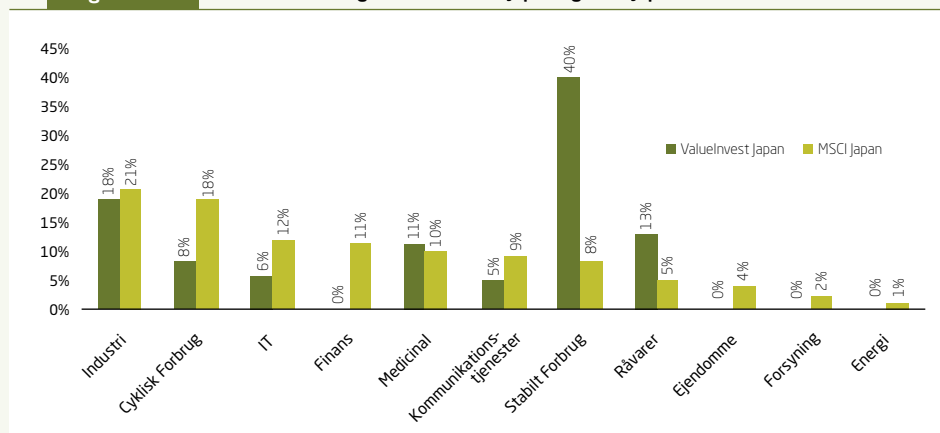
Aktiemarkedet tog godt imod disse nyheder, og aktien steg hele 16% på dagen for offentliggørelsen. Conagra Brand har store ambitioner med mål om at nå en driftsmarginal i 2022 på 18-19%, hvilket så vil være blandt de højeste i sektoren.

Schweiziske **Roche** har også klaret sig ganske glimrende i 2019 og givet et solidt bidrag til afkastet. Selskabet har opjusteret forventningerne tre gang i løbet af året. Kort fortalt har selskabet, der er verdensførende i kræftmedicin, været i stand til at afbøde de negative virkninger fra patentudløb på deres gamle ikoner Avastin, Herceptin og Rituxan med salg fra nyere medicin typer.

Afkastforklaring til Japan porteføljen

Som det fremgår af Figur 3, er der ligeledes en stor forskel på sammensætningen af ValueInvest Japan og det japanske aktiemarked målt ved MSCI Japan. Forskellen mellem markedets afkast i Japan og den japanske portefølje kommer både fra vores allokering til sektorer og de aktier, vi har valgt i de enkelte sektorer. Største "synder" er allokeringen og i mindre grad valget af enkeltsselskaber. I sektorallokeringen er det overvægten af selskaber i sektoren Stabilit Forbrug, der tynger det relative afkast. Faktisk er denne allokering ansvarlig for hele det negative allokationsbidrag, hvorimod de andre sektorvalg netter hinanden ud med vores overvægt i Medicinal og fravalget af Finans aktier, begge som positive bidragsydere tyngt af overvægt i Råvarer.

Figur 3 Sektor allokering for ValueInvest Japan og MSCI Japan



Seven & I Holdings (SIH) har leveret det største negative bidrag til afkastet i Japan porteføljen i 2019. Selskabet har haft et kursmæssigt hårdt år, der blev slået i gang med en nedjustering af resultatforventningerne tidligere på året. Selskabet investerer i nyt lay-out i forretningerne og innovation i form af "førerløse" butikker, da situationen på det japanske arbejdsmarked byder på et meget lille udbud af overskydende arbejdskraft, med andre ord er arbejdsløshed næsten ikke-eksisterende. Senere i 2019 har SIH rapporteret tilfredsstillende resultater i takt med forventningerne og bl.a. meddelt, at man kan reducere medarbejderstaben lidt, og at man lukker nogle forretninger ned i Japan. Samtidig er selskabet fortsat i gang med integreringen af ca. 1.000 butikker i USA, som man tidligere har købt. SIH har en stærk balance, og ejede man hele selskabet fuldt ud og gjorde det helt gældsfrit og dermed ejede det fulde driftsresultat, ville ens Earnings Yield være over 10%, hvilket er en del højere end for Japan porteføljen og væsentligt højere end for det japanske marked. Samtidig har SIH udvist en meget stabil udvikling i driftsresultatet over en længere periode samtidig et stabilt merafkast på den investerede kapital. Når de aktuelle bump på vejen er ryddet til side, bør der være plads til en lidt mere optimistisk prissætning af selskabet.



Pharma selskabet **Mitsubishi Tanabe** er den største bidragsyder til årets afkast. Den 18. november meddelte moderselskabet Mitsubishi Chemical, at man ønske-

de at overtage selskabet fuldt og helt og ville betale en præmie på 50% på de aktier, man ikke allerede ejede. Det var en overraskelse for markedet, da der nok mere var forventninger om, at moderselskabet ville sælge sin aktiepost. Selskabet har ligget i porteføljen i en del år, og vi er selvfølgelig glade for, at andre også finder værdi i de selskaber, vi har i porteføljen. Også inden for pharma finder vi **Astellas Pharma (AP)**, der ligeledes leverede et solidt bidrag til afkastet. AP opjusterede i løbet af året forventningerne til et af deres kerneprodukter XTANDI (prostata cancer) og dermed også resultatforventningerne. Selskabet fik også gode nyheder fra USA, hvor en retssag endte til fordel for AP i forbindelse med TARCEVA produktet, der anvendes imod lunge cancer. I modsætning til de Globale porteføljer så har Japan porteføljen et par investeringer i IT-sektoren. Begge klarede sig fortrinligt og bidrog godt til afkastet. Et af dem er **TIS**, der leverede solide resultater, der var en del bedre end forventet. Selskabet nyder godt af stor aktivitet i form af IT-investeringer i mange forskellige industrier, bl.a. produktionsindustrien. En undersøgelse fra Bank of Japan viser da også nogle robuste investeringsplaner inden for IT hos de japanske selskaber. ●

Figur 4 Japan porteføljen

Selskab	Vægt
Toyoko Suisan	5,8%
Makita	5,5%
Ajinomoto	4,9%
Lawson	4,8%
Seven & I Holdings	4,8%
Astellas Pharma	4,8%
KDDI Corp	4,7%
Asahi Group	4,7%
Air Water	4,7%
NSK	4,5%
Nippon Flour Mills	4,5%
Bridgestone	4,2%
Adeka	4,1%
Mitsubishi Tanabe	3,8%
Rinnai Corp	3,7%
Kuraray	3,6%
Kirin	3,3%
Secom	3,2%
TIS Inc	3,1%
Kao	3,0%
Itochu Techno-Solutions	2,6%
AIN Holdings	2,2%
AEON Delight	2,1%
Terumo	2,1%
Kurita Water	2,1%
House Foods	1,7%
Kontant	1,3%

ESG, bæredygtighed og ansvarlighed

- begreberne anvendes ofte i flæng, men betydningen er lidt den samme

Den finansielle sektor har gennem de senere år oplevet stigende fokus på ESG og bæredygtighed, herunder ansvarlige investeringer, hvor faktorer som miljø, sociale forhold og ansvarlig ledelse får stadig mere betydning, når investorerne skal vurdere et selskabs potentiale og risikoprofil.

➔ I det seneste årti har stadigt flere globale investorer indarbejdet kriterier for ansvarlighed og bæredygtighed i deres investeringsprocesser. Bæredygtighed er blevet en industri, hvor også flere og flere selskaber i dag har fokus på social ansvarlighed og miljøet, og hvor leverandører af ESG-data analyserer selskabers ESG-profil og leverer data og analyser til kapitalforvaltere. Kapitalforvaltere verden over har forpligtet sig til at samarbejde om at fremme FNs principper for ansvarlig investering (Principles for Responsible

Investment (PRI)). Initiativet hertil blev taget i 2006 af FNs daværende generalsekretær Kofi Annan med opbakning fra en række af verdens største institutionelle investorer. ValuInvest har deltaget i dette samarbejde siden 2010.

ESG og ValuInvest

Kapitalforvaltere har forskellige tilgange til ESG. Hos ValuInvest arbejder vi med ESG gennem Ekskludering, ESG-integration og ESG-dialog (*herefter benævnt engagements*).

ESG er en integreret del af ValuInvests investeringsproces, hvor ESG-data danner grundlag for risikovurderingen, der er en vigtig del af enhver investeringsbeslutning. Når vi har investeret i et selskab, overvåger vi dets ESG-adfærd og indgår i dialog med selskabet, hvis vi vurderer, at visse praksis kan forbedres. Herudover udøver vi, på vegne af vores investorer, stemmeret på selskabernes generalforsamlinger og søger hermed at sikre den bedst mulige langsigtede værdiskabelse for vores investorer.

Hos ValuInvest arbejder vores PM-team i tæt samarbejde med vores ESG-manager for at sikre implementeringen af ESG-praksis og anvendelsen af ESG-data i vores økonomiske analyser og procedurer. Risikostyring, aktivt ejerskab, samarbejde om og promovering af

Miljø

Selskabers adfærd set ud fra miljømæssige kriterier såsom energiforbrug og forurening.

Sociale forhold

Selskabers opførsel overfor interessenterne, herunder medarbejdere, kunder og underleverandører.

ESG

Environmental, Social and
(Corporate) Governance

God selskabsledelse

De regler og processer, som regulerer selskabers ledelse og definerer roller og ansvar for ledelsen, herunder også sammensætning af bestyrelse og aktionærs rettigheder.



ekskludering



Ud fra nøje fastlagte kriterier ekskluderes bestemte investeringer fra vores investeringsunivers, det være sig i selskaber, sektorer eller lande.

ESG-integration

Gennem en systematisk proces og ved hjælp af ESG-data implementerer vores PM-team eksplicit ESG-risici og -muligheder i deres traditionelle økonomiske analyser og investeringsbeslutninger.

ESG-dialog



Vi engagerer de selskaber, vi investerer i, gennem dialog og udviser aktivt ejerskab gennem stemmeafgivelse. Dette er en langsigtet proces, der søger at påvirke selskabernes adfærd.

ansvarlige investeringsprincipper, herunder engagements, danner grundlaget for vores arbejde med ESG, herunder at:



Integrere ESG-faktorer i vores investeringsanalyse og beslutningsprocesser.



På vegne af vores investorer være aktive ejere, der integrerer ESG-faktorer i vores ejerskabspolitikker og -praksis.



Arbejde med andre investorer for at forbedre ESG-faktorer og ansvarlige investeringsprincipper.



Søge indblik i ESG-praksis hos de selskaber, vi investerer i.



Overvåge og ekskludere sektorer og selskaber.

Engagement-områder identificeres ved at overvåge vores porteføljers selskaber og

fokusere på praksis, der kan forbedres, hændelser eller kontroverser, der skal løses, eller ved at indgå i samarbejde med selskaberne for at forbedre visse ESG-standarder, der er relevante for deres respektive brancher/sektorer. Engagements foregår via to forskellige kanaler:

Internt

PM-teamet og ESG-manageren indgår i dialog med selskabet. Ofte vælger vi denne metode, når vi ønsker indblik i en bestemt ESG-sag, eller når vi ønsker at forbedre en praksis, der er specifik for det enkelte selskab.

Eksternt

I samarbejde med andre investorer, særligt PRI-engagement teamet og andre PRI-investorer. Her identificerer vi emner i branchen, hvor vi ønsker at forbedre praksis, f.eks. arbejdstagerforhold eller skovrydning.

Mål for engagements, udvikling og resultater dokumenteres i ValueInvests centrale data-base, og status herpå indgår i kvartals-

vis rapportering til vores investorer. I arbejdet med ESG samarbejder ValueInvest med flere partnere, bl.a. leverandører af ESG-data og -analyser. Disse benyttes især til at overvåge porteføljeselskaberne og er en grundsten i beslutningen om, hvilke selskaber vi investerer i. Samme leverandør leverer ESG-analyser til den serviceudbyder, vi benytter, når vi udøver stemmeretten i selskaberne på vegne af vores investorer. Som underskriver af PRI samarbejder vi med PRI-teamet og andre medunderskrivere, når vi indgår i dialog (engagements) med de selskaber, vi har investeret i. PRI er en platform for alle aktører i den finansielle sektor (kapitalforvaltere, ejere, serviceudbydere etc.). Medlemskab af PRI giver større indflydelse, end hvis en kapitalforvalter alene indgik i dialog med et selskab.

ESG og investeringsafkast

En ansvarlig og bæredygtig investeringsproces handler ikke om enten- eller bæredygtighed på bekostning af investeringskast, men skal ses som både-og.

ansvarlighed



Faktorer som miljø, sociale forhold og ansvarlig ledelse er væsentlige elementer for vurdering af et selskabs potentiale og risikoprofil. Vores investeringsrådgiver indgår i PRI samarbejdet for professionelle investorer med henblik på at fremme FNs principper for ansvarlig investering. Læs mere herom på: www.unpri.org



- Et godt langsigtet investeringsafkast handler om at reducere risikoen for tab. Analyse af ESG-faktorer er et værdifuldt redskab, som kan give et mere fuldstændigt billede af et selskabs risikoprofil samt en vurdering af trusler og muligheder. De selskaber, der aktivt og ansvarligt forholder sig til omverdens krav og forventninger, vil typisk have en lavere forretningsmæssig risiko, og de vil dermed også give investorerne en bedre beskyttelse mod tab. Som langsigtet investor er det derfor naturligt at forholde sig til, hvor godt et selskab er positioneret til at overleve og trives i en verden, der er i hastig forandring, drevet af miljømæssige, demografiske og sociale forandringer.

ESG er ikke altid korrekt prisfastsat i aktiemarkedet. Den fremherskende kortsynethed på de finansielle markeder betyder, at ESG-faktorer, der har indflydelse på et selskabs langsigtede værdiskabelse, bliver overset af investorer, der jagter kortsigtet profit. Indsigt i ESG-risici kan derfor være en konkurrencemæssig fordel og kilde til merafkast – eller det, der i finansielle termer benævnes alpha.



Det er afgørende at bevare en pragmatisk holdning til ESG. Analyse af ESG bør ske på et objektivt grundlag rensat for politiske eller følelsesmæssige holdninger, der ikke nødvendigvis har økonomisk relevans. Samtidig er det også vigtigt at forstå, at det perfekte selskab, 100% ESG kompatibelt, ikke eksisterer i den virkelige verden. Det afgørende er, at selskabet udviser vilje til at ændre kritiske forhold til det bedre. At identificere et selskab, der har potentiale til at hæve en lav ESG score, kan også generere merafkast (alpha).

ESG er ganske enkelt sund fornuft. At opføre sig ansvarligt er god forretning for selskaberne såvel som investorerne.

Se mere om Investeringsforeningen ValueInvest Danmark på

www.valueinvest.dk

Ansvarlighed er
god forretning for
selskaber og
investorer.



Case af Foreningens investeringsrådgiver

KAO – et renere, sundere og smukkere liv for alle

KAO Corporation blev grundlagt i 1887 af Tomiro Nagase, der ønskede at bringe renlighed og hygiejne til dagligdagen i Japan for at bekæmpe voksende hygiejne-relaterede sygdomme og spædbarnsdødelighed.

Tomiro Nagase

Født	31. december 1863
Død	26. oktober 1910 (46 år)
Begravet	Somei kirkegård, Toshima-ku, Tokyo Metropolitan, Japan

➔ I 1890 lancerede selskabet en kvalitetssæbe under navnet KAO Sekken, der betyder ansigtssæbe, og selskabets navn "KAO" stammer således herfra. KAO producerer i dag husholdnings- og kemiske produkter, herunder kosmetik, vaske- og rengøringsmidler, produkter til personlig pleje, fedtkemikalier, spiselige olier og specialkemikalier.

KAOs tilgang til husholdningsarbejde tog i 1934 en mere videnskabelig drejning med grundlæggelsen af selskabets "Housework Science Laboratory" som en forskningsfacilitet med fokus på husholdningen. Enheden fik betydning gennem årene også gennem livsstilsforslag til de japanske forbrugere med bl.a. dets "Science of Housework Magazine" som talerør.

I 1964 ekspanderede KAO for første gang udenfor landets grænser, nemlig til Thailand. I de næste 10 år etablerede selskabet sig desuden i Taiwan og ASEAN-landene samtidig med, at det lancerede husholdnings-, vaske- og industriprodukter for at udvide sin indtjeningsbase. KAOs største forretningsområde er forbrugsprodukter, især inden for "Beauty Care", herunder kosmetik, hud- og hårplejeprodukter, og

"Human Health Care", der omfatter sundhedsdrikke og produkter til personlig pleje samt husholdningsprodukter såsom vaske- og rengøringsmidler. I "Chemical Business" fremstiller KAO industrielle produkter til dækning af forskellige industriers behov. Hovedparten af KAOs indtjening stammer dog fra forbrugsprodukterne.

En brandanalyse viser, at KAO'er et af de mest anerkendte japan-ske mærker på hjemmemarkedet. Ifølge selskabet er det drevet af ét ønske, nemlig at bidrage til *et renere, sundere og smukkere liv* for så mange mennesker som muligt.

33.000

beskæftigede over hele verden

130 års

historie inden for innovation

Brancheperspektiv

Den historiske indtjeningsstabilitet (de seneste 10 år) har for specialbranchen personlige plejeprodukter været ganske høj og væsentlig bedre end for det globale marked. Forbruget af personlige plejeprodukter såsom kosmetik, hud- og hårpleje samt rengøringsmidler synes ikke at være voldsomt påvirket af økonomiens op- og nedture.



Michitaka Sawada
CEO, KAO Corporation

For branchen er variationen i driftsmargin, afkast i forhold til de samlede aktiver (herefter benævnt "ROA") og afkast i forhold til den investerede kapital (herefter benævnt "ROIC") på henholdsvis 14%, 14% og 16%, sammenlignet med henholdsvis 32%, 37% og 38% for det globale marked (eksklusive Finans). Essensen i ovennævnte tal er, at hvis man nu ejede en lille

del af alle selskaberne i branchen, ville den indtjening, man kunne forvente, være væsentligt mere stabil end, hvis man ejede en del af det samlede aktiemarked. Baseret på disse tal klassificeres specialbranchen personlige plejeprodukter som en "A"-risikokategori, som er den mest indtjeningsstabile kategori i vores investeringsunivers.

Klassificeret af Foreningen som en branche i den laveste risikokategori "A" (højeste indtjeningsstabilitet målt over de seneste 10 år) har specialbranchen personlige plejeprodukter historisk genereret et robust afkast af sine investeringer, der ligger væsentligt over

- ▶ kapitalomkostningerne. I den seneste 10-årige periode har merafkastet hvert år været tocifret med et gennemsnit på over 14% og med meget små årlige udsving.

Selskabets position i branchen

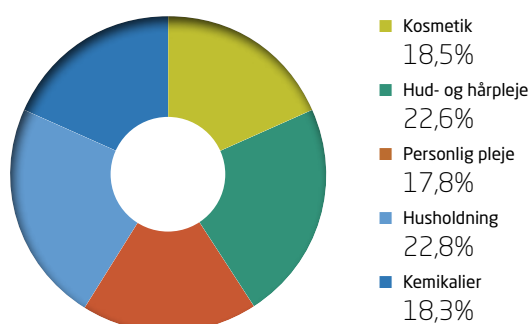
De store selskaber i specialbranchen for personlige plejeprodukter, herunder KAO, har produkter og brands, der nyder stor opmærksomhed og loyalitet hos forbrugerne, hvilket skaber et stabilt afsætningsmiljø med fornuftige driftsmarginaler til følge. Ved første øjekast ser det ud til, at KAO i den seneste ti-års periode har haft en lidt mere svingende indtjening end f.eks. Unilever og L'Oreal, da de procentmæssige udsving i driftsmarginalen har været højere. Ved nærmere eftersyn ser vi dog, at udsvingene stort set kun har været til den positive side, altså at driftsmarginalen har været støt stigende igennem perioden, og den type volatilitet kan vi ikke være utilfredse med.



Det understreger også vigtigheden af altid at dykke ned under overfladen af tallene og undersøge selskaberne mere dybtgående. KAO er klart mindre end både Unilever og L'Oreal, men efter de to mastodonter er KAO sammen med Estee Lauder og Beiersdorf et af de absolut største selskaber i denne branche. Nogle af de kvaliteter, vi kan lide hos KAO, er deres fokus på effektiv udnyttelse af den kapital, de investerer i selskabet således, at der altid er fokus på, at ejerne – aktionærene – bliver tilgodeset med et merafkast udover kapitalomkostningerne. En anden kvalitet er deres fokus på ESG, som beskrives i det efterfølgende.

Figur 1

Omsætningsfordeling



Kilde: KAO

Risikokategori

Som aktionær og ejer af et selskab er den risiko, vi er bekymrede for, forbundet med udsving i indtjeningen.

Hvor hurtigt og sikkert er det, at vi kan få vores penge tilbage fra den fremtidige indtjening. Foreningen har etableret fem risiko kategorier: A, B, C, D og E, hvor A indeholder de mest indtjeningsstabile selskaber og E de mest cykliske selskaber. Alle selskaber i vores globale univers er blevet klassificeret i en af disse fem risikokategorier. For at mindske og begrænse kurstabsrisikoen i porteføljen, skal mindst 2/3 af porteføljen til enhver tid være investeret i risikokategorierne A, B og C.

ESG (Environment, Social & Governance)

Ifølge KAOs ledelse er det selskabets mission at stræbe efter helhjertet tilfredshed og berigelse af menneskers liv globalt set og at bidrage til verdens bæredygtighed. KAO har således fokus på potentielle miljømæssige og sociale effekter af sine produkter, og selskabet har politikker og programmer på plads til at imødegå eventuelle udfordringer i forbindelse hermed.

KAO arbejder kontinuerligt på miljømæssige forbedringer og modtog i november 2019 den japanske premierministers meget anerkendte pris: "Reduce, Reuse, Recycle (3Rs) Promotion Merit Awards". Prisen blev givet for selskabets løbende reduktion af brugen af plastemballage gennem udvikling af mere koncentrerede produkter og anvendelse af påfyldningspakker.

3Rs

Kao modtog i november 2019 den japanske premierministers meget anerkendte pris "Reduce, Reuse, Recycle Promotion Merit Award".

KAO tilbyder produkter som vaskemidler, shampoo og body wash, som forbrugerne bruger hver eneste dag, og disse produkter er ensbetydende med brug af plastemballage. Emballage tegner sig for cirka 55% (målt på volumen) og 23% (målt på vægt) af husholdningsaffaldet i Japan. For at reducere brugen af denne emballage og især plastemballage bestræber KAO sig på at adressere ESG-relaterede risici og implementere 3R-aktiviteter, der primært fokuserer på at udvikle mere koncentrerede produkter og tilbyde påfyldningspakker.

Når vi som investor overvåger selskabets ESG-indsats, fokuserer vi også på selskabets ledelse, bl.a. repræsentationen af kvinder i selskabets bestyrelse. På KAOs årlige generalforsamling i marts 2019 blev der taget initiativer til ændringer i selskabets bestyrelse med bl.a. udnævnelsen af et kvindeligt bestyrelsesmedlem. Da kvinder er de primære forbrugere af personlige plejeprodukter såsom kosmetik, bør kønsdiversitet på bestyrelsesniveau bidrage til bedre indsigt i kundeunderlaget og dermed selskabets strategiske beslutninger.



Det stærke fokus på forskning og udvikling gør selskabet i stand til at vedligeholde og udvikle avancerede produkter, der berettiger en højere pris end konkurrenternes produkter.

Trusler

- I de senere år har vi set, at forbrugernes præferencer ændrer sig hurtigere end tidligere, bl.a. ved hjælp af og via sociale medier. Nye afsætningskanaler og hurtigere "bring-to-market" distribution betyder, at brand loyaliteten ikke altid er så nem at fastholde som førhen.
- En mindre del af KAOs omsætning stammer fra deres "Chemical Business". Deres primære forretning personlig pleje går rigtig godt, hvorimod der er udfordringer i kemi-delen, som kan distrahere ledelsen i at gøre områderne inden for personlig pleje endnu mere succesrige.

Investeringsrationale

KAO anvender en stor del af indtjeningen til "Research & Development", tæt på det dobbelte af konkurrenten Shiseido. Det stærke fokus på forskning og udvikling gør selskabet i stand til at vedligeholde og udvikle avancerede produkter, der berettiger en højere pris end konkurrenternes produkter og giver KAO en komfortabel placering i det konkurrencedygtige landskab af personlig pleje- og husholdningsprodukter.

KAO har som mål at vokse globalt ved at imødekomme vækstmarkederne voksende middelklasse. Selvom størstedelen af omsætningen fortsat stammer fra Japan, er KAO repræsenteret i Asien, Europa og Nordamerika og agerer målrettet i bestræbelserne på at øge andelen af den oversøiske omsætning. KAO har investeret i produktionsfaciliteter både i Kina og i Indonesien, hvor sidstnævnte med sine 200 millioner indbyggere forventes at få succes på volumen inden for forbrugsprodukter, idet en høj andel af befolkningen er unge.

Værdiansættelse

KAO handles til en Earnings Yield (EY) på niveau med branchen, der ligger omkring 5%, hvilket ikke er højt, idet branchen og KAO befinder

sig i den dyrere ende af markedet. Earnings Yield ligger også noget under det, den globale portefølje tilbyder og afspejler den høje kvalitet i både KAO og branchen. Dertil kommer, at KAO de seneste 5 år har givet et årligt afkast på mere end 20%, og selvom de fundamentale forhold har udviklet sig positivt, er markedet nok løbet lidt i forvejen og har så rigeligt belønnet selskabet for denne vækst. Den lave vægtning i både den globale og den japanske portefølje afspejler da også, at vi har trimmet positionen i takt med, at værdiansættelsen er steget. Afkastpotentialet er dog endnu ikke udtømt, og derfor er der fortsat plads til dette kvalitetsselskab i porteføljerne. ●

KAO

www.kao.com

Hjemsted
Japan

Etableringsår
1887

Produkter
Husholdnings- og kemiske produkter, herunder kosmetik, vaskeri- og rengøringsmidler, produkter til personlig pleje, fedtkemikalier, spiselige olier og specialkemikalier

Antal ansatte
Ca. 33.000 over hele verden.

Omsætningen fordelt geografisk
Japan er hovedmarkedet, men er også repræsenteret i Asien, Europa og Nordamerika.

Styrker
Stærkt fokus på forskning og udvikling gør KAO i stand til at vedligeholde og udvikle avancerede produkter, der beretti-

ger en højere pris end konkurrenternes produkter.

Svagheder
I de senere år har vi set, at forbrugernes præferencer ændrer sig hurtigere end tidligere, bl.a. ved hjælp af og via sociale medier.

Muligheder
KAO har investeret i produktionsfaciliteter både i Kina og i Indonesien, hvor sidstnævnte med sine 200 millioner indbyggere forventes at få succes på volumen inden for forbrugsprodukter.

Trusler
En mindre del af KAO's omsætning stammer fra deres "Chemical Business". Deres primære forretning personlig pleje går rigtig godt, hvorimod der er udfordringer i kemi-

delen, som kan distrahere ledelsen i at gøre områderne inden for personlig pleje endnu mere succesrige.

Forventet omsætning 2019
JPY 1.580.000.000.000
+4,8% i forhold til 2018

Markedsværdi inkl. gæld
JPY 4.555.213.970.200

Forventet driftsresultat (EBIT) 2019
JPY 216.218.630.000

Driftsresultat (EBIT) ift. den gældsfrie virksomhed
4,7% (Earnings Yield)

Global, vægtet 10-årig statsrente⁽¹⁾
1,3%

Merafkast for virksomhedsejeren
3,4% point

Indtjeningsstabilitet

Meget høj

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



Case af Foreningens investeringsrådgiver

LAMB WESTON – pommes frites skal der til, sundhedstrend eller ej

Lamb Weston er en af verdens førende leverandører af frosne kartofler; almindelige kartofler eller søde kartofler, snacks eller pommes frites til restauranter og detailhandlere over hele verden.

➔ I mere end seks årtier har Lamb Weston desuden været førende inden for den frosne kartoffelindustri med hensyn til at lancere nye frosne kartoffelprodukter til deres kunder.

Lamb Weston er en spin-off fra Conagra Brands i 2016. I dag beskæftiger selskabet mere end 7.000 mennesker fordelt på hovedkontoret i Eagle, Idaho samt på salgskontorer og produktionsanlæg globalt set. Produktionen er dog primært koncentreret i det nordvestlige USA i Columbia River Basin, som er verdens største kartoffeldyrkende region. Lamb Weston-produkter afsættes i mere end 100 lande.

I 2019 blev 52% af Lamb Westons omsætning genereret fra de store fastfood-restauranter, de såkaldte *Quick Service Restaurants*. Leverancer til store kæder som McDonald's, KFC, Wendy's og Burger King udgør lavmarginsforretning med stor volumen og krævende kunder, som Lamb Weston servicerer på daglig basis. Således tegnede McDonald's Corporation sig for ca. 10% af Lamb Westons samlede omsætning i 2019. Herudover kan 31% af omsætningen henføres til fødevarereselskaber som Sysco, US Foods og Gordon Food Service, der sælger til små familierestauranter, og endelig stammer ca. 17% af Lamb Westons omsætning fra salg til detail- og fødevarerforretninger.

Brancheperspektiv

Den historiske indtjeningsstabilitet (de seneste 10 år) har for fødevarerbranchen været højere end det globale marked (eksklusive Finans) i gennemsnit, da afsætningen af produkterne i denne branche ikke er synderligt påvirket af den underliggende økonomiske cyklus.

For branchen er variationen i driftsmargin, afkast i forhold til de samlede aktiver (herefter benævnt "ROA") og afkast i forhold til den investerede kapital (herefter benævnt "ROIC") på henholdsvis 22%, 24% og 24%, sammenlignet med henholdsvis 32%, 37% og 38% for det globale marked (eksklusive Finans). Baseret herpå kvalificerer branchen sig i gennemsnit som B-risikokategori, men vi har valgt generelt at kategorisere den som en A-kategori på grund af dens stor diversitet med en lang række selskaber, der i allerhøjeste grad er A-selskaber. Den aktive udvælgelse af selskaber medvirker til at kortlægge, hvilke af de enkelte selskaber, der fortjener dette kvalitetsprædikat. Efter spin-off i 2016 klassificerede vi Lamb Weston som et B-selskab på grund af selskabets "one-trick-pony" karakter. Efterfølgende har vi revurderet casen og opjusteret selskabet til A. Årene som "stand-alone" virksomhed har vist, at selskabet i høj grad kan stå på egne ben.



Tom Werner, CEO

In fiscal 2019, we delivered another year of record financial results, including sales growth of nearly 10 percent, as well as double-digit increases in earnings and cash flow from operations.

Fødevarerbranchen har tradition for at skabe værdi for aktionærerne. I de seneste 10 år har branchen genereret et robust afkast af sine investeringer solidt over kapitalomkostningerne. I perioden har merafkastet ligget på et gennemsnit på 5,7% med en meget lille udsvingsmargin. Lamb Weston har været på samme stabile niveau.

Selskabets position i branchen

Nordamerika og Europa er Lamb Westons to største geografiske markeder målt på volumen og indtjening. I Nordamerika kontrollerer tre aktører, Lamb Weston, McCain og Simplot Foods, ca. 95% af markedet med Lamb Weston som den største aktør. Dette marked har derfor



Dagligt globalt salg af mere end 80 mio. portioner pommes frites



Førende inden for den frosne kartoffelindustri i 60+ år



7.000+ medarbejdere



Salg i 100+ lande



27 produktionsanlæg på verdensplan

Risikokategori

Som aktionær og ejer af et selskab er den risiko, vi er bekymrede for, forbundet med udsving i indtjeningen.

Hvor hurtigt og sikkert er det, at vi kan få vores penge tilbage fra den fremtidige indtjening. Foreningen har etableret fem risikokategorier: A, B, C, D og E, hvor A indeholder de mest indtjeningsstabile selskaber og E de mest cykliske selskaber. Alle selskaber i vores globale univers er blevet klassificeret i en af disse fem risikokategorier. For at mindske og begrænse kurstabsrisikoen i porteføljen, skal mindst 2/3 af porteføljen til enhver tid være investeret i risikokategorierne A, B og C.

højere marginer på grund af mindre priskonkurrence, rationelle konkurrenter og mere stabil indtjening.

Det europæiske marked er mere fragmenteret med rivalen McCain som den største aktør. Herudover er der en række andre markedsspillere af varierende i størrelse, men dog relativt små, som er privatejede og ofte med 2. eller 3. generations ejerskab, hvor familierne måske er interesseret i at sælge ud af arvesølvet. De europæiske konkurrenter er hovedsagelig fokuseret på den billigere ende af markedet, nemlig pommes frites.

Nr. 1

I Nordamerika

Nr. 2

På verdensplan

De store etablerede markeder som Nordamerika og Europa forventes at vokse i intervallet 0,5-2%, mens markeder som Asien, Mellemøsten og Rusland forventes at opleve vækstrater på 5-8%.

ESG (Environment, Social & Governance)

Baseret på analyserne fra ESG-leverandørerne har Lamb Weston i de seneste år oplevet en fremgang i arbejdet med ESG. Dette er naturligvis en langsigtet proces, men som investor tror vi på, at selskabet er godt rustet til at håndtere de ESG-relaterede risici, det står over for.

Lamb Weston er især kendt for god selskabsledelse, hvilket er med til at nedbringe den overordnede risikovurdering. Rollerne som bestyrelsesformand og CEO er delte, hvilket i stigende grad sammenstilles med forbedret bestyrelsesarbejde. Selskabet har derudover ikke været indblandet i kontroverser, hvilket er endnu et tegn på god selskabsledelse.

Manglen på vand er en af de faktorer, der øver stor indflydelse på mange selskaber i fødevarerbranchen, hvor tørke kan påvirke de afgrøder, der indgår i produktionen. Denne risiko er relevant for selskaber, der opererer i områder med vandmangel, hvor forhøjede vandpriser kan føre til højere produktionsomkostninger. Da Lamb Weston også

er særligt afhængig af vand i deres produktion, er vandbelastningen en af de faktorer, der indgår i ESG-analysen af selskabet. I bestræbelserne på at konservere vand er det Lamb Westons mål at nedbringe deres vandforbrug med 10% i produktionen.

Derudover arbejder Lamb Weston aktivt på følgende miljømæssige forbedringer, der kan reducere ESG-relaterede risici:



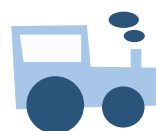
Effektiv energiudnyttelse



Cirkulær råvareudnyttelse



Vandressourcer



Bæredygtigt landbrug



Distributionskæder

Trusler

- Hård konkurrence, da aftagerne er meget prisbevidste
- Sunde produkter på grund af forbrugernes øgede fokus på sundhed
- Nuværende høje marginer for pommes frites og andre frosne kartoffelprodukter kan medføre stigende kapacitet og dermed presse marginerne, på grund af mindre rationelle aktører
- Flere store rivaler i branchen
- Inputinflation, hvor høje råvarepriser kan lægge pres på rentabiliteten

Det globale fødevaremarked er meget stort og naturligvis vigtigt for overlevelsen af os mennesker. Dette gør hele branchen mindre cyklisk og mere modstandsdygtig overfor nedgangstider, hvilket naturligvis tiltrækker nye aktører. Imidlertid antages truslen fra nye aktører at være mellem for branchen, der er relativt kapitalkrævende og kræver et veltableret fysisk distributionsnet, især til at håndtere letfordærlige fødevarer. I de senere år har vi imidlertid set en tendens til, at mindre nichefødevarerproducenter blomstrer op og tager markedsandele fra de store mærkeproducenter bl.a. gennem e-handel direkte til forbrugerne, hvormed de kan tilbyde specialiteter, der ikke kan fås i de



store butikskæder. Livsstilsændringer, stigende fokus på sundhed og velvære blandt nutidens forbrugere samt lovgivning spiller alt sammen en rolle i forsøget på at nedbringe udbredelsen af usunde fødevarer i de vestlige økonomier, som allerede udgør et modent marked for pommes frites. Truslen fra sunde produkter anses derfor som værende stor.




Lamb Weston Innovation Center, USA

- Adspurgt om selskabet ikke har sundhedstrenden imod sig, svarer Lamb Weston: "Man skulle tro det, men det er ikke noget, vi har mærket noget til".

Lamb Weston har oplevet solid vækst i volumen trods øget fokus på sundhed i de sidste mange år. En årsag hertil kan være, at restauranter har en bruttonmargin på 75-85% på pommes frites, hvilket kun matches af marginen på drikkevarer.

Investeringsrationale

Lamb Weston er et selskab, der i langt overvejende grad kun har ét produkt på produktpaletten, nemlig frosne kartofler i forskellige varianter. En såkaldt "one-trick-pony". Selskabets ambition er at være

Lamb Weston		www.lambweston.com
Hjemsted USA		Fødevarereselskaber. 17% Detail- og fødevarerforretninger.
Etableringsår 1950 som et mindre familie-ejet selskab i USA.		Styrker Er førende globalt set inden for denne niche og er veletableret inden for denne branche.
Antal ansatte Selskabet beskæftiger globalt mere end 7.000 ansatte..		Svagheder Inputinflation, hvor høje råvarepriser kan lægge pres på rentabiliteten.
Produkter Lamb Weston er en af verdens førende leverandører af frosne kartofler; almindelige kartofler eller søde kartofler, snacks eller pommes frites til restauranter og detailhandlere		Muligheder Som global leder med mere end 60 års erfaring inden for frosne kartofler er Lamb Weston en vækstmulighed for investorer.
Omsætningen fordelt på segment Nr. 1 i Nord Amerika og nr. 2 på den globale scene af frosne kartofler. 52% Quick Service Restaurants (store fastfood-restauranter). 31%		Trusler Hård konkurrence og livsstilssændringer (stigende fokus på sundhed og velvære).
		Omsætning 05/2019 USD 14.931.114.767 +9,7% i forhold til 05/18
		Markedsværdi inkl. gæld USD 14.693.533.947
		Forventet driftsresultat (EBIT) 05/2020 USD 816.294.000
		Driftsresultat (EBIT) i f.t. den gældsfrie virksomhed 5,5% (Earnings Yield)
		Global, vægtet 10 årig statsrente⁽¹⁾ 1,3%
		Merafkast for virksomhedsejeren 4,2% point
		Indtjeningsstabilitet Meget høj

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

førende globalt set inden for denne niche og er allerede veletableret inden for branchen med eksisterende produktionsanlæg og distributionsnet.

De risici, Lamb Weston står over for, er: nye, måske ugunstige og politisk motiverede handelsaftaler mellem USA og resten af verden (Lamb Weston er muligvis ikke i stand til at afbalancere produktionen i USA og Europa med eksport og import) og de sunder spisevaner i Vesten. Da kunderne er de meget store kæder, vil tab af blot en enkelt kunde kunne forårsage en ganske stor forstyrrelse hos Lamb Weston.

Nøglepunkter

- Som global leder med mere end 60 års erfaring inden for frosne kartofler er Lamb Weston en vækstmulighed for investorer
- Lamb Weston er blandt de få producenter, der dominerer en industri med oligopol-lignende karakteristika
- Selskabet er veletableret på et modent marked, hvilket kombineres med vækstmuligheder overalt i verden
- Kapacitetsudnyttelsen i branchen har været meget høj. Både McCain og Lamb Weston har øget kapaciteten på det seneste
- Denne kapacitetsforøgelse ventes ikke at medføre prispres. Markedet er et oligopol, som de dominerende spillere forstår at udvikle uden rovdraft

Værdiansættelse

Lamb Weston handles med rabat (højere Earnings Yield) i forhold til fødevarerbranchen, selvom selskabet anvender den investerede kapital meget mere effektivt end branchen.

Selskabet udmelder, at mens efterspørgslen efter frosne kartofler har været højere end gennemsnittet, er det opmærksom på svaghedstegn i samfundsøkonomien, som kan medføre aftagende efterspørgsel og dermed mere normaliserede vækstforhold. Imidlertid har efterspørgslen efter pommes frites vist sig modstandsdygtig over for effekten af udfordrende økonomiske tider, da hovedparten af alle pommes frites konsumeres i de førromtalte *Quick Service Restaurants*, hvor forbrugsmønstret generelt er mere upåvirket af samfundsøkonomiske forhold end i andre restaurantformater.

5,7%

Lamb Weston har oplevet en særdeles solid stigning i omsætningen i de seneste 4 år på 5,7% årligt.

For året 2020 har Lamb Weston fortsat som mål at vækste omsætningen med omkring 5% primært drevet af volumen og prismix. Desuden forventer Lamb Weston, at den justerede EBITDA, inklusive ikke-konsoliderede joint-ventures, vil ligge i intervallet \$ 950 millioner til \$ 970 millioner med omsætning og bruttoavancevækst som drivkraft. ●



ValueInvest
valueinvest

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 investeringsrådgiver
Macquarie Investment Management
Europe S.A.

ValueInvest Equity Team

10a, Boulevard Joseph II
L-1840 Luxembourg
Tel: +352 315 155
Fax: +352 315 155 31

Sankt Annæ Plads 13
DK-1250 København K.
Tel: +45 30 587 044

MAMVInfo@macquarie.com
www.macquarieim.com/valueinvest

Pengeinstitutter

BankNordik
BIL Danmark
Den Jyske Sparekasse
Djurslands Bank
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
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

Afmelding af medlemsbladet

Dette gøres helt enkelt ved at gå ind på Foreningens hjemmeside www.valueinvest.dk - klik på tilmelding til nyhedsbrev.

Afmelding af medlemsblad gøres ved at sende en e-mail med navn, adresse og evt. telefon nr. til kontakt@valueinvest.dk. Skriv venligst MEDLEMSBLAD som emne efterfulgt af et NEJ TAK.

ValueInvest
DANMARK



ValueInvest
DANMARK

general forsamling

Foreningens ordinære general-
forsamling afholdes i år

onsdag 29. april 2020

hos Foreningens administrator

BI Management A/S

Sundkrogsgade 7

2100 København Ø

Indkaldelse til ValueInvest Danmarks
ordinære generalforsamling sker
alene via Foreningens hjemmeside

www.valueinvest.dk

Der bliver ikke udsendt personlige indbydelser.

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 Investering Danmarks afkaststatistik (brancheforening under Finans Danmark). Læs mere på **www.finansdanmark.dk/investering-danmark**

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 Hærck*, Aabenraa
- *Mikael Bernhoft*, København
- *Bent Carlsen*, København
- *Ole Richter-Mikkelsen*, Aalborg

Investeringsrådgiver

Macquarie Investment Management Europe S.A., ValueInvest Equity Team blev stiftet den 13. januar

1998. Selskabet, der er hjemmehørende i Luxembourg og under tilsyn af det luxembourgske finanstilsyn CSSF, er en del af Macquarie Investment Management, Macquarie Group.

BESTYRELSEN HOS INVESTERINGSRÅDGIVER

- Formand *John Leonard*
Macquarie Investment Management
- Næstformand *James Robert Burns*
Macquarie Investment Management
- *Konrad Kontriner*
Macquarie Investment Management, Vienna
- *Jens Hansen*
Macquarie Investment Management Europe S.A.
ValueInvest Equity Team
- *Jesper Alsing*

DIREKTION

- *Jens Hansen*, CIO, Luxembourg
- *Angela Schroeder*, CFO, Luxembourg

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