



Investerings- kommentarer

4. kvartal 2021

ValueInvest Danmark > Global

Forventninger

Det er svært at vide, om inflationen er kommet for at blive, eller om den er forbigående. Ifølge FED-chef Powell er FED nu klar til at fjerne ordet "forbigående". Men den blotte tilstedeværelse af det aktuelt højere inflationsniveau, kombineret med fortsat lave renter, giver de laveste realrenter, vi nogensinde har set. I nyere historie er vi tilbage i 1970'erne og begyndelsen af 80'erne for at finde lignende lave realrenteniveau. Denne finansielle undertrykkelse af dem, der sparer op, er et af de stærke argumenter for "TINA (There is no alternative)"; dvs. der er intet alternativ (læs: til aktier). De mere høgeagtige signaler fra FED siden efteråret 2021 understreges af den accelererede nedtrapningshastighed fra 15 mia. USD om måneden til 30 mia. om måneden.

Sammenfaldende med den brutale volatilitet på aktiemarkedet i februar/marts 2020 og de følgende kraftige indsprøjtninger af stimuli fra regeringer og centralbanker globalt, begyndte Renaissance IPO-indekset, der følger nyligt børsnoterede amerikansk baserede selskaber, at outperforme S&P500 massivt. Men relativt hurtigt ind i 2021 begyndte indekset at klare sig dårligere end S&P500, og dette eskalerede samtidig med, at FED ændrede deres retorik om inflation og nedtrapping.

Følgelig tror vi, at 2022 kan blive et år, hvor centralbankerne endelig ændrer kurs og indser, at det, at centralbankerne trykker penge, selvom det kan være en midlertidig lettelse, ikke er en

bæredygtig vej til global velstand. Dette kan føre til større fokus på kapitaleffektivitet og en reduktion i udbredelsen af zombieselskaber.

Markedsudvikling

I 2021 fortsatte centralbankerne og regeringerne med at pumpe enorme summer ud i økonomien, som med genåbningen af de nationale økonomier er blevet forbedret med stormskridt og har drevet mange selskabers overskud i vejret som sjældent set før. Bull-markedet i 2021 sluttede stærkt på trods af pandemiens genoplussen og fremkomsten af den nye omikronvariant i slutningen af året. Så meget som alle ønskede, at pandemien skulle overgå til at blive en epidemi for til sidst at forsvinde, ændrede coronavirus ethvert selskab både på kort og langt sigt. Nogle ændringer var kommet uanset pandemien, f.eks. ændret forbrugeradfærd og arbejdsforhold, online shopping og arbejde hjemmefra. For nogle selskaber var ændringerne positive og medførte nye forretningsmuligheder, mens de for andre kun var alt for negative.

På trods af regeringernes initiativer ser det ud til at være vanskeligt at øge vaccinationsraten i den udviklede del af verden, hvilket udgør en risiko for den fulde genåbning efter pandemien.

I efteråret var investorernes fokus på uregelmæssigheder i forsyningskæderne, højere energiomkostninger og højere inflation, uanset om den var forbigående eller på vej mod de høje niveauer set i 70'erne. På årets sidste FED møde

antog den amerikanske centralbank en mere høgeagtig tone, da inflationen ramte et niveau, der ikke er set i årtier. FED meddelte, at de ville fremskynde nedtrapningen af obligationsopkøbsprogrammet og således afslutte det i marts samt indikerede tre renteforhøjelser i 2022. Nyheden var forventet og ødelage ikke den gode stemning i markedet. Også beviserne på, at omikronvarianten ikke er så farlig som frygtet og i mindre grad fører til hospitalsindlæggelse, fik markedet til at stige mod årets udgang.

Performance

Ikke at have eksponering til Finans, lav eksponering til Kommunikationstjenester og høj eksponering til Stabilt Forbrug var gavnlige for ValueInvest Globals relative afkast i 4. kvartal, hvorimod en lav eksponering til IT havde den modsatte effekt. Alt i alt havde sektorallokeringen en neutral indvirkning på det relative afkast i 4. kvartal. Kvartalets aktieudvælgelse, hovedsagelig inden for Stabilt Forbrug og i mindre grad Industri og Cyklisk Forbrug, trak afkastet ned. Porteføljen klarede sig dårligere end MSCI Verden Indeks i kvartalet og opnåede ca. 53% af markedsafkastet. Selvom dette er under vores langsigtede mål, er det absolutte niveau på over 5% i afkast for et enkelt kvartal over, hvad der kan forventes af en defensiv strategi med en langsigtet horisont.

Sektorer

De tre stærkeste sektorer i 4. kvartal for MSCI Verden Indeks var IT (+15,3%), Forsyning (+13,3%) og Ejendomme (+12,8%). Blandt de svageste sektorer finder vi Kommunikationstjenester (+0,1%), Finans (+5,7%) og Energi (+6,4%).

Negative og positive afkastbidrag

For ValueInvest Global kom de svageste bidrag til afkastet i 4. kvartal 2021 fra **Kao**, **adidas**, **Danone**, **Asahi Group** og **Securitas**.

Det japanske hygiejne- og kosmetikfirma, **Kao**, er blevet fanget i et covid-19-forretningsvakuum. Efterspørgslen efter hygiejnerelaterede produkter er faldet i forhold til sidste års høje covid-19-niveau. Desuden har kosmetikomsætningen lidt under nedlukningen i flere af præfekturerne i Japan. Ophævelsen af disse covid-19-restriktioner

i slutningen af september burde være positivt for Kao fremover. Indtil videre gav Kao's 9-måneders regnskab, der også sluttede september, naturligvis intet "håb" i den henseende, da det faldt sammen med nedlukningerne i Japan og yderligere var negativt påvirket af dårligt vejr. Regnskabstallene var derfor som forventet dårlige. Kao gentog dog sine helårsforventninger, men selskabet har brug for et meget stærkt sidste kvartal af året for at kunne indfri sine forventning til helåret. I betragtning af Covid-19's genopblussen i form af omikronvarianten mod slutningen af året ville det ikke komme som den største overraskelse for os, hvis Kao ikke opfylder helårsforventningen. Vi har imidlertid fuld tillid til Kao. Det, selskabet har brug for, er simpelthen en "normaliseret" verden uden Covid-19. Med hensyn til værdiansættelsen har vi noteret os den nuværende noget pressede indtjeningsituation. Vi har dog i nogen tid fundet inspiration i Kao's mere langsigtede omsætnings- og indtjeningsmål for 2025 og holder os noget under den forventede indtjening i 2025.

Aktierne i et af verdens største sikkerhedsselskaber, **Securitas**, har været under pres på det seneste. I december annoncerede Securitas købet af Stanley Security for 3,2 mia. USD fra Stanley Black & Decker, Securitas' hidtil største handel, hvilket højst sandsynligt foruroligede nogle investorer. Købet vil blive finansieret af en kombination af en tegningsemission og gæld. Hovedaktionærerne har godkendt handlen. Den svage aktiekurs indikerer dog, at investorerne er bekymrede over eksekveringsrisikoen, og investorerne forventes derfor nøje at overvåge Securitas' fremskridt mht. at udvinde strategisk værdi, herunder omkostningssynergier. Under forudsætning af en succesfuld implementering kan Stanley Security blive en væsentlig milepæl i Securitas' transformering med at udvide andelen af højere marginindtjening fra teknologiaktiverede tjenester i forhold til selskabets traditionelle personaletunge sikkerhedstjenester. Større indtjening fra teknologiløsninger kan reducere eksponeringen til risiko fra løninflation, selvom Securitas historisk set har haft stor succes med at afbøde løninflationen.

I 4. kvartal 2021 kom de stærkeste bidrag til afkastet fra **Pfizer, Nestlé, Diageo, Novo Nordisk og Roche**.

Diageo, der er et af verdens førende destillerier og ejer næsten en fjerdedel af de globale top-100 luksus spiritusmærker, herunder Johnny Walker whisky og Smirnoff vodka, opdaterede sine mellemlange vækst mål i november. Den organiske omsætning forventes nu at stige med hele 5%-7%, og dermed overgå niveauet i 2017-19 (4-6%). I mellemtiden forventes driftsresultatet at vokse med 6%-9% for regnskabsårene 2023 til 2025. Ved at udnytte sin stærke portefølje af spiritusmærker sigter Diageo mod at udvide sin andel af alkoholmarkedet fra 4% til 6% i 2030, hvilket understøtter vores opfattelse af, at Diageo befinder sig på en firsporet motorvej for vækst og værdiskabelse. Også spirituskategorien tager fortsat markedsandele fra øl og vin, især luksus/super-luksus-kategorierne klarer sig bedre. Efterhånden som forbrugerne bliver rigere i udviklingslandene, vil de sandsynligvis ønske at købe flere luksus-mærker ejet af Diageo, hvilket yderligere understøtter selskabets langsigtede vækstpotentiale.

Den danske insulinproducent **Novo Nordisk** hævdede sine forventninger til 2021 tre gange i løbet af året. Helårsomsætningen i lokal valuta ventes nu at vokse med +12% til +15%. Novo, der udnyttede sin stærke balance, indvilligede i at betale 3,3 mia. USD for sin forskningspartner Dicerna. Dette bioteknologiske firma udvikler ribonukleinsyreinterferens (RNAi)-baserede terapier til at indkredse og undertrykke sygdomsfremkaldende gener. I midten af december faldt aktien som reaktion på nyheden om, at Novo var løbet ind i produktionsvanskeligheder i sin storslåede lancering af fedmemidlet Wegovy. Kontraktproducenten, der fylder sprøjter til Wegovy-pennene, har problemer med "Good Manufacturing Practices" og har stoppet leverancer og fremstilling til det amerikanske marked. Efterspørgslen efter Wegovy forventes ikke imødekommet i 1. halvår af 2022, og kun få nye patienter vil kunne påbegynde behandlingen. Novo forventer at kunne imødekomme

efterspørgslen i 2. halvår 2022. Den kortsigtede usikkerhed er øget, da væksten i Wegovy var vigtig for at afbøde virkningen af de reducerede insulinpriser i Kina. Vi har fortsat tiltro til Novo Nordisk' langsigtede vækstpotentiale drevet af selskabets GLP-1 diabetes-franchise og fedmesalg.

Aktive porteføljeændringer

I løbet af 4. kvartal, i december, gik vi ind i test-, inspektions- og certificeringsforretningen med erhvervelsen af aktier i **Intertek**. Selskabet har mere end 130 års historie bag sig og er i dag en af de globale ledere inden for sin branche, som har få store aktører og en lang hale af mindre aktører. Det samlede marked er meget stort, så selv de største industriaktører er ret små i forhold til branchens potentielle størrelse. Det giver mulighed for opkøb og konsolidering, hvilket er noget Intertek gør brug af.

Intertek leverer kvalitetssikring, test, inspektion og certificeringstjenester globalt til mere end 400.000 kunder på tværs af alle brancher. For eksempel hjælper Intertek forbrugsvareproducenter med at sikre, at deres produkter er kvalitetstestet og opfylder alle lovkrav på alle markeder. Intertek hjælper også kunder med at forbedre deres forsyningskæder med hensyn til bæredygtighed, effektivitet og opsporing af råvarers oprindelse. Dette kræver specialviden, som er kernen i Intertek. Prisen på deres tjenester er normalt meget lav i forhold til den værdi, de beskytter, hvilket giver en høj margin og en loyal og bred kundebase til Intertek.

Covid-19 afdækkede mange svagheder i produktionsselskabernes globale forsyningskæder, hvilket får os til at tro, at mange selskaber i mange brancher nu ser et behov for at forbedre deres forsyningskæder. For Intertek kan det udmønte sig i en god mulighed for at accelerere vækstraten efter Covid-19.

Selvom dette er vores første investering i branchen, indeholder Intertek's forretningsmodel mange af de kvalitetskendetegn, vi ser på tværs af vores andre investeringer: Højt niveau af tilbagevendende indtjening, solide indtjeningsmarginer og pengestrømsgenerering,

der muliggør investeringer i fremtidig vækst samt udbyttebetaling til aktionærene.

For at finansiere Intertek positionen solgte vi yderligere aktier i Publicis. Vi øgede vægten i flere positioner i løbet af kvartalet, såsom adidas, Amadeus IT Group, Clorox, Lamb Weston, Pfizer, Smith & Nephew og Sodexo. Vi reducerede i Novo Nordisk, Nestlé, Ahold Delhaize, Seven & I og Roche.

Endelig solgte vi de sidste aktier i den britiske detailkæde Next i løbet af 4. kvartal. Efter vores opfattelse er Next en fantastisk forretning, hvilket dog også afspejles i den aktuelle aktiekurs. Første gang, vi købte Next, var i juni 2008 i de hårde tider for aktiemarkedet under finanskrisen. Vi frasolgte aktien igen i 2013 for kun at købe den tilbage i 2017. Med den grundlæggende kvalitet i forretningen, tiden og aktiemarkedsvolatiliteten på vores side, holder vi et vågent øje med, hvornår vi igen får mulighed for at købe Next aktier.

Porteføljens egenskaber

Porteføljesammensætningen følger en bottom-up proces med indbyggede begrænsninger, der skal reducere tabsrisiko mest muligt. Vores aktieudvælgelse er baseret på en omhyggelig vurdering af hvert enkelt selskab og dets risiko- og afkastprofil. Da vi ikke er bundet af noget aktieindeks, er eksponeringen til brancher, sektorer og lande et resultat af, hvor vi identificerer den bedste risiko/afkastafvejning uden at glemme vigtigheden af diversificering.

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

Ansvarsfraskrivelse. ValueInvest Danmark kan på ingen måde gøres erstatningsansvarlig for de informationer, som findes i nærværende Investeringskommentar – uanset om disse informationer mod forventning skulle være ukorrekte. ValueInvest Danmark kan derfor ikke pålægges ansvar for skader eller tab, der direkte eller indirekte er pådraget på grundlag af informationer, som findes i Investeringskommentaren. Indholdet af ValueInvest Danmark Investeringskommentarer er tænkt som generel information og kan på ingen måde sidestilles med rådgivning. Investering kan være forbundet med risiko for tab, og historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Nærværende materiale indeholder oplysninger om historiske afkast og allokeringer, simulerede afkast samt prognoser, der således ikke kan opfattes som en garanti for fremtidige afkast eller allokeringer. Afkast kan blive formindsket eller forøget som følge af udsving i valutakurserne samt udviklingen på aktiemarkederne. Eventuelle udsagn om fremtiden, som er indeholdt i Investeringskommentaren, afspejler ledelsens, på daværende tidspunkt aktuelle forventninger til fremtidige begivenheder og økonomiske resultater samt til konjunkturerne i verdensøkonomien og på finansmarkederne. Den type forventninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed, og vi vurderer, at usikkerheden er større, end hvad vi historisk har set. Og da det ydermere er behæftet med meget stor usikkerhed at give bud på den konkrete udvikling på de mange enkeltmarkeder, vi investerer på, vurderer vi, at det ikke er hensigtsmæssigt at komme med konkrete tal for afkastforventningerne for det kommende år. Investorer og andre, der tager beslutninger på grundlag af denne information, bør generelt foretage deres egne omhyggelige overvejelser om hvilke usikkerheder, der kan have betydning. Det anbefales derfor altid at søge professionel investeringsrådgivning og tillige vejledning om dertil knyttede individuelle skatteforhold, der påvirkes af den aktuelle investering. Der tages forbehold for trykfejl, produktændringer, kurser og lignende. For yderligere information, herunder prospekt, henvises til www.valueinvest.dk. The information material in this investment comment is not directed at or intended for persons resident in the United States of America, Canada, Australia, Japan, Switzerland or other jurisdictions outside Denmark, nor is the information material in this investment comment 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.