



Forventninger

Der er nok at bekymre sig om i verden. Ruslands invasion af Ukraine og den efterfølgende krig kaster unægteligt mørke skyer ind over hele verden og Europa i særdeleshed. Millioner af mennesker flygter fra deres hjem og land for at søge ly fra Ruslands aggression, hvor andre bliver hjemme for at kæmpe for frihed. Det er svært at finde nogen berettigelse for krig, men om ikke andet viser krigen i Ukraine, at frihed ikke kan tages for givet, men er noget der skal kæmpes for med risiko for at betale den højeste pris. Hvis vi før krigen var usikre på inflationen, hersker der nu ingen tvivl. Energipriserne er steget kraftigt som følge af Ruslands forsyningsrolle inden for olie og gas, og mange andre råvarer er også steget voldsomt. Det hele har medført endnu højere forventninger til inflationen, hvilket bringer os til et andet emne for markedet: Pengepolitiske stramninger fra centralbankernes side og rentekurven, som i USA er ved at flade ud, hvilket i normale tider er et varsel om lavere økonomisk aktivitet. Den høje inflation tærer også på købekraften og medfører negativ reallønsvækst, hvilket igen har en potentiel negativ indflydelse på forbrugertilliden.

De hurtige og kraftige stigninger i inputpriserne forventes på sigt at blive sendt videre til forbrugerne. Men i modsætning til tidligere må vi forvente, at det vil tage længere tid denne gang på grund af inflationens styrke. Nogle af porteføljeselskaberne vil være længere tid om at genoprette deres marginer – overvejende i sektoren Stabilt Forbrug. Trods dette er en negativ faktor på kort

sigt, er der grund til at tro, at selvom disse selskaber lider markant lige nu, har konflikt-drevne påvirkninger en tendens til at forsvinde hurtigere end mere strukturelle problemer, og selskaberne forventes således at stå i en bedre position inden for nogle kvartaler.

Markedsudvikling

Når krigen i Ukraine er overstået, forhåbentlig før end senere, står vi stadig tilbage med en massiv gæld, udfasning af centralbankernes opkøbsprogrammer og stigende renter. Og vi kan blive ramt af endnu mere økonomisk modvind i form af sommerfugleffekten fra en potentiel strøm af misligholdelser i den kinesiske ejendomssektor. Siden efteråret 2021 har der været en stigende effekt af den kinesiske regerings indgriben i ejendomssektoren for at forhindre, at gældsætningen ikke bliver for stor. Vækstkatalysatoren i den sektor har været gældsopbygning, som nu bliver meget vanskeligere, da det globale finansieringsmarked for kinesisk ejendomsudvikling bogstaveligt talt er gået i stå. Selvom dette måske ikke helt kan sammenlignes med nedsmeltningen af Lehman, så kan den aftagende vækst have konsekvenser for den økonomiske aktivitet globalt set. Kina har været en stærk bidragsyder til den globale økonomiske vækst, som igen er blevet drevet af byggesektoren. Vi har set påvirkninger herfra på flere selskaber, der er afhængige af byggeaktivitet f.eks. japanske Makita, som vi skriver om senere i denne kommentar.

Performance

Afkastfordelingen for ValueInvest Global i 1. kvartal af 2022 er en dobbeltsidet historie. Indtil krigen brød ud i Ukraine den 24. februar, udviklede den Globale portefølje sig mindre negativt sammenlignet med det globale aktiemarked målt ved MSCI Verden. Mens det globale aktiemarked på dette tidspunkt var tæt på et tocifret fald, faldt den Globale portefølje med godt halvdelen heraf og klarede sig således på linje med de fleste tidligere negative perioder på markedet. Både aktieudvælgelse og allokering var gavnlig for kapitalbeskyttelsen. Der kom en stærk positiv effekt fra Stabilt Forbrug, Medicinal, Cyklisk Forbrug, Kommunikationstjenester og IT, hvorimod Energi og Finans var en hæmsko for det relative afkast. I perioden efter krigens udbrud kunne den Globale portefølje imidlertid ikke følge med det stærke markedsopsving (rebound), og Stabilt Forbrug, Industri, Cyklisk Forbrug and IT havde alle en negativ påvirkning på afkastet.

For kvartalet som helhed påvirkede Stabilt Forbrug, Industri, Energi og Finans det relative afkast negativt, mens Medicinal, IT og Kommunikationstjenester trak i positiv retning. Den kapitalbeskyttelse, der var opnået i den tidligere del af kvartalet op til Ukraine-krigens udbrud, kunne dog ikke fuldt ud opveje manglen på performance i den sidste del af kvartalet, og som følge heraf klarede den Globale portefølje sig en smule under markedet i 1. kvartal.

Sektorer

De tre stærkeste sektorer i 1. kvartal for MSCI Verden var Energi (+34,3%), Råvarer (+5,5%) og Forsyning (+4,1%). De tre svageste sektorer var Cyklisk Forbrug (-8,2%), Kommunikationstjenester (-8,0%) og IT (-7,7%) (kilde: MSCI og Bloomberg data).

Negative og positive afkastbidrag

For ValueInvest Global gav **SAP**, **Essity**, **Hennes & Mauritz** og **Kao** de svageste afkastbidrag i 1. kvartal 2022.

SAP kom ud med et rekordresultat i 2021 og fortsætter rejsen mod at blive et mere profitabelt og forudsigeligt selskab. Kunderne køber i stigende

grad SAP-software på tilbagevendende abonnementsbasis i stedet for at yde én stor forudbetaling, hvilket kan øge kundebasens levetidsværdi på trods af en afdæmpet kortsigtet indtjeningsvækst. Efterspørgslen efter abonnementsbaseret software er høj, og covid-19 afdækkede mange svagheder i IT-landskabet og forsyningskæderne for selskaberne globalt. SAP er parat til at hjælpe kunderne med deres digitale transformation mod til enhver tid at have opdaterede og præcise data til rådighed, hvilket i de kommende år udgør en strukturel drivkraft for øget IT-forbrug, som SAP kan drage fordel af. Ophobningen af cloud-kunder, der venter på at tegne abonnement, voksede med 26% i 4. kvartal 2021. Væksten accelererer og er en vigtig indikator for de fremtidige abonnementsindtægter med høje fornyelsesrater. Andelen af mere forudsigelige indtægter voksede til 69% af den samlede omsætning sammenlignet med målet på 85%. Vores investeringscase er intakt, og vi har øget positionen i 1. kvartal.

Stigende inflation har ramt det svenske hygiejne- og sundhedsplejeselskab **Essity** hårdt, og aktien er faldet i ugunst blandt investorerne. I regnskabsårets sidste kvartal oplevede Essity en stærk organisk omsætningsvækst på +8%, hvoraf +4,6% kom fra højere priser, og ganske opmuntrende bidrog volumen med +3,4%, da konkurrenterne også hævede priserne. Den betydelige inflationsmæssige modvind sænkede dog Essity's margin med -520 bp til 9% i 4. kvartal, hvilket ikke levede op til konsensusforventningerne. Nedgangen i marginen afspejler behovet for flere prisstigninger i år, som Essity allerede har planer om at implementere på tværs af alle sine produktkategorier. Vi mener, at den nuværende markedsværdi signifikant undervurderer selskabets indtjeningspotentiale under normale forhold, hvor katalysatoren for at ændre markedets opfattelse er trækraft i prisstigninger med begrænset indvirkning på volumen. På længere sigt har vi tiltro til, at Essity har en stærk vækstbane foran sig takket være selskabets betydelige eksponering mod nye vækstmarkeder (38%). Den stærke balance giver også Essity finansielle muskler til at foretage opkøb og betale udbytte til sine aktionærer.

I 1. kvartal 2022 gav **Henry Schein, Orange, Merck** og **Seven & I Holdings** de stærkeste bidrag til afkastet i ValueInvest Global.

Den amerikanske distributør af tandlæge- og medicinske løsninger til kontorbaserede praktiserende læger **Henry Schein** rapporterede helårsresultater, der oversteg forventningerne på både top- og bundlinjen. Mens pandemien har været udfordrende, er forholdene nu under forbedring, hvor en betydelig opdæmmed efterspørgsel efter forebyggende behandling samt patienttrafikken til tandlæger og læger nu er ved at normaliseres. Omsætningen steg +23% med +17%-point som følge af organisk vækst, og efterhånden som effekten af de operationelle synergier tog til, steg driftsresultatet med +54%. For regnskabsåret 2022 forventer ledelsen, at omsætningen vil stige med +6% til +8% på trods af en vis negativ effekt fra faldende salg af covid-tests og forstyrrelser fra Omicron-varianten i begyndelsen af året. Som følge heraf forventes driftsmarginen at vokse, understøttet af en omstilling til produkter med højere marginer. Yderligere prisstigninger fra leverandører forventes at blive sendt videre til Henry Schein's kunder i løbet af året. Investeringscasen er på rette vej.

Midt i den betydelige markedsusikkerhed løftede de defensive karakteristika ved den franske teleoperatør **Orange** selskabets aktiekurs i 1. kvartal. Orange har i årevis været under pres, da de franske tilsynsmyndigheder har tvunget selskabet til at åbne sit netværk op for lavprisudbydere. For at imødegå dette optrappede Orange udrulningen af sit fibernet for at kunne udbyde pakked løsninger med kvalitetsprodukter og dermed vinde kunder tilbage. Strategien har været kapitalintensiv, men begynder nu at lønne sig. Efter vores mening undervurderer markedet Orange's indtjeningsstabilitet og potentiale for at øge pengestrømmen. Orange's behov for at investere forventes at være mindre i de kommende år, hvilket kan medføre en betydelig stigning i pengestrømmen. I 2023 forventer Orange at generere en pengestrøm på EUR 3,5 – 4,0 milliarder sammenlignet med EUR 2,7 milliarder i 2021. Med en uændret udbetalingsprocent på 75% kan Orange hæve udbyttet til EUR 1 pr. aktie fra EUR 0,7, svarende til en flot

udbytteprocent på 9,4%, hvilket efter vores vurdering burde udløse en re-rating.

Aktive porteføljeændringer

Vi har tilføjet det amerikanske betalingskortselskab **Visa** til porteføljen. Visa har gjort en rigtig god forretning ud af at give forbrugerne mulighed for at betale for deres køb med deres Visa-kort. I stort set alle dele af verden, offline og online, accepteres Visa som betalingsmetode, hvilket skaber et stærkt to-sidet netværk, hvor både forbrugerne og de handlende får gensidig fordel. Selskabet er en klassisk flaskehalsforretning placeret på toppen af det globale betalingsmarked, hvor en stigende andel af globale betalinger passerer gennem selskabets flaske. Visa's forretningsmodel fungerer som et duopol med Mastercard.

Visa tjener et lille gebyr på milliarder af transaktioner foretaget årligt over hele kloden, hvilket skaber en voksende indtægtsbase, da gebyrerne er knyttet til både antallet af korttransaktioner og værdien heraf. Omkostningerne ved gradvist voksende transaktioner er minimale, og Visa har derfor øget sit transaktionsvolumen væsentligt uden at skulle investere en masse penge, hvilket har presset avancer og pengestrømme markant i vejret og gjort Visa til et af de mest profitable selskaber globalt. Evnen til at vokse uden megen brug af yderligere kapital betyder, at størstedelen af pengestrømmen kan tildeles aktietilbagekøb og udbyttebetaling.

Visa er en stabil forretning, og vi har tiltro til, at selskabet fortsat kan have en lang og profitabel vækstbane foran sig. Da kontanter fortsat er den dominerende betalingsmetode globalt, er der mange kontantbetalinger, som Visa har mulighed for konvertere til digitale betalinger. Derudover er den strukturelle omstilling til e-handel også gavnlig for Visa, og endelig er Visa kun lige begyndt at udnytte nye markeder som B2B- og B2C-betalinger.

Vi købte Visa med en Earnings Yield på over 5% og vurderer, at dets indtjening har potentiale til tocifret vækst i den nærmeste fremtid. Efter vores vurdering er det et attraktivt fundamentalt afkast for langsigtede investorer.

Den japanske elværktøjsproducent **Makita** genindtrådte i den Globale portefølje i februar. Aktien led betydelig tilbagegang med et fald fra højdepunktet på 7.000 JPY i september sidste år til omkring 4.000 JPY. Den værdiansættelse, som flere investorer var villige til at betale, faldt på baggrund af bekymringer om, at væksten er ved at udjævne sig efter en periode med solid medvind i kombination med den betydelige modvind fra højere inputpriser og skyhøje transportomkostninger, der eroderer overskuddet. Baseret på stærke boligmarkeder og hektisk byggeaktivitet realiserede Makita et stærkt 9-måneders resultat (regnskabsår 31/3-2022) med en omsætning i tocifret vækst. Alligevel voksede overskuddet på grund af inflationspres kun halvt så hurtigt sammenlignet med omsætningen. Med den nuværende aktiekurs mener vi, at den cykliske risiko er fuldt indregnet i aktien, der handler til en Earnings Yield på 10%, hvilket undervurderer Makita's langsigtede potentiale. Selvom omsætningen af elværktøjer korrelerer med den overordnede økonomiske aktivitet, har Makita's økonomiske resultater historisk vist sig meget stabile, dvs. udviser væsentligt lavere indtjeningsvolatilitet end markedet. Ud fra de seneste 10 års indtjeningsdata, kvalificerer Makita sig faktisk til vores laveste risikokategori A. Specialbranchens risikokategori B fastholdes dog i vores værdiansættelse af Makita. I årenes løb har Makita akkumuleret en nettolikviditet, hvilket giver selskabet finansielle muskler til at foretage opkøb, udvide

produktsortimentet og fastholde det teknologiske forspring. Medmindre der indgås M&A-aftaler, forventer vi en stigning i udbyttebetalingen til selskabets aktionærer.

For at finansiere Visa og Makita positionerne solgte vi de resterende aktier i Publicis og Lawson og reducerede yderligere i Seven & I Holdings, General Mills, Pfizer og Orange. Vi øgede vægten i flere positioner i løbet af kvartalet, såsom Adidas, Amadeus It Group, Clorox, Knorr Bremse, Essity, Intertek og Novo Nordisk.

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/afkastvejning uden at glemme vigtigheden af diversificering.

Vi har tiltro til, at ValueInvest Global, med dens nuværende sammensætning med over 85% 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 informationsmateriale – 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 informationsmaterialet. Indholdet af ValueInvest Danmarks informationsmateriale 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 informationsmateriale 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 nærværende informationsmateriale, 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.

Macquarie Investment Management Europe S.A. (MIME SA) er ikke et autoriseret indlånsinstitut i henhold til Banking Act 1959 (Commonwealth of Australia), og MIME SA's forpligtelser repræsenterer ikke indlån eller andre forpligtelser tilhørende Macquarie Bank Limited ABN 46 008 583

542. Enhver investering er underlagt investeringsrisiko, herunder eventuelle forsinkelser i tilbagebetaling og tab af indkomst og investeret hovedstol. Macquarie Bank Limited hverken garanterer eller yder på anden måde sikkerhed for MIME SA's forpligtelser.

This information material is not directed at or intended for persons resident in the United States of America, Canada, Australia, Japan, Switzerland or other jurisdictions outside of Denmark, nor is this information material 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.