

Investeringskommentarer

ValueInvest Global

2. kvartal 2022

ValueInvest
DANMARK

Markedsudvikling

Opsvinget på aktiemarkederne fra slutningen af februar til slutningen af marts, der faldt sammen med udbruddet af den tragiske krig i Ukraine, rakte ikke ind i 2. kvartal. Mens krigen i Ukraine rasede videre, indførte Kina strenge nedlukninger som en del af sin nul-tolerance covid-strategi, hvilket havde en negativ effekt på de allerede skrøbelige globale forsynings-kæder. Udsigten til en væsentligt strammere pengepolitik, da centralbankerne med risiko for at udløse en recession forsøger at nedbringe inflationen, tyngede alt sammen på stemningen blandt investorerne. Efter at have hævet renten med 0,25% i marts fortsatte FED hermed i maj og juni med henholdsvis 0,50% og 0,75%, hvilket fik de globale 10-årige stats-obligationsrenter til at stige markant. Som følge heraf led det globale aktiemarked et to-cifret tab i 2. kvartal med negative afkast for alle tre måneder i kvartalet og et akkumuleret tab på -11,5%.

Sektorer

I 2. kvartal var de tre stærkeste sektorer i Morgan Stanleys Verdensindeks (MSCI Verden) Energi (0,1 %), Stabilt Forbrug (-1,2%) og Medicinal (-2,1%).

De tre svageste sektorer var Cyklisk Forbrug (-19,5%), IT (-17,4%) og Råvarer (-15,2%).

Performance

Vores analysedrevne bottom-up investeringstilgang søger at identificere undervurderede kvalitetsselskaber, som kan yde solid relativ kapitalbeskyttelse under udfordrende markedsforhold, hvilket har fungeret godt for ValueInvest Global i 2. kvartal. Markedet faldt -11,5%, men porteføljeselskabernes defensive egenskaber og høje kvalitet skærmede i høj grad investorerne mod mar-

kedsturbulensen. Den globale portefølje klarede sig dermed bedre end det generelle aktiemarked i 2. kvartal drevet af både allokeringen til sektorer samt aktieudvælgelsen. Den betydelige eksponering til de defensive sektorer Stabilt Forbrug og Medicinal viste sig at være gavnlige, især den stærke effekt af aktieudvælgelsen inden for Stabilt Forbrug.

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

De mest negative afkastbidrag kom i 2. kvartal 2022 fra **Fresenius Medical Care, adidas og Amadeus IT Group**.

De udfordrende handelsforhold i Storkina forårsaget af covid-restriktioner og forsyningskædeproblemer i hele industrien havde en negativ effekt på adidas' aktier. Omsætningen i 1. kvartal blev understøttet af stærke vestlige markeder med en solid vækst på +13 % (valuta-neutral), der uden forsyningskædeproblemer ville have været højere. I modsætning hertil faldt omsætningen i lokal valuta med -35% i Kina, hvilket resulterede i et fald på -3% i den samlede koncernomsætning. Højere omkostninger satte marginerne under pres og medførte et fald i driftsresultatet. På trods af den inflationære modvind øgede adidas investeringerne i nye produkter, hvilket er positivt. På grund af situationen i Kina blev omsætningsforventningen for regnskabsåret sænket til den lave ende af det tidligere annoncerede interval (+11% i lokal valuta), hvor både bruttomargin og driftsmargin forblev på niveauet

for foregående år (50,7% og 9,4%). Der forventes udfordrende markedsforhold, hvor Kina kan få afgørende betydning. Alligevel har vi tiltro til, at den langsigtede investeringssektor er intakt, understøttet af et solidt langsigtet potentiale for omsætningsvækst kan gøre det muligt for adidas at udvide sin margin til ca. 14%.

Verdens førende nyredialyseselskab **Fresenius Medical Care (FMC)** ser ud til at være ramt af en perfekt storm. Selskabet står over for et mix af negative påvirkninger såsom effekten af covid-relaterede dødsfald, der bremser omsætningen, samt stigende omkostninger til patientpleje, der tynger afkastet. Co-vid-19's nylige tilbagevenden har ført til en stigning i antallet af isolationsklinikker, hvilket øger omkostningerne yderligere. Ledelsen gentog sin forventning til hele året efter et svagt 1. kvartal til en vækst i omsætning og nettoresultatet i niveauet 1-5%. Den amerikanske højesteret afsagde dom mod FMC's rival DaVita i juni og fastslog, at den lave refusions-sats i sygeforsikringen for de ansatte på Marietta Memorial Hospital ikke overtrådte Medicare Secondary Payer Act, hvilket fik aktien til at falde endnu mere i juni. FMC oplyste, at dommen ikke vil påvirke indtjeningen i år. Efterhånden som de negative virkninger af Covid-19 aftager, og omkostningsbesparelser slår igennem, forventes indtjeningen at stige. Desuden forventes fortsat vækst i Medicare Advantage og en stigning inden for hjemmedialyse at bidrage til et løft i rentabiliteten.

I 2. kvartal 2022 kom de største bidrag til afkastet fra **Lamb Weston, Merck & Co og Kimberly Clark**.

Lamb Weston er et af de få selskaber, der producerer pommes frites på globalt plan. Det amerikanske selskab har kæmpet med varianterne af coronavirus, hvilket har påvirket efterspørgslen på tværs af restauranter og foodservice-kanaler. Derudover har virussen haft en negativ effekt på både produktion og distribution. På det seneste har Lamb Weston slået markedets forventninger ved at kunne forbedre produktiviteten og hæve priserne med +12%. For det hårdt prøvede foodservice-segment steg nettoomsætningen med +34% baseret på et pris/mix på +22% og en stigende volumen på +12%. Kunderne har fortsat behov for at spise, og pommes frites er stadig på menuen verden over.

Det amerikansk-baserede globale medicinalsselskab **Merck**, som har udviklet et af verdens mest succesrige kræftlægemidler, har overrasket aktiemarkedet positivt med mere end tre milliarder dollars i omsætning i det seneste kvartal baseret på sin nye covid-pille. Pillerne Lagevrio reducerer risikoen for hospitalsindlæggelse med

30% for personer med høj risiko for at udvikle svær Covid-19 infektion. Pillerne blev godkendt til anvendelse i nødsituationer af sundhedsmyndigheder verden over i slutningen af 2021. Merck demonstrerer, at det stadig kan være en god forretning at redde liv ved at bekæmpe kræft og coronavirus. Med hensyn til kræft kan en 21-dages behandling med Mercks kræftlægemiddel angiveligt give patienter, der lider af livstruende hudkræft, 16 måneders livsforlængelse.

Aktive porteføljeændringer

I løbet af kvartalet forlod to positioner ValueInvest Global: **3M** (ændring af investeringscase) og **General Mills** (værdiansættelse). Vi reducerede endvidere vores positioner i **Novo Nordisk, Diageo og Lamb Weston**, som alle fortsat er store beholdninger i porteføljen. Provenuet blev brugt til at tilføje **Otis** til porteføljen og til at øge vores investeringer i **H&M, Intertek, SAP, Visa, Ahold Delhaize og Nestlé**.

Vi har købt en startposition i det amerikanske selskab **Otis**, den globale markedsleder inden for produktion af elevatorer og rullende fortove. For os er Otis attraktiv på grund af selskabets høje indtjeningsstabilitet understøttet af en portefølje på mere end 2,1 millioner enheder, der vedligeholdes under langsigtede servicekontrakter. Otis' portefølje er næsten 50% større end de næst- og tredjestørste aktører i branchen, Kone og Schindler. 80% af driftsindtjeningen stammer fra servicekontrakter. I 2026 forventer Otis at servicere 2,6 millioner enheder. Stigningen i enheder forventes at blive drevet af underliggende markedsvækst og ved at tilbyde digitale løsninger til at forbedre overvågningen af elevatorer. Otis var en del af United Technologies (i dag Raytheon Technologies), indtil det blev udskilt i marts 2020. Som selvstændigt selskab agerer Otis ikke blot pengemaskine i et stort selskab, der potentielt kan finansiere andre forretningsområder, men er nu fokuseret på at udvikle sin egen fremtidige forretning. Otis er meget rentabel og tjener et afkast på sine investeringer på ca. 35% (før skat). Det betyder, at selskabet kræver færre investeringer for at vækste, hvilket gør at selskabet producerer et stærkt cash-flow Den største risiko for investeringscasen vedrører Kina, hvor byggebranchen kæmper med trængte ejendomsudviklere og covid-nedlukninger. 20% af Otis' omsætning stammer fra Kina. På trods af selskabets høje indtjeningsstabilitet kan der forventes større udsving i aktiekursen, da markedet nogle gange ser helt bort fra de underliggende fundamentale egenskaber. Baseret på det langsigtede vækstpotentiale og en fornuftig værdiansættelse har vi tiltro til, at Otis tilbyder en attraktiv langsigtet afkastmulighed for den tålmodige investor.

Forventninger

I 2. kvartal 2022 oplevede aktiemarkedet øget volatilitet, - selv indenfor samme handelsdag kunne der ses store udsving. Alene i 2. kvartal 2022 så vi 8 daglige fald på mere end 2% i MSCI Verden i forhold til 11 sammenlignelige begivenheder i de foregående to år efter pandemiens udbrud. Centralbanker over hele verden har brugt det meste af det seneste årti på at forsøge at skabe inflation.

Nu hvor inflationen endelig er her, er den for høj, og det må forventes, at kampen for at tæmme det forhøjede inflationsniveau kan resultere i fortsatte udsving på de finansielle markeder.

Vi anerkender, at aktiemarkederne allerede er faldet markant. På disse volatile markeder har vi fortsat fokus på det grundlæggende for at identificere selskaber, vi ønsker at eje i lang tid.

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.