

ValueInvest

INDSIGT | RAPPORTERING | INVESTERINGSCASES | NR. 2-2020



ESG UNDER
COVID-19



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

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 Equity Team
og Bloomberg

3 FORORD

Da Covid-19 spredte sig til Europa, fik det alarmklokkerne til at ringe. I marts bredte nedlukningen sig som en steppebrand rundt om i verden, og den bevægelsesfrihed, vi i vores del af verden ofte har taget for givet, blev taget fra os.

5 INDSIGT

Selvom Covid-19 allerede var på dagsordenen omkring nytår, var der ingen der regnede med, at foråret 2020 udelukkende skulle handle om denne verdensomspændende pandemi. Indsigt om uforudsete hændelser.

7 STATUS PÅ VALUE-INVEST DANMARK

Fra Risk-on til Risk-off og lynhurtigt tilbage til Risk-on. Voldsomme kursfald i februar og marts blev afløst af pæne kursstigninger.

10 ESG UNDER COVID-19

Er det stadig vigtigt at tænke på Environment, Social og Governance? I 2019 var der rekordhøj tilstrømning til ESG-fonde, både i Europa og USA. Vi tager et kig på E, S og G samt COVID-19s betydning for selskaberne og investeringsprocessen.

13 CASE: PARKER HANNIFIN

Industriselskabet er drivkraften bag maskiner, der flytter grænser og ændrer verden understøttet af en særdeles stærk virksomhedskultur.

16 CASE: H&M GROUP

Prisvenligt modetøj til alle på bæredygtig vis. 2030 mål er 100% anvendelse af genbrugte eller bæredygtige materialer i produktionen.

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 finansmarkedene. 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.



En sort svane kom flyvende

Forord til halvårsrapporteringen

Efter et stærkt aktieår i 2019, hvor forventningerne om fortsat støtte fra centralbanker kunne holde frykten for recession stangen, fortsatte det nye årti så at sige, hvor det gamle slap. Men næppe var vores nytårsudgave af medlemsbladet på gaden, før tvivlen begyndte af nage investorerne.

Kære investor

USA lancerede et droneangreb og dræbte en iransk general i starten af januar. Da det senere viste sig, at Iran – ved et uheld – havde nedskudt et ukrainsk passagerfly, lagde investorerne hurtigt denne affære bag sig. Underskrivelsen af fase 1 af handelsaftalen mellem USA og Kina bidrog endvidere til at underbygge den positive stemning i årets første måned.

Efterhånden som usikkerheden om den omkringsiggribende Covid-19 virus tog hold i markedet, steg volatiliteten, og selvom februar også startede positivt, endte måneden særdeles negativt for aktiemarkedet. Nyheden om, at virussen havde spredt sig til Europa og de meget restriktive nedlukninger i Italien, fik alarmklokkerne til at ringe. I marts

bredte nedlukningen sig som en steppebrand rundt om i verden, og den bevægelsesfrihed, vi i vores del af verden ofte har taget for givet, blev taget fra os. Grænser lukkede sig, og millioner af mennesker måtte gå i karantæne i deres hjem, visse steder under meget strenge restriktioner.

Efterhånden som erkendelsen om virussen forplantede sig i de finansielle markeder, gav det mindelser om tiden under starten på finanskrisen i 2008. Aktierne faldt voldsomt, og handlen i nogle aktivklasser frøs fast, og centralbankerne måtte igen træde til med massiv hjælp for at løse op på situationen. Da det så værst ud, var aktiemarkedet, målt i DKK ved Morgan Stanleys Verdensindeks, faldet ca. 30%.

Lynhjælp fra centralbanker og rundhåndede politikere

Både centralbanker og politikere var meget hurtige til at komme de finansielle markeder

til undsætning, og der var også økonomisk støtte til virksomheder, der var blevet ofre for den globale nedlukning. Opkøb af finansielle aktiver så som erhvervsobligationer samt muligheden for låntagning for virksomheder var med til at holde hånden under aktiemarkedet. Rent faktisk har vi siden den 23. marts

set en voldsom stigning i aktiekurserne på ikke mindre end 32%.

Dermed nåede centralbankerne ikke at formindske deres balancer, der blev udvidet markant for at afbøde ulykkerne fra finanskrisen, inden den næste krise

satte ind. For amerikanske FED ser det ud til, at kurven kun går opad. Efter finanskrisen steg FEDs balance fra 870 mia. USD til 4,5 billioner USD, for så at falde til 3,8 billioner USD. Fra marts er balancen eksploderet til 7,1 billioner USD.

Starten på den voldsomme udvidelse i 2020 korrelerer tidsmæssigt vældig godt med, at aktiemarkedet begyndte de vilde stigninger. Ordsproget "*Don't fight the FED*" holder

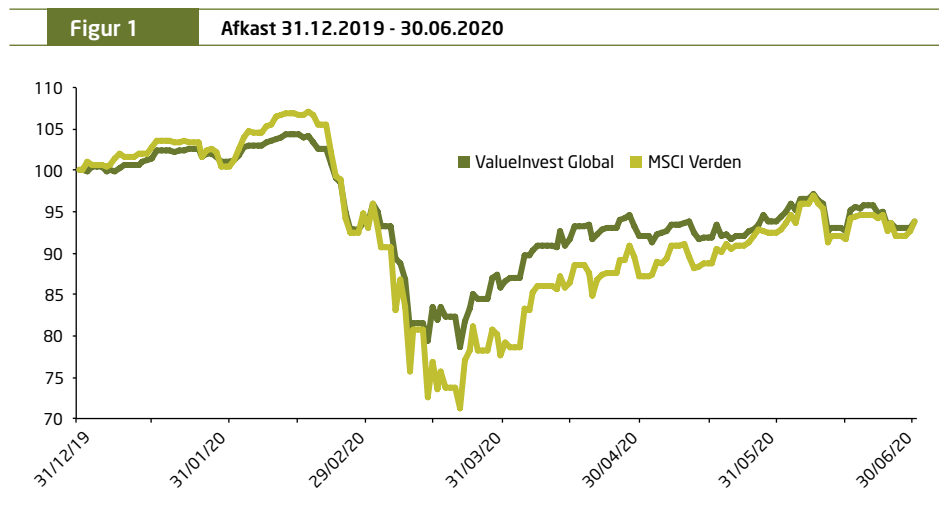


- altså vand endnu engang. Hvis ordsproget skal tolkes, må det være noget i retning af, at FED har ubegrænsede midler, så alle handelsalgoritmer skriger "**KØB**", når FED åbner for sluserne.

Når medicinens virkning er aftagende...

Problemet er blot, at det ser ud til, at penge- regnen fra FED og andre centralbanker har en aftagende effekt med tiden. Hvis man kigger på "money velocity" i USA fra finanskrisen og fremad, viser der sig et billede af, at virkningen af flere penge aftager. Med andre ord skal der for at skabe den samme mængde aktivitet i samfundet flere og flere penge til. Tillige ses en tendens til, at der under en recession sker en yderligere negativ udvikling i virkningen af flere penge. Og verden er i øjeblikket vidne til en dyb recession.

I 2007, før finanskrisen for alvor startede, ville en dollar i ekstra penge i USA udløse to dollars økonomisk aktivitet. Eksempel: hvis man ville skabe 100 dollars ekstra økonomisk aktivitet i 2007, så skulle man skyde 100 dol-



lars ud i økonomien. De seneste tal fra Federal Reserve Bank of St. Louis viser, at der for at skabe den samme ekstra aktivitet i dag skal skydes betydelig flere dollars ud i økonomien.

.....så skal patienten på en ny kur

Hvis udviklingen i USA er nogen rettesnor, så skal der inden længe findes en ny kur, da "mere af samme medicin" ikke længere har

nogen virkning. Som læseren vil vide, har vi tidligere stillet spørgsmålstegn ved, om man kan kurere vigende økonomisk vækst med gældsoptagelse. Hvis vores tvivl vinder fodfæste i de finansielle markeder, vil vi komme til at opleve nogle voldsomme udsving på aktiemarkedet, der vil få en rutsjetur som den, vi lige har været igennem, til at ligne den rene søndagsudflugt. Læs mere herom i Indsigt.

Antallet af unikke investorer faldt i første halvår 2% til 28.394 investorer. Dette skal sammenholdes med en faldende udvikling i den samlede formue på på 17% til 4,6 mia. kr., hvor knap halvdelen af formuertilbagegangen hidrører fra ikke geninvesterede udbytter udbetalt i starten af året. Det resterende fald i formuen har været påvirket af negativt afkast samt tilbagesalg. Vi takker for den tillid, vores investorer har vist os og byder nye velkommen.

Længere inde i medlemsbladet skriver vi om to nye selskaber i de Globale porteføljer: den amerikanske maskinproducent Parker Hannifin og den svenske tøjgigant H&M Group. Vi håber, at disse investeringscases indbyder til interessant læsning.

God sommer.

Ole Steffensen

Bestyrelsesformand, ValueInvest Danmark



Uforudsete hændelser

Selvom Covid-19 allerede var på dagsordenen omkring nytår, var der ingen der regnede med, at foråret 2020 udelukkende skulle handle om denne verdensomspændende pandemi. Ved årsskiftet skrev vi i disse spalter, at aktiemarkedet var ude af takt med økonomien, og at det kunne føre til en stilstandsperiode for markedet, hvis ikke vi kom til at se en solid stigning i den økonomiske vækst.

Vi havde ikke forestillet os, at det nærmest skulle komme til en komplet stilstand i verdensøkonomien, da store dele af verden lukkede ned i februar og marts måned. Det havde en voldsom effekt på millioner af mennesker verden rundt, og det gik heller ikke uset forbi de finansielle markeder, herunder også aktiemarkedet. Det kommer vi tilbage til.

At gemme lidt til dårlige tider

Ligesom det kan være en god idé, i den private økonomi, at have lidt "finansielt råderum", så er det også et koncept, nogle lande arbejder med. I årets første nummer af medlemsbladet skrev vi om, at Tyskland og Holland har "finansielt råderum", hvorved forstås, at de har gemt lidt økonomisk ammunition. Danmark er i nogenlunde samme fornuftige situation.

Privat eller nationalt, konceptet er det samme: man antager, at man ikke kan forudse alt, og derfor gemmer man lidt på kistebunden. Når den uforudsete hændelse indtræffer, så har man lidt at stå imod med i den første svære tid. Man behøver ikke at kunne forudse pandemier for at anvende dette princip. Faktisk skal man blot anerkende, at alt ikke kan forudsiges, og netop derfor lægger man til side til en regnvejrsdag.

Med den gældsoptagelse, vi beskrev i Forordet i medlemsbladets nytårsgave, er det klart, at der ikke er blevet "lagt til side", så der kunne være mere at stå imod med i dårlige tider. Tværtimod har eksempelvis USA gennemført skattelettelser, der af nogen blev betragtet som selvfinansierende (hvilket de

”

Hvis vi anerkender, at mennesker ikke har kontrol over alt her i verden, så havde der måske været en smule mere finansielt råderum i verden til at afbøde konsekvenserne af Covid-19.

åbenbart ikke er). Det har (naturligvis) medført, at gældsniveauet er steget markant.

I bagklogskabens klare lys

Vi er alle enige om, at omfanget af Covid-19 pandemien og de ringe, det har spredt i verden på verdensplan, var uforudsigelige. Det var den sorte svane, der kom flyvende, som skrevet i Forordet. Hvis vi knytter teorien om den sorte svane sammen med "at gemme til dårlige tider" og anerkender, at vi mennesker ikke har kontrol over alt her i verden, så havde der måske været en smule mere finansielt råderum i verden til at afbøde konsekvenser-

ne af Covid-19. Det er ikke bagklogskab, for det har vi skrevet om mange gange - mest fordi det er et sundt princip.

Hjælpen var og er nødvendig

Det står hævet over enhver tvivl, at hurtigt og massiv hjælp var nødvendig for at afbøde de værste effekter for både virksomheder og mennesker. Vi krydser fingre for, at alle hjælpepakker, støtte og gode intentioner når ud til dem, der har behov og ikke bliver forsinket i millimeterdemokratiets hellige tegn.

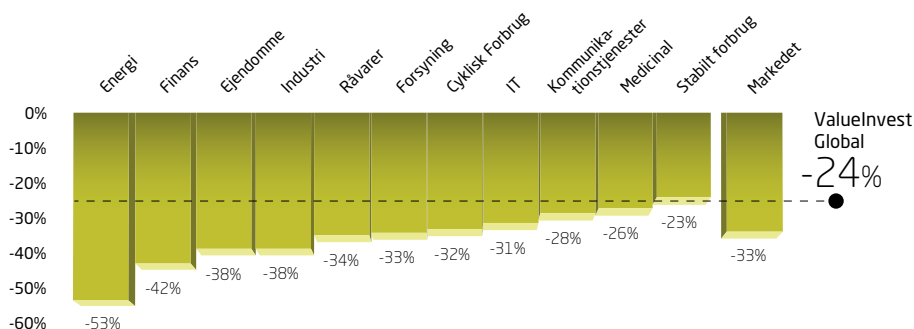
Og nu til noget helt andet - aktiemarkedene

De dårlige nyheder spredte sig hurtigt, og med computerens hjælp blev nyhederne omsat til handelsordrer med lynets hast. Det estimeres, at algoritmer (computerhandel) udgør ca. 60% af al handelsaktiviteten i USA. Der er intet nyt under solen i det, hvilket givetvis er en medvirkende årsag til de voldsomme udsving på markedet i disse tider.

Dette understreges af, at aktiemarkedet (MSCI Verden, inkl. dividende) faldt med 33% på godt en måned fra den 19. februar. Igen var der store forskelle imellem de enkelte sektors udsving (tab). Stabilit Forbrug klarede sig mindst dårligt og tabte i den periode "kun" 23%. Medicinalselskaberne nød godt af det forhøjede fokus på sundhed og tabte 26%. I den anden ende af skalaen finder vi

Figur 1

Markedsafkastet opdelt i sektorer 19.02.2020-23.03.2020



- Energi og Finans, der tabte 53% og 42% respektivt.

Aktive fravalg

Som læserne sikkert vil vide, har vi ingen finansaktier i vores porteføljer. På trods af det ret så finmaskede sikkerhedsnet, som centralbankerne spænder ud under den finansielle sektor, mener vi fortsat, at gennemsigtheden i en stor del af sektoren er for ringe til, at vi ønsker at placere vores investors midler deri. Fra tidligere analyser ser vi desuden, at afkast/risikoforholdet afspejler den risikokategori, som vi betegner som D, nemlig den næstmest cykliske risikokategori.

Samtidig med at vi ville påtage os en højere cyklisk risiko, ville vores afkast ikke kunne stå mål med, hvad man kan opnå andre steder i markedet (dette er set ud fra en passiv investors synspunkt). Vi er imidlertid ikke passive investorer, men særdeles aktive (stor afvigelse fra benchmark), og det er et aktivt fravalg ikke at investere i Finans.

Ligeledes har vi heller ingen investeringer i Energi og har ikke haft det siden foråret 2016. Det er ikke, fordi vi har kigget i krystalkuglen og forudset, at oliepriserne i USA ville blive negative en overgang i dette forår. Det er derimod også et aktivt fravalg, da vi igenem en årrække har konstateret, at sektoren

overordnet set har haft svært ved at tjene penge nok til at dække de risikojusterede kapitalomkostninger. Samtidig mener vi ikke, at vi har haft gennemsigtheden nok til at vælge "de bedste i en dårlig sektor".

Aktivt tilvalg

Dette er derimod ikke tilfældet i en anden "dårlig sektor": Råvarer. Ligesom Energi har denne sektor også svært ved at tjene til sine kapitalomkostninger. Men en af underindustrierne, Industrielle Gasser, er derimod særdeles attraktiv, og her har vi foretaget et aktivt tilvalg i form af Air Liquide. Selskabet har klaret sig godt igennem denne første svære tid af Covid-19 perioden pga. selskabets høje grad af stabilitet i omsætning og indtjening.

Under *Status på ValueInvest Danmark* kommer vi lidt mere ind på betydningen af til- og fravalg af sektorer.

Forventninger

Alle forventer en recession. Men aktiemarkedet kigger jo måneder og kvartaler fremad, så den aktuelle situation er ikke så relevant for, hvilken retning markedet vil tage.

Som altid forsøger vi at afholde os fra at gætte på retningen af markedet. Vi prøver at holde os til områder, hvor vi mener at kunne

tilføre værdi. Det er at afsøge markedet for selskaber, der over en konjunkturcyklus kan betale deres kapitalomkostninger og dertil tjene en margin på toppen af disse omkostninger. Hvis selskabet tilligemed kan geninvestere noget af den overskydende margin i yderligere vækst, så bliver det til det, vi kalder en kvalitetsvirksomhed. Dem vil vi gerne købe nogle af, men vi vil ikke betale for meget for dem. Derfor har vi aktuelt ingen IT-selskaber. Det berører vi også under *Status på ValueInvest Danmark*.

Selvom vi ikke forsøger at gætte på markedets retning, er der en hel del andre, der gør det. Derfor bliver kommunikationen fra centralbankerne uhyre vigtig for den volatilitet, vi kommer til at opleve. Ethvert ord, sætning og vending fra centralbankchefer verden rundt vil blive vejret på en guldvægt og fortolket, - mange steder af forprogrammerede algoritmer, der er klar til at sælge eller købe.

Hvis fortiden er nogen kilde til spådom om fremtiden, så vil vi komme til at se mange op- og nedture i markedet. Analyser viser, at markedet over de seneste 40 år har oplevet et 20%-fald (eller mere) otte gange, altså i snit hvert femte år. Et 10%-fald sker cirka hvert andet år over denne 40-års periode. Vi ser ingen grund til at tro, at den frekvens falder. ●



Alle forventer en recession. Men aktiemarkedet kigger jo måneder og kvartaler fremad, så den aktuelle situation er ikke så relevant for, hvilken retning markedet vil tage.

Status på ValueInvest Danmark

Frå Risk-on til Risk-off og lynhurtigt tilbage til Risk-on

Det globale aktiemarked målt ved Morgan Stanleys Verdensindeks gav i første halvår 2020 et negativt afkast på -6,2%. ValueInvest Danmarks Globale porteføljer gav ligeledes et negativt afkast i intervallet -5,8% til -6,2%. Det japanske aktiemarked gav i første halvår 2020 et negativt afkast på -7,5% målt ved Morgan Stanleys Japan Indeks. ValueInvest Danmarks Japan portefølje gav et negativt afkast på -3,5%, dog bedre end markedet.

Globalt investeringsmiljø

Ingen nyheder er så dårlige, at de ikke er gode for aktiemarkedet. Jo værre nyhederne er, jo mere stiger markedet. Det betyder nemlig, at den rige onkel fra Amerika sender penge. Den rige onkel optræder i forskellige forklædninger såsom som en centralbank, en regering, EU.

Den globale COVID-19 pandemi kunne ingen forudsige, og den nærmest totale nedlukning af den globale økonomi har fremkaldt en global og massiv krisestøtte fra alle sider. Aktiemarkedet har taget løfterne om støtte til sig som danske jordbær med fløde på en varm sommerdag. Siden markedet ramte bunden i marts er det steget igen med 32% målt ved MSCI Verden.

Vi spørger dog os selv om, hvorvidt det virkelig kan passe, at den massive krisestøtte kan lukke hullet for det store økonomiske tab, verden har lidt, og ikke mindst da der er tale om lånte penge. Som vi så ofte har været inde på, så virker det dog ikke som om, at gæld er noget, der bekymrer investorerne (indtil den skal betales tilbage). Hvis man er den forsigtige

investor, vil man nok tænke på, at markedet er lidt foran de økonomiske realiteter. De voldsomme kursfald, vi oplevede i februar og marts måned, kom som lyn fra en klar himmel, og på baggrund af hvad man nok kan kalde en selvtilfreds holdning, der herskede blandt mange investorer.

Selvom investorerne i ValueInvest Danmark også tabte penge, kunne vi dog minimere skaderne og dermed den økonomiske lussing, vores investorer måtte lide.

Under "Indsigt" har vi berørt vores sektorvalg, men kommer lidt mere ind på det nedenfor.

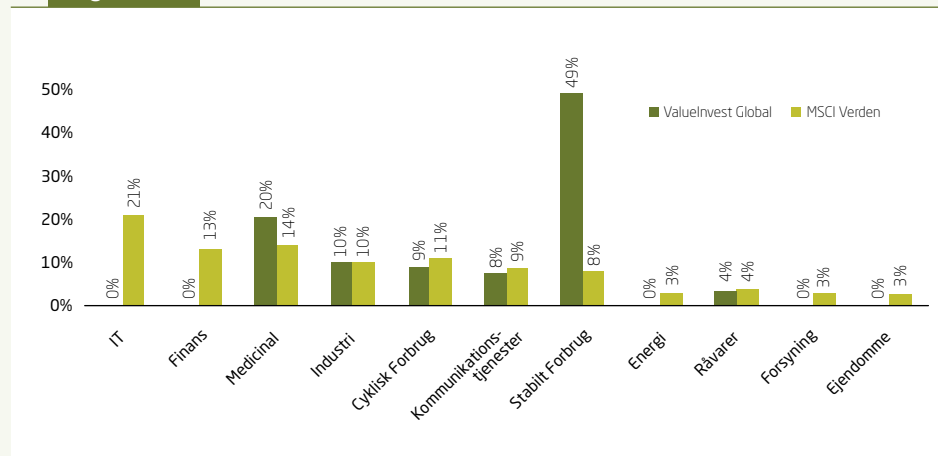
Kapitalbeskyttelsen har en pris

Når man som os har betroet sig til den samme investeringsfilosofi siden 1998 og levet med den igennem mange markedsforhold, er det vigtigt at forstå, hvad filosofien gør for os og dermed vores investorer. Vores opfattelse af risiko er absolut. Dermed bliver selskabernes evne til at navigere igennem økonomiske cyklusser afgørende. Vi skriver ofte om aktive fravalg, der er taget for at minimere risikoen for tab.

De fravalg er ofte baseret på et længere varende analysearbejde, der har til hensigt at øge vores forståelse for, hvor vores investors midler skal investeres for at få den

Figur 1

Sektorallokering for ValueInvest Global og MSCI Verden



- optimale kapitalbeskyttelse i svære tider på markedet og samtidig deltage så meget som muligt, når aktiemarkedene er mere optimistiske.

Afkastforklaring

Sammensætningen for både de Globale porteføljer og Japan porteføljen følger en bottom-up proces med indbyggede begrænsninger, der skal reducere downside risiko mest muligt. Vores aktieudvælgelse er baseret på en omhyggelig vurdering af hvert enkelt selskab og dets risiko- og afkastprofil. Da vi ikke er bundet af noget aktieindeks, er eksponeringen til brancher, sektorer og lande et resultat af, hvor vi identificerer den bedste risiko/afkastafvejning uden at glemme vigtigheden af diversifikation. Den store forskel i sammensætningen af porteføljerne i forhold til markedet understreges også ved, at Active Share for ValueInvest porteføljerne ligger over 95%.

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

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.

Fortsat ingen IT aktier

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 det med IT aktierne lige nu, er villig til at betale en langt højere multiplend end vi er. Da gassen gik af ballonen for Microsoft i 00'erne, kom ligningen til at gå op for os, og vi købte Microsoft i 2009.

Under det store kursfald i marts kom nogle af selskaberne i nærheden af interessante niveauer, men de massive støtte programmer fik hurtig vendt rundt på kursudviklingen, men det er jo nok ikke sidste gang, vi har set bølgeskulp på aktiemarkedet. Så 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.

Fortsat heller ingen Finans, Energi, Forsyning eller Ejendomme - 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 blandt investeringerne.

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 Active Share på mere end 95% i de Globale porteføljer, må vi konkludere, at vi har valgt tage risikoen for at se dumme ud.

Selskaber - negative og positive bidrag til afkastet

Som det fremgår af figuren ovenfor, så har vi fortsat en stor allokering til selskaber i sektoren Stabilit Forbrug. Det var en stor fordel under den meget negative markedsudvikling i februar og marts måned. Men da markedet igen blev reddet at gong-gong'en (centralbankerne), blev det pludselig en ulempe (relativt) at eje disse selskaber. Samlet set over første halvår, var det dog fortsat en fordel for investorerne at have en solid andel i disse selskaber, primært pga. en god aktieudvælgelse.

I valget af sektorer var fravalget af IT aktier den største negative bidragsyder til afkastet. Uden at skulle sammenligne IT sektoren med 1999, så har vi dog haft en tilsvarende situation som dengang, hvor det også så lidt "forkert" ud ikke at have IT aktier. Fravalget af både Finans og Energi var derimod positivt for det relative afkast i forhold til MSCI Verden. 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.

De største negative bidrag til afkastet kom fra G4S (sikkerhed) og franske Sodexo (global service leverandør).

G4S har for nylig afsluttet salget af sin konventionelle kontante forretning, og efter at have modtaget størsteparten af betalingen kontant er den allerede gode sundhed i balancen blevet øget, hvilket minimerer selskabets risiko for ikke at komme helskinnet gennem den igangværende pandemi.

Da de fleste af Sodexos forretningsområder lider uforholdsmæssigt af virkningen fra Covid-19, har selskabet nedjusteret sine for-

ventninger til omsætning og driftsindtjening, da støvet er begyndt at lægge sig på restauranter- og cateringtjenester over hele verden. Samtlige selskabets forretningssegmenter forventes påvirket af pandemien, hvilket har gjort det svært for Sodexo for at kompensere for virkningen heraf. Vi har fortsat tiltro til behovet for Sodexos tjenester efter denne globale krise.



De største positive bidrag til afkastet kommer fra to amerikanske selskaber, **General Mills** og **Clorox**. Som det var tilfældet i første kvartal, viste General Mills igen sine defensive egenskaber i løbet af andet kvartal. Selskabets resultater for fjerde kvartal, der sluttede maj, viste organisk vækst i omsætning og driftsresultat på henholdsvis +16% og +24% baseret på konstant valuta. Selskabet drager helt sikkert fordel af, at folk er hjemme og dermed indtager deres måltider mere i hjemmet. Det meget solide sidste kvartal af året løftede den organiske omsætningsvækst til +5% for hele året.

Clorox (husholdningsprodukter) har performeret fantastisk i denne periode. Et ellers ganske anonymt selskab, der virkelig har vist sine defensive egenskaber under pandemien.

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. Allokeringen til sektorer og valget af aktier bidrager næsten ligeligt til afdelingens merafkast. Selvom vi har færre IT selskaber i Japan porteføljen end markedet har, så har udvælgelsen kunnet kompensere herfor. Fravalget af Finans er ligesom i de Globale porteføljer en solid fordel.

Øl og dæk gav ikke så gode afkast



Nyheden om Covid-19 kom som et ekstra chok for Japans megabryggeri **Asahi Group**, der var første halvår største negative bidragsyder til afkastet. Selskabet oplever allerede, at det indenlandske alkoholforbrug er aftagende, da de yngre generationer drikker mindre, og befolkningstallet er faldende. Asahi havde forventet en vis medvind fra de olympiske lege i Tokyo. Asahi Group kontrollerer fortsat ca. 40% af det japanske ølmarked, og selskabets fokus på opkøb i udlandet har medvirket til yderligere vækst, hvormed det står rustet til at imødegå de hårdere tider på hjemmemarkedet.

Bridgestone, den verdensomspændende bildækproducent, er også blevet forholdsvis hårdt ramt i 1. kvartal. Markedsanalytikerne satte deres lid til, at OL i Tokyo i 2020 ville bidrage til en opgang i Japans økonomi efter indførelsen af momsforhøjelsen i oktober 2019. Bridgestone, som også producerer sportsudstyr, herunder golfudstyr, tennisket-chere og cykler samt er partner i Den Internationale Olympiske Komité, der har investeret

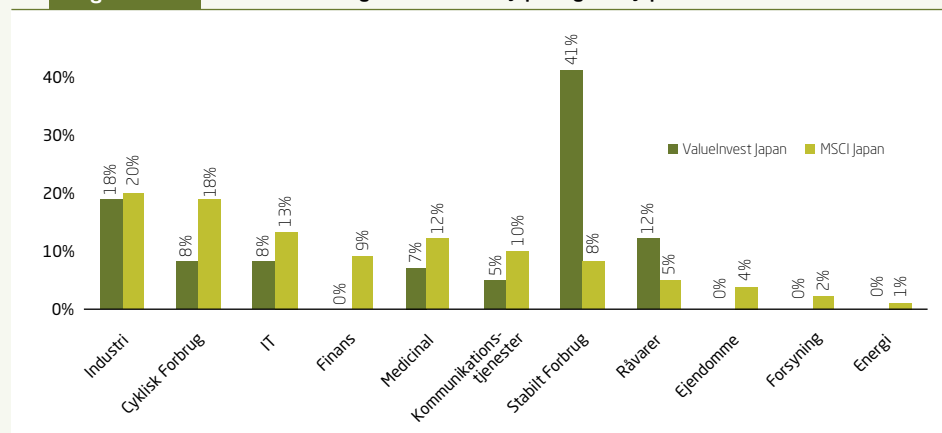
milliarder i sponsorater, er naturligvis blevet ramt af udsættelsen af de olympiske lege indtil næste år.



Itochu Techno-Solutions var blandt de bedst performende selskaber i første halvår. IT selskabet har haft et meget stærkt år med en bedre end forventet underliggende drift, og resultatet for fjerde kvartal var ingen undtagelse. Regnskabsåret 2019/20 sluttede med, at selskabet overgik egne forventninger med hensyn til omsætning og driftsindtjening. Indtjeningen blev realiseret på et niveau, der var +7% højere end indikeret i den seneste forventning.

Toyo Suisan var også blandt de bedste performere i første halvår. Efter det dramatiske kursfald på det japanske marked i første kvartal i 2020 var Toyo Suisan, producent af nudler (færdiglavede) og fødevarer, helt klart et af de selskaber, hvis aktiekurs og markedsforventning til omsætning drog fordel af frygten for coronavirus. ●

Figur 3 Sektor allokering for ValueInvest Japan og MSCI Japan



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

ESG under COVID-19

– er det stadig vigtigt at lænke på Environment, Social og Governance?

ESG-investeringer har de seneste år opnået stor opmærksomhed fra investorerne. Kilder som Morningstar bekræfter, at der i 2019 var rekordhøj tilstrømning til ESG-fonde, både i Europa og USA.

➔ Investorenes holdning til ESG har under COVID-19 krisen delt vandene. Nogle mener, at emner som klimaændringer er knapt så vigtige som de samfundsmæssige og økonomiske udfordringer, vi p.t. står over for. På den anden side mener andre, at vi som samfund har ignoreret flere advarselstegn alt for længe, og den manglende forberedelse er en kritisk faktor ift. de problemer, vi alle nu oplever.

Den samme logik kan anvendes på emner som klimaforandringer, hvor en potentiel krise

på samme måde evt. kunne undgås, eller formidskes, ved at påtale klimaproblemerne i tide.

Langsigtede perspektiver

Foreningens holdning til ESG har ikke ændret sig pga. pandemien. Vores tilgang har altid været at betragte ESG som et tegn på kvalitet. Stabile kvalitetsselskaber er som regel bedre til at håndtere ESG-risici, hvor selskaber, der ikke beskæftiger sig med ESG, ofte falder bagud ift. til de konkurrenter, der gør.

MSCI¹ har netop offentliggjort en undersøgelse² af sammenhængen mellem ESG (selskabernes ESG-rating) og performance. Studiet viste, at selskaber med en højere rating i hhv. E (miljø) S (sociale forhold) og G (selskabsledelse) indikatorerne hos MSCI også har leveret et bedre afkast. Selskaberne i den øvre kvartil (Q5) kunne i undersøgelsesperioden levere et afkast, der var 3,3% højere end selskaberne i den nedre kvartil (Q1).

Hos Foreningens rådgiver, ValueInvest Equity Team i Luxembourg, er der fokus på at levere langsigtede, stabile afkast, og investerings-teamet har en fundamental tilgang til at identificere og analysere aktier. En naturlig del af investeringsprocessen er en detaljeret analyse af økonomiske-, konkurrencemæssige- og andre faktorer, der kan have indfly-

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.



¹ MSCI er en dataleverandør på bl.a. ESG-ratings og analyser
² <https://www.msci.com/documents/10197/1777de78-0d6e-0445-f4dd-e65025552ab6>

delse på det fremtidige afkast - herunder faktorer, der vurderes som væsentlige ud fra et ESG-perspektiv.

Et kig på E, S og G

De seneste år har miljømæssige faktorer stået i rampelyset, hvor investorer især har fokuseret på at analysere klimaændringer og de potentielle medfølgende konsekvenser for selskabernes omsætning og omkostninger. Et eksempel på en miljømæssig risiko er klimaændringernes effekt på råvarer som majs, soja, byg og malt, der især er relevant for fødevareproducenter og andre industrier, der er afhængige af disse afgrøder.

Selvom miljømæssige risici stadig er relevante, har sociale faktorer fået øget opmærksomhed de seneste måneder, hvor investorerne i stigende grad er begyndt at kigge på risici forbundet med COVID-19 og betydningen for det enkelte selskab. Sikkerhed på arbejdspladsen er blevet en af de vigtigste faktorer, der tidligere primært var et fokusområde for industrier som energi, men som under pandemien er blevet relevant for samtlige industrier, der må tage stilling til, hvordan de sikkert kan fortsætte driften og samtidig passe på medarbejdernes sundhed.

Dette har været et problem for flere kødproducenter i USA, men også i Tyskland, hvor store fabrikker har måttet lukke produktionen pga. udbredt smitte blandt medarbejderne, hvilket i sidste ende medførte et stort tab i omsætningen.



Et andet socialt fokusområde under coronakrisen har været selskabernes behandling af medarbejderne, hvor mange selskaber har set sig nødsaget til at overveje de kortsigtede besparelser ved at afskedige medarbejdere, men samtidig må kigge på, hvordan de på langt sigt tiltrækker og fastholder talent og arbejdskraft, når økonomien atter er på rette spor.

Selvom COVID-19 har været forbundet med risici, er det også vigtigt at kigge på potentielle muligheder. Selskaber, der har været involveret i udviklingen af en potentiel vaccine og andre behandlingsmetoder, har f.eks. oplevet en betydelig stigning i aktiekurserne.

Governance-aspektet er et af de ESG-områder, der altid har nydt opmærksomhed, og

som investorerne har rettet fokus på, bl.a. gennem stemmeafgivelse. Området har ikke mistet betydning under coronakrisen, hvor visse selskaber har måttet annullere dividendeudbetaling o.lign., og investorerne nøje analyserer sådanne tiltag for at vurdere ledelsens evne til effektivt at forvalte kapitalen.

Trods delte meninger omkring hvilke områder, det er vigtigst at fokusere på i en krise som COVID-19, er investorerne enige om, at ESG-emner stadig er relevante. Morningstar rapporterer, at bæredygtige fonde oplevede en tilstrømning på USD 45,7 milliarder i første kvartal af 2020, mens det samlede fondunivers ellers mistede USD 384,7 milliarder i outflow.



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

 **PRI** Principles for Responsible Investment

- ESG manager Lotte Beck og portefølje manager Åsa Annerstedt, som er en del af investeringsteamet i Luxembourg, opsummerer pandemiens indflydelse på følgende måde *"COVID-19 var med til at sætte fokus på vigtigheden af ESG. Krisen vil sætte et blivende aftryk på industrierne, hvis menneskeheden er vis nok til at tage ved lære af den og tilpasse sig"*.

COVID-19s betydning for selskaberne og investeringsprocessen

COVID-19 har også påvirket selskaberne, hvor flere – også store – selskaber har været nødsaget til at nedlægge produktionen, sende ansatte hjem eller producere nye produkter, der kan være til nytte i f.eks. behandlingen af COVID-19.

Foreningen har benyttet foråret til at kontakte en række selskaber, vi investerer i, for at undersøge effekten af coronakrisen og få et indblik i, hvordan selskaberne håndterer konsekvenserne. Teamet har haft diskussioner omkring den langsigtede effekt af krisen, og hvordan den har påvirket porteføljerne.



Konklusionen understøtter Foreningens filosofi omkring sammenhængen mellem ESG og kvalitet. Undersøgelser fra krisen underbygger ligeledes, at kvalitetsselskaber er gode til at inkludere ESG-aspekter, og en høj ESG-rating derfor er tegn på overordnet kvalitet. Porteføljeselskaberne har overvejende været hurtige og gode til at reagere på og tilpasse sig den nye situation. Bl.a. derfor og pga. strategiens defensive karakter og attraktive værdiansættelse har Foreningen været i stand til

at levere relativ kapitalbeskyttelse og fornuftige resultater trods markedets nedtur. Selskabernes evne til at navigere krisen har blot bekræftet os i, at det er god forretning at integrere ESG i investeringsprocessen.

Se mere om Investeringsforeningen ValueInvest Danmark på

www.valueinvest.dk

Ansvarlighed er
god forretning for
selskaber og
investorer.



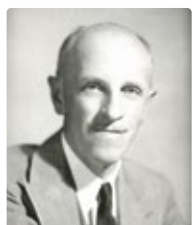
CASES.



Case af Foreningens investeringsrådgiver

PARKER HANNIFIN – drivkraften bag maskiner, der flytter grænser og ændrer verden understøttet af en særdeles stærk virksomhedskultur

Parker Hannifin blev grundlagt i Cleveland, Ohio i 1917 af Arthur LaRue Parker og Carl Klamm, der producerede pneumatiske bremsesystemer til lastbiler, togbusser, industrimaskiner og fly. I 1957 overtog Parker familievirksomheden Hannifin, som var producent af cylindre og ventiler.



Arthur LaRue Parker
Grundlægger



Pat Parker
Tiltrådte firmaet i 1955

➔ I 1964 blev Parker Hannifin noteret på børsen i New York. Parkers søn, Pat, tiltrådte i selskabet i 1955 og var medvirkende til at fastlægge og -holde selskabets værdier gennem årtier. I Parker

Hannifins historiebog står følgende skrevet: "Hans sans for humor, ydmyghed og omsorg føltes fra produktionsanlæggene til de bonede gulve. Ligesom sin far havde han en passion for innovation, og han var stærkt engageret i kunderne som partnere og venner." Pat Parker døde i 2005.

Parker Hannifins medarbejdere så et højere formål med deres arbejde, nemlig at bistå deres kunder med at fremstille maskiner, der kunne ændre verden. Disse kunder omfattede flere af de mest dristige innovatører i de seneste 100 år, herunder Charles Lindbergh, Bill Boeing, Donald Douglas, Neil Armstrong, Jim Lovell og Steve Jobs samt fremsynede selskaber som General Electric, General Motors, Cincinnati Milacron, John Deere, RollsRoyce, Siemens og Caterpillar. At deltage i kundernes stræben efter at forbedre verden var mere end en ambition, det var og er meningsfyldt arbejde for Parker Hannifins medarbejdere. Medarbejdernes passion for selskabets mission var drivkraften

”It is doubtful if aeroplanes will ever cross the ocean...The public has...[imagined] that in another generation they will be able to fly over to London in a day. This is manifestly impossible.

William Pickering, a Harvard astronomer, 1908

”Why shouldn't I fly from New York to Paris?

Charles A. Lindbergh on the St. Louis-Chicago Airmail run, September 1926

”To claim that... [a rocket could travel to the Moon] is to deny a fundamental law of dynamics.

An editorial in The New York Times, January 13, 1920

”Houston, Tranquility Base here, the Eagle has landed.

Neil Armstrong from the Moon, July 20, 1969

til at overvinde en række udfordringer, herunder en ulykke, der tilintetgjorde de fleste af selskabets aktiver, konkurs, Depressionen, to verdenskrige, Den Kolde Krig, rumkapløbet, adskillige recessioner, en hidtil uset teknologisk omstilling og globaliseringen af de industrielle markeder.

Selvom Pat Parker døde for en del år siden, svæver hans ånd fortsat gennem gangene i Parker Hannifins kontorbygninger og produktionsanlæg. Enhver konsulent, der engageres til at "forbedre" effektiviteten hos Parker Hannifin sættes således på en hård prøve i et selskab med en særdeles stærk kultur.

I dag er Parker Hannifin et globalt industrikonglomerat, der beskæftiger ca. 55.000 medarbejdere globalt og er repræsenteret i 50 lande gennem 100 divisioner og 336 produktionsanlæg. Selskabet specialiserer sig i bevægelseskontrolsystemer, herunder specielt elektromekaniske, hydrauliske og pneumatiske komponenter såsom ventiler, pumper, filtre og motorer.

Brancheperspektiv

I de seneste 10 år har rentabiliteten i maskinindustrien udvist noget lavere udsving end det globale marked i gennemsnit. Den lavere volatilitet end markedet er måske overraskende i betragtning af kundebasens cykliske karakter (dvs. bilindustrien, flyindustrien, energisektoren etc.) Omfanget af eftermarkedssalg er dog i mange af selskaberne helt klart en betydende faktor, der er medvirkende til højere stabilitet i industrien end markedet.

Parker Hannifin har mange konkurrenter, men kun få heraf (hvis nogen overhovedet) udbyder så bred en palette af produkter som

- Parker Hannifin. Udover de største konkurrenter agerer et større antal mindre markedsaktører, hvoraf nogle kan blive opkøbt af Parker Hannifin som led i en konsolidering af branchen. Maskinindustriens merafkast af den investerede kapital har i gennemsnit været knap 6% i den seneste 10-års periode med en meget svag opadgående tendens over hele perioden. Branchens evne til at indtjene sine kapitalomkostninger er relativt stærk og noget bedre end markedet. Således viser beregninger over de seneste 10 år, at kun 23% af branchens selskaber ikke evnede at dække deres kapitalomkostning sammenlignet med 36% for selskaberne på det globale marked. Efter finanskrisen har merafkastet i maskinindustrien været relativt stabilt med undtagelse af 2009, hvor branchen var break-even med sin kapitalomkostning. Maskinindustrien klassificeres som en relativt solid B-risikokategori med en samlet risikopræmie på 57%.

Selskabets position i branchen

Parker Hannifins største konkurrenter er Eaton Corp, Idex og Woodward Inc, selvom de ikke er fuldt ud komplementære. Markedsværdien for disse selskaber udgør hhv. 32, 10 og 5 mia. USD sammenlignet med 22 mia. USD for Parker Hannifin, som er kendetegnet ved at have et eftermarkedssalg på mere end 54%. Eatons eftermarkedssalg anslås at være i omegnen af 20%. Andelen af eftermarkedssalg er en såkaldt omvendt cyklisk funktion, der hjælper selskabet med at afbøde den cyklikalitet, der opstår ved at have kunder i mange cykliske sektorer. En sammenligning af udsvinget på driftsmarginen for Eaton og Parker Hannifin viser hhv. 25% og 15%. Den individuelt beregnede risikopræmie for Parker Hannifin er 36%, hvilket indikerer et A-selskab (52% for Eaton).

Set lidt bredere ud fra blandt Parker Hannifins konkurrenter, f.eks. Makita, Stanley Black & Decker, Illinois Tool Works, SKF og Snap-On er risikopræmien for Parker Hannifin stadig blandt de laveste bortset fra Woodward og Makita.

ESG (Environment, Social & Governance)

En vigtig ESG-risiko i Parker Hannifin er produktgodkendelsesprocedurer (product governance), da komponenterne typisk fungerer som en del af andre enheder. Manglende pålidelighed og kvalitet i Parker Hannifins produkter kan udløse uønskede resultater, som igen kan medføre ulykker, tab af menneskeliv, tab af produktion for kunderne og endelig retssager. Derfor er stærke produktgodkendelsesprocedurer afgørende for at minimere risici såsom driftsforstyrrelser, tilbagekaldelser eller kompensation, der kan hidrøre fra fejl. Parker Hannifin oplyser, at alle selskabets produktionsanlæg enten er certificeret efter ISO 9001 kvalitetsstyringsstandarder eller er i proces med en sådan certificering. Anlæg i Den Europæiske Cylinderdivision i Warwick, Köln og Falköping har allerede opnået certificering.

De ansatte er nøglen til Parker Hannifins fortsatte succes. Det er derfor afgørende for selskabet at kunne tiltrække kvalificerede medarbejdere

til forskning og udvikling samt en pålidelig og dygtig arbejdsstyrke til produktionsanlæggene. Selskabet arbejder med solide programmer til kontinuerlig rekruttering og udvikling af medarbejdere og yder finansiering af universitetslaboratorier samt sponsorer ingeniørstuderende tilligemed et globalt udviklingsprogram, der giver deltagere mulighed for at komme et år på udveksling i et andet land.

I overvågningen af Parker Hannifins ESG-indsats fokuseres desuden på selskabets ledelse, bl.a. repræsentationen af kvinder i bestyrelsen, som i øjeblikket udgøres af 27% kvindelige bestyrelsesmedlemmer. De uafhængige bestyrelsesmedlemmer repræsenterer 81%.



Thomas Williams, CEO og formand for bestyrelsen

CEO Thomas Williams er tillige formand for bestyrelsen, og her må vi sige, at vi foretrækker, at de to roller er fordelt på to personer. Opdelte CEO og formandsroller er karakteristiske for 66% af selskaberne på dette marked, så her tilhører Parker Hannifin mindretallet.

Trusler

- Produktgodkendelsesprocedurer og risikoen for ikke at opfylde forventet produktkvalitet, hvilket kan medføre kundeflugt
- Et stort globalt økonomisk sammenbrud på grund af den globale gældssituation eller et specifikt amerikansk gældsproblem, der kunne skade Parker Hannifins hjemmemarked
- Problemer med at tiltrække tilstrækkeligt talentfulde ingeniører og medarbejdere til at videreudvikle produkter og relevante løsninger til stadigt mere sofistikerede kunder
- Mere end 60% salg afledt i USA

Selskabets produkter betjener mere end 455.000 globale kunder i enhver betydende fremstillings-, transport- og forarbejdningsindustri. I de senere år har Parker Hannifin med succes differentieret sig fra at være blot en leverandør af industrikomponenter af høj kvalitet til at rykke op i værdikæden ved at skabe en stærk systemfokuseret forretning. Specifikt integrerer selskabet sine komponenter til kunderne

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.



ud fra deres individuelle behov og bistår dem med at maksimere deres afkast af investeringerne. Cirka 25% af omsætningen hidrører i dag fra Parker Hannifins systemafdeling, hvilket fremadrettet burde resultere i øget stabilisering af omsætning og cash flow.

Parker Hannifin er desuden stærkt diversificeret, så ingen af selskabets produkter repræsenterer mere end 1% af omsætningen, og på kundesiden tegner ingen sig for mere end 3% af omsætningen. Ca. 60% af omsætningen stammer fra USA, og mere end 54% af Parker Hannifins industriomsætning kan henføres til eftermarkedetsforretning med højere marginer. Her samarbejder selskabet med mere end 13.200 globale distributører om at skabe tilbagevendende omsætning via salg af reservedele og langsigtede vedligeholdelseskontrakter.

Investeringsrationale

Parker Hannifin er ikke et fix-it selskab, ej heller et selskab, der er gået ex-vækst, men et meget succesrigt industriselskab med en lang track-record, som dokumenterer selskabets evne til at udvikle, designe, patentere, uddelegere, producere, sælge, distribuere og efterfølgende servicere industriprodukter på det globale marked.

Parker Hannifin udmærker sig i en "gammel industri" og har bevist sin levedygtighed i mere end 100 år. Selskabet bidrager til samfundets udvikling ved at effektivisere bevægelse. I en stadig mere uådnagribelig verden har stærkt håndgribelige Parker Hannifin helt sikkert sin berettigelse til fortsat eksistens og trivsel.

Selskabets omsætning og driftsresultat er vokset med hhv. 3,3% og 8,4% årligt i de seneste 10 år. Bevægelseskontrol-industrien forventes fortsat at vokse sammen med maskinindustrien generelt. Parker Hannifin er en vækst case, hvor de gode resultater har fortsat år efter år. Selskabet har 62 år i træk præsteret et stigende årligt udbytte. Derudover har den investerede kapital været konstant stigende (+ 62% på 10 år), hvorved selskabet har kunnet overføre en del af indtjeningen til en voksende kapitalbase. Merafkastet herpå har de seneste 10 år gennemsnitligt været 10%, kun afbrudt af en meget svagt faldende tendens på grund af to ekstraordinære år lige efter den globale finanskrisen. Femårstrenden er stigende.

Indtjeningen anvendes til at skabe organisk vækst, produktivitetsforbedringer, udbytte, tilbagekøb af aktier og endelig til at fortsætte konsolideringsprocessen, hvor de seneste eksempler er overtagelsen af EMFCO "Exotic Metals Forming Company LLC" i september 2019 og LORD i oktober 2019.

Nøglepunkter

- En stor aktør inden for bevægelseskontrolmarkedet
- Samarbejde med kunderne, hvilket medfører et højt eftermarkedssalg
- Ingen kunde tegner sig for mere end 3% af omsætningen. Selskabet har 455.000 kunder
- Kundeunderlaget er fordelt udover mange brancher

Værdiansættelse

Vi forventer, at væksten i den nærmeste fremtid vil blive svækket af nedgangen i det globale BNP forårsaget af Covid-19 pandemien. Det langsigtede potentiale forventes imidlertid at forblive uændret fundamentalt set. Det indtjeningsfald, vi kan forvente på grund af det faldende globale BNP, formodes derfor at være midlertidigt.

Selskabets fundamentale stabilitet er væsentlig bedre end branchens samtidig med, at Parker Hannifin er i stand til at tjene et merafkast på den investerede kapital, der på risikoujusteret basis er mere stabilt og væsentligt højere end branchens og aktiemarkedets. Når vi så tillige kan erhverve selskabet til en Earnings Yield, der er højere end både branchens, markedet samt den samlede Globale portefølje, mener vi afgjort, at Parker Hannifin fortjener en plads i de Globale porteføljer. ●

Parker Hannifin

www.parker.com

Hjemsted
USA

Etableringsår

Grundlagt i Cleveland, Ohio i 1917 af Arthur LaRue Parker og Carl Klamm.

Produkter

Et globalt industrikonglomerat, der specialiserer sig i bevægelseskontrollsystemer, herunder specielt elektromekaniske, hydrauliske og pneumatiske komponenter såsom ventiler, pumper, filtre og motorer.

Antal ansatte

Selskabet beskæftiger ca. 55.000 medarbejdere globalt og er repræsenteret i 50 lande gennem 100 divisioner og 336 produktionsanlæg.

Omsætningen fordelt på segment

Ca. 60% af omsætningen stammer fra USA med de resterende 40% fra andre lande. Mere end 54% af Parker Hannifins industriomsætning

kan henføres til eftermarkedetsforretning. Her samarbejder selskabet med mere end 13.200 globale distributører om at skabe tilbagevendende omsætning via salg af reservedele og langsigtede vedligeholdelseskontrakter.

Styrker

Ingen kunde tegner sig for mere end 3% af omsætningen. Selskabet har 455.000 kunder.

Svagheder

Problemer med at tiltrække tilstrækkeligt talentfulde ingeniører og medarbejdere samt mere end 60% salg afledt i USA.

Muligheder

Selskabets evne til at udvikle, designe, patentere, uddelegere, producere, sælge, distribuere og efterfølgende servicere industriprodukter på det

globale marked.

Trusler

Global økonomisk nedgang eller et specifikt amerikansk problem, der kunne skade Parker Hannifins hjemmemarked.

Omsætning 06/2019

USD 14.320.324.000

📈 Lille stigning fra 06/2018

Markedsværdi inkl. gæld

USD 33.528.021.956

Forventet driftsresultat (EBIT) 06/2020

USD 2.540.363.760

Driftsresultat (EBIT) ift. den gældfri virksomhed

7,6% (Earnings Yield)

Global, vægtnet 10 årig statsrente⁽¹⁾

0,5%

Merafkast for virksomhedsejeren

7,1% point

Indtjeningsstabilitet

Høj

(1) Global, vægtnet 10 årig statsrente: 10 årig statsobligationsrente vægtnet sammen i ft. MSCI Verden Aktier's vægtning landene imellem. Det såkaldte risikofrie afkast.

H&M Group – prisvenligt modetøj til alle på bæredygtig vis

H&M blev grundlagt i 1947 af Erling Persson i Sverige, hvor den første butik åbnede med salg af tøj til kvinder under navnet "Hennes". Konceptet var dengang og er det fortsat: prisvenligt modetøj.

1968 Hennes opkøbte jagt- og fiskeudstørsforhandleren Mauritz Widfors og ændrede samtidig navn til Hennes & Mauritz. Købet markerede starten på salg af modetøj til alle.

1969 Hennes & Mauritz havde 42 butikker. I årene herefter ekspanderede selskabet på den internationale scene først i Norge, Danmark, England og Schweiz og derefter i mange flere lande.

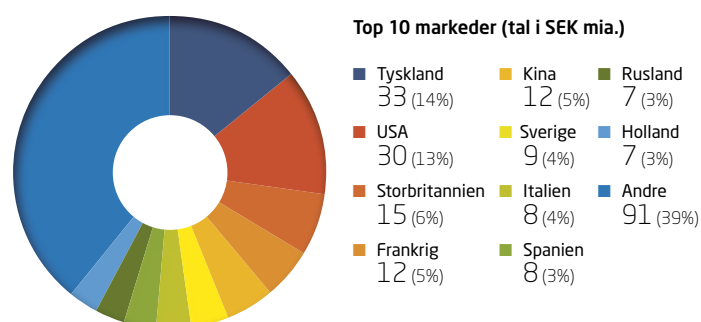
1974 Hennes & Mauritz blev noteret på børsen i Stockholm, og samtidig ændrede alle Hennes & Mauritz butikker navn til "H&M". 1980'erne var præget af selskabets globale ekspansion.

1998 H&M introducerede online shopping med Sverige som det første online marked.

2007 60 år efter åbningen af den første Hennes butik, lancerede H&M sit andet brand under navnet COS. Herefter fulgte yderligere 7 brands, der enten blev opkøbt eller udviklet internt: Weekday (opkøbt i 2008), Cheap Monday (opkøbt i 2008, men lukket ned i 2019), Monki (opkøbt i 2008), H&M Home (2009), & Other Stories (2013), Arket (2017) og Afound (2018). De 3 opkøbte brands i 2008 indgik i H&Ms erhvervelse af FaBric Scandinavia AB i 2008. Idag repræsenterer H&M i alt 8 brands.

Figur 1

H&Ms nettoomsætning i 2019



Den nuværende CEO for H&M, Helena Helmersson, blev ansat ultimo januar 2020 og er den første kvinde, der bestrider topposten i en af de 4 største modekoncerner i verden. Helena Helmersson overtog hvervet efter grundlæggeren Erling Perssons barnebarn, Karl-Johan Persson, der herefter trådte ind i rollen som bestyrelsesformand efter sin far, Stefan Persson.



Helena Helmersson, CEO

H&M beskæftiger ca. 180.000 medarbejdere, har mere end 5.000 butikker på 74 markeder, inklusive franchisemarkeder, og 51 online markeder. I 2020 forventes online lanceringer i Indien, Syd Korea og Australien. I Centralamerika har selskabet indgået franchisekontrakt om åbning af den første H&M butik i Panama.

Brancheperspektiv

Udfordringerne for en tøjkæde som H&M er talrige. At ramme moden er én ting, noget andet er den svære opgave at forudsige forbrugers fremtidige købekraft. Herudover giver prissvingninger i råvarer samt løninflation i lavtlønsproducerende lande også udfordringer, specielt når stigende omkostninger skal overvælttes på forbrugeren, der også står med sine udfordringer. Tøjbranchen har derfor til tider ganske store udsving i indtjeningen ved skift i konjunkturer, hvilket har betydet, at mange aktører, specielt mindre, må lade livet i nedgangstider, hvor selv store aktører kan komme i farezonen pga. faldende indtjening. Tøjbranchen har i de senere år oplevet et stærkt fokus på digitale løsninger og bæredygtighed, og denne strukturelle tendens har gjort selskabers fortsatte succes afhængig af deres evne til hurtigt at omstille sig hertil.

Selskabets position i branchen

H&Ms finansielle position er stærk sammenlignet med flere af tøjbranchens store aktører og i særdeleshed i forhold til de små og mellemstore butikker. Selskabets flerstrengede distributionsstrategi vurderes på sigt at være en fordel, når de fysiske butikker er blevet justeret til det rette antal, hvilket primært skal ske i Europa, hvor H&M har for mange butikker. H&Ms kom sent i gang med online markedet og satsede i en periode for meget på fysiske butikker. Desuden ramte H&Ms tøjkollektioner i flere sæsoner mere skævt end plet. Fejlskud på moden og problemer i forbindelse med implementering af et nyt logistiksystem med deraf følgende alt for store varelagre har derfor tvunget H&M til at tage "prisvåbenet" i brug, hvilket har påvirket indtjeningen. De nævnte problemer er dog alle adresseret, hvorfor fremtiden for H&M ser mere "normal" ud.

ESG (Environment, Social & Governance)

H&M er afhængig af tredjepartsleverandører til sin tøjproduktion. De fleste er beliggende i asiatiske lande, hovedsageligt i Bangladesh, Kina, Indien og Indonesien, hvor krænkelse af arbejdskraft ikke er ual-

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.

mindelig. Desuden tiltrækker påstande om børnearbejde og voldelig arbejdspraksis på tøjfabrikkerne løbende kontrol og kunne potentielt sætte spørgsmålstegn ved selskabets omdømme. I regnskabsåret 2018 gennemførte H&M 1.589 inspektioner på stedet hos primære og sekundære leverandører. Selskabet har underskrevet flere brancheinitiativer, der har som målsætning at forbedre arbejdsvilkårene på tøjfabrikkerne. På trods af disse initiativer identificerer nyhedsmedier og ngo'er fortsat krænkelse af arbejdskraft i H&Ms globale forsyningskæde, herunder sager om børnearbejde, hvilket indikerer løbende risici for H&M og konkurrenterne. Efter stærk kritik af arbejdsforholdene i leverandørernes fabrikker viser H&M nu på sin hjemmeside et kort med navne og adresser på alle primære leverandører såvel som på stof- og garnfabrikker, der producerer 65% af H&Ms tøj.

Tøjkeders hurtige produktion af store mængder prisbilligt tøj kræver store ressourcer og genererer mængder af overskudstøj fra forbrugeren, hvilket sætter et kraftigt miljømæssigt aftryk. Da branchen er under pres for at beskytte sig mod huller i forsyningskæderne, som forventes at blive en realitet inden 2030, producerer selskaber i stigende grad efter en cirkulær model. H&M sigter mod en 100%

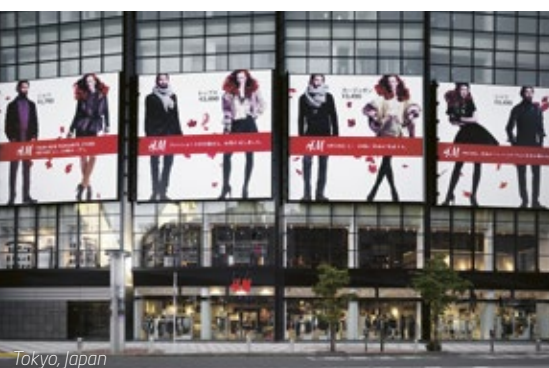
anvendelse af genbrugte eller bæredygtige materialer i sin produktion inden 2030. H&M har en kvindelig administrerende direktør, og 69% af lederstillingerne var besat af kvinder i regnskabsåret 2019, hvor 76% af alle ansatte i H&M var kvinder. Da kvinder er de primære indkøbere af tøj, bør kønsdiversitet på ledelsesniveau kunne bidrage til bedre indsigt i kundeunderlaget og dermed selskabets strategiske beslutninger.

Trusler

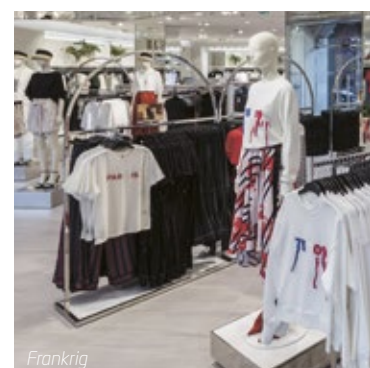
- I nogen grad ramt af mindre niche-aktører, der får relativt let markedsadgang hjulpet af innovative designs
- Mange fysiske butikker

I omstillingsprocessen har H&M foretaget omfattende investeringer i deres online- og/eller mobiltilbud, men også i de fysiske butikker for at få mere trækraft og forbedre forbrugeroplevelsen generelt. Dette har betydet mere fokus på integration (omnimix) mellem fysiske butikker og online salg, herunder:

- Levering næste dag og ekspreslevering tilbydes på 14 markeder
- Scan & Buy er tilgængelig på alle online markeder. Kunden scanner QR-koden på et produkt i butikken for at finde og købe varen online i den ønskede størrelse og farve
- "In-store mode" giver kunderne mulighed for via deres mobiler at tjekke varestatus i netop den butik, de befinder sig i såvel som online. Servicen er tilgængelig på 13 markeder
- I Holland kan H&M kunder vælge at modtage og returnere varer via cykellevering, en klimavenlig løsning der nyder stor succes. Kombineret med brug af biogasbiler fra logistikcentret reducerer dette CO₂-emissionen
- H&Ms opgraderede kundelojalitetsprogram tæller nu godt 70 millioner medlemmer på 21 markeder og vil fortsat blive rullet ud til yderligere markeder i løbet af 2020



100%
H&M sigter mod en 100% anvendelse af genbrugte eller bæredygtige materialer i sin produktion inden 2030



► Investeringsrationale

Vi vurderer, at et mix af fysiske butikker samt en stærk online del er den rigtige kombination for en fremtidig tøj-kæde. Det store spørgsmål er dog, hvad "forholdet" skal være. Her er det væsentligt at holde sig for øje, at H&M fortsat vokster antallet af fysiske butikker år efter år. Problemet i relation hertil gælder primært Europa, hvor der er for mange og heraf nogle med ikke optimale placeringer. Det overordnede rationale for åbning af nye fysiske butikker er dog en eksponering af H&M brandet, salg og naturligvis som en slags "support" til online delen. Herudover er det også ganske væsentligt, at tilbagebetalings-tiden for en ny forretning er mindre end 17 måneder. Med hensyn til for mange butikker i Europa bør dette ikke give voldsomme udfordringer for H&M, da selskabet allerede i 2020 har ca. 20% af selskabets globale lejemaal til genforhandling. Fremadrettet vil denne proces alt andet lige resultere i pæne besparelser enten i form af bedre økonomiske vilkår eller opsigelse.



H&M påvirkes naturligvis af Covid-19, hvor mange af selskabets butikker har været lukkede i en periode. På positivsiden har H&M dog overordnet set fået styr på de mere strukturelle problemer, som har plaget selskabet i de seneste år. Samtidig er selskabets finansielle styrke et stærkt plus sammenholdt med andre aktører i branchen, i særdeleshed de mindre spillere. Online delen vokster således fortsat pænt, hvor omsætningen i sidste regnskabsår steg med 24%. Online væksten fortsatte ind i indeværende regnskabsår, hvor første kvartal sluttende februar viste en vækst på 48%. Samtidig skal det tilføjes,

H&M Group		www.hmgroupp.com
Hjemsted Sverige		
Etableringsår Grundlagt i 1947 af Erling Persson i Sverige.		
Antal ansatte Selskabet beskæftiger globalt ca. 180.000 medarbejdere.		
Produkter Konceptet er i dag som den-gang: prisvenligt modetøj. Fordelt på 8 brands H&M, COS, Weekday, Monki, H&M Home, & Other Stories, Arket og endelig Afound. Betjent via mere end 5.000 butikker på 74 markeder, inklusive franchisemarkeder, og 51 online markeder.		
Omsætningen fordelt på geografi Top-ti omsætning på markeder: Tyskland (14%), USA (13%), Storbritannien (6%),		
Frankrig (5%), Kina (5%), Sverige (4%), Italien (4%), Spanien (3%), Rusland (3%), Holland (3%) samt de resterende 64 markeder (39%). Danmark har en omsætning på 2% og markeds-mæssigt placeret på en 14. plads.		
Styrker Online del vokster stærkt, hvilket på sigt vil give det "rette" mix mellem fysiske butikker og online.		
Svagheder Mange fysiske butikker.		
Muligheder Nye brands vokster flot og vil på sigt bidrage yderligere til indtjening.		
Trusler Mindre nicheaktører.		
Omsætning 11/2019 SEK 232.755.000.000 +11% i SEK og +6% i lokale valutaer		
Markedsværdi inkl. gæld SEK 309.640.864.000		
Forventet driftsresultat (EBIT) 11/2020 SEK 18.733.680.000		
Driftsresultat (EBIT) i f.t. den gældsfrie virksomhed 6,1% (Earnings Yield)		
Global, vægтет 10 årig statsrente⁽¹⁾ 0,5%		
Merakfast for virksomhedsejeren 5,6% point		

Indtjeningsstabilitet

Høj

(1) Global, vægтет 10 årig statsrente: 10 årig statsobligationsrente vægтет sammen i f.t. MSCI Verden Aktier's vægtning landene imellem. Det såkaldte risikofrie afkast.

at indtjeningen på online delen, målt ved overskudsgrad, er betydelig over gennemsnittet for H&M, hvilket automatisk vil løfte indtjeningen pr. krone, da online salget vokser betydelig hurtigere end salget i de fysiske butikker.

Et andet forhold, som også på sigt vil løfte indtjeningen i selskabet, er "størrelse". H&M brandet er i dag ubetinget koncernens største og dækker næsten 90% af alle H&Ms fysiske butikker. De øvrige 7 brands er fortsat i en ekspansionsfase, hvilket koster på den korte til mellemlange bane. Salgsmæssigt er de 7 brands overordnet set en succes, og kan H&M have succes med en online udrulning af disse mindre brands, er der store synergier at hente for selskabet.

Samlet vurderes H&Ms risikoprofil at være betydelig mindre end for blot 2-5 år siden. Covid-19 har vist både svagheden ved fysiske butikker, men så sandelig også styrken ved at være tilstede online over for kunderne. Når H&M får justeret antallet af fysiske butikker primært i Europa, bør selskabet stå endnu stærkere i fremtiden.

Nøglepunkter

- Solid finansiell position
- Online del vokster stærkt
- Åbner fortsat flere butikker uden for Europa
- Nye brands vokster flot og vil på sigt bidrage yderligere til indtjening
- Vil på sigt have det "rette" mix mellem fysiske butikker og online
- 20% af H&Ms butikker skal genforhandles i 2020, hvor selskabet vil kunne opnå bedre økonomiske vilkår eller opsigelse lejemaal
- Har fået langt bedre kontrol over arbejdskapitalen
- Rammer igen moden rigtigt
- Prisvenlige produkter

6,1%

H&M aktien er steget kraftigt og ifølge vores værdiansættelsesmodel er Earnings Yield nu på 6,1% (B-selskab)

Værdiansættelse

Vi forventer, at væksten i den nærmeste fremtid vil blive svækket af nedgangen i det globale BNP forårsaget af Covid-19 pandemien, dog afbødet af den kraftige stigning i online salget. Selskabets fundamentale stabilitet er god, og den nuværende nedgang i indtjening forventes derfor blot at være midlertidig.

Foreningen købte aktien første gang til porteføljen ultimo marts, da kursen på det tidspunkt var på et attraktivt lavt niveau. Efterfølgende er aktien dog atter steget kraftigt. Ifølge vores værdiansættelsesmodel er H&M risikoklassificeret som et B-selskab med en Earnings Yield på 6,1%. H&M er indtjeningsmæssigt langt fra tidligere tiders indtjeningsniveauer. Indtjeningen bør således i takt med ovennævnte forskellige tiltag kunne forbedres betydeligt henover årene og dermed reflektere den bredere prisfastsættelse på branchen som helhed.

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
Sundkrogsvej 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 33 317 044

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

afkast
value
stabilitet

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.