

ValueInvest

INDSIGT | RAPPORTERING | INVESTERINGSCASES | NR. 1-2021



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,
Macquarie Quant, Bloomberg, ECB, FED,
Boj, Air Liquide og SAP

3 FORORD

2020 startede med usikkerhed på aktiemarkedet, der mindede om tiden under Finanskrisen i 2008 og 2009. Men siden den 23. marts, hvor aktiemarkeder bundede for denne gang, har der ikke været nogen sammenligning til denne periode.

5 INDSIGT

I en tid med stærkt fokus på bæredygtighed kunne man måske driste sig til at sige, at centralbankernes adfærd har en slagside, idet de holder hånden under mindre effektive selskaber, der anvender flere ressourcer pga. af deres ineffektivitet.



BEGREBER benyttet i magasinet kan findes på www.valueinvest.dk

7 STATUS PÅ VALUE-INVEST DANMARK

Hele fem nye selskaber fandt vej til de Globale porteføljer i 2020 fordelt på fire forskellige sektorer, der strækker sig fra velkendte Stabilt Forbrug over Industri og Cyklisk Forbrug til IT-sektoren, hvor vi igen er investeret.

10 VALUEINVEST PROFIL

ValueInvest Danmark afdelingerne blev forsynet med Svanemærket i 2020. Med Svanemærket søger vi at fremhæve vores fokus på ESG, som er en del af vores proces, - det er en verificering af vores produkts bæredygtighed, vores fokus på og integration af ESG i vores proces samt vores aktive forvaltning af investorernes penge.

13 CASE: AIR LIQUIDE

Et veldrevet selskab med en historie på mere end 100 år inden for produktion, markedsføring og salg af ædelgasser - både industrielle og medicinske.

16 CASE: SAP

Global markedsleder inden for softwareprogrammer med salg af løsninger til selskaber af enhver størrelse og i alle brancher. 77% af verdens transaktionsindtægter berører et SAP-system.

19 PRAKTISKE OPLYSNINGER

Investorinformation og oplysninger om pengeinstitutter.



Investeringsfond

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 aktiemarkederne. Eventuelle udsagn om fremtiden, som er indeholdt på hjemmesiden eller i investeringsforeningens publikationer, afspejler ledelsens, på daværende tidspunkt, aktuelle forventninger til fremtidige begivenheder og økonomiske resultater samt til konjunkturerne i verdensøkonomien og på finansmarkederne. Den type forventninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed, og vi vurderer, at usikkerheden er større, end hvad vi historisk har set. Og da det ydermere er behæftet med meget stor usikkerhed at give bud på den konkrete udvikling på de mange enkeltmarkeder, vi investerer på, vurderer vi, at det ikke er hensigtsmæssigt at komme med konkrete tal for afkastforventningerne for det kommende år. Investorer og andre, der tager beslutninger på grundlag af denne information, bør generelt foretage deres egne omhyggelige overvejelser om hvilke usikkerheder, der kan have betydning. Det anbefales derfor altid at søge professionel investeringsrådgivning og tillige vejledning om dertil knyttede individuelle skatteforhold, der påvirkes af den aktuelle investering. Der tages forbehold for trykfejl, produktændringer, kurser og lignende. For yderligere information, herunder prospekt, henvises til www.valueinvest.dk. The material in this magazine is not directed at and is not intended for persons residential in the United States of America, Canada, Australia, Japan, Switzerland or other jurisdictions outside of Denmark, and the material in this magazine is not an offer to provide, or a solicitation of any offer to buy or sell, products or services in the United States of America, Canada, Australia, Japan, Switzerland or other jurisdictions outside of Denmark.



De sover med støvlerne på og geværet ladt

Forord til helårsrapporteringen

Vores bevægelsesfrihed, som vi i Vesten har taget for givet i de seneste 75 år, blev i 2020 sat på prøve. Denne gang af en ondsindet virus, der har kostet titusindevis af menneskeliv i hele verden. Ifølge lægelige eksperter er det for tidligt at konstatere, om mennesker dør med eller af corona, men danske eksperter på området vurderer, at en meget stor andel af de danske dødsfald sker som følge af corona. Med andre ord: det er ikke en virus, man skal negligere.

Kære investor

I februar og marts måned var der usikkerhed på aktiemarkedet, der mindede om tiden under Finanskrisen i 2008 og 2009. Men siden den 23. marts, hvor aktiemarkedet bundede for denne gang, har der ikke været nogen sammenligning til denne periode.

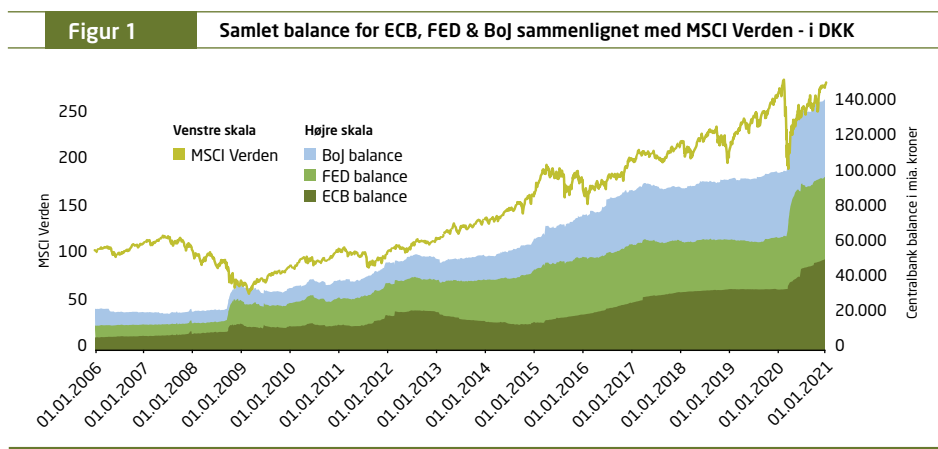
Hvis der er en lektie, centralbankerne har lært fra Finanskrisen, så er det, at de skal sove med støvlerne på og geværet ladt. På trods af en faldende effektivitet af at sende flere penge ud i systemet via kvantitative lempelser på økonomierne (faldende og lav money velocity), har centralbankernes massive lempelser/opkøb den effekt, at aktiemarkedet stiger.

I løbet af 2020 er den samlede balance for Den Europæiske Centralbank, ECB, amerikanske FED og japanske Bank of Japan (BoJ) steget med rundt regnet 50%, fra cirka 95 billioner kroner til ca. 140 billioner kroner. Som

det fremgår af grafen i Figur 1, er der en god sammenhæng mellem centralbank balancer og udviklingen i aktiemarkedet, her vist ved udviklingen i ECB, FED, BOJs samlede balancer og stigningen i Morgan Stanleys Verdensindeks. Der findes mange studier, der forsøger at belyse, hvordan formueeffekten/velstandseffekten øver indflydelse på vores lyst til at forbruge af vores velstand og dermed på den økonomiske aktivitet. Jeg skal

ikke bruge for megen spaltepads på at definere, om der er mere eller mindre indflydelse, men blot konstatere, at jo rigere vi føler os, jo mere trygge er vi givetvis ved at forbruge lidt (eller meget) af vores økonomiske rigdom.

Jeg stiller dog et spørgsmålstejn ved, om formueeffekten som drivkraft for økonomisk aktivitet er en farbar vej på langt sigt. I en tid, hvor bæredygtighed har fået en (velfortjent) fremtrædende plads i vores tænkemåde, når vi investerer jeres midler, mener jeg også, der skal stilles spørgsmålstejn ved bæredygtigheden i at udvide centralbankernes balancer som middel til vedvarende økonomisk vækst. Derom mere i *Indsigt* længere inde i magasinet.



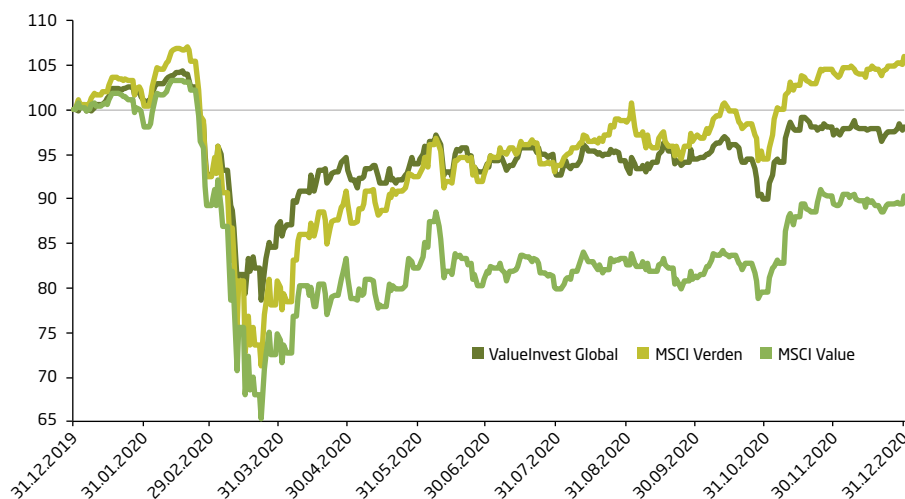
Kilde: Bloomberg, ECB, FED og BoJ



Følg ValueInvest-Danmark på LinkedIn og få investeringskommentarer, inspiration og seneste nyt fra ValueInvest.

Figur 2

Afkast 31.12.2019 - 31.12.2020



► Fokus på bæredygtighed

Foreningen har arbejdet med ESG og bæredygtighed siden 2010, hvor Foreningens rådgiver tiltrådte FNs initiativ for ansvarlige investeringer: PRI. Siden 2010 har rådgiver udviklet ESG-principper og værktøjer, og i dag er ESG en integreret del af investeringsprocessen.

I et usikkert år som 2020 har aktivt ejerskab (igen) været et vigtigt værktøj for Foreningen. Aktivt ejerskab giver os som investor mulighed for at påvirke de selskaber, vi investerer i, i en positiv retning. Under COVID-19 har et direkte forhold til selskaberne og dermed indblikket i selskabernes drift, deres tilgang til personale-spørgsmål og leverandørproblematikker under pandemien været en vigtig del af aktieanalysen.

2020 har for Foreningen givet anledning til at fokusere endnu mere på bæredygtighed og videreudvikling af de ESG-værktøjer, vi har brugt i aktieanalysen siden 2010.

Et vigtigt værktøj i vores arbejde med bæredygtighed er stemmeafgivelse. I året, der er gået, har Foreningens rådgiver stemt på samtlige generalforsamlinger og derefter henvendt sig til selskaberne for at drøfte emner som bestyrelsernes mangfoldighed og uafhængighed. Studier viser, at selskaber, hvis bestyrelse er sammensat af både kvinder og mænd, har mere succes med at skabe

gode resultater. Nogle analyser sætter tal på og siger, at minimum tre kvinder øger succesraten. Ud fra en lavpraktisk viden om, at verden og dens forbrugere består af nogenlunde lige mange kvinder og mænd, er det svært at være uenig i sådanne studier. Tankerne i bestyrelseslokalet kommer simpelthen fra flere forskellige retninger, når kønsdiversiteten stiger. Når vi kæder det sammen med vores holdning om, at størstedelen af bestyrelsesmedlemmerne bør være uafhængige, er vi godt på vej til en forbedring af selskabernes bestyrelser. Det skal dog retfærdigvis siges, at mange af vores selskaber allerede er kommet et langt stykke hen ad denne vej.

Med disse emner henvendte Foreningens rådgiver sig til alle selskaberne i porteføljerne og indledte, med en stor del tilbagemeldinger, dialog med mange af selskaberne.

2020 har også været året, hvor Foreningens tre fonde: ValueInvest Global, Global Akkumulerende og Japan er blevet forsynet med Svanemærket. Svanemærket er et kvalitetsstempel, der understøtter vores ESG-principper. Svanemærkede investeringsfonde skal opfylde 25 obligatoriske krav, der regulerer de forskellige måder, hvorpå en fond kan påvirke selskaber. Det vil blandt andet sige gennem fra- og tilvalg af selskaber samt åbenhed om fondens investeringer. Kravene betyder bl.a., at mindst halvdelen af fondens portefølje skal være



investeringer i selskaber, der har fået en god bedømmelse i en bæredygtighedsanalyse. Samtidig må fonden ikke investere i visse brancher og selskaber, der er særligt problematiske. For eksempel skal fonden udelukke selskaber, der ikke følger internationale normer og konventioner, bl.a. i forhold til menneskerettighederne, grov korruption og grove miljøovertrædelser. Desuden investerer Foreningens fonde bl.a. ikke i tobak, våben og fossile brændstoffer.

I kan læse mere om ESG og bæredygtighed i *Indsigt*.

Antal Investorer

For året 2020 endte antallet af unikke investorer på 26.165 investorer med en samlet formue på 4,5 mia. kr. Dette svarer til en nedgang på 2.841 investorer samt en faldende udvikling i den samlede formue på 19% eller 1 mia. kr., hvor en tredjedel af formuertilbagegangen hidrører fra ikke geninvesterede udbytter udbetalt i starten af året. Faldet i formuen samt i antallet af investorer er ligeledes fortsat påvirket af ny lovgivning, hvor investorerne bliver flyttet over i andre produkttyper hos Foreningens distributionsbanker. Vi takker for den tillid, vores investorer har vist os og byder nye velkommen.

Længere inde i medlemsbladet skriver vi om to selskaber i de Globale porteføljer: den tyske softwaregigant SAP og den fransk-baserede globale industrigas producent Air Liquide, hvis indtog i Danmark startede i 1970 via Dansk Ilt & Brint og fortsatte i 90'erne med en delvis overtagelse af det gamle Horsensbaserede selskab Hede Nielsen. Air Liquide er en vigtig spiller i den globale udvikling for bæredygtighed, og for fuldstændighedens skyld skal nævnes, at Hede Nielsen faktisk også startede sit virke med at udbyde "grønne transportløsninger", idet selskabet grundlagdes i 1906 som Horsens Cykellager.

Godt Nytår.

Ole Steffensen

Bestyrelsesformand, ValueInvest Danmark

Formueeffekten

Formueeffektens betydning for forbrug og dermed økonomisk aktivitet er genstand for adskillige analyser fra nær og fjern. Analyserne tager udgangspunkt i mange dataserier, der afsøger forskellige mønstre, sammenhænge og korrelationer for så derefter at konkludere en større eller mindre sammenhæng og årsagsforklaring mellem bl.a. centralbankernes massive indgreb i de finansielle markeder via deres voldsomme opkøb og den afledte effekt på den økonomiske vækst.

Formueeffekten kan ikke anvendes universalt med den samme faktor overalt. Analyser viser, at angelsaksiske lande, der er karakteriseret ved markedsbaserede finansielle systemer som eksempelvis store aktiemarkeder i form af høj markedsværdi, er mere følsomme overfor ændringer i formuen end lande med mere bank-baserede økonomier som eksempelvis det kontinentale Europa. Dette går også vel i tråd med, hvad vi tidligere har skrevet om puklen af non-performing loans efter Finanskrisen. Det tager længere tid at komme af med den i kontinental Europa pga. af bankernes relativt større andel af bruttonationalproduktet end eksempelvis i USA. Måske kan man konkludere, at allerede iværksatte pengepolitiske tiltag går langsommere og/eller har mindre effekt, når de skal transformeres ud i samfundet igennem den finansielle sektor, end hvis de går direkte igennem aktiemarkedet.

Der er heller ikke just konsensus omkring hvilken "formue", der har mest effekt, om nogen overhovedet, for forbrugsmønstret og dermed den økonomiske vækst. Almindeligt anerkendt er Robert Schiller og Karl Cases studie "Comparing Wealth Effects", hvor de i 2001 konkluderer en "i bedste fald svag sammenhæng" mellem aktiemarkedets udvikling og den deraf følgende formueeffekt. Derimod konkluderer de en stærkere formueeffekt fra udviklingen på boligmarkedet. De opdatere deres studie i 2013, hvor effekterne af boligboblen og den efterfølgende punktering også indgår i deres analyse. De fastslår, at deres tidligere konklusion underbygges af en stærk forbrugsudvikling på baggrund af

”

"This makes businesses and households holding shares wealthier – making them more likely to spend more, boosting economic activity".

BoEs forklaring gælder for alle centralbanker, der køber aktiver op.

stigende boligpriser før Finanskrisen og et efterfølgende forbrugssammenbrud som følge af boligboblens brist.

Case-Schillers konklusioner drages imidlertid i tvivl af Calomiris, Longhofer og Miles fra Columbia og Wichita State universiteter, der påstår, at når man korrigerer for andre sammenfald såsom forventninger til fremtidig indkomst, så kan der ikke konkluderes nogen formueeffekt af boligpriser.

I Danmark steg det private forbrug imidlertid noget over det historiske gennemsnit fra 2003 til 2007 (op til Finanskrisen), hvilket er sammenfaldende med kraftigt stigende boligpriser i samme periode. Sammenkædet med et velfungerende realkreditsystem samt mere fleksible lånetyper i realkrediten er det nok ikke for dristigt at konkludere, at boligformuens stigning op til Finanskrisen havde en positiv effekt på boligejernes lyst til at forbruge.

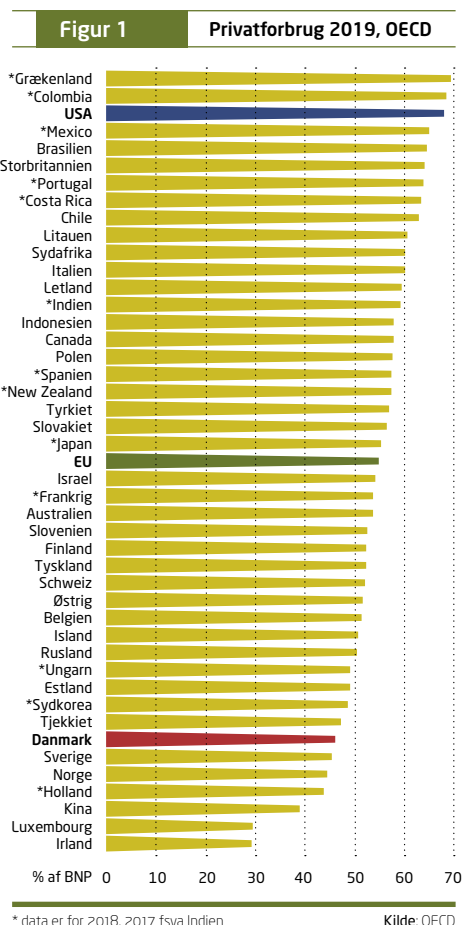
Selvom analyserne absolut ikke er entydige, så er der måske noget om snakken, når der

tales om en positiv effekt i privatforbrugets mønstre, når formuerne stiger.

I Figur 1 vises privatforbrugets andel af den samlede økonomi i OECD-landene. Med USAs topplacering er det ikke overraskende, at mange analyser om emnet udspringer fra USA. Som det er læseren bekendt, kan renterne ikke sættes længere ned. Det våben er brugt og krudtet fyret af, og der er dermed ikke mere at komme efter til at stimulere den økonomiske aktivitet. På Bank of Englands webside, kan man læse en helt simpel forklaring på deres ræsonnement for at købe finansielle aktiver finansieret via bankens balance.

En bæredygtig løsning?

Er det en bæredygtig løsning, at centralbanker trykker penge og køber finansielle aktiver op? Centralbankerne forsøger dermed at



- kickstarte økonomien ved at starte med slutningen – aktiekursstigninger tilvirket af massive obligationsopkøb, der skal få befolkningen til at føle sig rige. Befolkningen skal så gå ud og forbruge penge, og det skal herefter få den økonomiske vækst til at stige, hvilket ultimativt skal få selskabernes resultater til at stige og således begrunde aktiekursstigningerne.

Første problem er, om aktiekursstigninger virker på forbruget, jf. tidligere. Næste problem er: "Det er de rige, der har pengene" (citater; Anonym), og det betyder, at formueeffekten er forbeholdt den relativt lille skare af mennesker, der ejer aktier, og som i forvejen menes at være relativt mindre eksponeret imod at forbruge ekstra penge, fordi deres aktieformue stiger. I USA har ca. halvdelen af befolkningen eksponering til aktiemarkedet ifølge FED, men en meget stor del er via pensionsopsparinger. Kun 14% har direkte eksponering via individuelle aktier.

Som tidligere diskuteret sås der også tvivl om formueeffekten ved boligprisstigninger. Her er det værd at bemærke, at ikke alle ejer deres eget hjem. Ser man henover OECD-landene (2018), spænder procentsatsen for ejerskab af sin bolig fra omkring 40% +/- i Tyskland og Schweiz til omkring 64% i USA, og Danmark ligger midt imellem med ca. 52%. Hensigten fra centralbankerne med de massive opkøb af obligationer - og for nogle centralbanker også aktier - er ganske forståelig. Man bør imidlertid stille spørgsmålstegn ved, om effekten står mål med de eksorbitante summer, der skydes ud i det finansielle marked. Der er også afledte effekter, hvor visse dele af eksperimentet bidrager til beskæftigelse, hvilket naturligvis er positivt, men bagsiden af den medalje er, at kunstigt lave renter holder liv i selskaber, der under normale omstændigheder (læs: uden massive centralbankaktioner) ville bukke under i konkurrencen med andre.

Zombie selskaber - er det bæredygtigt?
Bank for International Settlements (BIS), som er centralbankernes bank, har gjort et forsøg

på at kvantificere betydningen af lavere renter samt svækkede bankers betydning for tilstedeværelsen af det, man kalder Zombie selskaber. Et Zombie selskab er et selskab, som holdes i live i længere tid pga. særlige forhold end under normale omstændigheder. BIS' analyse strækker sig tilbage til slut-firserne og dækker dermed en lang periode, der specielt har været karakteriseret ved næsten uafbrudte rentefald. Analysen er designet således, at man forsøger at skille rentefaldet og styrke/svagheder i banksektoren ad. Lave renter mindsker "hurdle ration" for svage selskaber, men det kan også argumenteres, at svage banker ikke har "råd" til at sende selskaber i konkurs.



BIS konkluderer, at der ikke er nogen stærk sammenhæng mellem styrkeniveauet i banksektoren og antallet af Zombie selskaber. Derimod er der en stærk sammenhæng mellem det faldende renteniveau og antallet af Zombier. Graden af Zombier er steget i ryk henover de seneste 30 år. Når der har været kriser i de finansielle markeder, er Zombie antallet steget, og der er ikke efterfølgende blevet rensset ud. Dermed følger Zombie udviklingen godt i tråd med udviklingen i gælds niveauer. Når der har været krise, er statsgælden steget, og der er ikke ryddet ordentligt op, inden den næste krise sætter ind.

BIS konkluderer - måske ikke overraskende - at Zombie selskaberne konkurrerer med mere sunde selskaber, og det giver en skævvrid-

ning af konkurrencen. Centralbankernes indflydelse på den risikofrie rente har ultimativt en betydning for de risikostrejste kapitalomkostninger, hvilket ultimativt har en betydning for antallet af Zombier, eller "Dead Man Walking" selskaber, om man vil. Konklusionen er også, at Zombierne konkurrerer med mere effektive selskaber, der måske har en bedre udnyttelse af de ressourcer, de anvender pr. produceret enhed.

I en tid med stærkt fokus på bæredygtighed kunne man måske driste sig til at sige, at centralbankernes adfærd har en slagside, idet de holder hånden under mindre effektive selskaber, der anvender flere ressourcer pga. af deres ineffektivitet.

Vi tror ikke, at kvantitative lempelser er vejen frem for en langsigtet bæredygtig økonomisk udvikling. Det hjælper nok på den korte bane, - ligesom mundheldet om at tisse i bukserne. Vi kan jo ikke omgøre det allerede gjorte, så det store eksperiment fra centralbankerne er sket. Først var det renter, der blev sendt i nul, og da det krudt var brugt, startede udvidelsen af balancerne. Så vi stiller spørgsmålet: hvad bliver det næste? For centralbankerne kan vel ikke opkøbe hele verdens udstedte obligationer?

Vi er bekymrede for den vej, man har valgt til at imødegå de negative effekter af IT boblens brist, finanskrisens privatisering af profitter og nationalisering af underskud.

Centralbankerne har gydt olie på oprørte vande og ved deres aktioner gjort det muligt at øge gældsætningen væsentlig og det endda med faldende renter. Det medfører, hvad vi mener er en forkert allokering af ressourcer og som analyseret af BIS en stigning i urentable selskaber. Vi gik dermed ind i Covid-19 krisen med høj gæld, misallokering af ressourcer og renter, der allerede var ultra-lave eller negative og dermed ringe ammunition til at imødegå krisen. Under Status på Valueinvest porteføljerne vil vi vise, hvad der kunne være effekten af ultra-lave renter på selskabernes afkast af den investerede kapital. ●

Status på ValueInvest Danmark

Volatilt aktiemarked skabte nye investeringsmuligheder i 2020

I **Indsigt** sluttede vi af med at lufte vores bekymring for, at centralbankernes aktioner siden Finanskrisen og senest i forbindelse med Covid-19 krisen vil føre til misallokering af kapital. Ifølge BIS, har antallet af Zombie selskaber fulgt en stigende trend, specielt afhjulpnet af kriser og centralbankernes efterfølgende styring i nedadgående retning for renteniveauet.

Efter krisernes afslutning er der ikke ryddet tilstrækkeligt op, før den næste krise sætter ind, og deraf kommer den gradvise stigning i gælds niveauerne, centralbankernes balancer og antallet af Zombie selskaber. I Figur 1 nedenfor viser vi merafkastet på den investerede kapital sat i forhold til de risikostregerede kapitalomkostninger for ca. 4.300 globale selskaber ekskl. Finans og Ejendomme.

De risikostregerede kapitalomkostninger er beregnet på basis af en fast rente på 4,5% igennem hele perioden og drager således ikke fordel af, at centralbankerne har presset renten ned imod eller under 0. Vi mener, det er en mere bæredygtig måde at måle en investerings økonomiske realiteter på end at

anvende kunstigt lave renter. Grafens hældning viser en udvikling, der underbygger BIS' konklusion om flere urentable selskaber, der kan være en medvirkende årsag til, at merafkastet presses nedad.

Volatilt aktiemarked skabte nye investeringsmuligheder i 2020

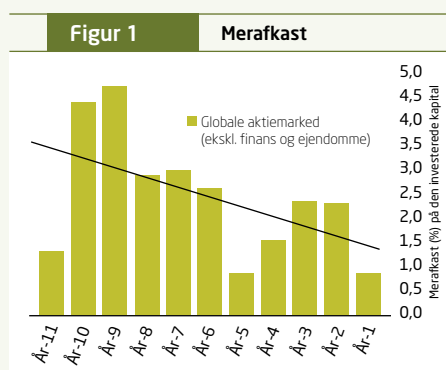
Hele fem nye selskaber fandt vej til de Globale porteføljer i 2020 fordelt på fire forskellige sektorer, der strækker sig fra velkendte Stabilt Forbrug over Industri og Cyklisk Forbrug til IT-sektoren, hvor vi igen er investeret. Det er selskaber, som alle har været på vores observationsliste igennem kortere eller længere tid, og hvor "brikkerne faldt på plads" af forskellige årsager. Selskaberne er: **SAP**, **H&M**, **Parker Hannifin**, **Essity** og **Ingredion**. Vi måtte dog også tage afsked med selskaber, der har tjent de Globale porteføljer godt igennem mange år. Selskaberne er: **Makita** fra Japan, **Waste Management** fra USA og **Kerry Group** fra Irland.

Tilkøb til de Globale porteføljer

Vi blev igen investeret i IT-sektoren via tyske **SAP**, da vi i november fik muligheden for at tilkøbe en position i selskabet, en af verdens førende leverandører inden for applikationssoftware. **SAP** leverer forretningskritisk soft-

ware til selskaber og assisterer dem med at opretholde fuld kontrol over alle faser af deres ressourceplanlægning, f.eks. styring af forsyningskæder, HR, regnskab, indkøb, distribution osv. **SAP** er et klassisk eksempel på, hvad der sker med selskaber af høj kvalitet, når de rammer et hastighedsbump med deraf følgende utilfredse vækstinvestorer, der så står i kø ved udgangen. I oktober fik aktierne stryg som reaktion på, at **SAP** nedjusterede sin helårsforventning til 2020, da effekten fra COVID-19 vil påvirke efterspørgslen langt ind i 2021. De mellemlange mål for 2023 blev også skubbet til 2025 for at tage højde for den digitale transformering, hvor kunder overgår fra traditionelle licensaftaler til cloud for at opnå større modstandsdygtighed og fleksibilitet i deres forretning. I de næste fem år forventes **SAP** at øge sin indre værdi med ca. 8% om året på baggrund af gradvist forbedrede finansielle resultater, der kombineret med et udbytte på 2%, svarer til et attraktivt afkast på 10% uden ændring af værdiansættelsen. Efter vores opfattelse er **SAP** fortsat en stærk forretning understøttet af en økonomisk voldgrav ved, at selskabets produkter er velrenommerede, og at det er forbundet med relativt høje omkostninger for kunderne at skifte leverandør. Transformeringen forventes at øge den langsigtede rentabilitet og indtjening samt gøre **SAP** til en mere forudsigelig forretning, hvor andelen af tilbagevendende salg forventes at stige til 85%.

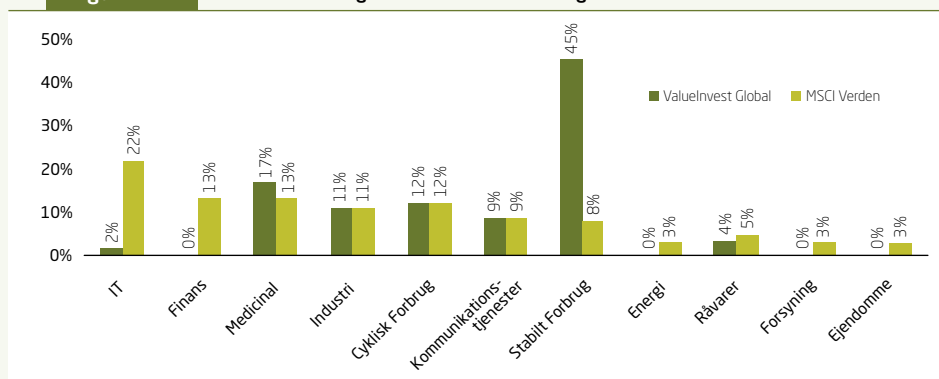
Selvom vi har solgt **Kerry Group**, er vi ikke gået ned på ingredienser. Vi tilføjede den amerikansk-baserede producent af fødeva-



Kilde: Macquarie Quant og Bloomberg data 31/10/2020. Merafkast på den investerede kapital er lig forrentning af den investerede kapital fratrukket risikostregerede kapitalomkostninger. Forrentning af den investerede kapital er defineret som driftsresultat (EBIT) / (bogført værdi af egenkapital + gæld).

Figur 2

Sektor allokering for ValueInvest Global og MSCI Verden



reingredienser **Ingredion** til porteføljen, da den nuværende prissætning af Ingredion efter vores opfattelse afspejler en ren råvareforretning, der ikke tager højde for selskabets igangværende transformering og vækstpotentiale. Ingredion bevæger sig op ad i værdikæden og øger eksponeringen til specialingredienser med en stærk prisfastsættelse og mindre risiko for substitution. Specialingredienser udgør en attraktiv del af fødevarerindustrien, da de forbedrer fødevarerproduktets egenskaber (smag, tekstur, farve, ernæring osv.) og derfor er afgørende i produktdifferentieringen, mens de kun tegner sig for en lille del af de samlede produktomkostninger. Innovation er af afgørende betydning, og her er Ingredion vel-positioneret med 30 idélaboratorier og 400 forskere, der samarbejder med kunder om at udvikle nye og bedre produkter. I øjeblikket tegner råvareingredienser sig for 70% af omsætningen og mere end halvdelen af driftsresultatet. I 2019 opnåede Ingredion en margin på 9,1% på råvareprodukter, hvilket kun er lidt over halvdelen af rentabiliteten af Ingredions specialingredienser, som i øjeblikket repræsenterer 30% af omsætningen, men 44% af overskuddet. I regnskabsåret 2023 forventer Ingredion, at 52-55% af driftsresultatet vil stamme fra specialingredienser.

Vi har desuden tilføjet den svenske producent af husholdningsprodukter **Essity**. Under det vaccine-drevne risk-on opsving i sidste del af 2020 mistede defensive aktier som Essity investorernes gunst, og dette stabile undervurderede selskab blev således attraktivt for langsigtede investorer. Navnet Essity

er en forkortelse af produktens egenskaber: Essential og Necessity (vigtig og nødvendig). Med andre ord leverer Essity de ting, vi har brug for til daglig, hvilket således medvirker til en høj grad af tilbagevendende salg. Udskillelsen fra SCA tilbage i 2017 gav Essity fuld uafhængighed i kapitalallokeringsbeslutninger samt midlerne til at frigøre forretningens langsigtede potentiale. Essity er således et stærkt selskab i en stabil industri, der sælger produkter med en stærk prisfastsættelse og lav priselasticitet. Vi mener, at selskabet har en lang vækstbane foran sig understøttet af en aldrende befolkning og stigende levestandard i nye økonomier kombineret med en stærk balance under varetægelse af et kompetent og stabilt ledelsesteam.

Frasalg i de Globale porteføljer

Det blev også til et farvel til en række selskaber, og vi valgte bl.a. at sælge **Makita**, men kun i de Globale porteføljer, da selskabet fortsat har et stigningspotentiale. Vi skulle imidlertid bruge nogle penge til at købe svenske Essity, hvilket så kom til at gå ud over Makita, der har ligget i de Globale porteføljer siden sommeren 2008. Vi frasolgte yderligere en langsigtet beholdning, det irske ingrediens- og fødevarerfirma **Kerry Group**, som har været en del af den globale strategi i mere end ti år. Det er utvivlsomt en fremragende og veldrevet forretning, der nu har opnået Fair Value med en Earnings Yield på 3,6%. Vi har flyttet Kerry Group til vores overvågningsliste og vil gerne investere igen, hvis markedet på et eller andet tidspunkt atter tilbyder den rigtige pris.

Figur 3

De Globale porteføljer

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

Tilkøb i Japan porteføljen

I Japan porteføljen har vi også tilføjet et nyt navn i sektoren Råvarer, industrigas selskabet **Nippon Sanso**. Igen er det dog i den mere stabile ende af sektorens selskaber, da der er tale om et selskab, der er aktiv i branchen Industrigasser. I forbindelse med den globale konsolidering i Industrigas branchen har Nippon Sanso overtaget en del af Praxairs aktiviteter, og dermed er selskabet nu endnu mere internationalt end før med mere end 50% af omsætningen på de internationale markeder. Vi ser dette som positivt pga. af bedre vækstmuligheder uden for Japan i denne branche.



De største negative bidragydere til afkastet i de Globale porteføljer var

Danone og **Sodexo**. Aktierne i den franske fødevarerkoncern **Danone** ramte et mangeårigt lavpunkt efter underperformance i oktober, hvor investorerne mistede tilliden til ledelsen, som ærligt indrømmede, at orga-

nisationen var blevet for tung og ineffektiv gennem årene. Derfor er den nye mellem-lange strategi målrettet omkostningsbesparelser på 1 mia. euro. Den tidligere alt for centraliserede struktur ændres nu, da Danone har besluttet at rette sit fokus lokalt for at sikre, at beslutningerne er tilpasset de lokale forbrugeres præferencer. Danone forventer at opnå en driftsmargin på over 15% inden 2022 mod de forventede 14% i år. Vi mener, at den nuværende aktiekurs er attraktiv, og forventningerne er så lave, at selv den mindste forbedring af de økonomiske resultater vil være en vigtig katalysator. Danone er i øjeblikket primært en fix-it-sag, der hviler på ledelsens evne til at levere højere rentabilitet.

Sodexo har været hårdt ramt af Covid-19 krisen, og selskabets organiske omsætning faldt med næsten 25% i sidste kvartal og med -12,0% for helåret (slutter i august). On-site Healthcare & Seniors og Benefits & Rewards Services har vist modstandsdygtighed. Ledelsen forventer et fald i den organiske omsætning på mellem -20% og -25% i første halvdel af indeværende regnskabsår samt en underliggende margin på mellem 2,0% og 2,5%. Pandemien har ændret måden, hvorpå vi arbejder, og Sodexo forventer et fald i kontortiden på 27% i forhold til før COVID-19. Fødevarereservicen på kontorsteder genererer dog mindre end 10% af omsætningen. Sodexo står potentielt til at miste tæt på € 500 mio. af fødevareromsætningen på kontorer, men forventer at mildne slaget ved at opnå en større andel af tegnebøgernes

indhold på arbejdsdage og fra medarbejdere, der ønsker madservering i hjemmet. Produktionsanlæg og facility management forventes ikke at blive påvirket. En normalisering af indtjening og pengestrøm vedbliver at være undervurderet af markedet. Vi forventer, at driftsresultatet vil retableres i 2022 på 90% af 2019-niveauet.



De to største positive bidragsydere til afkastet i de Globale porteføljer var **G4S** og **Parker Hannifin**. Vi investerede oprindeligt i **G4S** tilbage i 2016. Vi så et solidt strukturelt vækstpotentiale i sikkerhedsbranchen, og efter vores mening var og er G4S fortsat værd at kigge nærmere på, især efter det nylige frasal af størstedelen af selskabets kontanthåndteringsforretning. I mellemtiden er G4S faldet i unåde, da mange investorer mistede tålmodigheden med transformeringen af selskabet og dermed begyndte at sælge ud af aktien uden skelen til prisfastsættelsen. G4S blev et selskab, som mange investorer simpelthen ikke ville have i deres bøger. Vi fastholdt vores position, og efter en stresstest og fornyet gennemgang af vores investeringsrationale øgede vi herefter vores position i aktien på det tidspunkt, hvor aktiekursen var faldet til under 1 GBP som følge af pandemien. G4S' lave markedsværdi har tiltrukket interesse fra to konkurrenter, som begge ønsker at overtage G4S. I 3. kvartal modtog G4S et overtagelsestilbud på 1,9 GBP fra GardaWorld. Tilbuddet er nu hævet til 2,45 GBP af Allied Universal. Aktiens kurs er pt. lidt over dette

niveau, og budkrigen forventes at fortsætte. **Parker-Hannifin (PH)** blev oprindeligt føjet til porteføljen i marts. Det viste sig at være ekstrem god timing. PH udviste operationel og finansiell styrke i regnskabsåret 2020 (slutter juni), og trods anstrengte markedsforhold drevet af den industrielle cyklus, problematiske luftfartsmarkeder og COVID-19 generede PH sit højeste cash-flow nogensinde. PH har skabt en mere modstandsdygtig forretningsmodel. Den justerede driftsmargin på 16,8% er en forbedring på 200 basispoint sammenlignet med den seneste industrielle nedgangsperiode i regnskabsåret 2016. PH er fortsat godt rustet til at drage fordel af enhver forbedring i den industrielle cyklus efter COVID-19, og opkøbte selskaber integreres godt i forretningen. Regnskabsåret 2020 dokumenterede atter PHs sande natur: En samling af 84 decentraliserede og modstandsdygtige nicheselskaber, der leverer forretningskritiske produkter og genererer betydelige pengestrømme, som fordeles på intelligent vis af ledelsesteamet.



Største negative bidrag til Japan afdelingen kom fra **Lawson** og **Bridgestone**, og de største positive bidrag kom fra **Rinnai** og **Makita**. ●

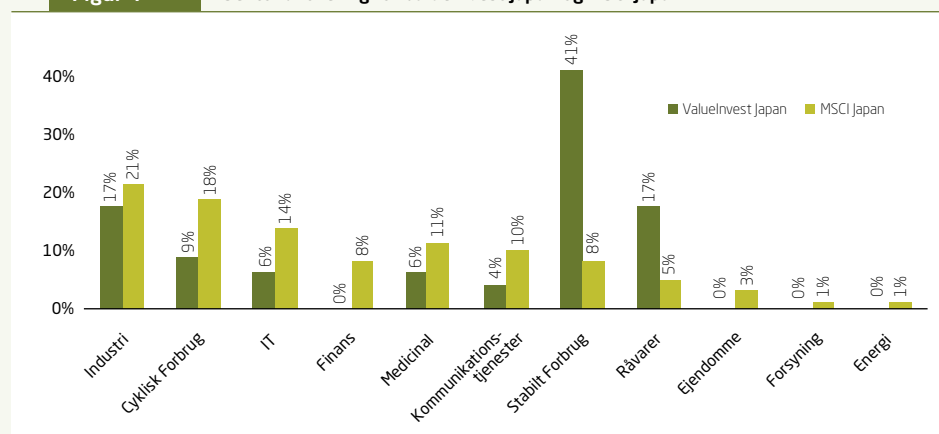
Figur 5

Japan porteføljen

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

Figur 4

Sektor allokering for ValueInvest Japan og MSCI Japan



Investeringsforeningen ValueInvest Danmark

Sund fornuft. Fokus. Disciplin. En logisk investeringsproces.

ValueInvest Danmarks gennemprøvede investeringsstrategi med mere end 20 på bagen har givet gode langsigtede resultater, der har slået det generelle aktiemarked. Det er et klart vidnesbyrd om, at aktiemarkedet ikke er fuldstændig effektivt, og at der eksisterer lommer af ineffektivitet, som vi med en fokuseret og langsigtet investeringstilgang kan udnytte.

➔ Vores resultater er opnået på baggrund af mange års erfaring med de finansielle markeder og en erkendelse af, at gode investeringsresultater i al deres enkelthed handler om at tænke langsigtet og mindske risikoen for tab. Vi baserer vores investeringer på sunde økonomiske principper, der ellers let kan overses i et støjfyldt og til tider meget kortsynet aktiemarked.

På længere sigt er det den økonomiske udvikling i selskaberne, der er afgørende for hvilket afkast, man opnår. Vi forsøger ikke

at gætte på aktiekursen inden for f.eks. 12 måneder, men bruger vores tid og ressourcer på at vurdere den fundamentale værdi af et selskab. Og vi investerer kun, når vi kan opnå en fornuftig rabat i forhold til den estimerede værdi.

Investering handler om at få betaling for den risiko, man påtager sig. I traditionel finansiell teori sættes risiko lig med en akties kursudsving eller volatilitet. Som langsigtet investor tænker vi som en selskabsejer, og her er det vurderingen af et selskabs evne til at

skabe værdi i sin levetid, der er afgørende. I vores verden er den reelle risiko derfor relateret til forudsigeligheden og stabiliteten i indtjeningen. Kan et selskab ikke opretholde indtjeningsevnen, er der risiko for et permanent tab. Omvendt øger høj forudsigelighed i indtjening og pengestrøm sikkerheden i den estimerede værdi og bidrager til at reducere tabsrisikoen.

INVESTERINGSPROCES

I ValueInvest Danmark investerer vi ud fra en disciplineret, analysedrevet, bottom-up proces, der er uafhængig af sammensætningen i et referenceindeks, som f.eks. MSCI Verden. Kultur og arbejdsmiljø spiller en væsentlig rolle for gode investeringsbeslutninger, fordi det kræver mod at investere på langt sigt. Det er uundgåeligt, at man undervejs vil opleve perioder med dårlig performance. Vores

sund fornuft



På den lange bane er det den økonomiske udvikling i selskaberne, der driver afkastet, men det er ikke ligegyldigt, hvad man betaler. Et godt selskab er ikke automatisk en god investering. I ValueInvest Danmark investerer vi kun, når vi kan få en fornuftig rabat i forhold til den estimerede værdi, uanset hvor fantastisk og banebrydende forretningsmodellen end måtte være. Værdiansættelse er et af de centrale elementer i kapitalbeskyttelse.

fokus



ValueInvest Danmarks langsigtede resultater er et resultat af aktive fravalg og en koncentreret portefølje af nøje udvalgte selskaber, hvori vi har stor indsigt. Koncentrerede porteføljer skærper fokus og sikrer, at gode investeringer ikke udvandes.

Med en høj koncentration af attraktivt prisfastsatte og indtjeningsstabile selskaber har ValueInvest Danmark ydet en god kapitalbeskyttelse i perioder med faldende aktiemarkeder.

disciplin



Succes i investeringens verden handler om at tænke langsigtet og minimere fejl. Det kræver, at man formår at holde sig til den strategi og plan, som man har valgt på forhånd og acceptere, at der vil være perioder, hvor strategien ikke kan følge med det generelle aktiemarked.

I ValueInvest Danmark har vi fulgt den samme filosofi og investeringsproces siden Foreningens grundlæggelse i 1998.

investeringsteam er baseret på nogle fastforankrede kerneværdier, der løbende kultiveres og forstærkes, og vi evner at gå mod strømmen. Drivkraften i processen er først og fremmest et partnerskab, hvor intellektuel nysgerrighed kan trives og udfoldes. Vi har et fordomsfrit miljø, hvor alt kan diskuteres og løfte det samlede vidensniveau i teamet.

Vi finder ikke attraktive aktier ved tilfældigheder, men igennem en struktureret idégenerering baseret på en kvantitativ screeningsmodel, der sorterer og rangordner det globale investeringsunivers på prisfastsættelse og forskellige kvalitetsparametre såsom indtjeningsstabilitet og afkast på den investerede kapital. Screeningsværktøjet hjælper os til at navigere i det globale investeringshav og finde frem til netop de selskaber, der over tid har de bedste forudsætninger for at skabe stor værdi til deres ejere.



I den fundamentale selskabsanalyse handler det om at forstå, hvordan og hvorfor den pågældende forretningsmodel skaber værdi. Er forretningsmodellen kompleks, og er det ikke tydeligt, hvordan selskabet skaber indtjening, siger vi ganske enkelt nej tak.

Når vi investerer i en aktie, køber vi en andel i et selskabs fremtidige værdiskabelse. Det kræver, at vi må vurdere forretningsmodellens holdbarhed. Vi foretager derfor et strategisk sundhedstjek, hvor vi blandt andet ser på, om selskabet har de nødvendige ressourcer til at fastholde og/eller udvide den økonomiske voldsgrav, der kan holde konkurrenterne på afstand. Relevante trends og temaer (muligheder/trusler) kortlægges, herunder også miljø, sociale og ledelsesmæssige faktorer (ESG-faktorer), der kan have indflydelse på selskabets evne til at skabe værdi.

ansvarlighed

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



Som led i vores fortsatte fokus på ESG, blev alle ValueInvest Danmarks afdelinger forsynet med Svanemærket i 2020, jf. nedenfor.

Prisfastsættelse er ikke en eksakt videnskab, og den er forbundet med usikkerhed. En vis portion ydmyghed er derfor altid på sin plads. For at mindske tvivlen og fjerne risikoen for en overoptimistisk prisfastsættelse, beregner vi den fundamentale værdi ud fra en konservativt sat indtjening (pengestrøm). Den prisfastsættelse er et forsigtigt bud og afspejler ikke værdien af potentiel fremtidig vækst. Som et yderligere værn mod uforudsete hændelser, der kan ændre de fundamentale forudsætninger for prisfastsættelsen, kræver vi tillige en fornuftig rabat (sikkerhedsmargin) i forhold til den estimerede værdi af selskabet.

SVANEMÆRKET

ValueInvest Danmark afdelingerne blev forsynet med Svanemærket i 2020 (Nordic Swan Ecolabel). Med Svanemærket søger vi at fremhæve vores fokus på ESG, som er en del af vores proces, – det er en verificering af vores produkts bæredygtighed, vores fokus på og integration af ESG i vores proces samt vores aktive forvaltning af investorenes penge.

Det nordiske svanemærke er kendt blandt de fleste i Norden inden for kosmetik, rengø-

ringsmidler, men også huse og møbler – og senest investeringsfonde.

Svanemærket har eksisteret siden 1989 som en enhed under Dansk Standard og er et initiativ etableret af Nordisk Råd. Der er p.t. ca. 40 svanemærkede aktie-investeringsfonde i Norden, herunder 11 i Danmark med stadig stigende tilslutning. ValueInvests tre afdelinger udgør en del heraf.



Svanemærkede investeringsfonde skal opfylde 25 obligatoriske krav, der regulerer de forskellige måder, hvorpå en fond kan påvirke et selskab. Det vil blandt andet sige gennem fra- og tilvalg af selskaber samt åbenhed om fondens investeringer. Kravene betyder bl.a., at mindst halvdelen af fondens porteføljer skal være investeret i selskaber, der har fået en god bedømmelse i en bæredygtighedsanalyse foretaget af vores investeringsrådgiver, hvorefter fonden kan opnå Svanemærket.

Desuden må fonden ikke investere i visse brancher og selskaber, der er særligt problematiske. Eksempelvis skal fonden udelukke selskaber, der ikke følger internationale normer og konventioner, bl.a. i forhold til menneskerettighederne, grov korruption og visse miljøovertrædelser.

Forvalteren af en svanemærket fond er forpligtet til at offentliggøre kvartalsvise rapporter om fondens investeringer samt en årlig oversigt over fondens bæredygtighedsaktiviteter.



Investeringsforeningen ValueInvest Danmarks tre investeringsfonde opnår Svanemærket

- **ValueInvest Global A** / DK001024639-6
Svanemærket licensnr. 3101 0050
- **ValueInvest Global Akk. A** / DK006003249-8
Svanemærket licensnr. 3101 0051
- **ValueInvest Japan A** / DK001024647-9
Svanemærket licensnr. 3101 0049

” Som investeringsrådgiver er det givende at se, at vores fokus på bæredygtighed bliver anerkendt. Hos os er ESG lig med kvalitet, mindre risiko og en vigtig faktor i at generere afkast – både økonomiske og samfundsmæssige.

*Lotte Beck, ESG Manager hos Foreningens rådgiver
Macquarie Investment Management Europe S.A.*

MÅLRETTET INDSATS Gennem flere år for mere bæredygtig fremtid

Foreningens rådgiver, Macquarie Investment Management Europe S.A., har arbejdet med miljø, sociale forhold, god selskabsledelse og bæredygtighed (ESG) siden 2010, hvor de tiltrådte FNs initiativ for ansvarlige investeringer: PRI. ESG er i dag en integreret del af investeringsprocessen, hvor de direkte porteføljer bliver bæredygtighedsanalyseret.

For at blive svanemærket skal investeringsfonden gennem en omfattende certificeringsproces, hvor Nordisk Miljømærkning kontrollerer, at fonden lever op til de 25 obligatoriske krav, der regulerer de forskellige måder, hvorpå selskaber kan påvirkes. Det vil blandt andet sige gennem fra- og tilvalg af selskaber, hvori der investeres.

Ved at investere i en svanemærket investeringsfond er investor med til at påvirke selskaber i en bæredygtig retning. Svanemærket lægger således stor vægt på, at der bliver

investeret i selskaber, som allerede udmærker sig på bæredygtighed, eller som arbejder målrettet hermed.

Foreningen ser frem til at fortsætte arbejdet omkring bæredygtighed i 2021. Svanemærket er et kvalitetsstempel, der understøtter vores ESG-principper og er med til at sikre en bæredygtig fremtid, hvor vi kan være med til at gøre en forskel.

Læs mere på www.valueinvest.dk/esg

ValueInvest
DANMARK



Investeringsfond

VÆRD AT VIDE OM SVANEMÆRKEDE INVESTERINGSFONDE

Når man investerer i en svanemærket investeringsfond, får man som forbruger eller investor en tryghed for, at fonden har fokus på bæredygtighed og har dokumentation herfor.

Den måde, vi i dag både forbruger og producerer på, er ikke bæredygtig. Investeringsfonde råder over store summer af kapital verden over og har dermed et stort potentiale til at påvirke erhvervslivet i en bæredygtig retning. En svanemærket investeringsfond er et miljømærket alternativ til både private opsparende og professionelle investorer.

At en investeringsfond er svanemærket, betyder ikke nødvendigvis, at alle de selskaber, som fonden investerer i, er bæredygtige eller helt uden problemer og udfordringer. Svanemærkets krav til investeringsfonde sigter i stedet imod, at du gennem din investering kan påvirke markeder, industrier og virksomheder i en mere bæredygtig retning.

Målet med Svanemærket er at mindske den samlede miljøbelastning fra produktion og forbrug – og i 2017 blev det muligt også at svanemærke investeringsfonde, da der er et enormt miljøpotentiale i at motivere banker, pensionskasser og investeringsfonde til bæredygtige investeringer.

Læs mere på www.ecolabel.dk



Case af Foreningens investeringsrådgiver

AIR LIQUIDE – en del af den globale "luft"

Air Liquide er et veldrevet selskab med en historie på mere end 100 år inden for produktion, markedsføring og salg af ædelgasser – både industrielle og medicinske. Disse gasser anvendes i næsten alle dele af det moderne samfund og spiller en vigtig rolle i næsten alt, hvad vi bruger fra energi og fødevarer til elektroniske gadgets.

➔ Air Liquide blev grundlagt i 1902 af to unge forskere med speciale i fysik og industriel kemi fra et forskningsinstitut i Paris. Efter at have eksperimenteret et par år i en garage, lykkedes det for dem at fremstille flydende ilt. Selskabet blev noteret på børsen i Paris i 1913 og udviklede sig hurtigt til en global forretning med en diversificeret kundebase. Den internationale ekspansion var drevet af lokal produktion, da gasser er vanskelige at transportere.

I begyndelsen af 1950'erne foretog selskabet en række forbedringer, som for eksempel lagring af flydende gas i kryogene beholdere, der muliggjorde transport af store mængder af gasser ad landevejen eller jernbanen.

I starten af 1960'erne ekspanderede Air Liquide sin kapacitet ved at forbinde produktionsenheder via rørledninger. Selskabets produktion steg ti-fold som følge af øget efterspørgsel fra store industrier, i første omgang efter levering af ilt til stålfremstilling og senere efter nitrogen til kemikalieindustrien. Selskabets relationer til kunderne inden for de tunge industrier er karakteriseret ved kontrakter på 15 år eller længere.

For så vidt angår sundhedssektoren, leverede Air Liquide oprindeligt kun ilt til hospitaler, men i 1990'erne ændrede selskabet strategi for også at specialisere sig inden for medicinske gasser. Der lanceredes herefter en hjemmepleje division, der indledte forskning og udvikling af terapeutiske gasser, der anvendes til anæstesi, intensiv pleje og smertebekæmpelse.

Efter 2010 har Air Liquide investeret i store brintproduktionsfaciliteter. Selskabet har etableret brintladestationer i USA, Japan, Frankrig, Tyskland, Belgien, Danmark* og Holland og er dermed også en vigtig medspiller for bilindustriens salg af elbiler.

I 2016 gennemførte Air Liquide fusionen med Airgas med succes og opnåede i den forbindelse et omfattende distributionsnetværk samt landsdækkende tilstedeværelse i USA.

Air Liquide er i dag verdensledende inden for gasser, teknologier og tjenester til industri- og sundhedssektorerne. Selskabet er repræsenteret i 80 lande med ca. 67.000 ansatte og betjener mere end 3,7 mio. kunder og patienter.



Benoît Potier, CEO

”We must always believe in the future and, more than ever, invent it.

Benoît Potier, Chairman and Chief Executive Officer

Brancheoversigt

Industrigas-sektoren er begunstiget af medvind fra en række globale megatrends: energi- og miljøændringer, outsourcing af industriel gasproduktion, stigende velstand på vækstmarkederne, ændringer i sundhedssektoren og digitalisering. I de seneste 10 år har sektoren udvist lavere udsving i indtjeningen end det globale marked (ekskl. Finans) og klassificeres som A-risikokategori efter Foreningens risikomodell. Generelt set har Industrigas-sektoren manøvreret smidigt gennem svingningerne i den globale økonomi ved at indgå langsigtede partnerskaber på typisk 15 år med store industrikunder. Disse langsigtede kontrakter inkluderer "take-or-pay"-klausuler og indekserede

* Den nordiske forbindelse: Air Liquide har siden 1970 ved opkøbet af aktiemajoriteten af Dansk Ilt & Brint og senere fusion med og fortsættelse som Hede Nielsen i '90'erne været en del af den danske "luft". I 2001 blev Air Liquide 100% ejer af Hede Nielsen og opererer i dag i Danmark under navnet Air Liquide Danmark. Air Liquide indviede i 2018 HyBalance, et pilotprojekt for produktion af kulstoffri brint. Samlet set er Air Liquide repræsenteret i Norden som følger:

- Ca. 500 medarbejdere
- Mere end 50 arbejdspladser (produktion, fyldning, salg og administration)
- Mere end 50.000 kunder
- Ca. 400 forhandlere, salgssteder og gasdepoter
- Omsætning ca. 197,4 mio. € (2019)

- energiomkostninger som industripraksis. Dette er et resultat af selskabets forhold til kunderne lokalt og udgør en vigtig faktor i stigningen i indtjeningsstabiliteten for et selskab som Air Liquide.

Industrigas sektoren betjener også sundhedssektoren, herunder hospitaler, klinikker og millionvis af patienter over hele verden i deres egne hjem. Dette er en stærkt reguleret forretning, der kræver sofistikerede informationssystemer, hvilket således også fungerer som effektive adgangsbarrierer.

Sektoren er meget indtjeningsstabil og har en solid track record på værdiskabelse for sine ejere. I de seneste 25 år har merafkastet af den investerede kapital været relativt stabilt og befundet sig langt over sektorens kapitalomkostninger.

Selskabets position i branchen

I den seneste 15-års periode har den forretningsmodel, som de fleste globale industrigasproducenter har fulgt, vist sig modstandsdygtig og fleksibel og således konsekvent givet et merafkast af den investerede kapital over kapitalomkostningerne. I Air Liquides tilfælde ser tallene endnu bedre ud. En stor del af selskabets samlede omsætning er et resultat af deres lokale kundeforhold, hvilket øger indtjeningsstabiliteten. Air Liquide har en imponerende 28 år lang track record på opnåelse af et højere merafkast end sektoren og markedet.

Effekten af den store globale fusion med Airgas er endnu ikke slået igennem i Air Liquides resultater. Endvidere forventes ny forretning at blive realiseret via det potentielle nye massemarked for industrielle gasser, herunder brint, til bekæmpelse af klimaændringer. Eksempelvis eksisterer brintteknologien til tog, og Air Liquide er leveringsdygtig i brint til sådanne emissionsfrie tog. I 2019 annoncerede det franske jernbaneselskab SNCF en ordre fra staten på 15 emissionsfrie regionale tog til erstatning af forurenende dieselmotorer.

ESG (Environmental, Social & Corporate Governance)

ESG er en integreret del af Air Liquides virksomhed. Selskabet har nedsat et udvalg for miljømæssige og sociale forhold under ledelse af et af selskabets bestyrelsesmedlemmer, der har ansvar for tilsyn

med selskabets ESG-aktiviteter. Endvidere er selskabet kendt for sine stærke ledelsesmæssige forhold, hvilket nedbringer den samlede ESG-risiko. Air Liquide har et af de største CO₂-udslip blandt de globale selskaber. Selskabet beregner sit aftryk ved at inkludere sine kunders udslip. Da CO₂ er væsentlig faktor for selskabet, offentliggør det løbende data herpå og søger ud fra nøje tilrettelagte programmer og handlinger at reducere det samlede CO₂-udslip af sine kerneaktiviteter. CO₂-udslip og arbejdsmiljø er vigtige ESG-problemstillinger for selskabet.

På trods af ESG-nøgleområder, der kræver stor opmærksomhed, skønnes Air Liquides samlede indsats herpå ikke at belaste selskabet i økonomisk retning.

Nøglepunkter

- Industrielle gasser er vigtige i næsten alle dele af det moderne samfund og spiller en rolle i næsten alt, fra det vi spiser til elektroniske gadgets og sundhedspleje i hjemmet (åndedrætspleje uden for hospital)
- Industriegasser er vanskelige at håndtere. Den nødvendige kompetence og viden om, hvordan man behandler og anvender industrielle gasser, tjener som effektive adgangsbarrierer
- Industriegasser udgør kun en mindre del af kundernes omkostningsstruktur, men de er vigtige for pålideligheden og effektiviteten i kundernes produktionsprocesser
- Kundebasen, der er fordelt på mange sektorer (kemikalier, stål, glas, elektronik, papir, svejsning, fødevarerforarbejdning, sundhedspleje) er meget diversificeret med begrænset forhandlingsstyrke
- Industriegasser handles med meget få undtagelser ikke internationalt, og prisfastsættelse sker derfor generelt på nationalt eller lokalt plan for at afspejle lokale produktionsomkostninger, herunder genindvindings-, distributions- og administrationsomkostninger
- Global konsolidering inden for branchen med flere fusioner i de senere år skaber et oligopolmiljø

De faktorer, der driver omsætningsvæksten for de industrielle gasproducenter, er også kilder til risici. Som globalt selskab kan internationale risici, begivenheder og omstændigheder påvirke forretningen



ESG

ESG er en integreret del af Air Liquides virksomhed, der er kendt for sine stærke ledelsesmæssige forhold, hvilket nedbringer den samlede ESG-risiko.

Fotos: Air Liquide ©



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.

negativt til trods for kundernes mangfoldighed og det faktum, at selskabet er aktivt på vidt forskellige områder.

I lighed med langt de fleste andre selskaber er Air Liquides forretningsmodel også blevet sat på prøve under Covid-19 pandemien. Som globalt selskab mærkede Air Liquide hurtigt effekten af krisen, der udsprang i Kina, og tilpassede hurtigt sine andre markeder hertil. Diversificeringen af kunder var fordelagtig, da nogle sektorer klarede sig bedre end andre, og større kunder modstod krisen bedre end mindre. Halvleder-industrien, der har en stærk forsyningskæde, formåede at opretholde en næsten normal forretning. Strukturen i Air Liquides kontrakter skånede selskabet for de mest brutale slag i forbindelse med nedlukningen af forretningsaktiviteter. Selvom volumen går ned, skal mindre kunder fortsat betale de månedlige gebyrer til Air Liquide, og store kunder har en "take-or-pay" klausul i deres kontrakter og skal betale 60-70% uanset omstændighederne. Denne forretningsmodel giver stabilitet.

Investeringsrationale

Efter de seneste års konsolidering i branchen har industrielle gasser kun tre store globale aktører tilbage: Air Liquide, Linde og Air Products & Chemical Inc. De mindre lokale aktører, herunder japanske Air Water, udgør mindre end en fjerdedel af Air Products' markedsværdi. Samtidig åbner industrien op for en grønnere fremtid med sin ekspertise inden for brintmobilitet og bekæmpelse af klimaforandringer via kulstofopsamling.

Den industrielle gasindustri skønnes at give investorerne en meget attraktiv mulighed for at deltage i denne globale konsoliderede industri med en modstandsdygtig, tidstestet forretningsmodel, som konsekvent har genereret et merafkast af den investerede kapital i forhold til kapitalomkostningerne, som tilfældet er med Air Liquide. Fremtidig vækst og brugen af industrigasser har potentiale til at ændre miljøet og dermed bistå menneskeheden på langt sigt. Den globale konsolidering af industrien og det begrænsede antal globale aktører i branchen understøtter stabiliteten i Air Liquide og den industrielle gasindustri over hele verden.

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.

Værdiansættelse

Historisk har Industrigas sektoren været meget modstandsdygtig overfor turbulente tider og generelt genereret et sundt merafkast af investeringerne over flere konjunkturcyklusser. Potentialet for at tjene et merafkast over kapitalomkostningerne er fremadrettet betydeligt højere i sektoren end for det globale marked. De defensive egenskaber stammer fra det faktum, at sektoren har høje adgangsbarrierer, og en stor del af selskabernes forretning er baseret på stabile, langsigtede forretningskontrakter, hvilket giver en høj grad af tilbagevendende salg. Den seneste konsolidering af sektoren skønnes også være en vigtig medvirkende faktor hertil. Industrielle gasproducenter som Air Liquide har placeret sig i toppen af i en meget attraktiv del af værdikæden, hvor en stor del af værdien skabes.

Air Liquide er prisfastsat til en Earnings Yield på 4,7%, hvilket er noget lavere end den samlede porteføljes Earnings Yield på 6,9%. Vi har ikke desto mindre fortsat tiltro til selskabet på baggrund af dets økonomiske og bæredygtighedsmæssige fremtidsudsigter. ●

Air Liquide

www.airliquide.com

Hjemsted

Frankrig

Etableringsår

Grundlagt i 1902 af Georges Claude og Paul Delorme i Paris, Frankrig.

Antal ansatte

Selskabet er repræsenteret i 80 lande med ca. 67.000 ansatte.

Produkter

Verdensledende inden for gasser, teknologier og tjenester til industri- og sundhedssektorerne.

Omsætningen fordelt på segment

Omsætningen stammer fra USA 40%, Europa 34%, Fjernøsten 23% og Mellemøsten og Afrika 3% og vedrører mere end 3,7 mio. kunder og patienter.

Styrker

Kundebasen, der er fordelt på mange sektorer (kemika-



lier, stål, glas, elektronik, papir, svejsning, fødevarerforarbejdning, sundhedspleje), er meget diversificeret med begrænset forhandlingsstyrke.

Svagheder

De faktorer, der driver omsætningsvæksten for de industrielle gasproducenter, er også kilder til risici.

Muligheder

Industrielle gasser er vigtige i næsten alle dele af det moderne samfund og spiller en rolle i næsten alt, fra det vi spiser til elektroniske gadgets og sundhedspleje i hjemmet (åndedrætspleje uden for hospital).

Trusler

Som globalt selskab kan internationale risici, begivenheder og omstændigheder påvirke forretningen negativt til trods

for kundernes mangfoldighed og det faktum, at selskabet er aktivt på vidt forskellige områder.

Omsætning 2019

EUR 22.121.000.000

Stigning på 4,3% fra 2018

Markedsværdi inkl. gæld

EUR 79.776.177.478

Forventet driftsresultat (EBIT) 06/2020

EUR 3.733.404.000

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

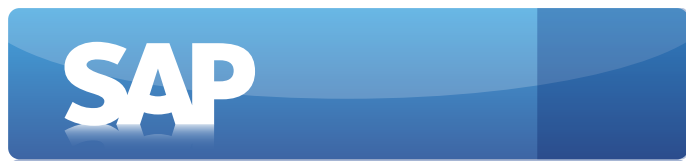
Global, vægtet 10 årig statsrente⁽¹⁾ 0,6%

Merafkast for virksomhedsejeren 4,1 point

Indtjeningsstabilitet

Meget høj

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



Case af Foreningens investeringsrådgiver

SAP – så fungerer verden bedre

Den 1. april 1972 stiftede fem tidligere IBM-ansatte selskabet SystemAnalyse Programm-entwicklung. I tæt samarbejde med deres kunder var idéen at skabe standard software, der integrerede alle forretningsprocesser og aktiverede databehandling i realtid.

I 1975 havde SAP udviklet førstegenerations softwareprogrammer til finansregnskaber, fakturering og lagerstyring og påbegyndte udviklingen af anden generation i 1979. Tredje generation af SAPs software lanceredes i 1992 med klientserver software for at imødekomme en globaliseret økonomi, hvorpå SAP blev global aktør med datterselskaber og udviklingscentre over hele verden. I 1999 imødekom SAP mulighederne med Internettet og den nye økonomi. Ti år senere forgrenede selskabet sig på tre fremtidige markeder: mobil- og databaseteknologi samt cloud.

I dag er SAP en global aktør, der opererer 65 datacentre på 35 anlæg i 16 lande, der med over 100.000 ansatte servicerer mere end 440.000 kunder i mere end 180 lande. Det er af afgørende betydning for et selskab at have et velfungerende IT-system. SAPs software, der udgør kernen i rigtig mange selskaber verden over, styrer alt fra indkøb, lager, produktion, salg, kunder, regnskab, skat, lønninger mv. SAPs mål er at bistå ethvert selskab med at fungere som én intelligent enhed med dyb indsigt i alle funktioner. Efter kundens ønske stilles SAP-software til rådighed som en lokal licensinstallation eller som cloud-baserede tjenester, eller en kombination heraf.

Hasso Plattner, en af SAPs oprindelige grundlæggere, er selskabets bestyrelsesformand og ejer tillige en aktiepost på 11% sammen med de øvrige medstiftere. Efter en ledelsesrokering i 2019 forlod flere nøglepersoner selskabet, inklusive CEO Bill McDermott. Han blev i oktober 2019 erstattet af Christian Klein og Jennifer Morgan i et CEO-partnerskab, men i april 2020 overtog Christian Klein rollen som administrerende direktør for SAP.



Christian Klein, CEO

18.300+ **91%** **200 mio.+**

partnere på verdensplan

af Forbes Global 2000
er SAP-kunder

cloud-brugere anvender
SAP-løsninger i 180 lande

Kilde: SAP.com

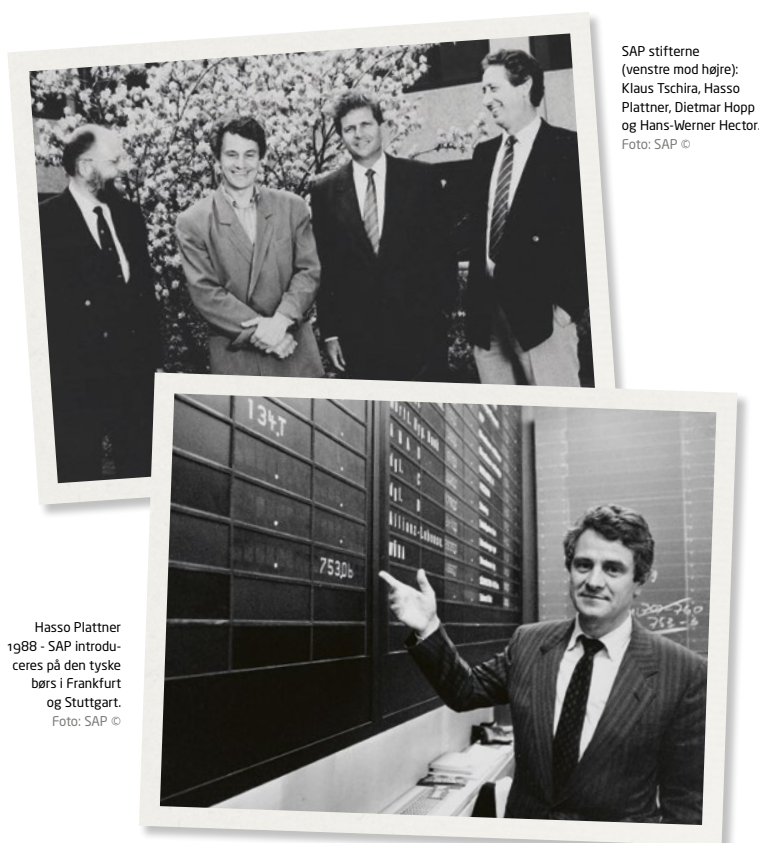
Brancheperspektiv

Det er nu mere end 10 år siden, at IT-boblen bristede, men siden da har sektoren oplevet et bemærkelsesværdigt comeback og været en særdeles vigtig bidragsyder til afkastet for investorer. Overordnet set omfatter IT-sektoren mange forskellige typer af selskaber, og der er stor spredning i feltet. Eksempelvis er nogle selskaber fokuseret på at producere hardware og komponenter så billigt som muligt, andre koncentrerer sig om databehandling, mens en tredje gruppe udvikler software til forbedring af brugerens hverdag. Den største indtjening ligger ofte i Softwarebranchens databehandlings- og softwareselskaber. SAP er et selskab i branchen Softwareprogrammer, der er klassificeret som en C-risikokategori, hvor de succesrige aktører ofte er mere stabile end det generelle marked.

Selskabets position i branchen

SAP er global markedsleder inden for softwareprogrammer med salg af løsninger til selskaber af enhver størrelse og i alle brancher. 77% af verdens transaktionsindtægter berører et SAP-system. For eksempel producerer SAPs kunder 78% af verdens fødevarerprodukter og 82% af verdens medicinske udstyr.

SAPs største konkurrenter er Oracle (ERP-systemer (enterprise resource planning)) og Salesforce (CRM-systemer (client relationship management)), som udbyder lignende softwareprogrammer og har de samme kunder som målgruppe.



SAP stifterne
(venstre mod højre):
Klaus Tschira, Hasso
Plattner, Dietmar Hopp
og Hans-Werner Hector.
Foto: SAP ©

Hasso Plattner
1988 - SAP introdu-
ceres på den tyske
børs i Frankfurt
og Stuttgart.
Foto: SAP ©

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.

SAPs førende produkt, S/4Hana, blev lanceret i 2015 og giver selskaber mulighed for at reducere deres samlede dataaftryk med en faktor på 12 og herigennem sænke deres driftsomkostninger sammenlignet med tidligere softwareløsninger. I 3. kvartal 2020 var 45% af nye S/4Hana kunder helt nye SAP-kunder, hvilket viser, at SAP ikke kun formår at overflytte eksisterende kunder til andre platforme (digital omlægning), men også kan tiltrække nye kunder.

COVID-19 har vist sig at accelerere denne digitale omlægning. Under pandemien har mange selskaber oplevet alvorlige forsyningskædeproblemer ofte drevet af svage IT-systemer, der skabte situationer, hvor kunderne ikke vidste, hvad de kunne producere, hvor og til hvem. Der er således opstået stor efterspørgsel efter at overgå fra licensaftaler til abonnement (cloud) for at opnå større forretningsfleksibilitet. Dette kundedrevne skub har betydet, at SAP må investere i opgradering af egne systemer og cloud-infrastruktur.

For at imødegå denne efterspørgsel fra kunderne må SAP ofre kortsigtet indtjening for at opnå en længerevarende kundelevetid. I oktober 2020 udskød SAP således deres mellemlange forventninger fra 2023 til 2025 samtidig med, at selskabet opjusterede sine ind-

Målt på kundeoplevelse er SAP førende i markedet for softwareprogrammer til selskaber:



1) Partner Enterprise Application Market Share Q12018, May 2018
2) Qualtrics S1 filing

tægter fra abonnementsforretningen. Den hurtige overflytning af kunder fra traditionel licensforretning til cloud-abonnement skaber stilstand i indtjeningsvæksten mellem 2020 og 2023, hvilket overraskede markedet, og aktien faldt fra 140 EUR til 90 EUR som følge heraf.

41.100+

forbrugsvareproducenter
i 134 lande innoverer med
SAP-løsninger

46

af verdens 50 mest
sikre banker bruger
SAP-løsninger

7/10

af de bedste hospitaler
i verden bruger
SAP-løsninger

Kilde: SAP.com

Nøglepunkter

- SAP befinder sig meget højt i værdikæden og tiltrækker en stadig højere andel af selskabers IT-budgetter
- ERP-software er ryggraden i ethvert selskab, hvilket giver sikkerhed for indtægter
- Softwareudgifter er i dag den største enkelt del af selskabers IT-budgetter (40-50% anslået)
- Med den aktuelle digitale omlægning rykker SAP endnu længere op i værdikæden. Dette øger niveauet for gensalg og forbedrer mulighederne for krydssalg og forøgelse af abonnemeter
- Når først software er installeret, er ønsket om at skifte leverandør af ERP-systemer sjældent forekommende

ESG (Environmental, Social & Corporate Governance)

SAP er frontløber, når det kommer til CO₂-udslip. Selskabet er ved at overgå til 100% vedvarende energi og kan med stolthed sige, at deres produkt er en "Green Cloud". Målet er at blive CO₂-neutral inden 2025. Databeskyttelse og IT-sikkerhed er af størst vigtighed for SAP, da kunder over hele verden betror deres data til SAP, enten on-site, i cloud, eller når de anvender mobile enheder. Når det gælder bæredygtighed, er selskabets initiativer til løsning af data- og IT-sikkerhedsproblemer bedre end industri-gennemsnittet.

ESG er en integreret del af SAPs virksomhed, hvor der er stærkt fokus på etik og ansvarlig selskabsledelse. SAP er transparent i sine ESG-politikker, systemer og performance på flere nøgleområder.

Selskabet indrapporterer ESG-mål og fremskridt og har programmer og initiativer på plads, der betragtes som "best practice". Samlet set har SAP stærkt fokus på ESG og betragtes med meget få ESG-relaterede problemstillinger som brancheleder.

Trusler

- Ledelsesrokering kan dække over reelle ledelsesproblemer
- Manglende successionsplanlægning på ledelsesniveau
- 2-3 store konkurrenter med samme produktudbud

ESG

SAP er frontløber, når det kommer til CO₂-udslip, og målet er at blive CO₂-neutral inden 2025.

- CEO Bill McDermotts ønske om at forlade selskabet kom som en stor overraskelse for bestyrelsen i SAP, og man fandt det herefter nødvendigt at udpege 2 personer til at udfylde posten, hvilket indikerer et langsigtet problem med successionsplanlægningen på ledelsesniveau. Den nye CEO-rolle blev delt mellem 2 medarbejdere, Jennifer Morgan (salg) og Christian Klein (finans). Det viste sig imidlertid at være uholdbart, og siden april 2020 har selskabet været under ledelse af Christian Klein alene med grundlæggeren, Hasso Plattner, bag roret til de store beslutninger.



Investeringsrationale

SAP har i dag en 80/20 fordeling mellem ultra-store kunder og det øvre mellemmarked. Eksempelvis anvender 29 ud af de 30 DAX-selskaber og 90% af S&P1000-selskaber SAP-software. En høj markedsandel, et godt og velrenommeret produkt samt et konsolideret marked i det øverste segment har fået SAP til at ekspandere til mellemmarkedet, som vil være den nye vækstmotor for SAP. Hjernen bag dette strategiske tiltag er Hasso Plattner, selskabets grundlægger, hovedaktionær og bestyrelsesformand. Fokus er på maksimering af kundernes levetid, der skønnes at stige 25-30% for den eksisterende kundebases vedkommende, som også forventes at vokse. Efter den digitale omlægning forventes selskabet at stå med en mere forudsigelig forretning med 85% tilbagevendende abonnementsindtægter. Andre selskaber, der har skiftet fra licensplatformen til cloud-abonnement, har været meget succesrige.

Værdiansættelse

Foreningen tilkøbte SAP aktien for første gang i november 2020, da kursen på det tidspunkt var på et attraktivt lavt niveau. Aktiekursen fik stryg efter selskabets nedjustering i oktober 2020, hvor det tilba-

getrak forventningen om stabil indtjeningsvækst på grund af implementering af ny strategi med abonnementsløsning for SAP-produkter. Selskabet vil i fremtiden udvide sin position fra softwareleverandør til cloud-udbyder for en væsentlig del af kundeporteføljen. Dette vil kortsigtet påvirke marginen negativt, men øge andelen af tilbagevendende indtægter for SAP, som derved vil forblive et profitabelt selskab med gode vækstmuligheder. I overgangsperioden vil marginerne være lavere, mens kundens levetid stiger betydeligt. Cloud-indtægterne estimeres til 22 mia. EUR i 2025 ud af koncernens samlede forventede indtægter på 36 mia. EUR.

I dag har SAP en forudsigelig omsætning på 72%, som forventes at stige til 85% i 2025, og er prissat til en Earnings Yield på 5,3%. De nye ambitioner og strategi medfører en kendt COVID-19 fremskyndet omkostningsbyrde for IT-selskaber, der skifter til cloud. Da denne udvikling er er kundedrevet, må IT-leverandørerne hoppe med på vognen og investere lidt af den kortsigtede driftsmarginal for at vinde langt mere på længere sigt. ●

5,3%

SAPs forudsigelige omsætning forventes at stige fra 72% til 85% i 2025. Selskabet er i dag prissat til en Earnings Yield på 5,3%.

SAP

www.sap.com

Hjemsted

Tyskland

Etableringsår

Den 1. april 1972 som selskabet SystemAnalyse Programmentwicklung.

Antal ansatte

En global aktør, der opererer 65 datacentre på 35 anlæg i 16 lande, der med 101.465 ansatte servicerer mere end 440.000 kunder i mere end 180 lande.

Produkter

Global markedsleder inden for softwareprogrammer med salg af løsninger til selskaber af enhver størrelse og i alle brancher. SAPs software, der udgør kernen i rigtig mange selskaber verden over, styrer alt fra indkøb, lager, produktion, salg, kunder, regnskab, skat, lønninger mv.

Omsætningen fordelt på geografi

44% fra EMEA regionen, 41% fra Nord- og Sydamerika samt 15% fra Asian-Stillehavs



regionen. Fordelt på områder: Cloud 25%, Software licenser 16%, Software support 42% og Services 16%.

77% af verdens transaktionsindtægter berører et SAP-system. For eksempel producerer SAPs kunder 78% af verdens fødevarer-produkter og 82% af verdens medicinske udstyr.

Styrker

SAP befinder sig meget højt i værdikæden og tiltrækker en stadig højere andel af selskabers IT-budgetter.

Svagheder

Ledelsesrokering kan dække over reelle ledelsesproblemer.

Muligheder

Med den aktuelle digitale omlægning rykker SAP endnu længere op i værdikæden. Dette øger niveauet for gen-salg og forbedrer muligheder-

ne for krydssalg og forøgelse af abonnenter.

Trusler

Manglende successionsplanlægning på ledelsesniveau og 2-3 store konkurrenter med samme produktudbud.

Omsætning 11/2019

EUR 27.553.000.000

+11,5% fra 2018

Markedsværdi inkl. gæld

EUR 138.859.792.000

Forventet driftsresultat (EBIT) 2020

EUR 7.370.110.000

Driftsresultat (EBIT) i f.t. den gældsfrie virksomhed

5,3% (Earnings Yield)

Global, vægтет 10 årig statsrente⁽¹⁾

0,6%

Merafkast for virksomhedsejeren

4,7% 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.

Praktiske forhold

ValueInvest Danmark har følgende tre svanemærkede andelsklasser, der er målrettet danske detailinvestorer og noteret på Københavns Fondsbørs:

Fondskoder

- **ValueInvest Global A**
DK001024639-6
Svanemærket licensnr. 3101 0050
- **ValueInvest Global Akkumulerende A**
DK006003249-8
Svanemærket licensnr. 3101 0049
- **ValueInvest Japan A**
DK001024647-9
Svanemærket licensnr. 3101 0049

Investeringsbeviser kan købes gennem alle danske pengeinstitutter.

Husk navnenotering.

Investeringsforeningen

ValueInvest Danmark
c/o BI Management A/S
Sundkrogsgade 7
DK-2100 København Ø.

Tel: +45 77 309 000
Fax: +45 33 144 036

kontakt@valueinvest.dk
www.valueinvest.dk

Foreningens investeringsrådgiver

Macquarie Investment Management Europe S.A.

ValueInvest Equity Team

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

Sankt Annæ Plads 13
DK-1250 København K.
Tel: +45 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
- Aldersopsparring
- 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

general forsamling

Foreningens ordinære
generalforsamling afholdes
onsdag 28. april 2021

Indkaldelse til ValueInvest Danmarks
ordinære generalforsamling sker
alene via Foreningens hjemmeside

www.valueinvest.dk

Der bliver ikke udsendt personlige indbydelser.

Investeringsforeningen ValueInvest Danmark blev stiftet den 16. april 1998 som en dansk, medlemsejet investeringsforening under tilsyn af Finanstilsynet

ValueInvest Danmark er en specialiseret investeringsforening, som alene koncentrerer sig om investering i aktier ud fra principperne om value investing.



ValueInvest Danmark har tre overordnede svanemærkede 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 (brancheorganisation 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 Harck*, 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.

Langsigtet kapitalbeskyttelse og -forøgelse

er Foreningens primære opgave, når den investerer på vegne af sine kunder.

BESTYRELSEN HOS INVESTERINGSRÅDGIVER

- Formand *John Leonard*
Macquarie Investment Management
- Næstformand *James Robert Burns*
Macquarie Investment Management
- *Konrad Kontriner*
Macquarie Investment Management
- *Holly Coleman*
Macquarie Investment Management
- *Jens Hansen*
Macquarie Investment Management Europe S.A.
ValueInvest Equity Team

DIREKTION

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

afkast
value
stabilitet