

ValueInvest

INDSIGT | STATUS | INVESTERINGSCASES | **NR. 2-2021**



LAD OS FÅ DET NED PÅ JORDEN...
DET ER JO DEN, DET HANDLER OM!

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, Amadeus
IT Group og Henry Schein

3 FORORD

På Foreningens vegne går rådgiver i dialog med selskaberne omkring klimaspørgsmål, f.eks. initiativer, der understøtter selskabernes CO₂-reduktionsmål samt, hvordan de påtænker at reducere CO₂-udledningen i praksis.

5 INDSIGT

INTERVIEW med investeringschef Jens Hansen, der har mange års erfaring med at levere kapitalbeskyttelse under vanskelige markedsforhold gennem investering i kvalitetsselskaber med undervurderet indtjeningskraft.



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

7 STATUS PÅ VALUE-INVEST DANMARK

Inflationsfrygt har for nylig ramt de finansielle markeder, da den finanspolitiske stimulus og det livlige forbrug efter pandemien har ført til en opblussen af inflationen. Et moderat inflationsniveau er ikke nogen dårlig ting og normalt godt for aktier.

10 FOKUS PÅ ESG: BÆREDYGTIGHED OG ANSVARLIGHED

At opføre sig ansvarligt er god forretning for selskaberne såvel som investorerne. Analyse af ESG-faktorer er et værdifuldt redskab, som kan give et mere fuldstændigt billede af et selskabs risikoprofil samt en vurdering af trusler og muligheder.

13 CASE: AMADEUS

Med en førende markedsposition som en af de største IT-udbydere til den globale rejse- og turistindustri er Amadeus i dag placeret i centrum af det digitaliserede rejse-økosystem.

16 CASE: HENRY SCHEIN

Førende grossist inden for dental- og medicinske produkter til dentallaboratorier, tandlæge- og lægeklinikker med aktiviteter i 31 lande. Fortunes mest beundrede selskab i 2021.

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

ESG: lad os få det ned på jorden... Det er jo den, det handler om!

Forord til halvårsrapporteringen

For at opfylde Parisaftalens globale klimamål om at holde temperaturstigningen under 1,5°C bør den globale CO₂-udledning nå klimaneutralitet omkring 2050. Dette vil kræve en betydelig reduktion af drivhusgasudledningen i alle sektorer af økonomien. Som aktionærer kan vi bidrage til at nå dette globale mål ved at gå i dialog med de selskaber, vi investerer i, omkring deres ambitioner og reduktionsmål og dermed påvirke deres miljømæssige dagsorden.

Kære investor

Både de Globale porteføljer og den japan-ske portefølje består af et relativt lille antal selskaber. Derfor har Foreningens rådgiver mulighed for aktivt at indgå i dialog med alle selskaber én for én. På Foreningens vegne går rådgiver i dialog med selskaberne omkring klimaspørgsmål, f.eks. initiativer, der under-

støtter selskabernes CO₂-reduktionsmål samt, hvordan de påtænker at reducere CO₂-udledningen i praksis.

Vores rolle som investor og aktionær er at sikre, at selskabernes ledelse identificerer og tager hensyn til både risici og muligheder i forbindelse med ESG. Et af de mest effek-



tive værktøjer, som en aktiv investor har til rådighed, er udøvelse af stemmerettigheden ved generalforsamlinger.

I år engagerer rådgiver sig aktivt i klimaneutralitet ved at adressere emnet i forbindelse med stemmeafgivelsen ved de årlige generalforsamlinger. I denne forbindelse henvender rådgiver sig til alle selskaberne for at forstå deres reduktionsmål og ambitioner om at nå klimaneutralitet – eksemplificeret ved Nestlé casen nedenfor.

Læs mere om ESG og bæredygtighed længere inde i bladet.

ESG Case: Nestlé



Selskabets mål:

Nestlés mål er at halvere deres drivhusgasudledning inden 2030 og opnå klimaneutralitet inden 2050. Selskabet vil støtte landmænd og leverandører med henblik på at fremme regenerativt landbrug, f.eks. ved at plante 20 mio. træer hvert år i de næste 10 år, overgå til 100% vedvarende elektricitet inden 2025 og fokusere på klima-

neutrale brands. Nestlé har mere end 2.000 brands, som spiller en kritisk rolle i rejsen mod at blive klimaneutral.

Dialog med selskabet: Rådgiver har på et møde med Nestlés ledelse, ESG Manager og Investor Relations Manager fået indblik i, hvordan Nestlé påtænker at opnå klimaneutralitet inden 2050, herunder selskabets fokus på at reducere faktisk udledning og ikke blot kompensere for egen

udledning ved at finansiere klimaprojekter.

Højdepunkter: Nestlé arbejder sammen med landmænd, leverandører, industri, medarbejdere, forbrugere, regeringer, NGO'er og de samfund, hvori de opererer, for at fremme samarbejdet omkring klima samt udvikle forståelige standarder, der understøtter en sektorspecifik indsats. Nestlé fokuserer ikke kun på CO₂, men også generelle klimainitiativer og

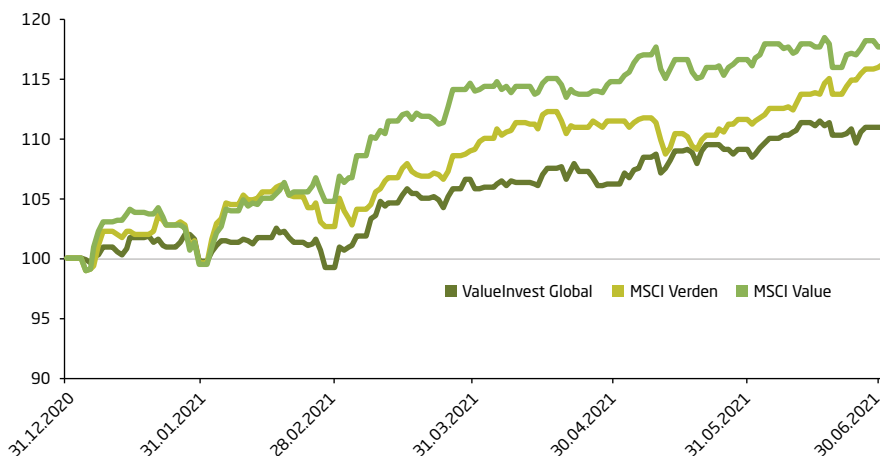
reduktionsmål gennem hele deres værdikæde.

Næste skridt: Foreningens rådgiver fører en åben dialog med Nestlé omkring klimamål og -initiativer i selskabets værdikæde og brands. Løbende dialog om klimaneutralitet giver den aktive aktionær mulighed for at påvirke de selskaber, der investeres i, på en lang række emner samt indsigt i klimaspørgsmål og risici ud fra et ledelsesmæssigt perspektiv.

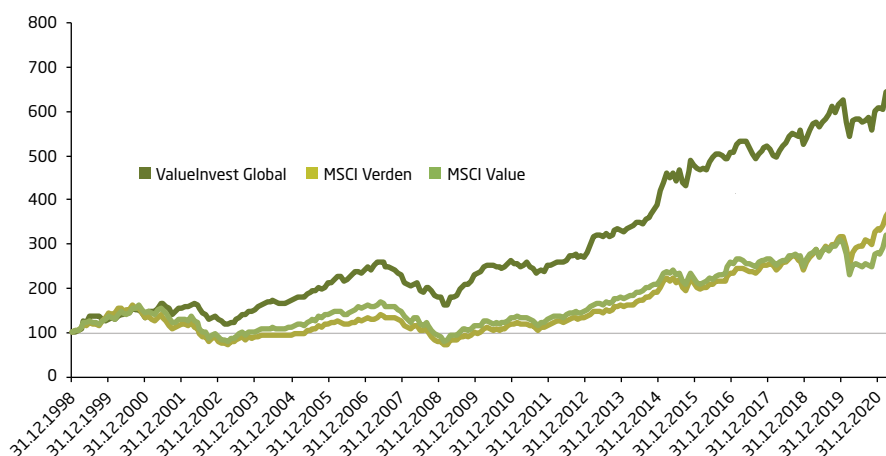


Følg ValueInvest-Danmark på LinkedIn og få investeringskommentarer, inspiration og seneste nyt fra ValueInvest.

Figur 1 Afkast på kort sigt (31.12.2020 - 30.06.2021)



Figur 2 Afkast på langt sigt (31.12.1998 - 30.06.2021)



► Antal Investorer

I første halvår er Foreningens medlemstal steget med knap 1.500 nye unikke investorer, hvilket svarer til en vækst på 5% til 27.500 investorer. Dette skal sammenholdes med en svagt stigende udvikling i den samlede formue til 4,6 mia. kr.

Til trods for en svagt stigende formue har formuen været negativt påvirket af ikke geninvesterede udbytter udbetalt i starten af året, hvilket dog er blevet modvirket af positivt afkast samt et øget inflow i Foreningen. Vi takker for den tillid, vores investorer har vist os og byder nye velkommen.

Aktiv investor

Ikke alle value strategier er skabt ens, og

der er mere end én tilgang til value. I stedet for kun at fokusere på lav værdiansættelse som det primære parameter, mener vi, at kvalitetsselskaber, der handler til attraktiv værdiansættelse, kan tilbyde en langt mere overbevisende metode til value investering.

Pandemiens indvirkning på aktiemarkedet har åbnet op for nogle muligheder om tilkøb af selskaber i brancher, der ikke tidligere har været i de Globale porteføljer. Selskaberne i de Globale porteføljer kommer således fra 24 forskellige specialbrancher, hvilket er fem flere end sidste år ved samme tid.

- Vi har fulgt markedets opsving på rimelig vis
- På kort sigt må vi også konstatere, at vi er blevet slået af valueindekset (figur 1)
- Men på langt sigt, er vores afkast overlegent (figur 2)

I fire ud af de fem nye specialbrancher finder vi også de fire nye selskaber, der har fundet vej til de Globale porteføljer i år: 3M, Amadeus, Henry Schein, Smith & Nephew, hvor SAP, som blev tilføjet de Globale porteføljer i november sidste år, tilhører den sidste af de fem nye specialbrancher.

Længere inde i medlemsbladet skriver vi om to af de ovennævnte nye selskaber: **Amadeus IT Group**, den spanske softwareleverandør, der blev grundlagt af fire europæiske passagerflyselskaber i 1987 for at skabe et uafhængigt globalt distributionssystem af flybilletter og **Henry Schein**, den førende amerikanske globale grossist inden for dental- og medicinske produkter til dentallaboratorier, tandlæge- og lægeklinikker med aktiviteter i 31 lande, hvor hovedmarkedet er USA.

God læselyst & god sommer.

Ole Steffensen

Bestyrelsesformand, ValueInvest Danmark



Et tilbageblik

INTERVIEW med investeringschef Jens Hansen

Jens Hansen er investeringschef (Chief Investment Officer) for Macquarie Value-Invest Equity, Foreningens rådgiver, et team med mange års erfaring med at levere kapitalbeskyttelse under vanskelige markedsforhold gennem investering i kvalitetsselskaber med undervurderet indtjeningskraft.

For teamet er en aktie ikke bare et stykke papir med en pris på. En aktie er et ejerskab af et selskab, og derfor tænker teamet som selskabsejere, når de investerer i nøje udvalgte selskaber. Her ser Jens Hansen tilbage på sidste års kollaps på aktiemarkedet og det efterfølgende bemærkelsesværdige opsving samt sit teams løbende engagement i ESG.

Jens, som en erfaren investor, der har gennemlevet flere markedsacyklusser, fortæl os lidt om, hvordan I navigerede gennem den helt specielle situation på aktiemarkedet i 2020 med den drastiske nedtur og det efterfølgende markante opsving, som jo er fortsat ind i 2021.

At være tro mod sin filosofi og investeringsmetode er nøglen til at navigere gennem forskellige markedsacyklusser med succes. Det er præcis, hvad vi gjorde i 2020, og hvorfor vi mener, at vi er godt positioneret fremover.

MSCI Verden leverede 5,9% (medmindre andet er angivet, er alle afkast i danske kroner) for 2020 som helhed. Ikke noget pragtresultat, men nogenlunde inden for hvad man kan kalde et normalt år. Men dette afkast fortæller ikke hele historien om 2020 set med aktiemarkedets briller.

2020 kan opdeles i to dele. I første kvartal sås et drastisk fald på tværs af alle markeder. Fra starten af 2020 til slutningen af marts 2020 klarede vores strategi sig bedre end MSCI Verden, der faldt med hele 20%. Efter en periode med maksimal smerte oplevede markederne et hidtil uset nødhjælpsrally, drevet af en kombination af massiv økonomisk støtte fra både politikere og centralbanker samt optimisme med hensyn til vaccineudrul-



Jens Hansen, MD - CIO, Macquarie ValueInvest Equity, Foreningens rådgiver

ningen. Fra opsvingets start i slutningen af marts til udgangen af året steg MSCI Verden med 32%.

Set i et større perspektiv har disse markedsforhold flere ligheder med det, vi så forud for IT-krisen, herunder især

- at en stor del af markedsafkastet blev drevet af en bestemt sektor,
- at der var meget stor forskel på værdiansættelsen mellem de hypede glamouraktier og alle andre aktier,
- at der kom nye værdiansættelsesmetoder på banen for netop at berettiggende disse værdiansættelser, og
- at investorerne fokuserede på en snæver gruppe selskaber.

Ikke desto mindre har vi tiltro til, at investorerne i sidste ende atter vil stille det rationelle spørgsmål: "Hvad får vi for pengene?"

Uanset investeringsstil bør alle investorer stille sig følgende helt fundamentale spørgsmål: Kan en investering forklares med enkle og rationelle argumenter? Hvis ikke, går vi en bue udenom. Det er sådan, vi prøver at bevare vores rationalitet for at beskytte og vækste vores investorers kapital.

2020 har været et vanskeligt år for aktive kapitalforvaltere. Hvordan har det påvirket jeres portefølje?

Mange kapitalforvaltere ønsker året 2020 hensat til glemmebogen, da MSCI Verden Value faldt med -9,6% mod en stigning i det generelle marked på +5,9%. Underperformance var mere udtalt i første kvartal 2020, da MSCI Verden Value faldt -25,8% sammenlignet med -19,8% for MSCI Verden, hvilket satte yderligere spørgsmålstejn ved value strategiernes evne til at levere kapitalbeskyttelse i faldende markeder. Og i første kvartal var det da også Medicinal, Stabilt Forbrug og højt prissatte IT-navne, der leverede denne beskyttelse under markedets kollaps, da disse sektorer kun faldt omkring -12% og dermed klarede sig 8% point bedre end det generelle marked.

Det er vigtigt at forstå, at ikke alle value strategier er skabt ens. Der er mere end én tilgang til value. I stedet for kun at fokusere på lav værdiansættelse som det primære parameter, mener vi, at kvalitetsselskaber, der handler til attraktiv værdiansættelse, kan tilbyde en langt mere overbevisende metode til value investering. Vi kræver altså, at et selskab både skal være af tilstrækkelig kvalitet og have en fornuftig prisfastsættelse, før vi investerer. Vi køber ikke et selskab af lav kvalitet, selvom det ser billigt ud. Omvendt betaler vi heller ikke for høje priser på selskaber af høj kvalitet.

Som resultat heraf har vi konstateret, at vores strategi har haft tendens til at levere

- stærk relativ performance i perioder med faldende markeder. Dette var igen tydeligt i første kvartal af 2020, hvor vores strategi leverede, hvad den har gjort i mere end 20 år, nemlig solid relativ kapitalbeskyttelse, når markedet falder og tilfredsstillende delta-gelse, når markedet atter stiger. Investering og formueskabelse er et langsigtet spil, som fungerer bedst, hvis tab kan minimeres over en lang investeringshorisont. Årsagen til dette er enkel: Man kan kun skabe og vækste en formue, hvis basiskapitalen er beskyttet.

Ser man mere specifikt på, hvad der drev vores afkast i 2020, gjorde fire forhold sig gældende, tre positive og et negativt:

- G4S var i en overtagelsessituation.
- Cykliske selskaber af høj kvalitet såsom Parker Hannifin, adidas, Makita, Air Liquide og H&M leverede stærke afkast. Alle er kendetegnet ved at have aktiekurser, der er mere volatile end deres underliggende forretning. Dette er en funktion, vi kan lide, fordi de lejlighedsvist kan blive fejlprikket af markedet, hvilket giver mulighed for attraktive køb.
- Stærk performance fra selskaber, som pandemien har indvirket positivt på, herunder Ahold Delhaize, Clorox og General Mills. Disse selskaber har draget fordel af et højere forbrug i hjemmet under COVID-19.

Negative afkast blev primært leveret af selskaber, der blev ramt af pandemien såsom Danone, Sodexo, Lawson, Ingredion, Asahi og Seven & I. Disse selskaber er eksponeret til forbrugere "on-the-go" eller forbrugere, der spiser uden for hjemmet. Alle er imidlertid selskaber, som vi fortsat tror på har en solid fremtid og et stærkt kursstigningspotentiale.

Vi benyttede de store udsving i aktiekurserne i 2020 på den type selskaber til at udvide vores positioner på attraktive priser. De beslutninger har allerede givet pote.

Vores observation er, at grundlæggende stabile forretningsmodeller blev offer for den omvæltning, der sker, når folk pludselig bliver hjemme for at arbejde, spise og drikke, hvilket

efter vores mening er et cyklisk forhold og ikke et strukturelt.

I 2021 har vi fortsat vores arbejde med investeringerne. Vi har lang erfaring med at vurdere værdien af selskaber. Når forskellen mellem aktiemarkedets pris på en aktie og vores vurdering af den reelle værdi af aktien bliver for stor, så kalder det på handling fra vores side. Det har ført til flere nye selskaber i porteføljen i 2021, men også et farvel til andre selskaber.

Hvad var unikt ved nedturen i 2020 med hensyn til at udnytte de muligheder, der opstod - også ind i 2021?

Vi mener, at COVID-19 pandemien er midlertidig snarere end permanent. Som resultat heraf har vi udnyttet de store udsving i aktiekurserne til at foretage visse ændringer i porteføljen i 2020:

- Reduktion af COVID-vindere såsom Ahold Delhaize eller Kimberly Clark
- Tilkøb af COVID-tabere såsom Danone, Sodexo og Diageo
- Tilføjelse af nye navne såsom Ingredion, Essity, H&M og Parker Hannifin i 2020.

Selvom dette vindue kun var åbent ganske kortvarigt, fordi markedet primært faldt over en måneds tid, havde vores team allerede udført sit arbejde på en række selskaber og var derfor i stand til at slå til, når mulighederne bød sig. Porteføljearbejderne har allerede haft positiv indflydelse, da to af vores største afkastbidrag i 2020 ikke var i porteføljen ved årets start. I indværende år er der både reduceret og øget i flere positioner. Clorox, G4S, Hormel Foods, Kirin, Mondelez samt KDDI er helt frasolgt de Globale porteføljer. Til gengæld har vi budt 3M, Amadeus, Henry Schein, Smith & Nephew inden for. Fremadrettet mener vi, at den nuværende porteføljearbejder har et betydeligt kursstigningspotentiale især for de selskaber, der oplever genåbningsoptimismen bane vejen for et stærkt forbrugsboom, efterhånden som vaccineudrulningen tager fart, og corona restriktionerne ophæves.

ESG har været en aktiv integreret del af vores proces i mere end 11 år. Vores tilgang er ikke statisk, men er under konstant udvikling og inkluderer screening og research, investeringsbeslutninger, overvågning af porteføljeselskaber og tjenesteudbydere, kontakt til og samarbejde med selskaber omkring væsentlige ESG-forhold samt udøvelse af aktionærrettigheder og -ansvar som stemmeafgivelse.



ESG - fokusområder

Under ledelse af vores ESG Manager, Lotte Beck, har teamets seneste fokus været på fire primære temaer: skovrydning, bestyrelsesmangfoldighed, aflønning og klima

Skovrydning

Sammen med andre investorer kigger vi på, hvordan de selskaber vi investerer i, undgår skovrydning i deres forsyningskæde, f.eks. i produktionen af råvarer som soja, palmeolie og oksekød, der indgår i produkterne. Samarbejdet inkluderer dialog med 10 porteføljeselskaber.

Bestyrelsesmangfoldighed

Vi arbejder med hypotesen om, at selskaber klarer sig bedre, når de ledes af en mangfoldig bestyrelse, der supplerer hinanden. Derfor tror teamet på lederskab, der varierer på tværs af, men ikke er begrænset til, køn, race, økonomisk baggrund og ideologi. I 2020 kontaktede vi samtlige selskaber, vi har investeret i, for at indgå i dialog omkring dette emne.

Aflønning

Vi har igangsat et projekt for at afdække aflønningsstrukturen hos vores porteføljeselskaber. Er aktionærernes interesser varetaget? Lægger vi vægt på de samme ting, og bliver ledelsen og medarbejderne i sidste ende belønnet for at skabe værdi for aktionærerne? Øvelsen inkluderer dialog med samtlige +50 selskaber vi har investeret i.

Klima

For at opnå Parisaftalens klimamål skal den globale CO₂-udledning nå klimaneutralitet i 2050. Macquarie har sat sit eget mål, nemlig opnåelse af net zero i 2040 og har en ambition om at forvalte porteføljerne i henhold hertil. Vi er i 2021 indgået i dialog med vores porteføljeselskaber om at afdække nuværende reduktionsmål og selskabernes ambitioner og mål ifm. klimaneutralitet.

Status på ValueInvest Danmark

Fra dybeste recession til bekymring om overophedning

ValueInvest
valueinvest

Udsigterne for et stærkt økonomisk opsving i år og en hurtig vaccineudrulning i de fleste udviklede lande efterfulgt af lempelse af COVID-relaterede restriktioner sendte i 2. kvartal de globale aktier i vejret, som dermed fortsatte udviklingen fra 1. kvartal. Spredningen af den smitsomme Delta-variant er dog et problem, der kan føre til nye restriktioner.

Genåbning af økonomierne har medført øget brug af opsparede midler, og omfanget af den potentielt indkapslede efterspørgsel er enormt, da forbrugerne har akkumuleret en betydelig opsparing under pandemien. Derudover påbegyndes snart store infrastrukturinvesteringer i USA. På denne baggrund er investorerne nu bekymrede for, at økonomien kan blive for ophedet og tvinge centralbanker til at hæve renten snarere før end senere, hvilket skabte en vis volatilitet på de finansielle markeder i 1. halvår.

Volatilt aktiemarked fortsætter i første halvår af 2021

De Globale porteføljer leverede et solidt afkast på +11,5% til +12,1% mod markedets +16,4% (her målt ved MSCI Verden), hvilket efter vores mening er tilfredsstillende i betragtning af porteføljernes defensive egenskaber og asymmetriske afkastprofil. Japan porteføljen leverede omvendt et bedre afkast end det japanske marked, dog et absolut mindre afkast i forhold til de Globale porteføljer på +5,2% mod det japanske markeds afkast på +4,3% for halvåret.

Efter et travlt 1. kvartal, hvor vi i de **Globale porteføljer** sagde farvel til fem aktier, **Clorox**, **Kirin**, **Hormel Foods**, **Mondelez** og **G4S**, og tilføjede fire nye, **Henry Schein** (se case her i bladet), **Smith & Nephew**, **3M** og **Amadeus IT Group** (se case her i bladet), var aktivitetsniveauet mere moderat i 2. kvartal. Vi solgte

to aktieposter i de Globale porteføljer: den japanske teleoperatør **KDDI** og **Organon**, en spin-off (0,1:1) fra Merck & Co., og vi reducerede positionen i det franske reklamevirksomhed **Publicis Groupe**. Vi supplerede i nogle af de seneste tilføjelser som **Amadeus IT Group**, **Henry Schein** og **Smith & Nephew**, men også i selskaber som **Kao**, **SAP** og **Merck & Co**.


Lidt om de øvrige nye selskaber

Pga. COVID og Brexit har investorerne udvist forsigtighed med britiske aktier, hvilket har givet os et attraktivt udgangspunkt i **Smith & Nephew**, den britiske producent af medicinsk udstyr. Selskabet betjener kunder i mere end 100 lande globalt og genererer en omsætning på \$ 5,1 mia. fra tre højt specialiserede segmenter: Ortopædi (43%), Sportsmedicin (30%) og Avanceret Sårbehandling (27%), et samlet marked på \$ 29,5 mia., som forventes at vokse 3-5%, understøttet af en aldrende befolkning, længere forventet levetid, og det faktum, at ældre generelt lever et mere aktivt liv. Markederne er stærkt konsoliderede og har høje adgangsbarrierer. For eksempel inden for hofte- og knæimplanter kontrollerer de fire største markedsaktører, inklusive Smith & Nephew, 85% af markedet.

Slutkunderne hos Smith & Nephew er typisk kirurger og sygeplejersker, der er specialiserede i at anvende specifikt udstyr til behand-

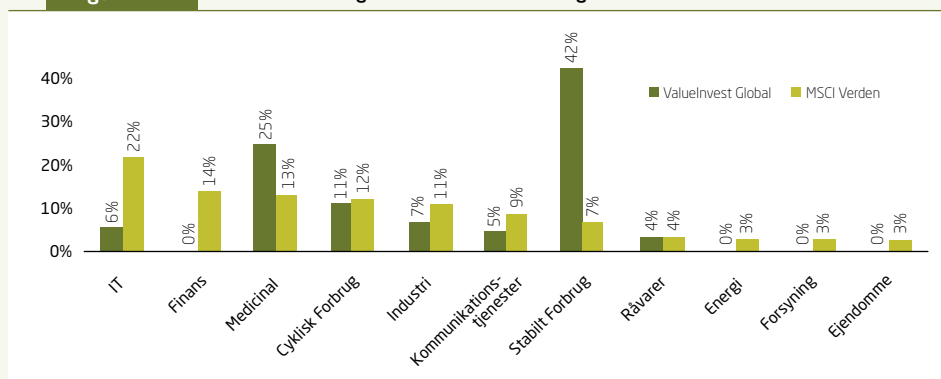
lingerne og derfor kun bruger få leverandører. Følgelig er omkostningerne ved at skifte leverandør høje. Kundeforholdet er ofte meget langvarigt, hvilket giver en høj grad af tilbagevendende salg, hvilket er en god grundsten for en stabilt indtjenende forretning.

I januar tilkøbte vi en position i det multinationale industrielle konglomerat **3M**, en portefølje af rentable nicheselskaber, der sælger mærkevarer til både privat og professionelt brug på tværs af diversificerede slutmarkeder. 3M, der har bred geografisk rækkevidde med ca. 60% af omsætningen uden for USA, er mindre afhængig af en enkelt økonomi. I dag sælger 3M mere end 60.000 produkter på tværs af fire segmenter: Medicinal (24%), Sikkerhed & Industri (34%), Transport & Elektronik (26%) og Forbrug (16%). Et selskabs levetid og styrke til at klare sig bedre i forhold til sammenlignelige selskaber afhænger af dets evne til at bevare sin relevans. 3M har disse kvaliteter og er kendt for sin forskningskapacitet, idet 6% af omsætningen anvendes til F&U, et højt niveau for et industrielt selskab. 3M er omgærdet af en solid økonomisk voldgrav. Ca. 1/3 af omsætningen genereres af produkter, der er lanceret for mindre end fem år siden. Et andet vidnesbyrd om innovation illustreres ved 3.600 nye patenter alene i 2019.

 Halvårets største negative bidrag til afkastet i de Globale porteføljer kom fra **Kao** (-16,8%), **Secom** (-14,2%), **Amadeus IT Group** - tilføjlet porteføljen i marts 2021 (-4,2%) og **Kirin** (-6,1%). Blandt de mest negative bidrag til afkastet i 2. kvartal finder vi igen **Kao** (-6,8%) samt bl.a. **Securitas** (-5,5%).

Figur 1

Sektor allokering for ValueInvest Global og MSCI Verden



► **Kao** har haft en hård start på året med faldende aktiekurs, der er fortsat ind i 2. kvartal. Det japanske marked for kosmetik, husholdnings- og personlig plejeprodukter aftog i begyndelsen af 2021, og Kaos sammenlignelige omsætning faldt derfor også med -5,7% i 1. kvartal med kosmetiksalget som det hårdest ramte område (-14,7%) på grund af den forlængede undtagelsestilstand i Japan og manglende efterspørgsel fra turister. Den nuværende indtjeningsmodvind er forbigående og pandemirelateret, og vi forventer, at genopretningsfasen vil udfolde sig i den kommende periode.

Aktierne i det svenske sikkerhedsselskab **Securitas** har været under pres på det seneste. Udtrædelsen af OMX Stockholm 30-indekset, der trådte i kraft i juli, har sandsynligvis øget presset yderligere. Securitas leverede et anstændigt 1. kvartalsresultat: en flad organisk omsætning, men hvor der blev rapporteret om positiv vækst for alle forretningssegmenter i marts; det sande lyspunkt var imidlertid den højere indtjeningsmargin understøttet af omkostningsbesparelser.



For halvåret som helhed var de største bidragsydere til afkastet i de Globale porteføljer **Publicis Group** (+37,1%), **Seven & I** (+40,5%), **Diageo** (+26,6%) og **Novo Nordisk** (+24,9%). Ser man kun på 2. kvartal, var igen **Novo Nordisk** (+22,3%) og **Diageo** (+14,1%) at finde blandt de største bidragsydere til kvartalets afkast sammen med bl.a. **Fresenius Medical Care** (FMC) (+13,9%) og **Nestlé** (+13,2%).

Novo Nordisk offentliggjorde i maj et solidt resultat for 1. kvartal og hævede sin forventning til helåret. I faste valutakurser forventer selskabet nu, at omsætningen vil stige med +6% til +10%. Vi mener, at Novo Nordisk er indbegrebet af et høj kvalitetsselskab. Novo Nordisk skiller sig ud som en meget fokuseret farmaceutisk virksomhed, er verdens førende inden for diabetes og fedmebehandling og kan bryste sig af en imponerende rentabilitet, der slår sine store konkurrenters. Diabetes og fedme er begge vigtige sundhedsspørgsmål, og globalt er der stadig mange udækkede behov. Vi mener, at Novo Nordisk har et solidt langsigtet vækstpotentiale understøttet af sin GLP-1-diabetesportefølje og selskabets lovende fedme-franchise.

Den schweizisk baserede føde- og drikkevaregigant, **Nestlé** havde en meget stærk start på året og slog forventningerne med en organisk omsætningsvækst på +7,7% i 1. kvartal, herunder næsten 40% vækst inden for e-handel, som nu repræsenterer 14,5% af omsætningen. Som følge af det stærke resultat for 1. kvartal virker helårsforventningen på +4% pludselig uambitiøs; ikke desto mindre bevarede Nestlé sin forventning og ønskede at se endnu et kvartal inden en evt. opjustering.

Fresenius Medical Care (FMC), som er førende inden for dialysebehandling, leverede et stærkt afkast i 2. kvartal; ikke desto mindre har det været lidt af et ujævnt forløb, siden vi tilføjede aktien i januar 2019. Pandemien var et eksternt chok for hele FMCs forretningsmodel; vi blev dog noget overrasket over

Figur 2

De Globale porteføljer

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

selskabets begrænsede fleksibilitet i omkostningsstrukturen. Investerings sagen er dog intakt, ikke mindst understøttet af en værdiansættelse, der indeholder en betydelig sikkerhedsmargin. Når effekten fra pandemien er aftaget, forventes en relativt hurtig normalisering af indtjeningen, og vi har derfor øget positionen i år.

I **Japan porteføljen** blev positionerne i den trådløse telekommunikationsudbyder **KDDI** og i sikkerheds- og alarmtjenesteselskabet **Secom** reduceret, og provenuet blev geninvesteret i lægemiddelforhandleren **AIN Holdings**, producenten af personlige produkter **Kao**, ølbryggeriet **Kirin** og fødevarekæden **Lawson**.



I 1. halvår var **Air Water** (-9,7%) og **Rinnai** (-14,1%) blandt de mest negative bidragsydere til Japan porteføljens afkast, mens **Ajinomoto** (+19,6%) og **Asahi Group** (+18,5%) var blandt de største positive bidragsydere.

Industrigasproducent **Air Water** rider coronastormen af så godt som muligt efter coronavirusens indledende chok sidste år med kontraktfremstilling af alkoholbaserede desinfektionsmidler. Endvidere drog selskabet fordel af den øgede efterspørgsel efter elektronik, da halvledersektoren er en stor kunde for industrielle gasproducenter. Efter vores mening er aktien en af de billigste i porteføljen, og som tålmodig investor forventer vi at blive belønnet, når den attraktive værdiansættelse anerkendes af markedet.

Den japanske producent af husholdningsmaskiner **Rinnai Corporations** kæmper stadig for at imponere markedet med +1% vækst i nettoomsætning og +18% vækst i driftsindtægter. Rinnai har lanceret sin nye mellemrange strategi med fokus på livskvalitet og miljøvenlighed. Derudover står selskabet overfor at skulle udvide sine salgskanaler globalt, hvilket er et optimistisk tegn på et opsving.

Den ambitiøse og ekspansive japanske producent af krydderier, **Ajinomoto**, har fodret sine investorer godt under pandemien på trods af de vanskelige omstændigheder. Aktiekursen er steget støt efter offentliggørelsen af helårsresultatet, og aktien er nu porteføljens største position.

I de første tre måneder af året steg **Asahi Groups** indtjening med +12% i forhold til samme periode sidste år, hvilket inkluderede de tidlige tegn på ændrede forbruger-

vaner på grund af virkningen af og frygt for Covid-19. Selskabet har ikke ændret på forventningen til regnskabsåret 2021, der fortsat forventes at udvise en vækst i omsætningen og det primære driftsresultat på henholdsvis +13% og +30%.

Forventninger

Inflationsfrygt har for nylig ramt de finansielle markeder, da den finanspolitiske stimulus og det livlige forbrug efter pandemien har ført til en opblussen af inflationen. Vi vil undlade at fremkomme med forudsigelser, men erkender, at vi kan være på vej mod et vedvarende højere inflationsniveau efter en lang periode med begrænset inflation og økonomier, der er blevet afhængige af lave renter.

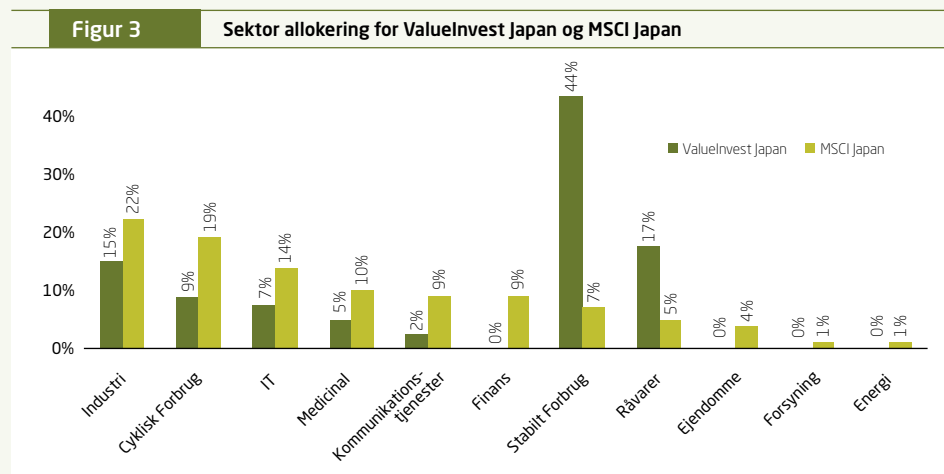
Et moderat inflationsniveau er ikke nogen dårlig ting og normalt godt for aktier, da inflation har tendens til at falde sammen med økonomisk vækst. Aktier fungerer, i modsætning til obligationer, hvor inflation nedbryder købekraften, som et værn mod inflation, da det fører til en stigning i den nominelle omsætning. Effekten af inflationen vil dog variere fra selskab til selskab, og her adskiller graden af pricing power vinderne fra taberne. Jo større pricing power desto lettere bliver det at overvælde omkostningerne og hæve priserne uden at miste omsætning.

Pricing power er knyttet til et selskabs konkurrencemæssige fordele og afspejler, hvor værdifuld dets produkter eller tjenester er for dets kunder. Evnen til at forblive relevant

kræver et konstant fokus på innovation og differentiering, løsning af problemer for slutbrugerne eller endda skabelse af nye behov eller måder at forbruge på.

Samlet set mener vi, at porteføljeselskaberne har en pricing power, der ligger over gennemsnittet, hvor mange har evnen til at hæve priserne over inflationen, hvilket også antyder af det høje afkast på den investerede kapital, som indikerer et vist niveau af konkurrencemæssige fordele. Under de herskende markedsforhold betyder værdiansættelse mere end nogensinde. Det er ingen hemmelighed, at højere renter har været drivkraft for højere værdiansættelser og vil medføre problemer i nogle dele af markedet. Vi mener at have undgået de lommer på markedet med den største værdiansættelsesrisiko hidrørende fra stigende renter.

Med den nuværende sammensætning af prisbillige, stabilt indtjenende selskaber, der allerede i dag leverer en stærk pengestrøm kombineret med solide balancer, har vi tiltro til, at ValueInvest porteføljerne er i god form til at beskytte kapitalen og vækste den på lang sigt. ●



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

ESG, bæredygtighed og ansvarlighed

- begreberne anvendes ofte i flæng, men betydningen er lidt den samme

Den finansielle sektor har gennem de senere år oplevet stigende fokus på ESG og bæredygtighed, herunder ansvarlige investeringer, hvor faktorer som miljø, sociale forhold og ansvarlig ledelse får stadig mere betydning, når investorerne skal vurdere et selskabs potentiale og risikoprofil. At opføre sig ansvarligt er god forretning for selskaberne såvel som investorerne.

➔ I det seneste årti har stadigt flere globale investorer indarbejdet kriterier for ansvarlighed og bæredygtighed i deres investeringsprocesser. Bæredygtighed er blevet en industri, hvor også flere og flere selskaber i dag har fokus på social ansvarlighed og miljøet, og hvor leverandører af ESG-data analyserer selskabers ESG-profil og leverer data og analyser til kapitalforvaltere. Kapitalforvaltere verden over har forpligtet sig til at samarbejde om at fremme FNs principper for ansvarlig investering (Principles for Responsible Invest-

ment (PRI)). Initiativet hertil blev taget i 2006 af FNs daværende generalsekretær Kofi Annan med opbakning fra en række af verdens største institutionelle investorer. Foreningens rådgiver har deltaget i dette samarbejde siden 2010. Som led i det fortsatte fokus på ESG fik alle ValueInvest Danmarks fonde Svanemærket i 2020. Svanemærket er et kvalitetsstempel, der understøtter ESG-principperne og er med til at sikre en bæredygtig fremtid og dermed gøre en forskel.

ESG og ValueInvest

Kapitalforvaltere har forskellige tilgange til ESG. Hos Foreningens rådgiver arbejdes med ESG gennem Ekskludering, ESG-integration og ESG-dialog (herefter benævnt engagements). ESG er en integreret del af investeringsprocessen, hvor ESG-data danner grundlag for risikovurderingen, der er en vigtig del af enhver investeringsbeslutning.

Når der er investeret i et selskab, overvåges dets ESG-adfærd, og der indgås i dialog med selskabet, hvis det vurderes, at visse forhold kan forbedres. Herudover udøves, på vegne af investorerne, stemmeret på selskabernes generalforsamlinger for således at sikre den bedst mulige langsigtede værdiskabelse for investorerne. Rådgivers PM-team og ESG-manager samarbejder tæt for at sikre imple-

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.



ekskludering



Ud fra nøje fastlagte kriterier ekskluderes bestemte investeringer fra investeringsuniverset, det være sig i selskaber, sektorer eller lande.

ESG-integration

Gennem en systematisk proces og ved hjælp af ESG-data implementeres eksplicit ESG-risici og -muligheder i de traditionelle økonomiske analyser og investeringsbeslutninger.

ESG-dialog



De selskaber, der investeres i, engageres gennem dialog, og aktivt ejerskab udvises gennem stemmeafgivelse. Dette er en langsigtet proces, der søger at påvirke selskabernes adfærd.

menteringen af ESG-praksis og anvendelsen af ESG-data i de økonomiske analyser og procedurer. Risikostyring, aktivt ejerskab, samarbejde om og promovering af ansvarlige investeringsprincipper, herunder engagements, danner grundlaget for arbejdet med ESG, herunder at:



Integrere ESG-faktorer i investeringsanalysen og beslutningsprocesser.



På vegne af investorerne være aktive ejere, der integrerer ESG-faktorer i ejerskabspolitikker og -praksis.



Arbejde med andre investorer for at forbedre ESG-faktorer og ansvarlige investeringsprincipper.



Søge indblik i ESG-praksis hos de selskaber, der investeres i.



Overvåge og ekskludere sektorer og selskaber.

Engagement-områder identificeres ved at overvåge porteføljernes selskaber og fokusere på praksis, der kan forbedres, hændelser

eller kontroverser, der skal løses, eller ved at indgå i samarbejde med selskaberne for at forbedre visse ESG-standarder, der er relevante for deres respektive brancher/sektorer. Engagements foregår via to forskellige kanaler:

Internt

PM-teamet og ESG-manageren hos rådgiver indgår i dialog med selskabet. Ofte vælges denne metode, når der ønskes indblik i en bestemt ESG-sag, eller når ønsket er at forbedre en praksis, der er specifik for det enkelte selskab.

Eksternt

I samarbejde med andre investorer, særligt PRI-engagement teamet og andre PRI-investorer. Her identificeres emner i branchen, hvor ønsket er at forbedre praksis, f.eks. arbejdstagerforhold eller skovrydning. Mål for engagements, udvikling og resultater dokumenteres i rådgivers centrale database, og status herpå indgår i kvartalsvis rapportering til investorerne. I arbejdet med ESG samarbej-

des med flere partnere, bl.a. leverandører af ESG-data og -analyser. Disse benyttes især til at overvåge porteføljeselskaberne og er grundstenen i enhver investeringsbeslutning. Samme leverandør leverer ESG-analyser til den serviceudbyder, der benyttes, når stemmeretten udøves i selskaberne på vegne af investorerne. Som underskriver af PRI samarbejder Foreningens rådgiver med PRI-teamet og andre medunderskrivere, når der indgås i dialog (engagements) med de selskaber, der er investeret i. PRI er en platform for alle aktører i den finansielle sektor (kapitalforvaltere, ejere, serviceudbydere etc.). Medlemskab af PRI giver større indflydelse, end hvis en kapitalforvalter alene indgik i dialog med et selskab.

ESG og investeringsafkast

En ansvarlig og bæredygtig investeringsproces handler ikke om enten- eller bæredygtighed på bekostning af investeringskast, men skal ses som både-og. Et godt langsigtet investeringsafkast handler om at reducere risikoen for tab. Analyse af ESG-faktorer er et værdifuldt redskab, som kan give et mere fuldstændigt billede af et selskabs risikoprofil samt en vurdering af trusler og muligheder.

De selskaber, der aktivt og ansvarligt forholder sig til omverdens krav og forventninger, vil typisk have en lavere forretningsmæssig risiko, og de vil dermed også give investorerne en bedre beskyttelse mod tab. Som langsigtet investor er det derfor naturligt at forholde sig til, hvor godt et selskab er positioneret til at overleve og trives i en verden, der er i hastig forandring, drevet af miljømæssige, demografiske og sociale forandringer.

ansvarlighed



Faktorer som miljø, sociale forhold og ansvarlig ledelse er væsentlige elementer i vurderingen af et selskabs potentiale og risikoprofil. Foreningens tre fonde er med Svanemærket, og Foreningens rådgiver 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



Investeringsforeningen ValueInvest Danmarks tre investeringsfonde er 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. 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

amadeus

Case af Foreningens investeringsrådgiver

AMADEUS – centralt placeret i det digitaliserede rejseøkosystem

Den spanske softwareleverandør **Amadeus IT Group** blev grundlagt af fire europæiske passagerflyselskaber i 1987 for at skabe *Global Distribution*, et uafhængigt globalt distributionssystem af flybilletter.

➔ Med en førende markedsposition som en af de største IT-udbydere til den globale rejse- og turistindustri er Amadeus i dag placeret i centrum af det digitaliserede rejseøkosystem, der yder passagererne maksimal effektivitet og spiller en rolle i de fleste berøringspunkter på en rejse. De største forretningsområder er booking og distribution af flybilletter (*Global Distribution*) samt software (*IT Solutions*) til passagerhåndtering, og nye markeder (*New Business*) med fokus på hotelbranchen er under opbygning. Den underliggende teknologistruktur er ens på tværs af forretningssegmenterne, og slutkundernes behov er ens, hvilket giver en meget synergetisk forretningsmodel, drevet af innovation og langsigtede kontrakter.

Amadeus primære opgave er at samle en rejses bestanddele (flybilletter og hotelværelser) og skabe en helhed for den rejsende. Selskabet leverer simpelthen den teknologi, der forbinder en meget fragmenteret leverandørbase med slutbrugerbasen. IT-infrastruktur til rejsebranchen er et meget konsolideret marked, hvor Amadeus har en 40% markedsandel, og hvor de tre største spillere Amadeus, Sabre, Travelport til sammen repræsenterer mere end 80% af markedet. Branchen har "winner-takes-it-all" egenskaber, og Amadeus, der er 50% større end branchens #2, har de højeste marginer og afkast på samme tid.

Stordrift er en massiv fordel, da det skaber cash flow, der sponsorerer Amadeus' årlige forbrug af Forskning & Udvikling (F&U) på 17% af selskabets omsætning. Det kan de små spillere ganske enkelt ikke hamle op med, hvilket har øget Amadeus markedsandel fra 25% i 2000 til 45% i 2019.



Luis Maroto, CEO

Amadeus' omsætning genereres i tre forretningsområder:

Global Distribution (50% af omsætningen) består primært af faste gebyrer (ca. 5 USD pr. billet) fra passagerfly. Omsætningen, der har en meget høj bidragsmargin og er baseret på femårige kontrakter, er transaktionsbaseret og således helt uafhængig af den billetpris, som den rejsende betaler. Både omsætning og indtjening er vokset med ca. 5% pr. år i perioden 2010-2019, og markedsandelen udgør ca. 45%.

IT Solutions (knap 50% af omsætningen) sælger software til fly- og hotelbranchen. Med dette software kan Amadeus' kunder håndtere deres passagerer fra booking til boarding/indtjekning. Kunderne

outsourcer rent faktisk deres IT-systemer til Amadeus, der opkræver et billetgebyr, når den rejsende går ombord/tjekker ind. Kontrakterne er på flere års varighed og ofte med en høj fastholdelsesgrad. Både omsætning og indtjening er vokset med 16-17% om året i perioden 2010-2019.

New Business har flere nye forretningsområder under udvikling. Det mest interessante er for-

skellige softwareløsninger til hotelbranchen. Netop dette marked er attraktivt, da det er næsten dobbelt så stort som Amadeus' to hovedforretningsområder, Global Distribution og IT Solutions.

85% af Amadeus' omsætning genereres af billetgebyrer og dermed antallet af rejsende. Den største eksponering er til luftfart. Med en ▶



Amadeus kontor, Sophia Antipolis Cedex, Frankrig

- ▶ meget høj bidragsmargin (over 50%) og ingen afhængighed af den pris, som den rejsende betaler, bør Amadeus' indtjening være blandt de første i rejsebranchen til at vende tilbage til niveauet før COVID-19. Overkapaciteten i fly- og hotelbranchen vil betyde, at der vil gå lang tid, før indtjeningen i disse brancher kan løfte sig fra break-even, hvorimod Amadeus blot har brug for, at antallet af bookinger begynder at accelerere for at drive indtjeningen i vejret. I øjeblikket forventes det, at den globale flytrafik vil være kommet sig inden 2024, dvs. være tilbage på niveauet i 2019.

Vækstraterne i softwarebranchen ligger normalt i niveauet 5-10%, og med et +20% afkast af den investerede kapital er væksten således rentabel for Amadeus. Vækstraterne er således lavere inden for *Global Distribution* end i *IT Solutions*, hvor flyselskaber i stigende grad erstatter deres forældede og omkostningstunge systemer med et "pay-as-you-go" system fra Amadeus. Selskabet har et lignende marked, *New Business*, under opbygning, med fokus på hotelbranchen.

Under COVID-19 styrteddykkede lufttrafikken og dermed rejsebookingerne. Med ca. 80% af omsætningen hidrørende fra flyselskaber blev Amadeus derfor også hårdt ramt og var nødsaget til at rejse ny langsigtet gæld og egenkapital (inkl. konvertible værdipapirer). Ved udgangen af september 2020 havde selskabet tilstrækkelig likviditet til to års drift på et bookingsniveau, der ligger 80% under det normale.

Investeringsrationale

- Amadeus har en markedsandel på over 45% inden for *Global Distribution* og har skabt *IT Solutions*, som i dag bidrager med knapt 50% af omsætningen og er i fortsat vækst. Amadeus ekspanderer sin

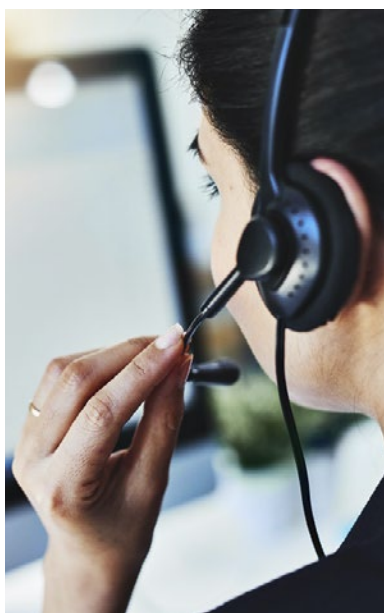
50%

Uden Amadeus kunne halvdelen af verdens passagerfly ikke håndtere deres passagerstrøm (og i stigende grad ej heller deres interne booking systemer).

New Business forretning, som primært omfatter software til hotelbranchen baseret på den samme softwarestruktur, som anvendes til flybranchen. Bruttomargin for dette nye forretningsområde er 40-60%.

- Amadeus' primære rolle er at yde maksimal effektivitet til rejsende. Markedet for IT-infrastruktur er meget konsolideret. Amadeus tegner sig for knapt 50% heraf sammenlignet med den samlede andel på mere end 80% for de tre store spillere Amadeus, Sabre og Travelport.
- Med en meget stærk markedsposition i den mest rentable ende af værdikæden har Amadeus afgørende betydning for rejsebranchen. Amadeus har EBIT-marginer i intervallet 28-30%, mens selskabets primære kunder har marginer på under 10%.
- Amadeus er leder i et oligopolmarked med kun tre aktive spillere. Forretningsmodellen er knyttet til væksten i lufttrafikken og ikke til indtjeningen eller rentabiliteten i kundebasen. Dette er en vigtig faktor, fordi antallet af passagerer og passagerkilometer har en attraktiv vækstprofil med 4-6% vækst uden recession og -1% vækst under recessioner.
- Rejsebranchen er et stort felt med mange aktører langs værdikæden. En opdeling af værdikæden i fire områder giver en indikation af, hvor værdiskabelsen er højest. De fire områder er:
 - B2B/B2C IT-infrastruktur,
 - flyselskaber,
 - lufthavne,
 - hoteller/resorts/krydstogt.

Værdiskabelsen målt på afkast af den investerede kapital indikerer, at kun udbydere af IT-infrastruktur tjener et betydeligt afkast af deres investeringer. Desuden oplever branchen også den største konsolidering.



ESG

Amadeus har i flere år arbejdet sammen med bl.a. EU-Kommissionen for at facilitere multimedie transportmuligheder, der kan være med til at reducere det totale CO₂-udslip.

← Fotos: Amadeus ©



Risikokategori

Som aktionær og ejer af et selskab er den risiko, der giver anledning til bekymring, forbundet med udsving i indtjeningen.

Hvor hurtigt og sikkert er det, at den fremtidige indtjening giver penge tilbage. Der er 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 rådgivers globale univers er blevet klassificeret i en af disse fem risikokategorier. For at mindske og begrænse kurs- og tabsrisikoen i porteføljen, skal mindst 2/3 af porteføljen til enhver tid være investeret i risikokategorierne A, B og C.

- Amadeus' overskud er ikke kædet sammen med deres kunders, men drevet af forretningsmodellen, hvor indtjeningen udgør et fast billetgebyr uanset prisen på den rejsendes billet. Amadeus er forbundet mellem rejsende og rejseudbydere. Uden Amadeus kunne halvdelen af verdens passagerfly ikke håndtere deres passagerstrøm (og i stigende grad ej heller deres interne booking systemer). Amadeus er for rejsebranchen, hvad SAP (se evt. SAP-investeringscase fra medlemsblad 1:2021, eller på ValueInvest.dk) er for store selskabers regnskabssystemer (bare med en meget højere markedsandel og ingen abonnementsindtægter).
- På trods af store investeringer i innovation har Amadeus høj cash flow generering (investerer årligt 17% af indtjeningen i Forskning & Udvikling for at opretholde det teknologiske forspring og dermed holde konkurrenterne på afstand). Kapitalkrævende investeringer opvejes af langsigtede kundecontrakter, der fungerer som adgangsbarrierer. Amadeus er ca. 50% større end Sabre (baseret på 2019 indtjeningen). I lighed med Amadeus kæmper Sabre med følgerne af pandemien, men også med en betydelig flerårig IT-infrastrukturopgradering, hvilket kan skabe forretningsmuligheder for Amadeus.
- Før COVID-19 realiserede Amadeus stabil indtjening gennem forskellige økonomiske cyklusser. Der er underliggende vækst i branchen, som på toppen heraf konsolideres samtidig med, at Amadeus identificerer nye forretningsområder. Endelig vil væksten vende tilbage til niveauet før krisens start, hvilket ifølge selskabet forventes at ske før 2024.

ESG (Environmental, Social & Corporate Governance)

I investeringsanalysen har Foreningens rådgiver vurderet Amadeus' generelle ESG-profil til at være stærkere end industrien/gennemsnittet. Amadeus håndterer ikke blot ESG-risici, men har også initieret projekter, hvor ESG-aspektet er en del af produktet. Inden for *multimodal travel*, hvor man benytter flere forskellige transportmidler på én rejse, har Amadeus i flere år arbejdet sammen med bl.a. EU-Kommissionen for at facilitere multimodale transportmuligheder, der kan være

med til at reducere det totale CO₂-udslip for en rejse samt afhjælpe kødannelse og forurening.

Værdiansættelse

Værdiansættelsen forudsætter, at 2023 bliver et normalt år for Amadeus med en omsætning på 2019-niveau og en indtjening, der i højere grad er drevet af de strukturelle omkostningsbesparelser, der blev implementeret i 2020. Yderligere medvind til marginen kan komme fra *IT Solutions*, der fortsætter med at vækste to til tre gange hurtigere med bruttomarginer, der sammenlignet med *Global Distribution* er 1,5x højere.

Amadeus er prissat til en Earnings Yield på 5,9%, hvilket er lidt lavere end den samlede porteføljes Earnings Yield på 6,3%. Vi har tiltro til selskabet på baggrund af dets økonomiske og markeds-mæssige styrke. Desuden er der efter COVID-19 en stærk opdaget trang blandt folk til at komme ud og se verden igen, hvilket vil skabe et boom i rejsebranchen, der på længere sigt forventes at genopleve stabil vækst understøttet af stigende indkomst på udviklingsmarkederne. Dette er et strukturelt vækstmarked drevet af en mere forbundet verden og flere folk, der har råd til at flyve.

Som forsigtige investorer og givet usikkerheden om opsvingets fart, har vi valgt at nedjustere Amadeus fra A til B i vores risikoklassificeringsramme, selvom selskabet under normale omstændigheder er meget stabilt og rentabelt. ●

Amadeus IT Group

www.amadeus.com

Hjemsted

Spanien



Etableringsår

Grundlagt af fire europæiske passagerflyselskaber i 1987 for at skabe et uafhængigt globalt distributions-system af flybilletter.

Antal ansatte

Godt 19.000 ansatte.

Produkter

Software til rejseindustrien.

Omsætningen fordelt på segment

Omsætningen stammer fra tre forretningsområder: Global Distribution (50% af omsætningen), IT Solutions (knapt 50% af omsætningen) samt New Business, der er under udvikling.

Styrker

Førende selskab i oligopol marked med kun tre spillere.

Amadeus' overskud er ikke kædet sammen med deres kunders, men drevet af forretningsmodellen, hvor indtjeningen udgør et fast billetgebyr uanset prisen på den rejsendes billet.

Svagheder

Store årlige investeringer i innovation.

Muligheder

Der er underliggende vækst i branchen, som på toppen heraf konsolideres samtidig med, at Amadeus identificerer nye forretningsområder.

Trusler

En forlængelse af genåbningsprocessen eller nye COVID nedlukninger.

Omsætning 2020

2,2 MIA. EUR

⬇ et drop på -61,0% fra 2019

Markedsværdi

26,7 MIA. EUR

Normaliseret indtjening

1,8 MIA. EUR

Driftsresultat (EBIT) ift. den gældende virksomhed

5,9% (Earnings Yield)

Global, vægtet 10 årig statsrente⁽¹⁾

1,1%

Merafkast for virksomhedsejeren

4,8% point

Indtjeningsstabilitet

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.

Henry Schein – one-stop-løsning via hurtig levering af hele spektret af dental- og medicinske produkter

Henry Schein blev stiftet af ægteparret Esther og Henry Schein, da de i 1932 åbnede deres første apotek i Queens, New York.



Stanley Bergman, CEO

Selskabet, der idag har global tilstedeværelse, er den førende grossist inden for dental- og medicinske produkter til dentallaboratorier, tandlæge- og lægeklinikker med aktiviteter i 31 lande. Hovedmarkedet er USA, efterfulgt af eksponering til de fleste større europæiske lande, Canada, Japan, Kina, Brasilien, HongKong, Singapore, Thailand og Australien/New Zealand.

Produktudbuddet omfatter ikke mindre end 120.000 lagerførte mærkevarer samt Henry Scheins private mærkeprodukter tillige med yderligere 180.000 produkter, der er tilgængelige mod specialordre. Der er tale om forbrugsprodukter såsom tandproteser, tandimplantater, klinikstole, anæstetika, laboratorieprodukter, reparationsservice (udstyr), originale og generiske lægemidler, vacciner, kirurgiske produkter, diagnostiske tests, infektionstests og vitaminer. De mere service-orienterede produkter og/eller produkter med et teknisk indhold omfatter softwaresystemer til drift af dentallaboratorier, tandlæge- og lægeklinikker, netværk og hardware tjenester, eServices (indsendelse af forsikringskrav, afsendelse af påmindelser om aftaler, behandling af patientbetalinger samt fakturering) og tjenester i forhold til at give kunderne adgang til finansielle tjenester og produkter fra tredjeparts-leverandører samt endelig kundeevaluering.

Henry Scheins omsætning var ca. USD 10 mia. i 2019 og 2020 med en vis negativ effekt i 2020 fra COVID-19, da mange dentallaboratorier og tandlægeklinikker var lukket.

I USA beskæftiger Henry Schein 20.000+ fuldtidsansatte, herunder 3.200+ salgskonsulenter i marken, 2.000 telesalgrepræsentanter og 800 computerprogrammører og -teknikere. 9.400 ansatte er baseret uden for USA. Selskabet driver 28 distributionscentre; ni i Nordamerika, der betjener både det dentale og medicinske segment, otte i Europa, der ligeledes betjener både dental og medicinsk, fire i Australien/New Zealand, der udelukkende betjener dental, og endelig syv lagre i Asien/resten af verden, der kun betjener dentalsegmentet.

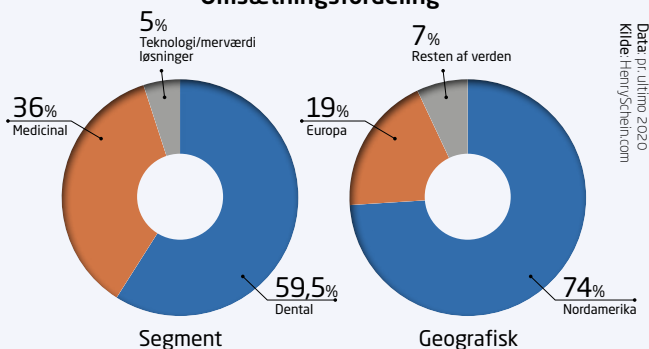
Udover distributionslagrene har Henry Schein mere end 170 servicecentre over hele verden, der leverer reparation, installation og tekniske tjenester. På daglig basis sender selskabet omkring 112.000 pakker ud til sine kunder, og ca. 99% af disse varer er lagervarer og kan derfor ekspederes samme dag, som ordrene modtages. Produkterne er for størstepartens vedkommende tilgængelige for kunderne fra mange andre leverandører, og producenterne sælger også direkte til slutbrugerne, hvorved mellemlid som Henry Schein undgås. I Nordamerika er konkurrencen imidlertid baseret på pris, produktsortiment, service og merværdiprodukter, og med hensyn til "daglige fornødheder" er leveringshastighed en vigtig faktor givet den generelle mangel på lagerkapacitet, da kunderne hovedsageligt er dentallaboratorier, tandlæge- og lægeklinikker.

Selskabet er global leder på et meget fragmenteret marked, hvor halvdelen af markedet betjenes af et lille antal store, nationale konkurrenter, og de resterende 50% af markedet af mindre og regionale selskaber med begrænset rækkevidde. Henry Schein har mere end én million kunder og er verdens største dentaldistributør med førende markedsandele i Nordamerika, Europa og Australien/New Zealand.

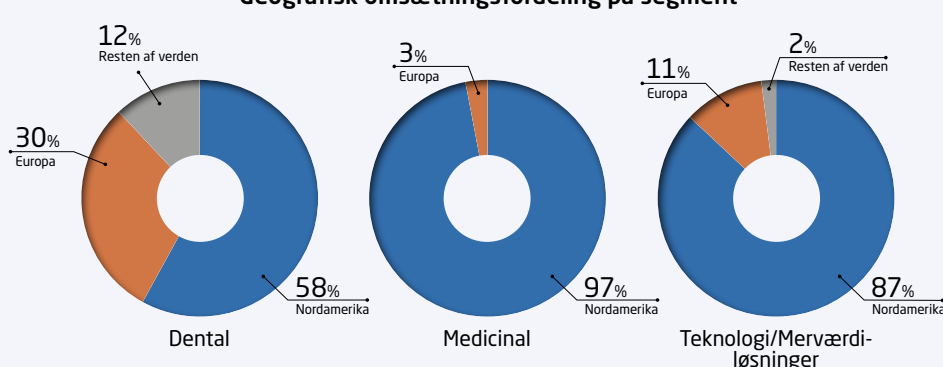
Aktive kunder

- 90% af alle amerikanske tandlægeklinikker
- 80% af dentallaboratorier i Nordamerika
- 80% af de australske/newzealandske tandlægeklinikker
- Ca. 55% af alle amerikanske lægeklinikker

Omsætningsfordeling



Geografisk omsætningsfordeling på segment





Kilde: HenrySchein.com

Selskabet er placeret som #2 inden for det amerikanske medicinske marked, der spænder fra lægeklinikker til ambulante kirurgiske centre, laboratorier samt offentlige sikkerheds- og sundhedssystemer. Henry Scheins andel af det amerikanske medicinske marked udgør 20%.

Konkurrencen varierer alt efter kategori og region. I Nordamerika, inden for dentalsegmentet, er de største konkurrenter Patterson Dental (division af Patterson Companies) og Benco Dental Supply Company. Inden for dentalsegmentet er Henry Scheins omsætning dog tre gange større end Patterson Dentals, og syv til otte gange større end Benco Dentals. Ud over de to nævnte selskaber konkurrerer Henry Schein mod flere andre distributører, der opererer på nationalt, regionalt eller lokalt niveau. Inden for det medicinske marked er de primære konkurrenter de nationale distributører McKesson Corporation og Medline Industries. Begge er større end Henry Schein inden for det medicinske segment, hvor McKesson er en gigantisk udbyder, og Medline er den største privatejede producent og distributør af sundhedsprodukter i USA med en palette på mere end 350.000 produkter. Desuden konkurrerer Henry Schein mod en række regionale og lokale medicinske distributører samt producenter, der sælger direkte til lægeklinikker. Markedet for software til drift af lægeklinikker, herunder elektroniske lægejournaler, er meget fragmenteret og præget af mange konkurrenter som Carestream Health, Inc. og igen Patterson Dental.

ESG forhold

I investeringsanalysen har Foreningens rådgiver vurderet Henry Scheins generelle ESG-profil til at være tilfredsstillende. Selskabet har fokus på ESG og arbejder med en vifte af ESG-emner og -projekter, herunder sundhedsmæssig ligestilling, miljømæssig bæredygtighed og forsyningskædens modstandsdygtighed.

Investeringsrationale

Over den seneste 25-års periode (1995-2020) har Henry Schein i gennemsnit vækstet med +12,1% og +14,7% årligt for hhv. omsætning og driftsindtjening. Driftsmarginen er steget fra 3,1% i 1995 til

5,6% i 2020, svarende til en årlig gennemsnitlig stigning på +0,1%. Ser man bort fra regnskabsåret 2020, som var negativt påvirket af COVID-19, ville den årlige marginforbedring faktisk have været knapt +0,2%, da Henry Schein realiserede en driftsmarginal på 7,3% i 2019. Denne historiske udvikling med en indtjeningsvækst, der overstiger omsætningsvæksten, forventes at fortsætte, omend på et lavere niveau, bl.a. baseret på følgende:

- Siden selskabet i februar 2019 frasolgte sin dyresundhedsforretning, der tegnede sig for ca. 30% af selskabets samlede omsætning, fremstår Henry Schein i dag som et rent distributionsselskab. Regnskabsåret 2020 skulle ideelt set være det første normale fulde år efter frasalget. Dette blev imidlertid forstyrret af COVID-19, og 2021 forventes også til en vis grad blive påvirket heraf. Regnskabsåret 2022 vil formentlig derfor være det første helt normale år efter frasalget af dyresundhedsforretningen og COVID-19.



- Henry Schein er global markedsleder inden for dentaldistribution og en klar #1 aktør i USA og #2 leverandør af medicinske produkter til læger i USA. Selskabet er karakteriseret ved stor stabilitet, der kommer fra den høje grad af tilbagevendende salg og fordelene ved distributionen, der sikrer hurtig levering kombineret med muligheden for at købe hele spektret af dental- og medicinske produkter, hvilket gør Henry Schein til en one-stop-løsning. På længere sigt ►



► forventer man også at vækste omsætningen hurtigere end markedet og fortsætte den historiske marginudvidelse. Desuden skaber den solide markedsposition og cash flow generering mulighed for udvalgte opkøb og tilbagekøb af aktier.

- Markedet forventes at fortsætte med at vokse, drevet af følgende tendenser:
 - Aldrende befolkning, voksende middelklasse og højere velstand generelt vil øge fokus på sundhed, forebyggelse af sygdom og det ideelle dentale udseende. Mellem 2019 og 2029 forventes den amerikanske befolkning fra 45 år og opad at vokse med ca. +11%. Mellem 2019 og 2039 forventes denne aldersgruppe at vokse med ca. +22% sammenlignet med den forventede samlede amerikanske befolkningsvækst på ca. kun +7% mellem 2019 og 2029 og ca. +13% mellem 2019 og 2039. Desuden forventes efterspørgslen at stige tilligemed mulighederne for nye teknologier, der gør det muligt for tandlæger at være mere produktive og innovative.
 - Digitalisering medfører opgraderinger af "IT-systemer", der dækker alt fra patientjournaler, fakturering og en mere aktiv kundekommunikation. Der er allerede mange udbydere på dette specifikke område, men Henry Schein har ofte fordelen ved allerede at være hovedleverandør til de klinikbaserede kunder.
 - I forhold til det medicinske marked ses en stigende tendens til at udføre behandlinger direkte hos tandlæger, læger, kirurgcentre eller alternative behandlingssteder i stedet for på hospitaler og skadestuer, hvilket giver mere forretning til Henry Schein.

- Henry Schein forventer at vokse hurtigere end både det dentale og medicinske marked ved at:
 - være godt positioneret til overgå de underliggende markedsaktører ved at blive den primære leverandør for endnu flere af sine over 1 million kunder. Den samlede produktportefølje og one-stop-løsning er af afgørende betydning i denne henseende,

- målrette sin indsats mod større dentallaboratorie/tandlægeklinik enheder og kirurgcentre og øge markedsandelen inden for specialsegmenter såsom implantater, tandregulering og endodonti (rodkanalbehandlinger), som alle er forretningssegmenter med høj margin og hurtigere voksende markeder end kernerdentalmarkedet, men hvor Henry Schein kun har en markedsandel på 10% i USA inden for disse segmenter tilsammen. Fremsigtede teknologier er en del af denne vækstudvikling, da mere simpelthen kan lade sig gøre i dag, og
- ved at have geografisk ekspansion på dagsordenen for både det dentale og medicinske segment, hvorimod opkøb er en mere fast del af strategien med hensyn til det medicinske segment, selvom Henry Schein historisk set har været ret aktiv på tværs af begge segmenter. I de seneste fem år har opkøbsaktiviteten dog været på lavblus, også med hensyn til størrelse.

Værdiansættelse

Henry Schein er prissat til en Earnings Yield på 6,7%, hvilket er lidt højere end den samlede porteføljes Earnings Yield på 6,3%. COVID-19 har medført udsættelse af behandlinger, primært blandt selskabets tandlægeklienter; derfor vil der være en væsentlig opdæmning efter-spørgsel, der vil udfolde sig, når corona restriktionerne ophæves, og samfundet langsomt vender tilbage til det normale, hvilket underbygger investeringscasens økonomiske og markedsmaessige styrke. ●

Henry Schein

www.henryschein.com

Hjemsted
USA

Etableringsår

Stiftet af ægteparret Esther og Henry Schein, da de i 1932 åbnede deres første apotek i Queens, New York.

Antal ansatte

Selskabet er repræsenteret i 31 lande med godt 20.000 ansatte i USA og ca. 9.400 ansatte udenfor USA.

Produkter

Førende globale grossister inden for dental- og medicinske produkter til dentallaboratorier, tandlæge- og lægeklinikker.

Omsætningen fordelt på geografi

Omsætningen er fordelt på tre segmenter: Dental (59%), Medicinal (36%) og Teknologiske/merværdiløsninger (5%).

Styrker

Global leder på et meget fragmenteret marked. One-stop-



løsning via hurtig levering af hele spektret af dental- og medicinske produkter.

Svagheder

Produkterne er for størstedelens vedkommende tilgængelige for kunderne fra mange andre leverandører, og producenterne sælger også direkte til slutbrugerne, hvorved mellemlid som Henry Schein undgås.

Muligheder

Markedet forventes at fortsætte med at vokse drevet af aldrende befolkning, voksende middelklasse og højere velstand generelt vil øge fokus på sundhed, forebyggelse af sygdom og det ideelle dentale udseende. Digitalisering medfører opgraderinger af "IT-systemer", der dækker alt fra patientjournaler, fakturering og en mere aktiv kundekommunikation.

Trusler

En forlængelse af genåbningsprocessen eller nye COVID nedlukninger. Stærke konkurrenter med samme produktbud.

Omsætning 2020

10,1 MIA. USD
+1,3% fra 2019

Markedsværdi

10,6 MIA. USD

Normaliseret indtjening

0,8 MIA. USD

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

6,7% (Earnings Yield)

Global, vægтет 10 år statsrente⁽¹⁾

1,1%

Merafkast for virksomhedsejeren

5,6% point

Indtjeningsstabilitet

Høj

(1) Global, vægтет 10 år statsrente: 10 år 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 0051
- **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

BIL Danmark
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 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

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*
- Næstformand *Jens Harck*
- *Mikael Bernhoft*
- *Bent Erik Carlsen*
- *Caroline Hjort Kasten*

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