

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 markedscykluser, 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 markedscykluser 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 berettigg 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 investorer 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. Porteføljændringerne har allerede haft positiv indflydelse, da to af vores største afkastbidrag i 2020 ikke var i porteføljen ved årets start. I indeværende 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 portefølje 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 stemmeafgivning.



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.

Disclaimer.

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 informationsmateriale. 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.