

Hvem bekymrer sig om risiko? Det gør vi!

De globale aktiemarkeder fortsatte med at stige gennem hele 2021 uden hensyntagen til de mørke skyer, der havde samlet sig i kølvandet på Covid-19. Når der er mange penge i omløb på jagt efter for få varer eller finansielle aktiver, opstår der en tendens til pres på de økonomiske og finansielle systemer, hvilket kan ende med at blive en risiko for investorerne på aktiemarkederne. Vi satte os sammen med Allan Sastrup Jensen, porteføljemanager hos ValueInvest Global Equity Team hos Macquarie Investment Management Europa S.A. (Foreningens investeringsrådgiver) til en samtale om, hvordan investeringsteamet navigerer i det aktuelle hav af risici og muligheder.

INTERVIEW med Allan Sastrup Jensen
Porteføljemanager hos Foreningens investeringsrådgiver

Hvordan klarede jeres investeringsstrategier sig på det stærke marked i 2021?

I forhold til det generelle aktiemarked leverede Foreningens globale og japanske investeringsstrategier et mindre, men dog stadig tilfredsstillende afkast. Vi har som altid præference for at investere i kvalitetsselskaber med en stabil indtjening over en konjunkturcyklus. For os giver det mening at investere i kvalitetsselskaber med en lang investeringshorisont, da sådanne selskaber har tendens til at være rentable, uanset om økonomien er stærk eller svag. Nu og da klarer de sig dårligere end markedet, og 2021 var sådan et år. Efter en kraftig og dyb recession som følge af Covid-19 var markedsafkastet drevet af selskaber med en kombination af høj cyklicitet og høj gæld. Derudover fastholdt teknologisektoren sit stærke performance-momentum. Det er et mønster, vi har set før i den tidlige genopretningsperiode efter en recession.

Vores investeringsstrategier skabes ved at balancere kvalitet og værdiansættelse. Fokus på kvalitet har nedsat vores appetit på selskaber med høj forretningsmæssig risiko, her-

under høj gæld. Investeringer i teknologisektoren er øget gennem SAP og Amadeus IT Group, men vi har ikke været villige til at betale for de høje værdiansættelser af de mest populære teknologiaktier. Vi sigter efter investering i selskaber, vi opfatter som værende af høj kvalitet, når deres aktier kan købes til attraktive priser. Det er sådan, vi tilstræber at beskytte investorerens kapital.



Allan Sastrup Jensen, porteføljemanager hos ValueInvest Global Equity Team.

Hvad ser du som den primære risiko lige nu?

En potentiel risiko er helt sikkert inflation. Under pandemien oplevede mange selskaber, at deres forretningsomfang skrumpede alvorligt ind fra den ene dag til den anden. Selskaberne reagerede meget hurtigt, og de gjorde alle det samme: *De holdt op med at købe fra deres leverandører og fokuserede i stedet på at nedbringe deres lagre for at frigøre kapital.* I en krisesituation er kapital og adgang til likviditet det eneste, der betyder noget for selskabernes overlevelse.

Så langt så godt. Da økonomien og forbrugerne igen begyndte at se fremad, vendte efterspørgslen efter fysiske varer meget stærkt tilbage. I store dele af 2020 og 2021 var det næsten umuligt at bruge penge på oplevelser som rejser, biografer, restaurantbesøg, natteliv osv. Fysiske varer skal produceres af de samme selskaber, som lige havde

nedbragt deres varelagre til et meget lavt niveau. Igen reagerede selskaberne meget hurtigt, og de gjorde alle det samme: *De begyndte at købe fra deres leverandører for at genopbygge lagrene og imødekomme den store efterspørgsel.*

Resultatet har været et enormt pres på forsyningskæderne og inflation, hvilket betyder højere priser på tværs af hele værdikæden. Råvarer, komponenter, logistik osv. Det kan på kort sigt tære på overskudsmarginen i de fleste selskaber. På mellemlangt sigt kan de stærkere selskaber skubbe de højere omkostninger videre i værdikæden, så de i sidste ende havner hos forbrugeren, der så må betale højere priser for brændstof, varer, biler osv. Vi tror, at forbrugeren allerede har fået denne udvikling at mærke.

Hvis inflationens opblussen varer for længe, kan det sende økonomien i bakgear igen. Det er en klar risiko efter vores opfattelse. Det, der kan ske, er, at forbrugsmønstret måske ændrer sig og bevæger sig væk fra fysiske varer som elektronik, biler, nye køkkener osv. til oplevelser som rejser, restaurantbesøg eller natteliv. Og selvfølgelig er det meget vigtigt at huske på, at forbrugernes efterspørgsel efter basisvarer som fødevarer og husholdningsprodukter ikke vil ændre sig betydeligt, uanset hvordan økonomien udvikler sig. Vi har af samme årsag investeret i mange selskaber, der leverer produkter eller serviceydelser med en underliggende stabil efterspørgsel.

Inflation er det helt store samtaleemne i øjeblikket. Er det muligt at beskytte sig imod den?

Det er et vigtigt spørgsmål, vi stiller os selv for hvert selskab, vi investerer i. Hvordan evner selskabet at håndtere de højere omkostninger? Mens stigende produktionsomkostninger pga. inflation er et kortsigtet onde for alle selskaber, er hovedspørgsmålet for os: Er selskabet i stand til at håndtere disse højere omkostninger på en smart måde?

Efter vores opfattelse er der på tværs af selskaber visse fælles karakteristika, der indike-

- rer deres evne til at håndtere inflationen. Selskaber, der sælger forbrugsvarer med stærke brands, har en god chance for at skubbe de højere omkostninger ud af deres eget system. For eksempel vil en forbruger næppe bemærke, at prisen på ens yndlings-chokolade, -kaffe eller -tandpasta stiger med et par øre. For producenterne af disse produkter kan nogle få øre pr. produkt være afgørende, når de skal beskytte deres overskudsmargin.

Ganske enkelt leder vi efter selskaber, der sælger produkter eller tjenester på tilbagevendende basis til kunder, som har ringe incitament til at skifte over til et konkurrerende produkt. Efter vores mening er det den bedste måde at beskytte sig mod inflation. Sådanne kvaliteter findes i mange forskellige typer selskaber, ikke kun inden for føde- og drikkevareselskaber. For eksempel er teknologiselskaber, der sælger software på abonnementsbasis til en loyal kundebase, normalt en god forretning efter vores opfattelse. Det samme kan siges om industriselskaber, der sælger højteknologiske og innovative komponenter, der kun udgør en meget lille del af de samlede omkostninger ved slutproduktet. Dette var blot to eksempler fra selskaber (SAP og 3M) i Foreningens portefølje.

Foreningens portefølje indeholder i høj grad sådanne selskaber, og vi har allerede set mange af dem eksekvere på pricing power. Pricing power er knyttet til et selskabs konkurrencemæssige fordele og afspejler, hvor værdifulde 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. Vi ser både forbrugerrettede selskaber som industriselskaber have denne evne og derfor være i stand til at hæve priserne for at imødekomme inflationen. Vi følger nøje dette emne, som du sikkert kan forestille dig.

På den anden side gør vi vores bedste for at undgå at investere i selskaber, der sælger standardprodukter til kunder, der kan vælge

mellem mange forskellige leverandører og kun er interesseret i den lavest mulige pris. Sådanne selskaber kan have vanskeligere ved at håndtere en stigning i omkostningerne, da de enten må acceptere en lavere overskudsmargin eller miste kunden til en konkurrent.

Hvad ser du ellers som en risikofaktor?

En risiko, vi ofte taler om i vores team, er risikoen for skuffelser. Vi kunne også kalde det en værdiansættelsesrisiko, og denne ligger os meget stærkt på sinde.

Kort sagt udspringer afkastet fra aktiemarkedsinvesteringer fra to kilder: Det fundamentale afkast og det spekulative afkast. Udbytte og indtjeningsvækst er de vigtigste faktorer for langsigtede investorer. Det kalder vi det fundamentale afkast, og det er af høj kvalitet, fordi udbytte og indtjeningen kommer år efter år, og der er principielt ingen øvre grænse for, hvor højt det kan blive. Dernæst er der det spekulative afkast, som måles på, hvor meget værdiansættelsesfaktoren kan ændre sig. Dette er efter vores mening et afkast af lav kvalitet, fordi det basalt set er styret af humøret og stemningen hos aktiemarkedets deltagere. Hvis de er optimistiske, er de villige til at betale en høj kurs. Hvis de derimod er pessimistiske, vil de kun betale en lav kurs. Kombinationen af fundamentalt afkast og spekulativt afkast udgør det samlede afkast af investeringen, og enhver ændring i en af de to variabler kan påvirke det samlede afkast.

I investeringsverdenen er risikoen normalt højest, når den føles lavest. Hvem bekymrer sig om risiko? Det gør vi! I vores verden handler det netop om at undgå risiko, og vi forsøger at begrænse investeringsrisikoen i Foreningens portefølje ved at være disciplinerede med hensyn til ikke at betale for meget for selskaber af høj kvalitet.

Hvordan positionerer I porteføljerne til fremtiden?

Ujævnhederne i opsvinget og specifikke aktiers kursudvikling har skabt et rigt jagtområde for os. Som udgangspunkt forvalter vi For-

eningens portefølje under den antagelse, at Covid-19 i fremtiden får langt mindre betydning, end vi har set i 2020 og 2021.

I løbet af 2021 fortsatte vi det, vi begyndte på i 2020. Nogle af porteføljeselskaberne oplevede betydelig medvind fra Covid-19, og deres aktiekurser steg markant. Andre selskaber oplevede det modsatte, og vi flyttede derfor penge fra førstnævnte til sidstnævnte. Som følge heraf, reducerede vi investeringerne i kommunikations- og fødevarer-selskaber, mens vi øgede investeringerne i selskaber inden for sundhedspleje, teknologi og industri.

For at give et par selskabsspecifikke eksempler på den øvelse, vil jeg gerne nævne, at vi solgte investeringerne i Hormel Foods, Mondelez og Next i løbet af året efter stigninger i aktiekurserne. Mange af disse selskaber blev positivt påvirket, da forbrugerne blev tvunget til at blive hjemme på grund af Covid-19.



På den anden side købte eller tilføjede vi i eksisterende investeringer i selskaber som Amadeus IT Group, Kao,

Smith & Nephew, SAP, Henry Schein og Lamb Weston. Selskaberne kommer fra forskellige brancher, men alligevel har de et par ting til fælles. For det første har de været ude i Covid-19-relateret modvind. For det andet har de ifølge vores analyser stærke markedspositioner i deres respektive brancher. Vi har også været aktive købere og sælgere af Pfizer, der har været et af de helt centrale selskaber i den globale udrulning af Covid-19 vacciner.

Aktiekursen har svunget en del siden marts 2020, og vi har udnyttet store kursudsving til både køb og salg.

Selvom vi aldrig kan garantere udfaldet af fremtidige begivenheder, mener vi, at vi har positioneret vores porteføljer i retning af indtjeningsstabile og robuste selskaber, der bør kunne klare sig fornuftigt i årene fremover. Det tror vi er et godt udgangspunkt for at skabe et attraktivt afkast til vores investorer.

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 aktiemarkedene. 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 finansmarkedene. Den type forventninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed, og vi vurderer, at usikkerheden er større, end hvad vi historisk har set. Og da det ydermere er behæftet med meget stor usikkerhed at give bud på den konkrete udvikling på de mange enkeltmarkeder, vi investerer på, vurderer vi, at det ikke er hensigtsmæssigt at komme med konkrete tal for afkastforventningerne for det kommende år. Investorer og andre, der tager beslutninger på grundlag af denne information, bør generelt foretage deres egne omhyggelige overvejelser om hvilke usikkerheder, der kan have betydning. Det anbefales derfor altid at søge professionel investeringsrådgivning og tillige vejledning om dertil knyttede individuelle skatteforhold, der påvirkes af den aktuelle investering. Der tages forbehold for trykfejl, produktændringer, kurser og lignende. For yderligere information, herunder prospekt, henvises til www.valueinvest.dk

Macquarie Investment Management Europe S.A. (MIME SA) er ikke et autoriseret indlånsinstitut i henhold til Banking Act 1959 (Commonwealth of Australia), og MIME SA's forpligtelser repræsenterer ikke indlån eller andre forpligtelser tilhørende Macquarie Bank Limited ABN 46 008 583 542. Enhver investering er underlagt investeringsrisiko, herunder eventuelle forsinkelser i tilbagebetaling og tab af indkomst og investeret hovedstol. Macquarie Bank Limited hverken garanterer eller yder på anden måde sikkerhed for MIME SA's forpligtelser.

This information material is not directed at or intended for persons resident in the United States of America, Canada, Australia, Japan, Switzerland or other jurisdictions outside of Denmark, nor is this information material an offer to provide, or a solicitation of any offer to buy or sell, products or services in the United States of America, Canada, Australia, Japan, Switzerland or other jurisdictions outside of Denmark.