

En spæd begyndelse for bedring i Value?

Når et år slutter, og et nyt år begynder, følger ofte en naturlig refleksion, og 2020 har nok mere end noget andet år budt på noget at reflektere over. For mange af os er livet blevet en endeløs gentagelse af hjemmearbejde, hjemmeskole og hjemmeferie. Vi bør dog huske på, at dem, der har været i stand til at overgå til denne mere triste og ensformige hverdag, må betragte dem selv som værende blandt de mere heldige. Vores tanker går til dem, der selv eller gennem familiemedlemmer har oplevet effekterne af covid-19 på nært hold, og vi står i taknemmelighedsgæld til dem, som ikke havde valget om at arbejde hjemme: ansatte i sundhedssektoren og personale i frontlinjen, som blev på deres poster, selvom det var med deres eget helbred som indsats; lærere som støttede skoleeleverne; ansatte i forsyningskæden af dagligvarer; og mange flere, som har fortsat deres arbejde for, at samfundet kan fungere. Med udrulningen af de første vacciner er der mulighed for, at denne pandemi får en ende, og vi håber alle, at 2021 bliver et helt anderledes år end det foregående.

I denne kvartalsrapport gør vi os både nogle overvejelser i forhold til det forgange år samt kigger fremad. Vi fokuserer på tre dynamikker i 2020, som vi mener kan få stor betydning for 2021 og frem. Først ser vi lidt mere detaljeret på den store stigning, Value-aktier oplevede i anden halvdel af 2020 og specielt i det sidste kvartal. Selv om det var nok så tilfredsstillende, at Value klarede det relativt bedre i fjerde kvartal, vil vi også diskutere potentialet for Value-stilen i 2021.

Dernæst ser vi nærmere på en specifik delsektor i markedet, som har oplevet signifikant volatilitet og spredning i afkast. Autosektoren har længe fortrinsvis været Value-territorie, og vi vil se nærmere på de bevægelser, der på det seneste har været i sektoren, hvor markedets fokus har skiftet, og se på i hvilket omfang vi som Value-investorer kan drage fordel af nogle af tendenserne.

Endelig vender vi tilbage til Value-investering set i et længere perspektiv og ser på nogle af de makroøkonomiske temaer, som ikke alene kan forlænge medvinden for Value fra fjerde kvartal, men resultere i, at vi kommer tilbage til en længerevarende periode med Value-performance, som vi har set det tidligere i historien.

Markedsudviklingen i fjerde kvartal

Fjerde kvartal formåede også at bidrage til en ellers i forvejen lang række af nævneværdige begivenheder sidste år. Det amerikanske præsidentvalg dominerede nyhederne i oktober og i starten af november. Valget blev hurtigt afløst af fokus på resultater fra studier af den første covid-19-vaccine, som viste, at den er langt mere effektiv end forventet. Ved årets slutning lykkedes det for EU og Storbritannien at nå til en handelsaftale efter udløbet af Brexit-transitionsperioden, som netop fandt sted på årets sidste dag. Endelig blev nye og potentielt lang mere smitsomme Covid-19-mutationer identificeret i de sidste par uger af året. Disse nye mutationer resulterede i, at nytåret blev skudt ind under nye nedlukningsrestriktioner mange steder i Europa.

Markederne sluttede året stærkt. MSCI World-indekset steg med 9,2% i kvartalet, og MSCI Emerging Markets-indekset steg med 14,7%. Oktober var den svageste måned for aktier med en beskeden stigning i MSCI Emerging Markets og et faldende MSCI World-indeks, mens november viste ekstremt stærke afkast med en stigning i MSCI World på 9,8% og en stigning på 6,4% i MSCI Emerging Markets. For begge indeks var november faktisk den anden stærkeste måned i forhold til afkast i euro-termer, kun overgået af april, da markederne rejste sig efter det store tilbagesalg i marts.

I de første otte måneder af 2020 klarede vækst-aktier sig væsentligt bedre end Value-aktier, et emne, vi har diskuteret en del i vores tidligere kvartalsrapporter. I fjerde kvartal oplevede vi dog en stærk vending med signifikant outperformance af MSCI World Value i forhold til MSCI World Growth.

Katalysatorerne for både de store stigninger i november og Values merafkast var de samme i form af det amerikanske præsidentvalg og vaccinenyhederne. Markederne reagerede i starten positivt på det amerikanske valgresultat, efterhånden som det blev klart, i det mindste for de fleste, at den demokratiske præsidentkandidat Joe Biden havde slået den siddende præsident og republikanske kandidat Donald Trump. Valget blev efterfulgt af nyheden omkring testresultaterne af Pfizers covid-19-vaccine 9. november, som viste en effektivitet på over 90%. Den positive markedsrespons på vaccinenyheden er helt intuitiv, men vi vil se nærmere på de nyheder, som har drevet Value-aktiernes merafkast.

Value rally'et

I vores skriv fra tredje kvartal noterede vi, at september var den første måned i 2020, hvor Value klarede sig bedre end vækst. Vi kan nu udvide den observation og tilføje, at fjerde kvartal blev det første og dermed også det eneste kvartal i 2020, hvor Value havde et merafkast i forhold til vækst. I vores sidste skriv var vi tilbageholdende i forhold til at udlede for meget ud fra en enkelt måned, og på samme måde bør vi nu modstå fristelsen at drage konklusioner ud fra et enkelt kvartal, hvor Value klarede sig bedre end markedet. Ikke desto mindre er vi, når vi analyserer, hvad der ligger til grund for Values outperformance, forsigtige optimister i forhold til Value i den nærmeste fremtid. Vi anerkender, at det, at Value har klaret sig dårligere, er mere end bare et 2020-fænomen. Med nogen geografisk variation har Value-stilen klaret sig dårligere end markedet siden slutningen af den globale finansielle krise. I løbet af perioden, har der været korte perioder, hvor Value har klaret sig bedre, og skeptikere ser muligvis på det seneste kvartal som blot værende en af disse. Som svar til skeptikerne identificerer vi to elementer, som støtter vores spæde optimisme.

Som det første vil vi henlede opmærksomheden på forskellen på Value- og vækst-aktiers værdiansættelse. Vækstaktier bør pr. definition have en højere værdiansættelse end Value-aktier. Markedet er i sidste ende en diskonteringsmaskine, og det er kun rimeligt, at en aktie i et selskab med en hurtigt voksende indtjening, tilskrives en højere multipl for den nuværende indtjening, end en aktie i et selskab, hvor indtjeningen vokser langsommere. Ikke desto mindre har forskellen på værdiansættelsen af vækst- og Value-aktier nået ekstreme niveauer. Der er mange måder at tilgå værdiansættelse på, men for at demonstrere ændringen i forskellen på værdiansættelsen, bruger vi konsensus-forholdet mellem pris og indtjening et år frem, FY1 P/E. Anvendt på et indeks, svarer det til værdien af indekset i forhold til den gennemsnitlige forventede indtjening for indeksets medlemmer over det kommende år. Vi anerkender, at det har sin begrænsninger at bruge et hvilket som helst enkeltstående nøgletal, men FY1

P/E har fordelene af at være både enkel og konsistent og vil derfor række i denne sammenhæng for at kunne illustrere det tiltænkte.

For 10 år siden i det første kvartal af 2011 havde MSCI World Value en FY1 P/E på 11,5x, mens det tilsvarende for MSCI World Growth var 14,9x. Markedet var altså villig til at betale 30% mere for den nuværende indtjening i en vækstaktie end i en Value-aktie og på den måde indregne den højere fremtidige vækst. Hvis vi foretager den samme analyse i begyndelsen af januar i år, handler MSCI World Value til en FY1 P/E på 15,5x, mens MSCI World Growth handler til en FY1 P/E på 33x. Markedspræmien på vækstaktier har således bevæget sig fra 30% for 10 år siden til lidt mere end 100%. I Emerging Markets er forskellen på prisfastsættelsen endnu mere udtalt. For 10 år siden blev MSCI Emerging Markets Growth indekset prissat til en præmie på 24% i forhold til MSCI Emerging Markets Value-indekset, men nu bliver vækstaktier handlet til en præmie på 110%. Over tid kan prisfastsættelsen af et indeks blive påvirket af ændringer i den geografiske og sektormæssige sammensætning, men disse ændringer kan ikke forklare den drastiske ændring i den relative værdiansættelse.

Senere i denne kvartalsrapport uddyber vi, hvad der har drevet denne forskel i værdiansættelsen, og det understøtter vores langsigtede holdning til udsigterne for Value. Med hensyn til vores forventninger på den korte bane er det formentlig nok at konstatere, at baseret på dette åbenlyst simple nøgletal har præmien på vækstaktiemultipler kun være højere én gang tidligere, når vi ser på tilgængelige data. Det var i andet kvartal af 2000, hvor nedturen efter IT-boblen lige var begyndt.

Det andet element af vores optimisme relaterer sig til holdbarheden af det koncept, vi refererer til som migrationseffekten. I vores tredje kvartalsrapport fra 2019 omtalte vi et studie, som var udført af GMO for at forstå, hvorfor Value havde klaret sig dårligere relativt til markedet efter den finansielle krise. GMO-studiet dekomponerede de relative afkast i fire afkastfaktorer: vækst, udbytte, 'rebalancering' og prisfastsættelse og derefter sammenlignede to perioder fra 1981 til 2005 og fra 2006 til 2019. I den første periode outperformede Value-aktier, og i den anden periode klarede de sig dårligere.

Som vi har diskuteret ovenfor, har Value-selskaber typisk lavere underliggende vækst end det brede marked. Forskellen på vækstraterne har dog været rimelig konsistent over tid og har gennemsnitlig trukket det relative afkast for Value-aktier ned med 3,1 procentpoint. Den anden afkastfaktor er udbytte, som inkluderer dividende, og nettoaktietilbagekøb. Value-selskaber giver typisk et højere udbytte, og dette bidrog 1,5 procentpoint til det relative afkast i den første periode og lidt lavere i den anden periode, hvor dette bidrog med 1

procentpoint, et væsentligt fald men ikke stort nok til at forklare, hvorfor Value-aktier klarede sig dårligere i denne periode.

Den tredje afkastfaktor er en af de absolut vigtigste: 'Rebalancing' eller migration af Value-aktier ind i vækst-territorie og omvendt. Denne dynamik er på mange måder den bagvedliggende motor for Value-præmien. Individuelle Value-aktier bliver dyrere og forlader på et tidspunkt Value-kohorten, mens nogle vækstaktier bliver billigere og bevæger sig ind i Value-territorie. Dette betyder, at Value-investorer kan drage fordel af en højere værdiansættelse af de individuelle aktier, men Value-universet fornyes kontinuerligt og værdiansættelsen af Value-universet som helhed ændrer sig derfor ikke. Dette medfører, at aktivklassen giver merafkast uden nødvendigvis at blive dyrere. Fra 1981 til 2005 havde rebalancerings-effekten væsentlig indflydelse på afkastene og bidrog årligt med 4,0 procentpoint til det relative afkast på Value-aktier (signifikant mere end det negative bidrag fra de lavere vækstrater). Fra 2006 til 2019 blev effekten fra rebalancing svagere, men den var der stadig og bidrog årligt med 3,3 procentpoint. De mulige forklaringer på, at effekten blev svagere, er interessante og en diskussion værd, men til formålet her - nemlig at se på, hvorfor Value har klaret sig bedre - vil vi nøjes med at konkludere, at de første tre underliggende grunde til stilafkastet som GMO identificerede - vækst, udbytte, migration - er stort set intakte.

Det fjerde element, prisfastsættelse, refererer til den overordnede prisfastsættelse af Value-kohorten. GMO-studiet skriver at den relative prisfastsættelse af vækst- og Value-aktier var stort set flad i perioden op til 2005. Individuelle aktier steg eller faldt, men Value-universet som sådan blev hverken væsentlig dyrere eller billigere i forhold til det brede marked. Fra 2005 til 2019, hvor det generelle aktiemarked er blevet markant dyrere, er Value-aktiers prisfastsættelse derimod steget langt mindre. Efterhånden som forskellen i prisfastsættelsen er blevet større, har det trukket væsentligt ned i Values relative afkast - årligt med cirka 1,1 procentpoint. Dette har i den grad været den afgørende faktor i den senere periode og har været årsag til, at Value-aktier ikke har givet merafkast.

Prisfastsættelses-effekten bekræftes af vores simple sammenligning af multipler ovenfor. Konklusionen, vi drager ud fra dette, er, at de underliggende afkastfaktorer for længerevarende Value-outperformance, ikke mindst migrationseffekt, fortsat er til stede. Grunden til Values dårligere performance i de senere år findes i den konstante udvidelse af forskellen i prisfastsættelsen. Nedenfor vil vi adressere nogle mulige årsager til spredningen i værdiansættelsen. Vores optimisme bunder dog i, at vi ikke mener, prissætningen vil fortsætte med at være afsporet for evigt, og enhver vending vil føre til, at Value vil klare sig markant bedre end markedet.

Hvad endnu vigtigere er, at den relative forskel i værdiansættelse ikke behøver skrumpe til historiske niveauer: hvis forskellen blot ikke udvides, kan det betyde, at vi ikke ser den negative effekt på Value-aktiers relative afkast. Dermed giver det plads til, at de andre faktorer så som migration kan drive afkastet i højere grad og føre til Value-outperformance.

Den 'nye' bilindustri

Bilsektoren har længe været en sektor, der oftest er at finde inden for Value som investeringsområde. Sektoren omfatter mere end blot de enkelte producenter af biler med mærker som er velkendte for forbrugerne. Der er således også en lang række leverandører af dele og udstyr, hvis navne er knap så kendte. Disse selskaber leverer dele til bilproducenterne, hvor disse dele spænder fra simple til komplekse systemer, der indeholder store mængder af avanceret teknologi.

Bilindustrien har længe haft svært ved at adressere og tilpasse sig store ændringer i sektoren, såsom producenter med en lavere omkostningsbase, handelsrestriktioner samt geografiske skift i efterspørgslen. Den seneste ændring i sektoren har været elektrificeringen af biler. Det mest fremtrædende selskab i denne bevægelse imod elektrificeringen af bilindustrien er Tesla. Selskabet blev først grundlagt i 2003 (sammenlignet med 1937 for Toyota og 1916 for BMW og 1903 for Ford), og siden grundlæggelsen har Tesla være på forkant, når det kommer til elbiler. En tidlig investor var Elon Musk, og efter han overtog kontrollen med selskabet og efterfølgende introducerede Tesla på børsen, har han måske været den mest kendte fortaler for elektrificering af transportsektoren. Delvist på grund af Elon Musks meget fremtrædende personlighed og delvist på grund af hans meget store vederlags-ordning, så har det til tider været nemt se skævt til Tesla. Dog kan man ikke se bort fra, hvad Elon Musk har opnået: han har helt fra grunden opbygget et omfattende elbilfirma, der sidste år producerede næsten 500.000 biler, og som nu er begyndt at generere en anseelig indtjening herved. Det er dog også rimeligt at sige, at markedet har anerkendt, hvad Tesla har opnået og endda ofte, før at deres planer er blevet realiseret. Tesla-aktiens performance har været ekstraordinær og kulminerede i 2020 med en stigning på 675%, hvilket resulterede i en markedsværdi på 800 mia. USD for selskabet, næsten på samme niveau som den samlede markedsværdi for de efterfølgende 10 største bilproducenter. Imens Teslas run-rate-produktion på næsten 500.000 biler var ganske vidst imponerende, så producerede verdens andenstørste bilprodukt Toyota, med en markedsværdi på 'kun' 240 mia. USD, ca. 8 millioner biler til sammenligning.

Imens Tesla længe har været værdsat af vækst-investorer, så har det været svært for Value-investorer at retfærdiggøre at overveje at investere i selskabet. Betyder det så, at vi som

Value-investorer ikke kan deltage i industriskift, såsom elektrificering af biler? Svaret er heldigvis, at det er muligt for os at deltage. Dog må vi som Value-investorer grave lidt dybere end blot at investere i de selskaber, der tager overskrifterne, og i stedet investere i selskaber, hvor der er mulighed for at deltage i sådanne skift, men ved en lavere værdisætning, alt imens disse selskaber potentielt også har andre udfordringer eller forretningsområder.

Den sydkoreanske bilproducent Hyundai, der er at finde i vores beholdning, har længe været i front mht. teknologi-investeringer i nye former for brændstof til transport, herunder ikke kun elektricitet, men også f.eks. hydrogen. I sammenhæng med selskabets strategi, relateret til en premiumisering af deres produktportefølje, har markedet, ved slutningen af året, således begyndt at anerkende potentialet i selskabet, hvilket har resulteret i en meget stærk performance for aktien. Selskabet Mando, der producerer bildele og bl.a. er en leverandør til Hyundai, har haft en endog endnu mere imponerende aktieperformance. Mando har været i porteføljen gennem flere år og drager nu fordel af Hyundais generelle eskalering af deres produktportefølje, der i større grad anvender avanceret førerassistentsystemer, såvel som de drager fordel af Hyundais planer om elektrificering af porteføljen. Det er også værd at notere sig, at Mando fortsat har et voksende salg til andre kunder end blot Hyundai – og de er ligeledes leverandør til Tesla.

Til sidst vil vi gerne rette opmærksomheden imod LG Electronics, der også er et selskab i vores beholdning. LG Electronics er en diversificeret sydkoreansk elektronikvirksomhed med mange forretningsområder. En del af forretningen, som vi har monitoreret, er den del, der fokuserer på dele til elektriske biler. Denne del af forretningen er måske blevet overset af markedet, men selskabet annoncerede i slutningen af december, at de ville placere denne del af forretningen i en Joint Venture med det canadiske selskab Magna. Annonceringen af denne Joint Venture, gjorde det nemmere for markedet at identificere værdien i den underlæggende forretning, og aktiekursen reagerede tilsvarende meget hurtigt for således at reflektere denne værdi. LG Electronics har, ligeledes for nyligt, understreget, at de langt om længe overvejer at tage drastiske skridt ift. at adressere tab i deres mobiltelefon-forretning, hvilket er et emne, vi har diskuteret med selskabet gennem flere år. Dette har endvidere styrket aktiekursen, idet markedet nu i større grad ser potentialet for en transformation af selskabet.

Et karakteristika for disse tre selskaber er, at de er eksponeret til elektrificeringen af biler, hvilket markedet ikke tidligere har anerkendt i en tilstrækkelig grad. Men efterhånden som markedet har anerkendt værdien af dette, så har aktiekursen reageret tilsvarende, og selskaberne påbegyndte således deres

værdisætnings-migration for at anvende det tidligere afsnits sprogbrug. Når en sådan migration forekommer, så responderer vi som investorer ved at reducere vores eksponering, og i Mandos tilfælde har vi således solgt hele vores beholdning i selskabet. Vi genbruger kapitalen fra investeringer i disse migrerende selskaber ved at investere dem i nye Value-muligheder, hvor vi kan se, at markedet ikke anerkender de langsigtede potentiale i selskabet.

Vi har tilsvarende andre positioner i bilsektoren, og mange af dem har stærke produkter mht. elektrificering inden for transportsektoren. Et eksempel i porteføljen er Renault. Det kan komme som en overraskelse for mange, at Renault har den bedst sælgende el-bil i Europa (med Tesla som nummer 2 and Hyundai som nummer 3). Det kan tage tid for markedet at anerkende værdien i et sådant selskab, og det kan til tider virke uretfærdigt, at selskaber som Tesla løber med al opmærksomheden. Men vi er fortrøstningsfulde mht. vores beholdninger – med deres lave værdisætning, stærke eksisterende forretninger samt deres muligheder inden for nye forretningsområder, og vi afventer således markedets anerkendelse af værdien i disse selskaber, så de kan påbegynde deres såkaldte værdisætnings-migration.

Det langsigtede potentiale for Value

I afsnittet ovenfor identificerede vi det evigt voksende gab mellem Value- og vækst-aktier som den primære årsag til det lavere afkast for Value-aktier siden den globale finansielle krise. Vi har konkluderet, at for at Value-aktier skal have et langt større potentiale for et større afkast end vækstaktier, så er det kun nødvendigt, at ekspansionen af værdisætningsgab stopper med at udvide sig. Dog er det også nødvendigt at forstå årsagen til dette voksende værdisætningsgab for at kunne øge tilliden til de langsigtede muligheder for en vending i denne udvikling.

Det er ikke noget tilfælde, at væksten i vækst-aktier har været korreleret med de faldende obligationsrenter. Vækst-aktier er karakteriseret ved, at en større del af deres indtjening bliver realiseret i en fjern fremtid. Som skrevet tidligere i denne kvartalsrapport, så kan man sige, at når markedet grundlæggende er en 'diskonterings-maskine', så vil værdien af pengestrømme langt ude i fremtiden stige med en lavere diskonteringsrente.

I begyndelsen af 2010 var renten på en amerikansk 10-årig statsobligation 3,9%. For 12 måneder siden, før begyndelsen af covid-19-pandemien, var renten faldet til 1,9%, og i begyndelsen af 2021 var renten yderligere faldet til 0,9%. Diskonteringsrenten, der anvendes på fremtidige pengestrømme, er således faldet markant. I Europa har rentefaldet været endog

endnu mere dramatisk, idet renten på en tysk 10-årig statsobligation var på 3,4% i starten af 2010. Efter kortvarigt at have bevæget sig ned i ukendt land, i form af negative renter i 2016, har tyske statsobligationer nu forskanset sig i de negative renter siden midten af 2019. Den tyske regering kan således optage et 10-årigt lån til en rente på -0,5%. Hvis lave renter forplumrer diskonteringsrenter for virksomhedernes fremtidige pengestrømme, kan man tilsvarende sige, at negative utvivlsomt forvolder rent kaos.

Med de forestående monetære stimuli fra centralbankerne ift. den globale finansielle krise, så forventede og endda frygtede markederne inflation. Dog resulterede disse indgreb ikke i inflation, hvilket skyldes en lang række årsager – herunder overskydende økonomisk kapacitet, demografiske udfordringer samt globalisering. Siden den finansielle krise har inflationen i USA maksimalt været på 3,9% og var i begyndelsen af 2020 på 2,5%, men inden for eurozonen har inflationen tilsvarende knapt nået 3% og begyndte 2020 med 1,4%. Stimuliene fra centralbankerne ift. covid-19 oversteg dem under den finansielle krise, men kan vi nu forvente et andet resultat ift. inflation og renter?

Vi ser dog en række årsager, der understreger, at de stimuli, der nu understøtter den økonomiske genopretning på baggrund af pandemien, kan medføre markant bedre økonomiske forhold og dermed inflation. Først og fremmest har vi, om ikke andet så for nuværende, passeret toppen af globaliseringen, og de økonomiske tendenser peger nu på en større grad af lokal produktion. Dernæst har centralbankerne på trods af, at de var hurtige med deres initiale respons på pandemien, været meget klare omkring, at de med deres værktøjer ikke kan gøre meget mere. Det er således også nødvendigt med finanspolitiske tiltag. Som beskrevet i kvartalsrapporten fra tredje kvartal, så er sådanne tiltag på vej, bl.a. i form af præsident Bidens stimuli-plan samt den ekstraordinære fælles-finansierede genopretningsfond i EU. Overskrifterne vil utvivlsomt fokusere på en række vigtige ambitioner, såsom en overgang til grøn energi, men selv en sådan grøn transition kræver også investeringer inden for bl.a. infrastruktur, hvilket traditionelt også har været et investeringsområde for Value-investorer. Grundet en lang årrække med underinvesteringer i infrastruktur kan den økonomiske kapacitet dog hurtigt blive opbrugt, hvilket potentielt danner grobund for inflation.

Enkelte aktiver viser tegn på inflation. Mange lande har i 2020 set en kraftig stigning i huspriser. Selvom dette måske kan forklares med skift i efterspørgslen på baggrund af et lockdown-relateret ønske om at flytte fra lejligheder til større ejendomme, så harmonerer dette ikke med den forværrede økonomiske situation forårsaget af pandemien.

Inden for råvare-markedet har vi også set betydelige prisstigninger; stigninger i metalpriser begyndende med ædelmetaller for dernæst at manifestere sig i industrielle metaller. Det ultimativt økonomisk-toneangivende metal kobber er steget fra 2.2 USD/lb i marts 2020 til at slutte året med 3.52 USD/lb, hvilket er et niveau, vi ikke har set siden 2013. Landbrugsråvarer, såsom majs, soja og hvede, er i de seneste måneder steget til de højeste niveauer i mange år.

Det er dog vigtigt at pointere, at obligationsmarkedet ikke forventer højere renter. Markedets forventninger peger derimod på lave renter i USA samt på en lang periode med negative renter i eurozonen. Disse manglende forventninger om højere renter er også inkorporeret i de høje værdisætninger af vækst-aktier. Men som vi ofte minder os selv om, så er definitionen af en overraskelse, at noget uventet sker. Obligationsmarkedet samt vækst-aktier er således prissat på en måde, at det ikke efterlader plads til sådanne overraskelser. De ovenstående observationer er værd at understrege: som Value-investorer, er det således ikke nødvendigt at gæbet i værdisætningerne indsnævres, vi har blot brug for, at det ikke udvider sig yderligere. Sagt med andre ord, er det ikke nødvendigt, at diskonteringsrenten for fremtidige pengestrømme stiger, vi har blot brug for, at denne diskonteringsrente ikke falder yderligere. Derfor er en tilbagevenden til inflation og højere renter ikke en nødvendighed for, at Value-aktier skal performe bedre end vækst-aktier, men et stop for faldende renter vil supportere Value-investering som investeringsstil.

Vores beholdninger

Som indgående diskuteret ovenfor har vores beholdninger inden for automobilektoren resulteret i nogle af de stærkeste afkast i dette kvartal. Dog har vi også draget fordel af en stærk performance i en lang række selskaber på tværs af de forskellige sektorer i den globale økonomi.

Alcoa er en vertikalt integreret amerikansk aluminiumsproducent, der også udvinder bauxit, hvilket er et råmateriale, der indgår i produktionen af aluminium. Aluminium er et metal, der anvendes i en lang række industrielle produkter samt produkter målrettet forbrugere, herunder biler, der ved anvendelsen af aluminium vejer mindre og derved bruger mindre brændstof. Efterspørgslen på aluminium faldt gennem den først lockdown i pandemien, da produktionen af slutprodukter stoppede. I takt med at efterspørgslen steg igen i anden halvdel af året, er prisen på aluminium og ikke mindst Alcoa-aktien tilsvarende steget, med et resulterende afkast på 102% i fjerde kvartal.

Terex blev beskrevet i kvartalsrapporten i andet kvartal 2020, og på daværende tidspunkt lavede vi en, ganske vidst simpel, sammenligning af markedets behandling af Terex, der er et

industrielskab, som bl.a. producerer arbejdsplatforme, med selskabet Amazon. Terex-aktien havde haft et signifikant dårligere afkast end Amazon-aktien, på trods af at der ikke var nogle forandringer i de langsigtede forventninger for selskabets indtjening. Siden vi skrev dette i andet kvartal, er Terex-aktien steget med 96%, og bare i fjerde kvartal steg aktien med 71%, hvilket igen reflekterer de stabile forventninger samt den lave værdisætning af selskabet.

Discover Financials er et amerikansk kreditkortselskab. Tidligt i pandemien var der berettigede bekymringer relateret til den økonomiske nedgang, der alt andet lige påvirker forbrugernes evne til at afdrage på lån. Ved hjælp af økonomiske stimuleringspakker, har den negative påvirkning af forbrugerne dog ikke været så omfattende som frygtet. Discover Financials steg således 54% på baggrund den forbedrede økonomiske forventninger.

Globalwafers er en taiwanesisk producent af siliciumskiver til produktion af halvledere, der steg 83% gennem kvartalet. Selskabet annoncerede fornyligt deres plan om at overtage en konkurrent, og en sådan overtagelse vil yderligere konsolidere en tidligere fragmenteret industri. Selvom vi oftest drager større fordel ved at eje selskaber, der bliver overtaget, frem for de selskaber, der køber et andet selskab, så vil Globalwafers i dette tilfælde drage fordel af potentialet ved en mere rationelt og disciplineret industri, og aktien steg således også på baggrund annonceringen af planen om overtagelsen. Betydningen for afkast af Value-investering fra denne migrationseffekt kan som beskrevet ovenfor lyde som et abstrakt koncept. Virkeligheden er dog, at en sådan migration for den enkelte virksomhed altid vil være baseret på individuelle karakteristika, der er specifikke for virksomheden. Som illustreret gennem eksemplerne i dette kvartal vil nogle være baseret på en cyklisk genopretning, nogle baserer sig på opkøb af andre virksomheder, og nogle vil kræve tålmodighed, hvor markedet vil være fokuseret på underlæggende transformationer af forretningen. Men uanset hvad den specifikke migration af værdisætningen baserer sig på, understøttes det af en række akademiske undersøgelser, der påviser vedholdenheden af sådanne migrationseffekter, men også gennem eksemplerne fra virkelighedens verden, hvor sådanne migrationer fortsat forekommer. Vi er overbeviste om, at potentialet

for Value-aktier er stort, samt at risikoen ved at være undereksponeret i Value-aktier ligeledes er anseelig. Vi er fortsat fokuserede på at identificere nye investeringsmuligheder, der kan erstatte de aktier i porteføljen, hvor værdisætningen stiger så meget, at det bringer dem ud af Value-universet.

Publiceret i januar 2021

Sparinvest har tilsluttet sig UN PRI og er medlem af Eurosif og Dansif.

UN PRI er et internationalt netværk i FN-regi for professionelle investorer, der bygger på seks principper for ansvarlig investering. Målet er at hjælpe investorerne med aktivt at vurdere miljø, sociale forhold og ledelse i deres investeringer.

Signatory of:



Dette materiale udgør ikke individuel investeringsrådgivning og kan ikke danne grundlag for en beslutning om køb eller salg (eller undladelse heraf) af investeringsbeviser. Materialet er alene udarbejdet som orientering, og investorer opfordres til at søge fornøden professionel rådgivning inden køb eller salg af investeringsbeviser. Opmærksomheden henledes på, at historiske afkast og kursudvikling ikke kan betragtes som en garanti for fremtidig afkast og kursudvikling, ligesom investering altid er forbundet med risiko for tab. Sparinvest påtager sig intet ansvar for den rådgivning, der ydes og dispositioner, der foretages eller undlades i forlængelse af dette materiale. Der tages forbehold for trykfejl, beregningsfejl og eventuelle øvrige fejl i materialet.