

## Brev til investorerne

VALUE AKTIER

# Opsving efter hård start

## Indhold

- Udvalg af enkelaktier vigtigste drivkraft
- Lidt medvind til value-aktier de kommende år?
- Tilpasningen af olieprisen nærmer sig afslutningen
- Positiv effekt af virksomhedsovertagelser
- Panama sætter fokus på risiko

De fleste af verdens aktiemarkeder oplevede en historisk dårlig start på året. Den dårlige start bundede mest af alt i bekymringer om en opbremsning i kinesisk vækst samt de faldende oliepriser - to emner, der har en vis forbindelse. Derudover var der i begyndelsen af året lidt tekniske forstyrrelser i form af såkaldte 'circuit breakers' - regler der stopper aktiehandlen ved dramatiske kursfald - der faktisk imod intentionerne var medvirkende til at øge kursudsvingene i det kinesiske aktiemarked. Men som vi skrev i vores sidste brev, er det vigtigt ikke at overreagere på sådanne tidspunkter. Vi har ofte argumenteret imod flokmentalitet og advaret mod faren ved at basere sine investeringer på baggrund af avisoverskrifter.

I midten af februar tog et V-formet opsving fat. Oliepriserne steg, chefen for den kinesiske centralbank var ude at forsikre at man har fuld kontrol over situationen og i Europa gentog centralbankchefen at man står klar til at gribe ind, hvis uroen forsætter. Aktiemarkederne steg sammen med råvarepriserne. Faktisk endte olie og jernmalm med prisstigninger på henholdsvis 6% og 23% ved kvartalets udgang, mens den kinesiske valuta genvandt det tabte over for den amerikanske dollar.

” Vi har ofte argumenteret imod flokmentalitet og advaret mod faren ved at basere sine investeringer på baggrund af avisoverskrifter

## Opmuntrende kursstigninger og virksomhedsopkøb

Det har været en turbulent start på året. Der er stadig stor usikkerhed, og sådanne perioder er aldrig afslappende for investorer. På globalt plan arbejdes der stadig på at finde fodfæste for vækst og inflation. Vi er opmuntret af kursstigningerne i februar og marts og af den øgede aktivitet inden for virksomhedsovertagelser, som vi har nydt godt af på det seneste. Man skal også huske på, som vi skrev for tre måneder siden, at en verden med sløv til moderat vækst med store kursudsving, kan være gunstigt for aktive value-investorer som os.

Vores fokus er fortsat på fundamentalanalysen. Vi kan som langsigtede investorer udnytte volatiliteten på aktiemarkederne til at lede efter virksomheder der prissættes forkert. Vi lægger alle vores kræfter i at analysere og estimere forretningsmæssig værdi på virksomheder og i at købe de bedste af disse, når de er undervurderet. Ved at fokusere på herpå, i stedet for at forsøge at gætte, hvad der vil ske i næste kvartal, mener vi, at vi vil generere gode afkast over tid for dem, der betror os deres midler til investering.

De sidste måneder har således budt på store udsving, hvilket pointerer hvor farligt det er at fremskrive de nuværende tendenser for langt. Udsvingene gjorde, at kvartalet bød på et vanskeligt investeringsklima og mange forvaltere opnåede skuffende resultater. I løbet af kvartalet faldt vores **globale afdelinger** omkring 4% i værdi, men det var en smule bedre end tabet på cirka 5% i MSCI's verdensindeks. Vi bryder os ikke om negative afkast, men i betragtning af den negative stemning på markedet i starten af året, er vi generelt tilfredse

med resultaterne. I mellemtiden, steg vores **emerging market-afdeling** med 1,5 % i kvartalet - lidt bedre end indekset MSCI Emerging Market.

## Udvalg af enkelaktier vigtigste drivkraft

Hvis vi tager et kig på, hvad der drev afkastet i kvartalet, er det betryggende at se, at den vigtigste drivkraft var vores udvalg af enkeltaktier. På globalt plan gav europæiske aktier dårligere afkast en amerikanske, så vores overvægt i Europa trak lidt de i de globale afdelinger. Vores europæiske aktier klarede sig dog markant bedre end markedet, hvilket var den største enkeltstående forklaring på merafkastet i perioden. Blandt de største bidragydere var blandt andet det schweiziske selskab **Kuoni**, der blev opkøbt i perioden. Derudover var der flere stærke bidragydere inden for råvarer, hvor især en australsk stålproducent, **BlueScope**, gjorde det godt. Det er en virksomhed, hvor vi været investeret igennem flere år, og hvor vi har haft tætte samtaler med ledelsen, mens virksomheden har navigeret gennem nogle vanskelige konjunkturer og gennemført store ændringer og besparelser undervejs.

I vores **emerging market-afdeling** var det også enkeltaktier, der førte til de stærke resultater. En vigtig bidragyder var Arçelik, en tyrkisk producent af hårde hvidevarer såsom køleskabe og vaskemaskiner. Svage råvarepriser har en positiv effekt på rentabiliteten, men mere opmuntrende er det, at virksomheden vinder markedsandele i Europa gennem mærker som **Beko** og **Grundig**. Ledelsen har derudover også taget nogle skridt den rigtige retning i forhold til at optimere kapitalstrukturen.

## Lidt medvind til value-aktier de kommende år?

Vi bemærker også, at **value-aktier** i kvartalet marginalt har udkonkurreret vækstaktier på globalt plan. Vi tøver med at kalde den en tendens, men som vi tidligere sagt, forventer vi value-aktier kan få lidt medvind i de kommende år. På kort sigt forventer vi at de ovennævnte temaer fortsat vil svinge pendulet mellem optimisme og pessimisme, og vi forventer volatiliteten fortsat vil være betragtelig. Den kinesiske økonomis tilstand samt centralbankernes tiltag vil således sandsynligvis fortsætte med at dominere overskrifterne i aviserne i den nærmeste fremtid.

” *Value-aktier har i kvartalet marginalt udkonkurreret vækstaktier på globalt plan*

Derudover vil den britiske folkeafstemning om medlemskab af EU – **Brexit** - komme til at påvirke markederne. Vi har set en vis indflydelse allerede, især i form af valutaudsving og fokus vil naturligvis stige, efterhånden som vi kommer tættere på afstemningen i slutningen af juni. Den høje korrelation mellem aktier og olie, gør naturligvis at nyheder vedrørende udbud og efterspørgsel af olie også bliver et interessant tema at følge. På den baggrund vil vores primære fokus fortsat være på at udvælge enkeltaktier, forstå deres grundlæggende egenskaber og følsomhed over for eksterne faktorer, og udnytte de store kursudsving på markederne til at foretage investeringer i undervurderede robuste value-aktier. Den mål-sætning ligger i vores bagehoved når vi diskutere en række emner nedenfor.

## Tilpasningen af olieprisen nærmer sig afslutningen

Som nævnt ovenfor er historien om olie en fortælling, der havde stor betydning for risikoappetitten tidligt i kvartalet. Intuitivt kunne man forvente, at lavere oliepriser bør være dårligt for olieselskaber, men godt for resten af os. Men det er vigtigt at spørge om den nuværende situation skyldes ændringer i udbud eller efterspørgsel. Bekymringerne går på, om det i virkeligheden er begge dele, hvilket forklarer hvorfor aktierne stiger og falder i takt med olien. På udbudssiden er flere års stigning i amerikansk olieproduktion blevet mødt med beslutsomhed fra OPEC om ikke at reducere produktionen. På efterspørgselssiden er mange iagttagere bange for, at faldende råvarepriser er et udtryk for den underliggende svaghed i den kinesiske økonomi, der har følgevirkninger for den globale økonomi på tværs af sektorer og lande.

I emerging markets er nogle lande store eksportører af olie, som for eksempel Rusland og Brasilien der begge lider under de faldende priser, men andre lande nyder godt af en billig olie, der giver regeringerne mulighed for at reducere brændstof-tilskud, hvilket baner vej for sundere langsigtede offentlige finanser. Som vi har nævnt før, er den igangværende økonomiske omstilling i Kina nødvendig, men den skaber uro. Vi har generelt følt, at en hård økonomisk landing i Kina vil blive undgået, og for nylig har der været tegn på, at den økonomiske aktivitet kan have bundet ud, hvilket også er budskabet i seneste månedskommentar fra vores chefstrateg. Olien vendte da også halvvejs gennem kvartalet, blandt andet fordi nogle OPEC-lande begyndte at tale om at fastfryse den nuværende produktion, selvfølgelig afhængig af at andre lande ville gøre det samme. Faktisk steg olieprisen så meget, energi- og råvarerelaterede selskaber og regioner endte med at give nogle af de bedste afkast i kvartalet, og genvinde noget af det tabte fra sidste år. Det viser hvordan en simpel fremskrivning af de nuværende forhold og tendenser er risikabelt. Selvfølgelig er nogle tendenser mere længerevarende

og af mere strukturel karakter, men mange andre er meget kortvarende og af cyklisk karakter.

” *Derfor forventer vi ikke at se et nyt højdepunkt i olieproduktion i USA før 2020. Det lover godt for en mere bæredygtig oliepris på mellemlang sigt*

I løbet af kvartalet besøgte vi USA for at mødes direkte med nogle af vores investeringer inden for olie samt andre store energirelaterede selskaber. Det skortede ikke på negative nyheder i løbet af denne tur, og virksomhederne var generelt tilbageholdende med at sige meget om fremtidige forventninger. Men en af vores vigtigste konklusioner var, at investeringerne i øjeblikket er så stærkt beskåret, at amerikansk olieproduktion sandsynligvis vil falde mere end forventet. Derudover er det vores indtryk, at når amerikansk olieproduktion igen skal til at udvides, vil man være begrænset af en mangel på billig finansiering og en udvandring af kvalificeret arbejdskraft i branchen.

Derfor forventer vi ikke at se et nyt højdepunkt i olieproduktion i USA før 2020. Det lover godt for en mere bæredygtig oliepris på mellemlang sigt. Selv om det ikke er hvad olieproducenter forventer lige nu, kan man i vores øjne ikke udelukke muligheden for, at antagelser omkring fremtidige oliepriser vil blive opjusteret fremover. Omvendt er det interessant at konstatere, hvordan produktionsomkostningerne er nedbragt væsentligt ikke mindst takket være teknologiske fremskridt. Derfor kan man sandsynligvis fremover opnå tilfredsstillende afkast i branchen ved en pris på 60-70 dollar pr tønde råolie. Selvom branchen tydeligvis stadig er udfordret, synes vi, at vi nærmer os afslutningen af en tilpasningsfase.

## Positiv effekt af virksomhedsovertagelser

Virksomhedsovertagelser fortsatte med at have en positiv indflydelse på vores afdelinger i seneste kvartal. Efter måneders spekulationer modtog vi et købstilbud på schweiziske Kuoni Reisen fra en svensk private equity-investor. **Kuoni Reisen** kombinerer traditionel hotelbooking og grupperejseudrejser med visumtjenester. Mens dele af forretningen har været offer for konkurrence for online-tjenester, har visum-delen klaret sig fremragende med stor vækst og høj rentabilitet. Indtjeningen i virksomheden har på det seneste været ramt af omstrukturingsomkostninger og svag indtjening inden for de traditionelle rejseudrejser. Den svagere del af forretningen har

således trukket ned i investorenes opfattelse af virksomheden, så værdiansættelsen i set med vores øjne ikke afspejlede den styrke der var i dele af forretningen. Derfor er det også sandsynligt, at de nye ejere enten vil lave store forandringer eller sælge den underpræsterende del af virksomheden fra, mens de formentlig vil fortsætte med at nyde godt af vækst og indtjening i visum-delen. Denne overtagelse er et godt eksempel på, hvorfor det er fornuftigt at kigge på summen af alle delene i en virksomhed, i stedet for bare at kigge på virksomhedens samlede resultat. Handlen har ikke officielt lukket endnu, men vi forventer at modtage betalingen om en måneds tid. På grund af købstilbuddet steg aktien kraftigt i første kvartal og var medvirkende til de gode afkast i Europa. Sidst nævnte vi hvordan japanske selskaber er begyndt at opkøbe aktiver uden for landets grænser. Ved at vokse gennem opkøb i udlandet, forsøger de at lindre effekten af lav indenlandsk vækst. Gennem det seneste år eller to, har vi også bemærket øget aktivitet af kinesiske selskaber der køber op uden for landets grænser. Deres strategiske motivation ikke altid er den samme som deres japanske konkurrenters, men ikke desto mindre kigger de efter det samme – billige aktive. I vores afdelinger har vi for nylig set to eksempler på dette. **Ingram Micro** er en amerikansk distributør af elektronik, hvor aktionærene for nyligt har modtaget et købstilbud fra **Tianjin Tianhai**. For den kinesiske virksomhed giver opkøbet en spredning af sine indtægtskilder, mens Ingram Micros ledelse anbefaler at acceptere tilbuddet, fordi det giver øgede vækstmuligheder i Kina. Buddet var over 30% højere end prisen før offentliggørelsen og sendte aktiekursen i vejret.

I en anden amerikanskbaseret aktie, **Terex**, drøfter man i øjeblikket et tilbud fra kinesiske Zoomlion. Rationalet bag opkøbet er ringe udsigter for investeringer inden for entreprenørmaskiner i Kina samt muligheden for at tilkøbe teknologisk viden og nye distributionsplatforme. Handlen kan på grund af forskellige omstændigheder stadig falde, og trods kursstigninger afspejler aktiekursen derfor stadig ikke købstilbuddet. Ikke desto mindre er aktien en god bidragsyder til flere afdelinger i første kvartal.

## Panama sætter fokus på risiko

I den sidste uges tid har afsløringer fra **Panama-papirene** skabt overskrifter. Selskabskonstruktioner, som i mange tilfælde er lovlige men ikke lever op til folks forventninger til hvad der er rimeligt og rigtigt, når det kommer til at betale skat, bliver gransket fra mange sider. Panama-sagen er dramatisk, men temaet er ikke nyt. I de seneste år er forskellige virksomheder, herunder nogle af verdens største, kommet under pres i forhold til at betale rimelige skatter og afgifter. Medicinalgiganten **Pfizer** har gennem længere tid planlagt en stor fusion med **Allergan**, hvor et afgørende incitament var at man kunne skifte skatteadresse til Irland og spare milliarder i

skat. Som en konsekvens af nye amerikanske regler, der ville gøre det mindre rentabelt er handlen aflyst.

” *Der er behov for at opbygge en virksomhedskultur, hvor man fokuserer på at gøre, hvad der er rigtigt*

Folk kræver i stigende grad, at virksomheder ikke bare skal følge loven men også gøre det moralsk rigtige. Banker er et eksempel på dette. Siden finanskrisen har bankerne været tvunget til at blive bedre kapitaliseret, og der er utallige nye regler, der skal forhindre, at de samme problemer rammer verden igen. Et afgørende element er dog virksomhedskulturen. Det er ikke nok for en bank, eller en hvilken som helst anden virksomhed, blot at overholde loven. Der er behov for at opbygge en virksomhedskultur, hvor man fokuserer på at gøre, hvad der er rigtigt - at lave forretning på en bæredygtig måde. Ofte kan det virke mere rentabelt på kort sigt at agere på en måde, der er lovlig, selv om det ikke er den 'rigtige' måde at drive virksomhed på, men sådan en tilgang medfører risici, der kan skade virksomhedens værdi på længere sigt. Den specifikke adfærd kan stoppes af nye regler, eller kunder kan reagere mod det de opfatter som dårlig moral.

Før vi laver en investering, forsøger vi at forstå om en virksomhed har en stærk virksomhedskultur til at behandle sådanne risici. Det gælder over hele linjen fra finansielle, miljømæssige, sociale og ledelsesrelaterede spørgsmål, uanset om vi kigger på en virksomheds solvens og finansielle robusthed, bestyrelsessammensætning, forhold til fagforeninger eller CO2-udledning. Det betyder selvfølgelig ikke, at alt hvad vi investerer i er perfekt i alle forhold. Hver investering bærer noget risiko, og vores mål er at forstå de risici, samt analysere hvorvidt virksomheden er klar over og stand til at styre disse risici fornuftigt. Vi indgår også en dialog med ledelsen, hvor vi forsøger at flage væsentlige problemstillinger og tilskynde forandring. Eksempelvis har vi arbejdet med virksomheder inden for olie-, gas- og mineindustrien for at tilskynde stærkere politikker til beskyttelse af menneskerettigheder, fremme anti-korruptionspolitikker, og adresseret emnet CO2-emissioner.

Vi lægger tydeligvis stor vægt på aktivt ejerskab, hvilket vi anser for et grundlæggende element af aktiv kapitalforvaltning. Med det i tankerne, kan vi konstatere, at **Morningstar** netop har introduceret deres nye **ESG ratings**, der giver alle afdelinger en rating. Generelt glæder vi os mere opmærksomhed på ESG, som vi længe har ment er en vital del af finansiell analyse. Vores bekymring er dog, at denne nye rating ikke vil give et fuldstændigt billede, fordi den er baseret på ESG-data på de underliggende investeringer - og undlader at overveje kapitalforvalterens processer. Hvad mener vi med dette? Vores aktivt forvaltede afdelinger har generelt en Morningstar rating der er 'gennemsnitlig', 'over gennemsnittet', eller 'høj', hvilket afslører, at vores underliggende aktier scorer rimeligt godt på ESG-kriterier. Ratingen siger dog intet om vores indsats for at tilskynde virksomhederne til at indføre højere ESG-standarder - hvilket vi gør gennem vores stemmeret og vores møder med ledelsen hvor vi gør vores indflydelse gældende. Fra et investeringsperspektiv, er forandring ofte en af de vigtigste faktorer, og når man diskuterer ESG, synes vi det er vigtigt, at kapitalforvaltere skal arbejde for at skabe positive forandringer i virksomhederne, og investorer bør være opmærksomme på, at de nye ratings fra Morningstar i øjeblikket ikke afspejler dette.

Redaktionens slutning: 26. april 2016

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 påberåbes som grundlag for en beslutning om køb eller salg (eller undladelse heraf) af Sparinvests produkter. Materialet er alene udarbejdet som orientering til dig og dit pengeinstitut og skal læses sammen med foreningernes gældende prospekter og de senest offentliggjorte års- og delårsrapporter. Investering er altid forbundet med risiko for tab, og historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Derfor kan Sparinvest-koncernen og foreningerne ikke påtage sig noget 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.