



Kvalitetsaktier er bedst i urolige tider

Af C WorldWide Asset Management

Historien viser, at når den økonomiske vækst aftager, retter fokus sig mod kvalitetsselskaberne. Selv en recession når en afslutning, og så er det godt at være i en position, der har et længere sigte.

Udsigterne for verdensøkonomien i 2023 har lige fra begyndelsen af året været præget af mange strømninger, hvor modvind for både den amerikanske og store dele af den globale økonomi kan ende med en recession. Blandt de negative indikatorer og risici er blandt andet:

- Følgerne af den eskalerende inflation
- Renterne stiger mere end forventet
- Ruslands krig mod Ukraine

Budskabet i det tidlige forår 2023 efter rentemøderne i både den amerikanske og den europæiske centralbank er, at centralbankernes højeste prioritet stadig er at bekæmpe inflationen. Og det våben, der bliver taget i brug, er højere renter. Spørgsmålet er så, hvordan investorerne på bedst mulig vis kan navigere i en periode med makroøkonomisk, geopolitisk og monetær turbulens.

*“Tiden arbejder til fordel for kvalitetsselskaber,
hvor indtjeningen stiger, mens det modsatte gør sig gældende
for selskaber af lavere “kvalitet.”*

Kvalitet vil vise sit værd

Indtjeningsvæksten er den vigtigste langsigtede drivkraft for aktiekurserne, og vores investeringsfilosofi er at finde selskaber, der kan skabe konstant vækst i indtjeningen i mange år. Vi er aktive forvaltere og investerer i udvalgte selskaber med bæredygtige og ansvarlige forretningsmodeller – selskaber, der bliver bedre over tid. Vi kalder det værdien af compounding. Ligesom en snebold, der vokser sig større, når den ruller ned ad bakken. Tiden arbejder til fordel for kvalitetsselskaber, hvor indtjeningen stiger, mens det modsatte gør sig gældende for selskaber af lavere kvalitet – læs evt. mere her; [Værdien af Compounding](#).

I et scenarie med svagere global økonomisk vækst samt stigende recessionsrisici er vi overbeviste om, at det rigtige fokus er at lede efter sådanne kvalitetsselskaber. Det er vigtigt at være konsekvent og fokusere på en længere tidshorisont, når man investerer. Vores erfaring og historien har vist, at kvalitetsselskaber i mange situationer er i stand til at øge deres indtjening, selv om den generelle markedsvækst taber pusten og bliver lavere.

Et slot med en stor, bred voldgrav

Den amerikanske investeringslegende Warren Buffet sagde engang, at det at købe en virksomhed er som at købe et slot omgivet af en voldgrav – og han vil foretrække en dyb og bred voldgrav for at beskytte sig mod alle konkurrenterne. Som han sagde: Et stort slot og en stor voldgrav med piratfisk og krokodiller. Kvalitetsselskaber er ofte kendetegnet ved at have netop sådan en voldgrav.

Når en recession rammer, befinder kvalitetsselskaber sig ofte i en gunstig position, hvor de kan beskytte sig selv med adgangsbarrierer og udmanøvrere deres knap så modstandsdygtige konkurrenter og derved vinde markedsandele. De har også mulighed for at opkøbe svagere konkurrenter, der ikke er lige så modstandsdygtige til at klare sig gennem modgang. Kvalitetsselskaber kan desuden optage billigere



lån end andre selskaber og kan i sidste ende opnå en bedre bundlinje end selskaber af lavere kvalitet.

Sådan genkender investorer kvalitet

Lidt forenklet dækker kvalitetsaktier over selskaber med:

- En stabil forretningsmodel
 - en stærk ledelse med et disciplineret fokus på god virksomhedsledelse
- Lav gæld
- Høj rentabilitet
- Stabil indtjeningsudvikling
- Høj egenkapitalforrentning

Kvalitetsselskaber er ofte også i besiddelse af pricing power, hvilket betyder, at selskabet kan hæve prisen på deres produkter eller lægge eventuelle ekstraomkostninger over på kunderne, uden at produkterne bliver så dyre, at forbrugerne vælger nogle andre.

Pricing power er helt central i perioder med høj inflation, fordi det bliver en fordel at kunne sende regningen for dyrere råvarer videre til kunden.

For at mindske risikoen

Mange investorer vil måske være tilbøjelige til at sige, at det at tænke langsigtet og udelukkende fokusere på kvalitetselskaber er en for defensiv og kedelig tilgang til investering. Stabilitet og tålmodighed vurderes simpelthen ikke som spændende nok. En del investorer vil finde det mere attraktivt at jage kortsigtede fortjenester, følge flokken og markedsmomentum – eller at gå efter populære aktier, der frister med en spændende historiefortælling frem for dokumenteret vækst.

Vi mener, at tålmodighed er en dyd – også når det gælder succesfulde investeringer. Efter vores mening er det fortsat den bedste tilgang at bruge en traditionel risiko-/afkastramme. Det er en pointe i sig selv at undgå ekstreme scenarier. Succesfulde investorer kan balancere investeringsafkast og investeringsrisiko. At lede efter kvalitet er at koncentrere sig om reelle fundamentale faktorer. Som vi plejer at sige, er succesfuld investering ikke et sprint – det er mere som et maraton.



Grønne drømme og røde alarmer

Det er naturligvis spændende og fristende at hoppe med på toget af mulige aktuelle vindere, hvilket ofte er populært blandt nogle investorer. Den grønne omstilling er et godt eksempel. I de seneste år er der dukket mange nyere selskaber op på markedet med produkter eller tjenester inden for denne populære trend. Nogle er fløjet op som raketter på børserne. Men mange er faldet ned på jorden igen.

Årsagerne er enkle: Det er ofte svært for mange af selskaberne inden for den grønne omstilling at tjene penge og vokse kontinuerligt i mange år fremover. Det skyldes usikre forretningsmodeller, et stærkt konkurrencepræget landskab og et marked, der i høj grad er påvirket af regeringers politik og diverse reguleringer. Mange nystartede selskaber er nødt til at rejse mange penge uden en dokumenteret evne til at vokse og give et positivt afkast i fremtiden. Og selv kendte selskaber, der er rettet mod grøn omstilling og har været på markedet i mange år, har haft store problemer med deres rentabilitet.

Når det er sagt, er den grønne omstilling helt nødvendig. Vindmøller, solcellesystemer, Power-to-X (PtX), brintteknologi og enhver form for udvikling af alternativ energi til at bekæmpe klimaforandringerne er en enorm tendens de næste årtier. Og der er behov for enorme investeringer. Men hvor der konkret skal investeres, kan det være uhyre vanskeligt for investorerne at gennemskue.

To eksempler på kvalitet

Vi kan sammenligne vores portefølje af selskaber med et fodboldhold. Vi er også nødt til at være fokuserede og være sikre på vores holdopstilling. I vores tilfælde



har vi valgt højst at have 30 spillere på banen. Det er vores 30 kvalitetsaktier. På udskiftningsbænken har vi en række potentielle muligheder. Ved hjælp af en identisk beslutningsproces med ”én ind og én ud” er vores mål hele tiden at optimere opstillingen på banen for at opnå de bedste resultater. De ti største selskaber i vores globale aktieportefølje pr. 31.03.2023 er:

- Novo Nordisk
- HDFC Bank
- Thermo Fisher Scientific
- Microsoft
- Visa
- Sony Group
- Nestlé
- ASML
- Siemens
- Linde Plc

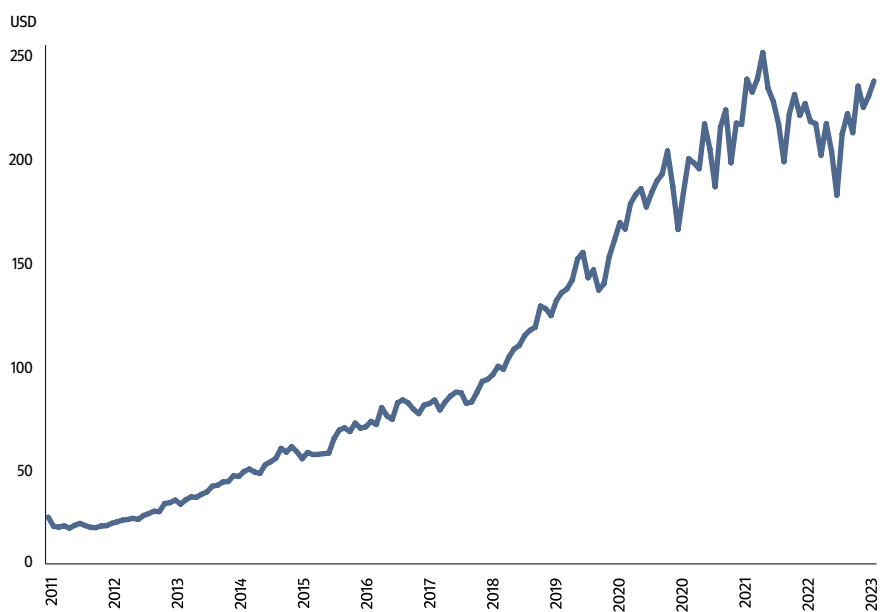
Lad os kigge lidt nærmere på to af dem – Visa og Novo Nordisk.

Visa

De fleste af os har vel et enkelt eller måske endda flere kreditkort i lommen og ved, at Visa er en international udbyder af en lang række kreditkort. Hovedkvarteret ligger i Californien og markedsværdien pr. 31.12.2022 var 3,085 mia. DKK. Resultaterne de seneste mange år fortæller en interessant historie.

Kig på kurven. Den er gået stille og roligt opad. Efter at have analyseret Visa over en periode investerede vi i selskabet i 2011, hvor P/E var 18. P/E fortæller, hvor meget der betales for en krone i indtjening efter skat. Jo højere P/E-forholdet er, jo dyrere er aktien. Med andre ord: Vi betalte 18 gange indtjeningen for året 2012.

Figur 1
Kursudvikling VISA



Kilde: Bloomberg, maj 2023

Nogle kortsigtede investorer og såkaldte "value"-investorer, som kan lide teorien om at købe undervurderede selskaber med lav P/E, vil måske mene, at prisen var for høj. Men Visa er siden vokset med ca. 20 pct. om året, og investorer skal i dag (pr. 15.05.2023) betale 30 gange næste års indtjening.

Vi mener derfor, at det er vigtigere at se på forretningsmodellens holdbarhed i stedet for alene at se på den faktiske værdiansættelse af aktien. Visa er et godt eksempel, og investeringen har været lønsom. En af grundene er den globale tendens til at gå fra fysiske penge til digitale penge – fra kontantbetalinger til kortbetalinger – hvilket gavner Visas forretning.

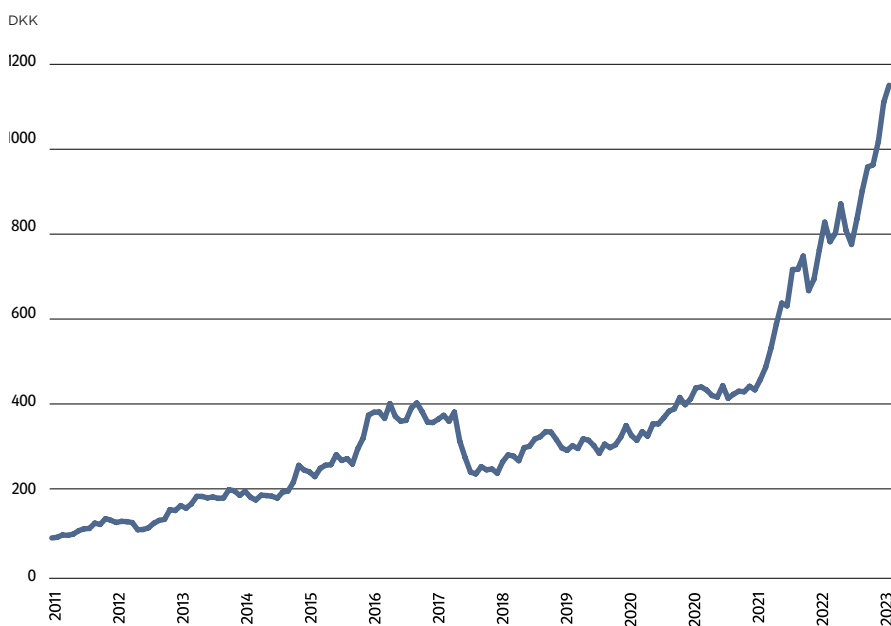
Novo Nordisk

Novo Nordisk er Danmarks største selskab baseret på markedsværdi og en af de største medicinalvirksomheder i verden. Virksomheden fremstiller insulin samt en lang række andre farmaceutiske produkter, herunder lægemidler til bekæmpelse af overvægt. Markedsværdien pr. 31.12.2022 var 2.110 mia. DKK. Lad os tage et kig på udviklingen.

Vi købte Novo Nordisk for første gang i 2011. Dengang lå P/E på 18. Her 12 år senere (31.12.2022) ligger Novos P/E på 41. Der har dog været et par bump på vejen. I 2016 oplevede Novo Nordisk prispres på det amerikanske marked, og aktien kom derfor også under pres. Men selskabet overvandt problemerne, og siden da har aktien klaret sig fint. Der er der flere grunde til. Selskabet er dominerende inden for diabetes og har nu fået kæmpe succes med det nye produkt Wegovy til bekæmpelse af overvægt.

Figur 2

Kursudvikling Novo Nordisk



Kilde: Bloomberg, maj 2023

Selv i 2022, hvor mange aktier har haft det svært, præsterede Novo en kursstigning på ca. 20 pct. Et stort slot med en stor og bred voldgrav, om man vil.

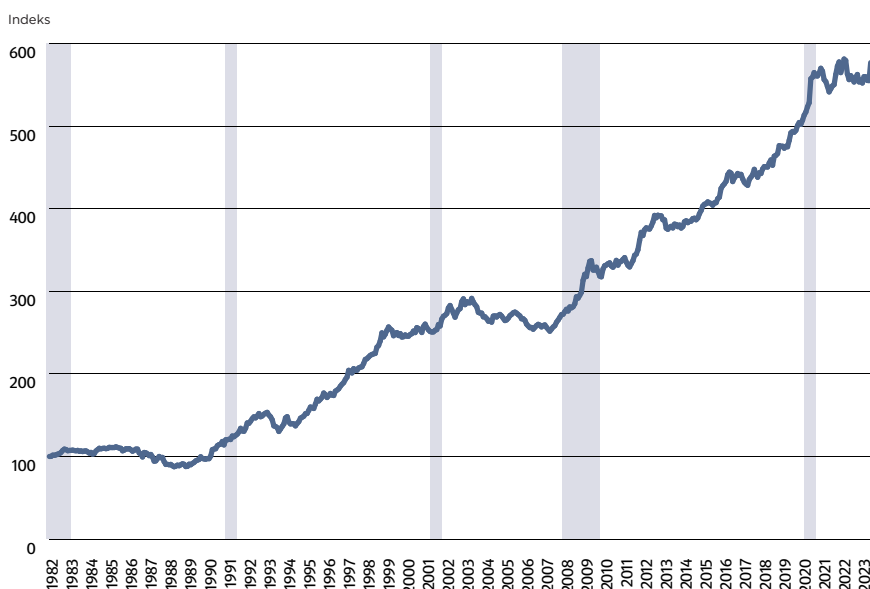
“Succesfuld investering er ikke et sprint – men mere som et maraton.”

Kvalitet – den bedste måde at styre igennem recessioner

Vi ser formentlig ind i en periode med svagere vækst og måske ligefrem en recession. Dette vil formentlig snart få de lange renter til at stabiliseres for i sidste ende at falde i takt med, at inflationen aftager. Desuden er den globale gæld så høj, at verden ikke har råd til høje renter på lang sigt.

Historien viser, at kvalitetsselskaber i et recessionsscenario typisk klarer sig bedre end andre dele af markedet. De grå områder på figuren nedenfor viser perioder, hvor økonomien befinder sig i en recession, og som det fremgår, har kvalitetsselskaberne klarer sig bedre i disse perioder. Grafen viser også, at kvalitetsvirksomhederne havde det svært i 2022. Det er fordi, de stigende renter pressede værdiansættelsen af

Figur 3
Kvalitetsaktiers afkast ved recessioner



Kilde: Bloomberg, marts 2023

kvalitetsvirksomhederne, da de typisk er aktiver med lang løbetid. Stigende renter rammer selskaber med holdbar langsigtet indtjeningsvækst, da den tilbagediskonterede værdi af den fremtidige indtjening falder. Men som nævnt forventer vi ikke, at de lange renter vil fortsætte med at stige, og derfor vil kvalitetsselskaberne formentligt genvinde investorernes fokus, og kursviklingen vil igen blive styret af den underliggende udvikling i virksomhederne. Selv en recession driver over – og så er det godt at være i en position, der har et længere tidsperspektiv.

“Historien viser, at kvalitetsselskaber i et recessionsscenario typisk klarer sig bedre end andre dele af markedet.”

Vores filosofi og tilgang til markedet er, at tiden i markedet er vigtigere end timingen af markedet. Derfor: Find kvalitet – vær tålmodig – og bevar kikkerten med fokus på det lange sigte.



Dette er markedsføringsmateriale. Denne artikel er udarbejdet af C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CWW AM). Artiklen er alene ment som generel information og udgør ikke et tilbud eller en opfordring til at gøre tilbud, ligesom den ikke skal betragtes som investeringsrådgivning eller som investeringsanalyse. Artiklen er således ikke udarbejdet i henhold til de regler, der er fastsat for at fremme investeringsanalysers uafhængighed, og artiklen er ikke genstand for noget forbud mod at handle forud for udbredelsen af investeringsanalyse. Meninger og holdninger gengivet i artiklen er alene aktuelle pr. publikationsdatoen. Artiklen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW AM anser for pålidelige, og CWW AM har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korrekt som muligt. CWW AM kan dog ikke garantere informationens korrekthed og påtager sig intet ansvar for fejl eller udeladelser. Historiske resultater er ingen indikation for fremtidigt afkast. Artiklen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWW AM's forudgående skriftlige samtykke. Prospekt, dokument med central investorinformation, og den seneste årsrapport og halvårsrapport er tilgængelig på www.cww.dk.

INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø · Tlf: 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 35 00 · CVR 14 21 13 49 · cww.dk
Indsigt Q2 2023