

Indsigter gennem 25 år

Af temaspecialist Morten Springborg og adm. direktør Tim Kristiansen

Med lanceringen af C WorldWide afdeling Globale Aktier i 1990 fik de danske investorer for første gang mulighed for at investere i en fokuseret global aktieportefølje styret af et forvalterteam, der tidligere kun rådgav professionelle investorer. Fra begyndelsen var den klare målsætning at skabe holdbare afkast, der skiller sig positivt ud fra mængden.

I løbet af de seneste 25 år er mange ting ændret. For private investorer er der bl.a. mange flere investeringsmuligheder på markedet, hvilket tydeligt ses, når man læser avisernes kurslister og ser det store udbud af forskellige fonde. Nogle forvaltere har taget vores fokuserede investeringskoncept til sig og udbyder ligesom os fonde med maks. 25-30 aktier. Men én ting er at kopiere et koncept – noget andet er at få det til at fungere gennem 25 år.

” Den investor, som i 1990 investerede 100 kr. hos os, har tjent godt 1.300 kr. før skat – 900 kr. mere end den investor, som valgte at investere i indekset.

Det er lykket at skabe holdbare resultater til vores investorer gennem de seneste 25 år. En af de vigtigste ingredienser hertil har været ambitionen om at skabe en fokuseret virksomhedskultur, som har tiltrukket og fastholdt dedikerede og ambitiøse medarbejdere, som brænder for aktieinvestering.

Endvidere har vi fulgt de samme grundlæggende investeringsprincipper. Dette har været et vigtigt holdepunkt gennem 25 år, som har budt på turbulente tider – lige fra Golfkrigen i begyndelsen af halvfemserne, Asienkrisen i 1997-98, Ruslandskrisen i 1998, IT-boblen og den efterfølgende nedtur ved årtusindeskiftet til den seneste globale finanskrise.

Med 25 års erfaring som global aktieinvestor har vi fået en række indsigter, som er en vigtig bagage på rejsen fremadrettet. De syv vigtigste indsigter er:

INDSIGTER GENNEM 25 ÅR

- Der er nogle få, som slår markedet
- Hav mod til at gå imod strømmen
- Tag ved lære af dine fejl
- Det er indtjeningen, som driver aktiekursen
- Forretningsmodellen er vigtigere end prisfastsættelsen
- Der er altid usikkerhed
 - så fokusér på det forudsigelige
- Selv i perioder med lav økonomisk vækst
 - findes der områder med høj vækst

Der er nogle få, som slår markedet

Gang på gang kan man i respekterede dag- og fagblade læse overskrifter som: ”Aktive investeringsforeninger slår ikke markedet”. Den gennemsnitlige aktive investeringsforening slår i sagens natur ikke markedet, men der er faktisk nogle udvalgte fonde, som med høj konsistens slår markedet over en lang periode.

Ifølge statistiske fagfolk kræver det ca. 15-20 år for med god sikkerhed at vurdere, om historiske afkast er skabt på basis af dygtighed eller blot held. C WorldWide Globale Aktier har nu i 25 år leveret et årligt gennemsnitsafkast på 11,2 pct. efter alle omkostninger. Dette er et merafkast i forhold til verdensindekset på 4,4 pct. årligt. Dette betyder, at den investor, som i 1990 investerede 100 kr. hos os, har tjent godt 1.300 kr. før skat – 900 kr. mere end den investor, som valgte at investere i indekset. Det er aktiv forvaltning, der betaler sig.

” Ifølge statistiske fagfolk kræver det ca. 15-20 år for med god sikkerhed at vurdere, om historiske afkast er skabt på basis af dygtighed eller blot held.

I Danmark er der kun ni globale aktiefonde, som har eksisteret i 25 år, og som har ført samme strategi. C WorldWide Globale Aktier topper afkaststatistikken, og investorerne har fået tæt på det dobbelte i akkumuleret afkast i forhold til den næstbedste investeringsfond.

Hav mod til at gå imod strømmen

Som investor kan man vælge forskellige veje. En vej er passiv forvaltning. Her er ambitionen med lavest mulige omkostninger at opnå gennemsnitsafkastet. Dette mindsker risikoen for at få et dårligt afkast i forhold til alle andre investorer. Den anden vej er aktiv forvaltning, hvor målsætningen er at skabe afkast, der er bedre end gennemsnittet. Gode og holdbare afkast gennem aktiv investering har været vores mission og passion siden 1990.

Aktiv forvaltning kræver, at man tør tænke anderledes og træffe beslutninger, der går imod strømmen. Som en gammel talemåde lyder: ”Du kommer aldrig foran, hvis du træder i andres fodspor”.

” Vi vurderede panikken og kursfaldet som en mulighed for at øge investeringen i HDFC, hvilket viste sig at være en god langsigtet beslutning.

Dette er dog ikke en adfærd, der altid føles lige rar. Det ligger nemlig i menneskets natur, at vi er mest trygge, når vi er en del af en gruppe. Ved at træffe afvigende beslutninger, løber man en risiko for at tage fejl.

Vores vej har altid været centreret om viljen til at tage betydelige positioner i selskaber, som er attraktive relativt til markedet. Disse investeringer har til tider kunnet synes forkerte ud fra en konventionel synsvinkel. Et eksempel er vores mange investeringer i energisektoren i 2004 samt den efterfølgende nulvægt fra 2012-2015. Selvom det i dag synes oplagt at være ude af energisektoren, var det frem til 2014 ikke konventionel visdom. Et andet eksempel er den store investering i det indiske realkreditinstitut HDFC. I 2013 blev aktiekursen hårdt ramt pga. salgspres fra investorer, der bredt solgte emerging market-aktier som følge af problemer i Rusland, Tyrkiet og Brasilien. Vi vurderede panikken og kursfaldet som en mulighed for at øge investeringen i HDFC, hvilket viste sig at være en god langsigtet beslutning.

” At gå imod strømmen betyder, at man kan tage fejl. Det vigtige er selvfølgelig, at fejlprocenten holdes på et lavt niveau.

Investorsammensætningen har ændret sig gevaldigt de seneste 15 år. Tidligere var handlen på aktiemarkedet primært drevet af langsigtede investorer. I dag udgøres 40-70 pct. af handlen af kortsigtede investorer. De kortsigtede investorer interesserer sig sjældent for langsigtede tendenser. Dette betyder, at udviklingen på markederne til tider vil afvige fra de langsigtede tendenser. Dette kan skabe attraktive muligheder for den langsigtede investor.

For at få succes som aktiv og langsigtet forvalter er det vigtigt at være del af en organisation, som tænker langsigtet. Og ideelt set

bør kunderne dele dette tanksæt, da kortsigtede markedsudsving som nævnt kan afvige fra den langsigtede retning. Dette forhold har betydet, at vores værdiskabelse kommer i lange bølger, hvor der kan være enkelte perioder, hvor investeringsstrategien gør det lidt dårligere end markedet.

At gå imod strømmen betyder, at man kan tage fejl. Det vigtige er selvfølgelig, at fejlprocenten holdes på et lavt niveau, og at man lærer at sine fejl. Det er her, at 25 års erfaring kommet til sin ret.

Tag ved lære af dine fejl

En anden indsigt er, at man skal være forsigtig med at investere i selskaber, der ikke har kontrol over egen skæbne.

Ved årtusindeskiftet investerede vi i de to nordiske aktier, Tomra og Vestas, som begge viste sig at blive dårlige investeringer. De to selskaber havde et fælles problem. Tomra var den største producent af flaskeautomater, der anvendes til genbrug af drikkevareemballage. På investeringstidspunktet troede vi, at selskabet ville generere høj vækst i takt med, at de høje genbrugsstandarder fra de nordiske lande ville sprede sig til resten af Europa og i sidste ende til USA.

” Man skal være forsigtig med at investere i virksomheder, der er afhængige af politiske beslutninger for at vokse.

Investeringen i Vestas var baseret på en forventning om høj og varig vækst inden for vindmøller drevet af ønsket om højere selvforsyning inden for elproduktion samt lavere kulstofemission.

Vi endte med at sælge begge aktier med store tab. Den vigtige lektie i den forbindelse er, at man skal være forsigtig med at investere i virksomheder, hvis vækst er afhængig af politiske beslutninger.

For Tomra begyndte det at gå galt, da en ventet lovgivning for returpant i Tyskland ikke blev gennemført. Dette betød, at de store supermarkedskæder ikke ville investere i nye indsamlingssystemer. Vækstudsigterne for Vestas led et voldsomt knæk umiddelbart efter årtusindeskiftet, da de amerikanske politikere besluttede ikke at forlænge de eksisterende tilskudsordninger til vindkraft som

ventet. Dette betød, at orderne fra USA udeblev, og at aktiekursen styrtedykkede.

” En erfaring, vi tager med os, er at prioritere virksomheder, som i mindre grad er afhængige af eksterne beslutninger og i højere grad har kontrol over egen skæbne.

I begge disse tilfælde var selskabernes fremtidsudsigter bundet op på eksterne og politiske faktorer, der viste sig at være svære at forudsige. Den erfaring, vi tager med os, er at prioritere virksomheder, som i mindre grad er afhængige af eksterne beslutninger og i højere grad har kontrol over egen skæbne. Politisk usikkerhed må man dog nogle gange acceptere, eksempelvis hvis man ønsker eksponering til væksten i Kina og øvrige emerging markets.

Det er indtjeningen, som driver aktiekursen

Vi er overbeviste om, at det er den langsigtede indtjeningsudvikling i virksomhederne, der bestemmer aktiekursudviklingen. På kort sigt kan udviklingen mellem indtjening og aktiekurs være markant anderledes, men historisk er der på den lange bane en klar sammenhæng. I de seneste 25 år – fra 1990 og frem til ultimo 2014 – er indtjeningen i de globale virksomheder steget 220 pct., mens verdensmarkedet er steget tilsvarende, nemlig 200 pct.

Det handler derfor om at finde den gode virksomhed, som år efter år stabilt kan udvikle forretningen og øge indtjeningen. Dette er en mindre risikofyldt strategi sammenlignet med hyppige handler i et forsøg på at udnytte de kortsigtede markedsfluktuationer.

” Fra 1990 og frem til ultimo 2014 er indtjeningen i de globale virksomheder steget 220 pct., mens verdensmarkedet er steget tilsvarende, nemlig 200 pct.

Den berømte canadiske ishockeyspiller Wayne Gretzky havde som læresætning, at man skal skøjte derhen, hvor pucken er på vej hen – ikke hvor den netop har været. Overført til aktiemarkedet

er det således mindre vigtigt, hvor meget en virksomhed historisk har tjent, mens det afgørende er, hvor meget den vil tjene i fremtiden.

Der er derfor vigtigt at forstå, hvad der vil drive en virksomheds indtjening i fremtiden. Et eksempel er Nestlé. Det er et selskab, som har været blandt investeringerne siden begyndelsen. I løbet af disse 25 år har Nestlé øget indtjeningen med ca. 10 pct. om året. Til tider har prisfastsættelsen set dyr ud, men der har hele tiden været strukturelle medvinde, som f.eks. stigende efterspørgsel på mærkevarer og høj vækst i udviklingsøkonomierne. Dette har hjulpet Nestlé til stabile og høje salgstal. Når ledelsen samtidigt fører en aktionærvenlig udbyttepolitik, bliver den langsigtede investor belønnet.

” Den berømte canadiske ishockeyspiller Wayne Gretzky havde som læresætning, at man skal skøjte derhen, hvor pucken er på vej hen – ikke hvor den netop har været.

I de seneste 25 år har en investering i Nestlé i gennemsnit givet et årligt afkast inkl. udbytter på knapt 13 pct. I samme periode har det globale aktiemarked givet det halve. Nestlé handles i dag til ca. 20 gange den forventede indtjening i 2016. Dette er lidt dyrt i forhold til historikken, men kan forklares ved dagens lave renteniveau. Omvendt er selskabet ikke dyrt prisfastsat målt på indtjeningen i 2018, hvor prisfastsættelsen falder til 16-17 gange. Vi ser ingen ændringer i vækstudsigterne og forventer derfor ikke, at prisfastsættelsen bliver lavere. På den baggrund kan man fortsat forvente et årligt afkast på over 10 pct. ved investering i Nestlé.

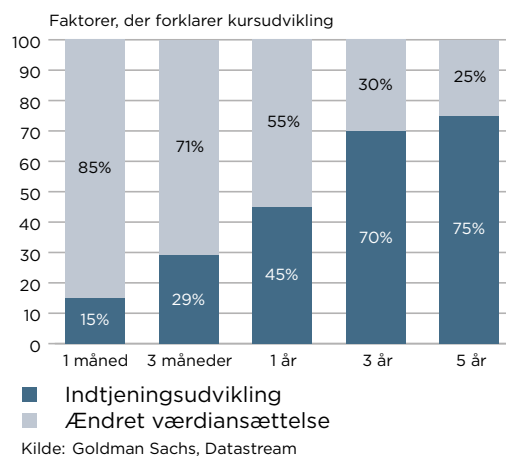
Forretningsmodellen er vigtigere end prisfastsættelsen

Overvejelser om prisen på en aktie kan være nyttige, særligt hvis man har en kortere tidshorizont. Vigtigheden af prisen som parameter for den fremtidige kursudvikling falder dog, jo længere tidshorizont man har. Årsagen er, at når man investerer i succesfulde virksomheder, vil indtjeningsudviklingen over tid tage over som den primære drivkraft for kursudviklingen.

” Der skal være en fornuftig sammenhæng mellem værdi og pris, men vi vil hellere betale lidt for meget for den virkelig gode virksomhed end betale lidt for lidt for den dårlige.

Timing af køb samt fokus på værdiansættelse bliver dermed mindre vigtige faktorer, mens kvaliteten af virksomheden udgør den vigtigste parameter for den langsigtede investor. Dette forhold illustreres af figur 1 nedenfor, som viser, at med en treårig investeringshorisont, forklares 70 pct. af kursudviklingen med væksten i indtjeningen. Med en femårig investeringshorisont stiger forklaringsgraden til 75 pct.

Figur 1
På længere sigt drives afkast af indtjeningsvækst



Denne indsigt gør, at vi kigger efter investeringskandidater, der har en stærk forretningsmodel, som kan generere forudsigelig vækst og levere et højt afkast på den investerede kapital. Storinvestoren Warren Buffett har engang udtalt: ”Prisen er, hvad du betaler. Værdi er, hvad du får.” Der skal til syvende og sidst være en fornuftig sammenhæng mellem værdi og pris, men vi vil hellere betale lidt for meget for den virkelig gode virksomhed end betale lidt for lidt for den dårlige.

Der er altid usikkerhed – så fokusér på det forudsigelige

Vi lever i en tid, hvor bl.a. finanskrisen og de geopolitiske udfordringer har skabt en følelse af usikkerhed. Mange investorer bruger derfor megen tid på disse risikofaktorer.

Et eksempel er den aktuelle græske krise, der har præget aktiemarkederne og mediebildet siden 2010. Både medierne og børsmæglerne elsker disse dramatiske historier, fordi drama sælger aviser og stimulerer handelsaktiviteten på børserne. Men vi sætter spørgsmålstegn ved, hvor meget afkast man kan skabe ved at handle på udviklingen i Grækenland. Sådanne faktorer er nemlig vanskelige at forudsige.

Kortsigtede usikkerheds- eller risikofaktorer vil altid være til stede. Vi har derfor truffet et valg om at fokusere på det, som lettere kan forudsiges, nemlig de strukturelle tendenser. Tiden prioriteres derfor på informationer, der kan blive til holdbar viden, som der kan bygges videre på. Dette frem for at analysere kortsigtede tendenser, hvor værdien hurtigt bliver forældet.

Et eksempel kunne være vores tiårige fokus på verdens hurtigst voksende middelklasse, som findes i Indien. Da vi i 2005 investerede i det indiske realkreditinstitut HDFC, udgjorde den indiske middelklasse ca. 50 mio. mennesker. I dag er antallet steget til over 250 mio., og i 2025 vil denne gruppe være vokset til 500-600 mio. – flere end hele befolkningen i EU. Hvornår har man sidst læst den langsigtede nyhed i medierne om, at middelklassen i Indien er fordoblet?

” Kortsigtede usikkerheds- eller risikofaktorer vil altid være til stede. Vi har derfor truffet et valg om at fokusere på det, som lettere kan forudsiges, nemlig de strukturelle tendenser.

Fokuseringen på denne forudsigelige trend har da også vist sit værd. Investeringen i HDFC har givet et afkast på 560 pct., hvilket er mere end fem gange stigningen på det globale aktiemarked i samme periode.

Selv i perioder med lav økonomisk vækst – findes der områder med høj vækst

Aktieinvestorer bruger ofte megen tid på at analysere den økonomiske konjunkturudvikling. Overordnet set er væksten i verdensøkonomien vigtig for det langsigtede afkast på aktieinvesteringer, idet verdens virksomheder – samlet set – på langt sigt ikke kan øge indtjeningen mere end den nominelle vækst i samfundet. Vi bruger den makroøkonomiske analyse til at forstå det langsigtede vækstpotentiale, og her er de vigtigste faktorer bl.a. demografi og produktivitetsudvikling. Historikken viser, at der ingen direkte sammenhæng er mellem de kortsigtede konjunkturudsving og udviklingen på aktiemarkederne. Vi bruger derfor kun lidt tid på at forudsige den kortsigtede makroøkonomiske udvikling.

” De seneste tre år har budt på vækstrater i de vestlige økonomier på 0-2 pct., og på trods heraf har der været områder med høj vækst.

Det er altid muligt at finde tematiske områder med høj vækst, også selvom den generelle økonomiske vækst er lav. De seneste tre år har budt på vækstrater i de vestlige økonomier på 0-2 pct., og på trods heraf har der været områder med høj vækst. Et eksempel på dette er Novo Nordisk og den globale fedmeepidemi. Andre områder, hvor vi ser høj vækst, er f.eks. den hastigt voksende middelklasse i Indien og andre udvalgte lande i emerging markets samt inden for robotteknologi, hvor der kan forventes høj vækst i industriens anvendelse af robotter samt de helt nye såkaldte menneskevenlige robotter, som er på vej til at blive integreret som en del af vores dagligdag. Herudover ser vi vækst inden for temaerne ”Automatisering”, hvori sensorer indgår, samt ”Internet of Things”, hvor maskiner, apparater og mennesker bliver forbundet i et kæmpe netværk. Sensorer er kernen i optimering af industrielle processer samt til at forbedre bilsikkerheden. Investeringer i forbedret bilsikkerhed er et vigtigt skridt på vejen mod selvkørende biler.

Disse eksempler illustrerer, at hvis man tør træde væk fra konventionel visdom og indekstankegang, er det muligt at finde attraktive investeringsområder med strukturel vækst.

De næste 25 år

Siden 1990 har verden udviklet sig uforudsigeligt. Investerings-temaer er kommet og gået, selskaber har blomstret, mens andre er gået konkurs. Økonomier er opstået og har udviklet sig, mens andre er sakket bagud. Investeringsfaget har ændret sig markant, og overfloden af information og udviklingen af computerteknologi har forkortet investorerens tidshorison.

” Hvis man tør træde væk fra konventionel visdom og indekstankegang, er det muligt at finde attraktive investeringsområder med strukturel vækst.

Efter 25 år med fokus på aktiv aktieinvestering og samme investeringsprincipper, fortsætter missionen om at skabe holdbare investeringsafkast til vores investorer. På rejsen har vi indsamlet værdifuld viden, vigtige erfaringer og indsigter, som vi vil bruge som guide i det fremtidige arbejde, så C WorldWide fortsat vil ligge i toppen af afkaststatistikkerne de kommende 25 år.