



Turbulens og investeringsprincipper

Af Bo Knudsen, Adm. direktør og porteføljeforvalter,
&

Morten Springborg, Temaspecialist,
C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S

I hårdere tider er det centralt at søge tilbage til kernen, hvor kernen er holdbar langsigtet vækst. Sådant skabes høje langsigtede aktieafkast. Omvendt er simple kortsigtede mål for aktieværdi som regel en usikker smutvej.

Spekulation og investering

Aktiemarkeder kan ikke lide usikkerhed. I disse dage ser vi stor usikkerhed og markedspåvirkning drevet af Corona-virus. Det afhænger ikke bare af omfanget af denne epidemi, men også af kort- og langsigtede reaktionsmønstre på situationen. Der er ikke direkte sammenlignelige historiske tilfælde. Dog havde eksempelvis udbruddet af SARS i 2003 og udbruddet

af H1N1 i 2009 og andre større sygdomsudbrud over de sidste 20 år kun kortsigtet markedseffekt. Vi ved i dag ikke, hvad de dynamiske effekter af denne potentielle globale pandemi bliver.

Det dramatiske signal fra de finansielle markeder, hvor renterne og aktiemarkeder faldt markant, er, at risikoen for recession er tilbage. Finansielle markeder har en tendens til at tage et kortere perspektiv, der sjældent rækker ud over 12 måneder – specielt under kriser. Der er en bred kreds af markedsdeltagere, der bevidst eller ubevidst, driver denne kortsigtethed – denne spekulation. Det er fristende, men sjældent en lønsom disciplin. De fleste taber på lang sigt ved at gå hyppigt ind og ud af markedet. Risikoen for at sælge og derefter ikke nå med på toget igen er betydelig.



**Vi ved i dag ikke,
hvad de dynamiske effekter
af denne potentielle globale
Corona-pandemi bliver.
Det dramatiske signal fra de
finansielle markeder,
hvor renterne og aktiemarkeder
faldt markant, er, at risikoen for
recession er tilbage.**

Dette emne blev belyst i vores indsigt fra november 2018 "[Aktier – køb, sælg eller behold?](#)". Her sammenlignede vi, hvad en investor i det amerikanske aktiemarked ville have opnået ved at være investeret kontinuerligt over de sidste 50 år (omkring 10.000 handelsdage på børsen) – sammenlignet med afkastet, såfremt man ikke havde været med de bedste dage. Her var det massive positive afkast, såfremt man var ude af markedet de 10 bedste dage over denne periode, halveret, mens al afkast var væk uden de bedste 75 dage (hvilket er mindre end 1 pct. af alle handelsdagene). Effekten af at miste rentes-rente-effekten er markant. Det er en usikker disciplin at spekulere, og vi anbefaler at tage et investeringsperspektiv i stedet.

Hvordan findes holdbar vækst?

De bedste investeringer er selskaber, der vokser sig større over tid. Vi prioriterer holdbar langsigtet vækst fremfor høj, kortsigtet vækst. Vi bruger det meste af vores tid på at analysere hvilke selskaber, vi skal eje på langt sigt frem for upræcise værdiberegninger. Vores sikkerhedsmargin, når vi investerer i selskaber, drejer sig om selskabets langsigtede konkurrencemæssige fordele, og om de bliver stærkere over de næste tre til ti år. Vores fokus på forretningsmodellen og indtjeningspotentialet over så lange perioder øger sandsynligheden for at finde fremtidens vindere og samtidig bidrager det til at beskytte værdien af investeringen over tid. Der er mange analytikere der følger verdens større selskaber og prøver at sætte den korrekte pris. Men de fleste følger

selskaberne med et kortsigtet perspektiv. Visa, et af verdens største selskaber, følges af 35 analysehuse, som giver estimater på 2020-indtjeningen til Bloomberg, som udbyder finansielle data og nyheder. Dette tal falder til et par analysehuse, når det handler om 2022- og 2023-indtjeningen. Dette illustrerer den kortsigtede markedsorientering. Det skaber muligheder for den strategiske investor. Det skaber mulighed for C WorldWides perspektiv og måde at investere på.

Hvad med prisfastsættelsen?

Højvækstaktier handles typisk til høj kurs/indtjening (P/E-værdier), hvilket skaber et dilemma for prisbevidste investorer. Historiske analyser viser, at hvis højvækstselskaberne leverer den forventede vækstrate, vil et højt P/E-niveau falde til et meget attraktivt niveau inden for en kortere årrække. Dette viser, at et højt P/E-niveau ikke er en større udfordring, hvis blot selskabet indfrier vækstforventningerne.

Vi prioriterer derfor at finde de rigtige selskaber først. Værdiansættelsen er en central faktor i vores beslutningsproces, men det er sjældent udgangspunktet. Faktisk indgår værdiansættelsen typisk først, når alle andre aspekter af selskabet er analyseret. Vores investeringsanalyser tager udgangspunkt i selskabets strategiske position frem for at fokusere på en eventuel rabat i forhold til en værdiansættelse af selskabets bogførte værdier. Der er nemlig langt større potentiale i at forstå styrken og holdbarheden af forretningsmodellen. Dette gøres ved at fokusere på mulighederne og identificere fremtidens vindere, styret af ledelser som forstår, at samfundsansvar og holdbare forretningsmodeller går hånd i hånd.

Mange af vores succesfulde investeringer var ud fra P/E-værdien højt prissat på købstidspunktet. Men denne optiske illusion undervurderede rentes-rente-effekten ved selskaber, som kan øge indtjeningen år efter år. Et eksempel er Alphabet (Google), som vi købte tilbage i 2009, og som løbende har været handlet til høje kortsigtede P/E-værdier. På trods af dette har investeringen givet et højt afkast.

Tid er magisk

Det er vores vurdering, at tid ofte undervurderes på de finansielle markeder. Effekten af rentes-renteprikkippet stiger eksponentielt, jo længere tid, vi kan indregne. Vækst har dog kun værdi, hvis selskabet har en komparativ fordel, som gør, at selskabet kan forrente den investerede kapital over markedsniveauet – jo længere tid, desto bedre. Jo flere attraktive investeringsmuligheder et selskab har, desto bedre. Rentes-renteeffekten påvirkes positivt af en lang tidsperiode, samt jo mere den investerede kapital kan øges, uden at forrentningen mindskes.



**Det er vores vurdering,
at tid ofte undervurderes på
de finansielle markeder.
Effekten af rentes-rente-
princippet stiger eksponentielt,
jo længere tid, vi kan
indregne.**

Økonomisk teori tilsiger, at et selskabs komparative fordele over tid vil blive konkurreret bort, men i praksis ser vi, at en række selskaber er i stand til at opretholde/udbygge disse fordele over længere tid. Dette særligt i dagens digitale samfund, hvor netværkseffekter styrker de dominerende selskaber. Albert Einstein er citeret for at udtale, at rentes-renteeffekten er universets mest

magtfulde kraft. Aktiekurser drives på langt sigt af indtjeningsudviklingen, og den hellige gral inden for investering er at finde de selskaber, som over tid kan fortsætte med at overraske positivt. Det langsigtede fokus på rentes-renteeffekten er efter vores vurdering den bedste og mindst risikable måde at slå markedet på. Dette har været vores tilgang i tre årtier, og vi tror også, det er den rigtige strategi fremadrettet.

Hvordan forholder vi os i denne turbulens?

Når de kortsigtede bekymringer dominerer, er det vigtigt at holde fast i det langsigtede perspektiv. I den aktuelle situation omkring Corona-virus er det naturligvis relevant at bruge tid på at forstå eventuelle vedvarende langsigtede konsekvenser, som denne tragiske sygdomsepidemi har i et investeringsmæssigt perspektiv. Ligeledes forholder vi os til, om visse langsigtede meget interessante selskaber bliver udsatte for kortsigtet salgspres, der ikke har langsigtet relevans. Vi sammenligner løbende disse potentielle investeringskandidater med de selskaber, der allerede er i porteføljen.

I grunden er det vores opfattelse, at der kun er få virkeligt unikke selskaber, som man kan investere i på langt sigt. Derfor har vi gennem 30 år holdt fast i princippet om kun at have få aktier i porteføljen og kontinuerligt holde de nye kandidater op som konkurrenter til dem, vi allerede har. Det gør vi også i den aktuelle situation – i gode og mindre gode tider – for konstant at have det hold af aktier, der er bedst rustet til at levere holdbar vækst til glæde for vores kunder.

Denne artikel er markedsføringsmateriale udarbejdet af Investeringsforeningen C WorldWide (CWW). 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 anser for pålidelige, og CWW har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korrekt som muligt. CWW kan dog ikke garantere informationens korrekthed og påtager sig intet ansvar for fejl eller udeladelser. Artiklen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWW's forudgående skriftlige samtykke. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Prospekt og dokument med central investorinformation er tilgængelig på cww.dk.

Aktive Investeringer

Siden 1990 har vi i C WorldWide været dedikerede til at levere langsigtet værdi til vores kunder ved at analysere investeringsmuligheder gennem en global linse. I en stadig mere kompleks og forbunden verden er et globalt udsyn nøglen til holdbare investeringsbeslutninger.

Vores globale indsigter, kombineret med en langsigtet strategi og solid investeringserfaring, gør det muligt for os at udvælge de bedste aktier i verden. Dette har altid været vores grundlæggende ide.

For os er det ikke kun en ambition at skabe gode afkast – det er en passion. Vi har et af branchens mest stabile investeringsteams og en konsistent investeringsmetode, som over de seneste 30 år har skabt markante merafkast. Denne filosofi har vist sit værd på langt sigt, baseret på de tre ufravigelige værdier: Fokus, stabilitet og passion.

Vi vil skabe langsigtede resultater, der overgår markedet, uanset hvor mulighederne befinder sig. Dette er C WorldWides identitet.

Du kan finde flere publikationer på cww.dk

INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø

Tlf.: 35 46 35 00 · Fax: +45 35 46 36 00 · CVR 14 21 13 49 · cww.dk

Q1 2020