

Aktier

forankrede i globale
trends og temaer

Aktier

forankrede i globale trends og temaer

Af Morten Springborg,

Temaspecialist, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.



Nøgleindsigter

- Hos C WorldWide håndplukker vi først og fremmest holdbare enkeltaktier. Den aktiespecifikke dimension er det primære element, men vores valg er forankret i de trends og temaer, vores forvalterteams identificerer – en metode vi har gennemtestet og forfinet siden vores etablering i over tre årtier.
- Vi bliver ofte spurgt, hvordan vi anvender trends og temaer i vores arbejde? Dette vil vi give en beskrivelse af i dette Perspektiv.

Du kan også læse om vores specifikke tematiske investeringer i vores Indsigter og Perspektiver, vi har publiceret gennem årene på cww.dk.

Hvilken rolle spiller trends og temaer?

Vi bruger trends og temaer til at forstå og forudse, hvordan samfundet udvikler sig.

Vores trendbaserede, tematiske investeringstilgang gør, at vi kan skelne markedsstøj fra dét, der reelt er varig viden, som kan akkumuleres og over tid skabe grobund for en dybere investeringsindsigt. Aktiemarkedet agerer ofte kortsigtet og snævert, ligesom det afspejler tendenserne i den menneskelige adfærd. Gennem årene er dette blevet mere udtalt, hvorfor en langsigtet investeringstilgang er den bedste måde for en aktiv kapitalforvalter at skabe alpha (merafkast).

Vi ser trends som adfærdsmæssige forandringer i samfundet, som folder sig ud over flere generationer. Trends kan derfor ikke bruges i direkte investeringsøjemed. Derimod er de til stor nytte i organiseringen af tankeprocesser.

Temaer er afledt af de langsigtede trends og er mere konkrete i forhold til, hvilke aktier der vil klare sig godt i fremtiden. Et tema kan udvikle sig over flere årtier, men oftest udvikles og modnes temaer typisk i løbet af 3-10 år. Siden 1990 har vi identificeret mere end 50 temaer forankret i fem større trends.

En trendbaseret, tematisk investeringstilgang skaber en ramme for at forstå den fremtidige langsigtede

udvikling. Den identificerer de mest lovende investeringsområder og leder os dermed væk fra benchmarktilgangen – benchmark er en refleksion af fortiden, ikke fremtiden. Det er en tilgang, der sikrer en effektiv anvendelse af vores tid og ressourcer.

Værdiansættelse i tematisk perspektiv

Den klassiske måde at vurdere en akties værdi på kan være nyttig, når vi vurderer, hvordan trends og temaer påvirker værdien af et givet selskab. En akties værdi afspejler den risikostregerede nutidsværdi af fremtidige udbytter/frie cash flow, og det understreger betydningen af de centrale faktorer tid, vækst og risiko.

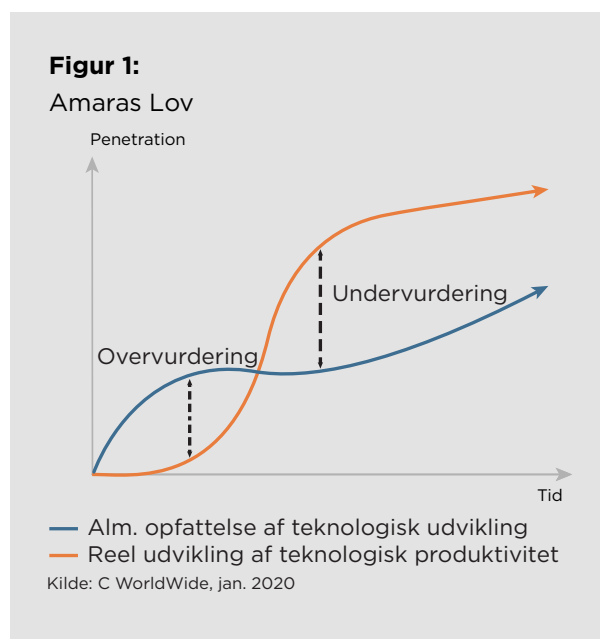
Tid – varighed

De finansielle markeder undervurderer ofte betydningen af tid. Rentes-rente-effekten har en enorm betydning for den langsigtede investor og er afhængig af varigheden af de strukturelle forandringer. Naturligvis har en lang varighed en positiv indvirkning på prisfastsættelsen af en virksomhed – jo længere en tematisk medvind varer ved, jo bedre. Således kan en langsigtet tematisk medvind retfærdiggøre en høj værdiansættelse i dag.

I 1970'erne observerede IT-forskeren og leder af Institute for the Future ved Stanford University i USA Roy Amara: "Vi har det med at overvurdere effekten af ny teknologi på den korte bane, mens vi undervurderer teknologien på længere sigt". Udtrykket er senere blevet kendt som Amaras lov.

Vi mener, at denne observation beskriver en temabaseret tankegang og er en god måde at forstå adfærdsmæssige tendenser på aktiemarkedet. Det forklarer også, hvorfor tanken om 'mean reversion', dvs. en tilbagevenden til gennemsnittet, på aktiemarkedet i mange tilfælde blot er en myte, og en faktor, som den langsigtede investor kan udnytte.

Når et nyt tema dukker op, bliver investorerne ofte optimistiske og overvurderer udviklingstakten. Som regel tager udviklingen længere tid, og pessimisterne begynder at påstå, det hele er en overvurderet boble. Det er på dette tidspunkt, vi har erfaring for, at vendepunktet indtræffer, og temaet bliver vidt udbredt og disruptivt – se figur 1



Vores trendbaserede, tematiske investeringstilgang gør, at vi kan skelne markedsstøj fra dét, der reelt er varig viden, som kan akkumuleres og over tid skabe grobund for en dybere investeringsindsigt.

Vi har en vækstorienteret tilgang, men samtidigt sætter vi holdbarhed før vækstpotentiale. Typisk anser vi den tidlige "hype"-fase for at være for risikabelt at investere i. Vi investerer hellere, når den første begejstring har lagt sig, og det er tydeligt, at det ikke er et midlertidigt fænomen samtidigt med, at de ledende spillere nu begynder at skille sig ud. Det er denne fase, som er den mest lukrative, da markederne har en tendens til at være for hurtige til at tro, at væksten har toppet og vil falde tilbage til det gennemsnitlige niveau.

I denne fase vil man typisk skulle betale for en høj værdiansættelse, men hvis selskabet har solid tematisk støtte, vil investor blive belønnet ved en stigende indtjening i meget længere tid, end markedet indregner. Vi bruger mest tid på at vurdere, hvad vi skal eje. Værdiansættelsen indgår som en vigtig del af beslutningsprocessen, men det er meget sjældent vores udgangspunkt. Den sikkerhedsmargin, vi indregner, siger mere om den tiltro, vi har til, at et selskab kan fastholde eller øge sin konkurrenceevne, end et givent estimat for en rabat i forhold til selskabets underliggende værdi. Vi mener, at det er nemmere at vurdere en forretningsmodels styrke og varighed end at estimere virksomhedens underliggende værdi.

Når et tema står ved sit modningspunkt, opstår risikoen for, at man mister – ikke blot indtjeningsgrundlaget – men også det tematiske værdiansættelsesgrundlag. Det er vores erfaring, at den generelle holdning til et tema ændrer sig langsomt, og at der skal en dramatisk udvikling til, som f.eks. en nedjustering af selskabets forventninger, før det påvirker aktiekursen. Man har således tid til at reagere.

Det kan være vanskeligt at vurdere, hvor længe et tema vil vare ved. Derfor er det vigtigt at kunne vurdere, om et tema svækkes eller styrkes, og i bund og grund at kunne forstå, om den tematiske udvikling går i den rigtige eller forkerte retning.

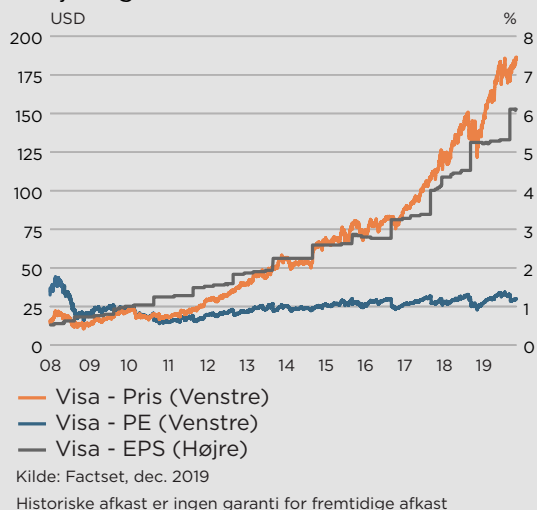


De finansielle markeder undervurderer ofte betydningen af tid. Rentes-rente-effekten har en enorm betydning for den langsigtede investor og er afhængig af varigheden af de strukturelle forandringer.

For at minimere investeringsrisikoen søger vi altid efter selskaber med en stærk markedsposition og en høj indtjening, som kan geninvesteres til det samme eller et højere afkast. Her er Visa et godt eksempel.

Figur 2:

Indtjeningsvæksten driver aktiekursen



Selskabet nyder godt af en række temaer som f.eks. Cash2Card (faldende anvendelse af kontanter og stigende anvendelse af elektroniske betalingsformer), økonomisk inklusion (de økonomisk svagest stillede får adgang til finansielle tjenester), e-handel og den voksende middelklasse i emerging markets. Vi købte Visa i 2012 på et tidspunkt, hvor selskabet allerede var dominerende inden for globale betalingssystemer. Som det fremgår af figur 2 øverst, har Visa været en god investering.

Vores positive forventning til væksten i Visas indtjening er blevet opfyldt, og samtidigt er aktiekursen – og værdiansættelsen – steget. På den lange bane er forretningsmodellen og temaets styrke dog vigtigere end værdiansættelsen, og vi forventer, at der fortsat vil være tematisk medvind i de kommende år.

Vækst

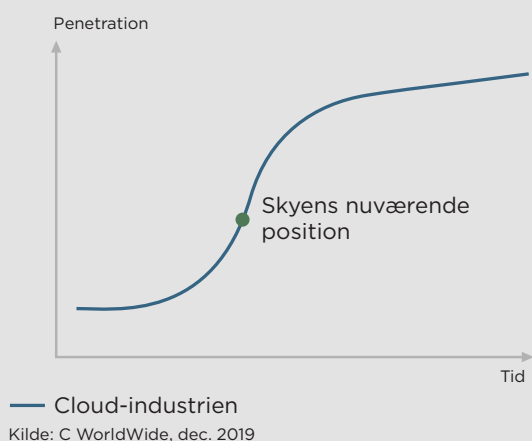
I sagens natur er vækstraten afgørende for, hvor hurtigt et selskab vokser sig større. Jo stærkere temaet er, jo større er sandsynligheden for, at selskabet vil vokse, hvilket vil drive aktiekursen gennem vækstperioden. Det betyder med andre ord, at man ideelt set skal vide, hvor hurtigt og hvor længe selskabet kan fortsætte med at udvide sin forretning. I denne analyse er det centralt at have en idé om, hvor stort det samlede



marked kan blive. Et tema kan have en meget kraftig accelerationsfase, men det er samtidigt vigtigt at vide, hvor langt denne fase strækker sig, og hvad der følger herefter. Temaer har forskellige S-kurver, som afhænger af varigheden samt vækstraten. Nogle er lange, nogle

er korte, stejle eller flade. Hvis vi f.eks. ser på temaet "Transition til cloud" – se figur 3, er det vores forventning, at vi her investerer i et af de måske stærkeste temaer, da cloudselskaberne oplever nogle af de kraftigste vækstrater, der nogensinde er set blandt større selskaber. Vi mener samtidigt, at potentialet for disse cloudselskaber er markant undervurderet, og at vækstfasen vil vare meget længere, end markedet forventer i dag.

Figur 3:
Transition til cloud



Diskonteringsatsen

Man har ofte større tiltro til nogle temaer end andre, hvilket påvirker diskonteringsatsen. Teknologier i en tidlig fase, som f.eks. "augmented reality", har højere risiko og dermed højere diskonteringsats, da vi endnu ikke ved, hvem der bliver markedsledende eller kender deres forretningsmodeller. Derimod er temaet "Transition til cloud" så veletableret, samtidigt med at vi ved hvem, fremtidens dominerende spillere er, hvorfor risikoen er mindre. Her diskonterer vi fremtidige pengestrømme

med en lavere diskonteringsats end den, markedet indregner i dag.

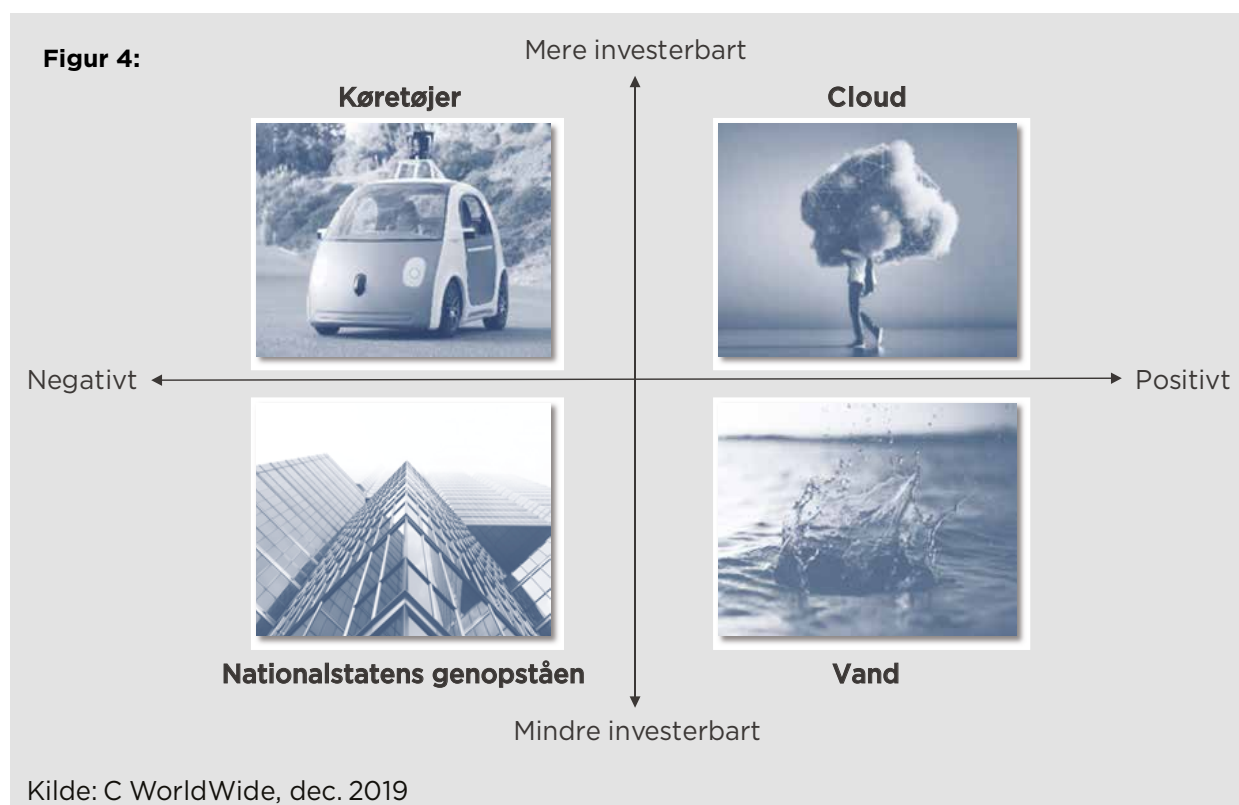
Endvidere bør nogle selskaber have lavere diskonteringsatser end andre, selvom de er i samme faser af deres livscyklus. Det drejer sig om de såkaldte “winners-take-all”-platformsselskaber, der, fordi de kontrollerer store og skalérbare kunde- eller forbruger-netværk, har meget robuste forretningsmodeller, som det er vanskelige at udfordre.

Samtidigt mener vi, at en af de vigtigste trends i disse år – demografi og den aldrende befolkning – har markant indflydelse på diskonteringsatser på grund af realrenten, som vil forblive lav i en længere periode. Dette har vi beskrevet i temaartiklen [Demografi, realrenter og aktiemarkedet](#) (juli 2018). Dette er en vigtig trend, da diskonteringsatsen de næste par årtier vil blive styret af demografi til gavn for ejere af aktiver med lang varighed som f.eks. vækstaktier.

Temaers relevans varierer

Som en langsigtet aktieforvalter er de temaer, vi fokuserer på, som udgangspunkt positive drivkræfter for de berørte selskaber. Temaer kan dog også påvirke negativt og lede til et aktivt fravalg. Samtidigt kan visse temaer have en omfattende indflydelse på samfundet, om end de så også kan være investerbare. Således kan man betragte temaer i forhold til to akser, nemlig 1) investérbarhed, og 2) graden af positiv forandring – se figur 4.

Vi har for nyligt igen investeret i Microsoft, da vi er blevet mere overbeviste om, at transitionen til cloud endnu er i en tidlig fase, hvor cloud-ydelser og hybrid clouds i stigende grad indgår i virksomhedernes IT-budgetter. Cloud computing er et eksempel på et meget positivt og investerbart tema. Det er et koncentreret marked, som domineres af blot en håndfuld spillere (primært Amazon, Microsoft og Alphabet på de vestlige markeder). Med tilføjelsen af Microsoft har vi på nuværende tidspunkt investeret i de tre største cloud-selskaber: Amazon, Microsoft og Alphabet. Vi har i tidligere publikationer skrevet om [Skyens tidsalder](#) (september 2016) og for nyligt i [Cloud](#)



[Computing – En strategisk nødvendighed](#) (oktober/december 2019).

Som eksempel på et negativt og investérbart tema kan man se på udviklingen i den globale bilindustri. Bilindustrien gennemgår en forandring af hidtil uset omfang som følge af overgangen til elektriske og selvkørende biler samt til transport som en (app)-service. Det skaber enorme investeringsbehov for de etablerede selskaber. Samtidigt er det stort set umuligt at vurdere den langsigtede lønsomhed i sektoren bortset fra, at den formentligt vil være lavere end det historiske niveau. Derfor anser vi temaerne vedrørende bilindustrien som både meget investérbare, men også meget negative. Vi har en stærk forventning om, at de fleste selskaber med eksponering mod den traditionelle forbrændingsmotor, udgør såkaldte ”value traps”, dvs. lavt prifsatsatte selskaber, der dog ikke går en bedre fremtid i møde. Disse selskaber bruger vi ikke meget tid på at analysere. Vi har skrevet om bilindustrien i temaartiklen [Den europæiske bilindustri](#).



Vi vil aldrig investere i en aktie, vi har lav tiltro til, selv om den er understøttet af et tema, som vi har en stærk overbevisning om. I sidste ende er det altid aktievalget, der er vigtigst. Det er jo her afkastet skabes.

Vand er et eksempel på et potentielt positivt tema, da man skulle tro, at stigende vandmangel kunne føre til nogle interessante investeringsmuligheder. Vi ser dog vand som et eksempel på et ofte mindre investérbart tema, da vand-relaterede selskaber enten i høj grad er gennemregulerede forsyningsselskaber med et lavt afkast eller ekstremt fragmenterede teknologi-/udstyrproducenter, der typisk ejes af konglomerater, hvilket medfører en mindre fokuseret eksponering mod vand.

Endelig anser vi nationalstatens stigende betydning som et eksempel på et både mindre investérbart, men også negativt tema. Det er vigtigt at overveje konsekvenserne af nationalstatens stigende betydning, da det i bund og grund er et angreb på globaliseringen og dermed indirekte påvirker den overnationale økonomiske struktur, der er opbygget siden de tidlige 1980'ere. Den kan potentielt have meget alvorlige følger for handel, sikkerhed og forsyningskæder. Vi har på det seneste udsendt to temaartikler om disse emner: [Kina træder ind på verdensscenen](#) og [5G-teknologikapløbet](#).

Til sidst er det vigtigt at gøre opmærksom på, at selvom vi bruger temaer til at finde interessante vækstområder og dermed understøtte vores porteføljeopbygning og optimere vores tidsforbrug, så vil vi aldrig investere i en aktie, vi har lav tiltro til, selv om den er understøttet af et tema, som vi har en stærk overbevisning om. I sidste ende er det altid aktievalget, der er vigtigst. Det er jo her afkastet skabes. Omvendt er der større sandsynlighed for ramme rigtigt, når vi har kombinationen af et tema og en aktie, vi har stor tiltro til – se figur 5.

Figur 5:

Interaktion mellem temaer og aktier

	Stærkt tema	Svagt tema
Stærk aktie	”Hvor magien sker”	Af og til
Svag aktie	Aldrig	Aldrig

Kilde: C WorldWide, dec. 2019

Afkastdekomponering

Det er vanskeligt at adskille afkastet, der skabes gennem aktieudvælgelse, og bidraget fra vores tema-udvælgelse. Det skyldes, at vores dokumenterede merafkast i sidste ende ikke skabes af temaer, men af de aktier, vi investerer i. Vi er dog af den overbevisning, at vi med vores fokus på temaer kan styre i den



rigtige retning, når det gælder aktieudvælgelse. Vi har gennem de sidste 15 år opnået et årligt merafkast på vores globale strategi, der har været væsentligt bedre end markedet. De temaer, der har leveret den bedste resultatudvikling i forhold til markedet, har været Emerging Markets, Forbundne liv, Det amerikanske boligmarked, Energi og Demografi. Blandt de temaer, hvor vi ikke har klaret os så godt, er bl.a. Energieffektivitet, Finansiell genopretning og Abenomics/Japansk restrukturering. Den vigtige erfaring, vi har gjort os i løbet af de seneste 30 år med temabaseret aktieudvælgelse, er generelt, at aktier og temaer, som er afhængige af politiske beslutninger og/eller offentlig regulering for at en investering kan forløses, indebærer større risiko end investeringstemaer, der kan udvikle sig uafhængigt af disse faktorer.



Vi har gennem de sidste 15 år opnået et årligt merafkast på vores globale strategi, der har været væsentligt bedre end markedet.

Kombinationen af en tematisk tankegang og aktieudvælgelse er afgørende

Temabaseret aktieudvælgelse er ikke en dille, men noget vi har praktiseret gennem de sidste 30 år, og som udgør en grundpille i vores aktieudvælgelse. Vi tror, at vores trendbaserede tematiske investeringstilgang udgør en vigtig del af vores evne til at generere merafkast, fordi det i vores optik er med til at skærpe vores opmærksomhed på områder med størst sandsynlighed for værdiskabelse og samtidigt gøre os i stand til at udforske adfærdsmæssige tendenser på markeder, hvor fokus er blevet for kortsigtet. Vi tillægger forretningmodellens holdbarhed høj værdi frem for alene at fokusere på den kortsigtede vækstrate. Vi tror på, at vi gennem tematisk analyse kan finde unikke selskaber, der kan akkumulere indtjeningen over en lang årrække og derigennem arbejde på at slå markedet, ligesom vi har gjort i mere end 30 år.

For yderligere oplysninger om de forskellige C WorldWide-afdelinger, se venligst det aktuelle prospekt, Central investorinformation, og den seneste årsrapport samt halvårsrapport for hver afdeling på www.cww.dk.

Denne artikel er markedsføringsmateriale 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.

Artiklen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWW AM's forudgående skriftlige samtykke.

Alle tal er baseret på historiske afkast. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast, ligesom afkastet kan øges eller mindskes på grund af udsving i valutakurserne.

Aktive Investeringer

Siden 1986 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 investerings-metode, som over de seneste 25 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 skaber 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