

Kvartalskommentar

ValueInvest Global

Q3 2025

ValueInvest
DANMARK

Markedsoversigt

De globale markeder blev i 3. kvartal 2025 præget af makroøkonomiske udviklinger, især omkring pengepolitik og arbejdsmarkedets dynamik. Den amerikanske centralbank (Fed) foretog sin første rentenedsættelse i år i slutningen af september, hvor renten blev sænket med 0,25%, da udfordringer på arbejdsmarkedet begyndte at veje tungere end inflationsbekymringer. Dette skridt var forventet i markedet og fulgte løbende signaler fra Fed-formand Jerome Powell om øget fleksibilitet i politikken, især i lyset af beskæftigelsesdata og aftagende inflationsrisici. Mens den gennemsnitlige prognose fra Federal Open Market Committee (FOMC) peger på yderligere to rentenedsættelser inden årets udgang, er markedet fortsat delt i forhold til tempoet og omfanget af fremtidige justeringer.

I Europa lå inflationen tæt på Den Europæiske Centralbanks (ECB's) mål på 2 %, med en økonomi der viste modstandsdygtighed og arbejdsløshed på rekordlave niveauer. Som følge heraf forblev forventningerne om yderligere rentenedsættelser afdæmpede, og de fleste økonomer forudser ingen yderligere lempelser fra ECB i 2025, ifølge en Reuters-undersøgelse. Samtidig fortsatte de globale handelsspændinger, med nye toldaftaler mellem USA, Japan og EU, som påvirkede stemningen, men i høj grad allerede var indregnet i markederne før de endelige meddelelser.

Virksomheders indtjening var generelt robust og de globale aktiemarkeder fortsatte den positive udvikling, der begyndte den 8. april, da præsident Trump annoncerede en 90-dages toldpause for mange lande. Som følge heraf har vi set amerikanske markeder nå nye

rekordhøjder flere gange, ledet af mega-cap teknologivirksomheder som NVIDIA Corp. og Alphabet Inc., som var blandt de største bidragsydere.

MSCI Verdens indeks leverede et solidt afkast i 3. kvartal på 7,8 %, understøttet af stærke resultater fra de amerikanske mega-cap aktier og sektorerne Information Technology (IT), Communication Services og Consumer Discretionary. Til gengæld haltedede sektorer som Consumer Staples, Health Care og Real Estate bagefter, da de mødte modvind fra ændrede forbrugsmønstre og regulatorisk usikkerhed, især for farmaceutiske virksomheder.

Kilde: Bloomberg, medmindre andet er angivet.

I Fonden

ValueInvest Danmark (Fonden) leverede et mindre negativt afkast i 3. kvartal 2025 og underpræsterede i forhold til det bredere marked, da aktiemarkederne igen favoriserede pro-cyklisk risiko tagning. Vores defensive investeringsstrategi, som fokuserer på mindre volatile forretningsmodeller og hovedsageligt investerer i de mere stabile sektorer, var udfordret. Markedets præference for cyklisk vækst og koncentrationen i IT- og Communication Services påvirkede den relative performance negativt.

Vores undervægt i de hurtigt voksende teknologiselskaber og vores selektive eksponering i IT og Industrials trak ned i afkastet, sammen med vores overvægt i Consumer Staples, da sektoren stod over for udfordringer fra ændret forbrugeradfærd og konkurrencepres. På trods af disse modvinde fastholder vi vores disciplinerede tilgang, med fokus på virksomheder med robuste pengestrømme og

bæredygtige forretningsmodeller, som vi mener er godt positioneret til at navigere i en bred vifte af makroøkonomiske scenarier og dermed kan skabe langsigtet værdi.

Blandt de negative bidragsydere til fondens afkast i kvartalet finder vi Wolters Kluwer NV og Accenture PLC.

I slutningen af juli rapporterede Wolters Kluwer solide resultater for første halvår af 2025 og opjusterede sin prognose for indtjeningsmarginerne. Forretningsmodellen har en naturlig skalérbarhed i marginerne, og de højere marginer er en del af vores investeringscase. Wolters Kluwers forretningsmodel består i at indsamle, rense, standardisere og analysere data for forskellige industrier, som i sig selv ikke er særlig cykliske. En stor majoritet af kunderne er inden for sundhedspleje, skat, regnskab, og finans. Disse kunder har brug for analytiske værktøjer og har outsourcet produktionen af disse analytiske værktøjer til blandt andre Wolters Kluwer. Hvis du har brug for Excel, går du til Microsoft; hvis du er læge, sygeplejerske, revisor osv., går du til Wolters Kluwer for deres software. Det skaber en loyal kundebase, hvor mere end 80 % af omsætningen er tilbagevendende.

Wolters Kluwers aktiekurs har været under pres på grund af en general "AI-trussel". Vi mener, at AI er mere en fordel end en trussel mod forretningsmodellen, fordi slutbrugerne af softwaren (herunder læger, sygeplejersker og revisorer) har deres forretningsmæssige og professionelle omdømme knyttet op på kvaliteten af Wolters Kluwers software. Vi benyttede faldet i aktiekursen til at øge vores position, samtidig med at virksomheden selv gennemfører et ambitiøst aktietilbagekøbsprogram – et program som direktionen, baseret på den seneste udvikling i aktiekursen, i september besluttede at fremskynde.

Accenture-aktien har haft det svært i år, delvist på grund af investor bekymringer efter vi i tredje kvartal har set et fald i antallet af nye kontrakter fra Amerikanske myndigheder og nye ordrer generelt. Det samlede IT-forbrug har været svagere end forventet, da vi oprindeligt tilføjede Accenture til porteføljen i juni sidste år. Vi forbliver dog positive på den langsigtede bane. Vi mener, at Accentures skala og alsidige kapaciteter, især inden for kunstig intelligens (AI), positionerer virksomheden godt til at navigere i det nuværende miljø.

Virksomhedens resultater for 4. kvartal og hele året er opmuntrende, med stigende nye ordrer i 4. kvartal og en omsætningsvækst på 7 % for hele året. Omsætning fra

avanceret AI blev tredoblet til 2,9 milliarder USD i regnskabsåret 2025, mens antallet af ordrer blev fordoblet – klare tegn på, at Accentures AI-investeringer begynder at betale tilbage.

Ser vi frem mod regnskabsåret 2026, forventes det samlede IT-forbrug at forblive stort set uændret, med kunder der omfordeler budgetter mod den digitale transformation. Accenture forventer en omsætningsvækst på 2 %-5 % i regnskabsåret 2026 – trods modvind fra forretningen med de amerikanske myndigheder – og forventer derudover en valutadrevet stigning på 2 %. Vi mener, at Accentures lederskab inden for AI og digitale tjenester samt det medfølgende indtjeningspotentiale er undervurderet af markedet. Mange virksomheder skal stadig foretage betydelige AI investeringer for at opgradere deres systemer for at forbedre effektiviteten og udnytte fordelene ved AI, hvilket betyder mere forretning for Accenture. Derudover er Accentures aktionærpleje overbevisende, med 9,3 milliarder USD planlagt til udbytte og aktietilbagekøb i regnskabsåret 2026 – en stigning på 12 % år-til-år. Smith & Nephew PLC og Kering SA var blandt de mest positive bidragsydere i kvartalet.

Smith & Nephew leverede stærke resultater i 2. kvartal 2025 med robust vækst, marginudvidelse og forbedret pengestrømsgenerering. Virksomheden lancerede også et aggressivt aktietilbagekøbsprogram på 500 millioner USD. Dette tiltag afspejler ledelsens tillid til de forbedrede pengestrømme, og vi hilser dette store tilbagekøb velkommen, da det blev lanceret på et tidspunkt med lav værdiansættelse af deres aktier.

Fra et strategisk og langsigtet perspektiv har Smith & Nephews turnaround været under opbygning de seneste 12–18 måneder, men udviklingen i aktiekursen har i samme periode ikke afspejlet den forbedrede forretningsmodel. Vækst og marginforbedringer er drevet af produktinnovation, hvilket er afgørende i deres industri. Markedsstemningen er skiftet fra negativ til positiv, og købere begynder nu at tro på turnaround-historien. Vi mener, at der er mere at hente fra Smith & Nephew. Aktien har været overset i lang tid på grund af en kombination af intern omstrukturering, en britisk børsnotering og en generelt ufavoriseret sundhedssektor. Forretningen forbedres af sig selv, og virksomheden har desuden mulighed for at frasælge forretningsenheder.

Kursen på Kerings aktier steg i 3. kvartal og overgik markant deres konkurrenter. En kursstigning der ikke var drevet af forbedrede finansielle resultater. Faktisk forblev resultaterne for første halvår af 2025 svage, med

et fald i omsætningen på -16 % og et fald i driftsresultatet på -39 %. Stigningen i aktiekursen var heller ikke drevet af stærke tegn på bedring i det globale marked for luksusvarer, hvor den vedvarende økonomiske usikkerhed fortsat påvirkede forbrugertilliden negativt. Meget af optimismen var centreret omkring virksomhedens nye ledelse. Luca de Meo, kendt for sin stærke track record inden for turnarounds og brandopbygning, tiltrådte som CEO i september. Genopblomstringen af Gucci er afgørende for Kerings fremtidige udvikling, og den nylige udnævnelse af Demna Gvasalia som kreativ direktør (med virkning fra juli) ses som en potentiel katalysator til at genoprette Gucci.

Bekymringer om Kerings pressede balance i lyset af en svagere indtjening blev delvist afhjulpet efter meddelelsen den 10. september om, at aktionæraftalen med Mayhoola – som kunne have forpligtet Kering til at opkøbe de resterende 70 % af Valentino – er blevet udskudt til 2028 og 2029. Ser vi fremad, kan strømlining af organisationen levere en betydelig operationel gearing, så snart Kerings topline igen begynder at vokse, hvilket kan forstærke en forbedring af indtjeningen. Indtil da holder vi stadig et vågent øje med virksomhedens eksekvering og kvartalsvise resultater.

Kilder: Bloomberg og selskabets regnskaber, medmindre andet er angivet.

Aktive ændringer

Vi overvåger løbende alle fondens investeringer for at sikre, at de fortsat er i overensstemmelse med vores investeringscase. Hvis og når investeringer ikke længere opfylder vores kvalitets- eller værdiansættelseskriterier, sælger vi positionen.

Dette var tilfældet med den amerikanske virksomhed Henry Schein Inc. Vi solgte positionen, da vi vurderede, at der fandtes andre og bedre muligheder med højere kvalitet og større vækstpotentiale.

I 3. kvartal foretog vi flere aktive justeringer af porteføljen. For eksempel øgede vi vores positioner i Accenture, Atlas Copco AB, Coloplast A/S og Wolters Kluwer. Omvendt reducerede vi vores positioner i Ahold Delhaize NV, Nestlé SA, Knorr-Bremse AG og Unilever PLC.

Disse ændringer afspejler vores igangværende skifte med at reducere eksponeringen mod Consumer Staples og øge vores allokering til IT, software og Industrials med stor del af eftermarkedssalg eller softwarebaserede forretningsmodeller. Vi mener, at denne fortsatte fokus på høj kvalitet i virksomhedernes forretningsmodeller positionerer fonden til vedvarende langsigtet succes.

Kilder: Bloomberg, MAM og selskabernes regnskaber, medmindre andet er angivet.

¹ Bain & Company: "Luxury confronts slowdown amid economic headwinds and market disruptions, while industry resilience and strong fundamentals underpin future prospects."

Ansvarsfraskrivelse

ValueInvest Danmark kan på ingen måde gøres erstatningsansvarlig for de informationer, som findes i nærværende informationsmateriale - uanset om disse informationer mod forventning skulle være ukorrekte. ValueInvest Danmark kan derfor ikke pålægges ansvar for skader eller tab, der direkte eller indirekte er pådraget på grundlag af informationer, som findes i informationsmateriale. Indholdet af ValueInvest Danmarks informationsmateriale er tænkt som generel information og kan på ingen måde sidestilles med rådgivning. **Investering kan være forbundet med risiko for tab, og historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast.** Nærværende informationsmateriale indeholder oplysninger om historiske afkast og allokeringer, simulerede afkast samt prognoser, der således ikke kan opfattes som en garanti for fremtidige afkast eller allokeringer. Afkast kan blive formindsket eller forøget som følge af udsving i valutakurserne samt udviklingen på aktiemarkedene. Eventuelle udsagn om fremtiden, som er indeholdt i nærværende informationsmateriale, afspejler ledelsens, på daværende tidspunkt, aktuelle forventninger til fremtidige begivenheder og økonomiske resultater samt til konjunkturerne i verdensøkonomien og på finansmarkederne. Den type forventninger er i sig selv forbundet med usikkerhed, og vi vurderer, at usikkerheden er større, end hvad vi historisk har set. Og da det ydermere er behæftet med meget stor usikkerhed at give bud på den konkrete udvikling på de mange enkeltmarkeder, vi investerer på, vurderer vi, at det ikke er hensigtsmæssigt at komme med konkrete tal for afkastforventningerne for det kommende år. Investorer og andre, der tager beslutninger på grundlag af denne information, bør generelt foretage deres egne omhyggelige overvejelser om hvilke usikkerheder, der kan have betydning. Det anbefales derfor altid at søge professionel investeringsrådgivning og tillige vejledning om dertil knyttede individuelle skatteforhold, der påvirkes af den aktuelle investering. Der tages forbehold for trykfejl, produktændringer, kurser og lignende. For yderligere information, herunder prospekt, henvises til www.valueinvest.dk

Macquarie Investment Management Europe S.A. (MIME SA) er ikke et autoriseret indlånsinstitut i henhold til Banking Act 1959 (Commonwealth of Australia), og MIME SA's forpligtelser repræsenterer ikke indlån eller andre forpligtelser tilhørende Macquarie Bank Limited ABN 46 008 583 542. Enhver investering er underlagt investeringsrisiko, herunder eventuelle forsinkelser i tilbagebetaling og tab af indkomst og investeret hovedstol. Macquarie Bank Limited hverken garanterer eller yder på anden måde sikkerhed for MIME SA's forpligtelser.

This information material is not directed at or intended for persons resident in the United States of America, Canada, Australia, Japan, Switzerland or other jurisdictions outside of Denmark, nor is this information material an offer to provide, or a solicitation of any offer to buy or sell, products or services in the United States of America, Canada, Australia, Japan, Switzerland or other jurisdictions outside of Denmark.