

Det gode selskap

Oslo, 7. september 2021

En refleksjon

«The big money is not made in the buying or the selling, but in the waiting.»

Charlie Munger, nestleder i styret for Berkshire Hathaway

Hva er det du eier?

En industriell, aktiv eier vil være naturlig opptatt av at selskapene har gode forretningsmodeller, sterk og trygg ledelse, kvalitetsprodukter og en riktig markedsposisjon. Eieren vil gjerne utvikle selskapet over tid i troen på at den iboende kvaliteten vil vise seg i omsetning, overskudd og markedsverdi.

En finansiell investor kan søke å forstå verdiskapningen og vurdere investeringsmuligheter på samme måte som den langsiktige, industrielle eieren. En kvalitetsorientert finansiell investor går dypere enn en vurdering av om avkastningen er god; selve selskapet skal være godt.

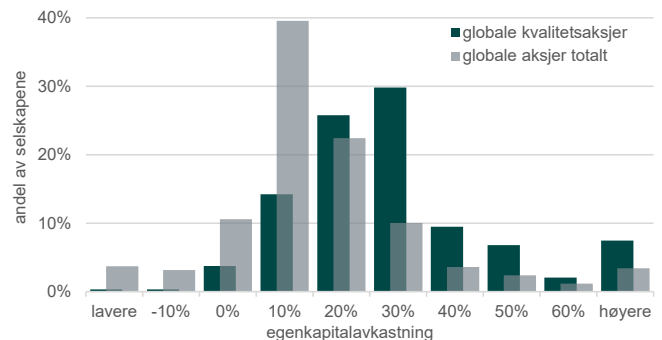
Det er ingen motsetning mellom det å eie gode selskaper og å oppnå god avkastning. Vi er overbevist om at en langsiktig investeringshorisont kombinert med kvalitativt god fundamentalanalyse av selskaper, utført av dyktige forvaltere, kan skape bedre risikojustert avkastning enn relevante markedsindekser. Vi søker hovedsakelig forvaltere som tar selskaps-spesifikk risiko basert på god fundamentalanalyse.

Kvalitet kan kun avdekkes om vi graver dypere enn markedsnivået med sine aksjekurser, volatilitet og avkastning, og heller virkelig søker å vite hva vi eier. En sentral parameter for denne fundamentale analysen av regnskapstall er egenkapitalavkastning eller lignende nøkkeltall. Måltallet skal vise hvor mye overskudd som skapes i forhold til egenkapitalen i selskapet. I figuren til høyre viser de grå søylene et anslag på andelen av selskaper i hele markedet som oppnår ulike nivå av egenkapitalavkastning, som angitt i den horisontale akse. Som det tydelig framgår av figuren, er det en stor variasjon. De grønne søylene viser anslag på tilsvarende fordeling, basert på MSCI sin tematiske metodologi for kvalitetsaksjer. Når en investor søker høy risikojustert avkastning, er det ikke da naturlig å investere i selskaper med høy, fundamental verdiskapning?

Et naturlig oppfølgingsspørsmål er hva selskapet gjør med denne egenkapitalavkastningen. Dersom det finnes en vekstkraft i selskapet og overskuddet blir reinvestert internt i selskapet til samme egenkapitalavkastning, vil investor få en stadig voksende inntjening per aksje. Dersom kvalitets-selskapet har en sterk verdiskapning, men ikke samme vekstmuligheter, kan investor få en kontantstrøm i form av

stabile utbytter. Selv i sykliske sektorer er det mulig å finne selskaper av god kvalitet.

Gode selskaper har stor verdiskapning



Kilde: Industrifinans, Bloomberg, iShares, MSCI

Et annet regnskapsmåltall for kvalitet er soliditet, det vil si at selskapet holder seg til en forsvarlig andel gjeldsfinansiering av driften.

En fullverdig kvalitetsanalyse går også dypere enn regnskapet i fundamentalanalysen. Analyse av selskapsstyring, produktene, markedsposisjon og forretningsmodellen vil skape grunnlag for en kvalitativ forståelse av selskapet.

Denne typen forståelse av de underliggende styrkene og drivkreftene i selve selskapet, er viktig for en kvalitetsorientert forvaltningsfilosofi. Investeringsstilen kvalitet defineres av aktører som indeksadministratoren MSCI, basert på regnskapsindikatorer. Kvalitetsorientert investeringsfilosofi krever også en god forståelse av den iboende kvaliteten i selve selskapet.

Terry Smith i Fundsmith uttaler seg slik om den dypere kvaliteten i selskapenes aktiva: «We seek to invest in businesses whose assets are intangible and difficult to replicate.» Habib Subjally i forvaltnings-selskapet til Royal Bank of Canada sier det slik: «I've been asking successful entrepreneurs what makes their business a great business for many years now, and they've never given me an answer that says it's a financial metric like EPS or cash flow or return on invested capital; it's always some derivative of their people.»

Verken Smith eller Subjally neglisjerer tradisjonell analyse av utviklingen i aksjekursen eller av kontantstrømmen til selskapene. Det er dog ikke markeds- eller regnskapstall som skaper et godt selskap - det er det gode selskapet som skaper overskudd og sterk avkastning.

Når investor finner den type kvalitet vi her omtaler, er det verdt å lytte til rådet fra veteranen Charlie Munger i Berkshire Hathaway, som sitert i refleksjonen. Da kan investor rolig vente på at markedet anerkjenner den verdien som kvalitets-selskapet grunnleggende sett besitter og at det samme markedet gir aksjene den avkastning de fortjener.

Kommentarer til markedsavkastningen

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, har gitt 17,4 % avkastning siden nyttår per 31. august, målt i NOK.

Mens framvoksende markeder gav bedre avkastning enn utviklede markeder i fjor høst, har også framvoksende markeder hatt en svakere utvikling hittil i år.

Oljeprisen, råvarepriser og metallpriser steg sterkt første del av året, men har siste måneder hatt en mer moderat utvikling.

Rentenivået for indeksen NBP norske høyrenteobligasjoner er 5,5 % per 31. august, mot 7,4 % ved nyttår.

Likviditet, verdsetting og sentiment

Vi tror på å være strategisk investert i kvalitetsaksjer i det lange løp. De tre faktorene i overskriften er fokusområder for vårt markedssyn for eventuell utnyttelse av frihetsgrader rundt strategien.

gang etter finanskrisen. Denne gangen forventer vi ikke rentehevinger, men moderering av de kvantitative lettelsene. Dette vil i praksis si at Fed kjøper færre verdipapirer i markedet.

Verdsettingen er generelt høy. Nå er det en sammenheng mellom rentenivå og verdsettelse. Men verdsettelsen er også høy sammenlignet med forrige periode med svært lave renter, fra finanskrisen til 2016.

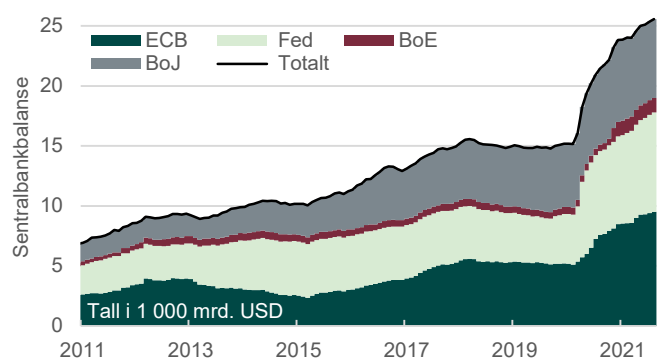
Bloomberg rapporterer at den europeiske sentralbanken for flere land nærmer seg selvpålagte regler for hvor stor andel av et lands gjeld sentralbanken kan eie. Flere av beslutningstagerne mener nå at moderering bør behandles på bankens møte 9. september.

Inntjening har hentet seg inn etter krisen for det globale aksjemarkedet. Nylig publiserte BNP-tall viser at også underliggende realøkonomisk vekst i større grad har normalisert seg. Verdsettingen baserer seg derfor på forventninger om ny og ytterligere inntjeningsvekst.

Sentimentet er fortsatt sterkt for de virkelig store og likvide aksjene, men har avtatt noe for mindre selskap, som målt ved Russell 2000 indeksen.

Likviditeten har vi tidligere framholdt som det mulige vippepunktet for den videre markedsutviklingen. Likviditeten fra sentralbankene har vært god. Nå har både sentralbankene i USA og i EU innledet interne diskusjoner om hvordan de kan moderere sin ultraekspansive pengepolitikk.

Ekstrem pengepolitikk kan være moden for moderasjon



Kilde: Bloomberg, Industrifinans

Jerome Powell, sentralbanksjef i Federal Reserve (Fed) kommenterte pengepolitikken i sin tale 27. august. Han sa at flertallet av Feds beslutningstakere mente at moderering av de kvantitative lettelsene kunne starte i inneværende år om økonomien utviklet seg som forventet. Inflasjonen hadde bestått sin test for «substantial further progress» og at arbeidsmarkedet var på god vei til å gjøre det samme. Etter møtet har arbeidsledigheten sunket ytterligere og er nå om lag på samme nivå som da Fed hevet rentene i 2015, for første

Konklusjon

Vi anbefaler å være langsiktig investert i gode selskaper i tråd med vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi. Verdsettingen er høy og generelt stigende. Sentimentet er godt for store selskaper, men har vært mer volatil for mindre selskaper.

Likviditeten er et vippepunkt. Både den amerikanske og den europeiske sentralbanken diskuterer nå moderering av den ultraekspansive pengepolitikken. Dette kan svekke sentimentet.

Relevante markedsindikatorer per 31. august 2021

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
NBP statsobligasjoner 3 mnd	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	2,0 %	2,9 %	0,2 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	-0,1 %	0,4 %	0,1 %	0,2 %	7,6 %	11,0 %	1,6 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	0,7 %	1,8 %	7,5 %	11,9 %	13,4 %	39,0 %	5,5 %
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	-0,2 %	1,5 %	-0,3 %	1,0 %	13,3 %	13,1 %	1,2 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	-0,2 %	1,6 %	-0,5 %	0,7 %	13,0 %	12,3 %	1,0 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	0,7 %	1,7 %	3,5 %	8,4 %	15,9 %	24,1 %	4,3 %
Oslo Børs Fondsindeks	0,3 %	3,3 %	16,9 %	33,9 %	32,3 %	87,6 %	1 159,2
Oslo Børs Hovedindeks	0,7 %	3,2 %	17,2 %	32,9 %	25,9 %	84,5 %	1 141,9
Oslo Børs Small Cap Index	3,0 %	2,1 %	16,2 %	43,2 %	24,1 %	60,6 %	871,9
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	2,0 %	4,9 %	25,6 %	37,8 %	62,0 %	176,8 %	2 962,9
Oslo Børs Eiendomsindeks	-0,4 %	9,5 %	10,3 %	50,9 %	71,7 %	99,5 %	--
VINX Benchmark Cap	-0,4 %	10,1 %	23,1 %	37,2 %	71,1 %	116,6 %	--
MSCI All Countries (AC) World	0,9 %	9,1 %	17,4 %	28,0 %	54,8 %	103,3 %	--
MSCI All Countries (AC) World Hedged to NOK	2,6 %	5,6 %	17,1 %	27,4 %	--	--	--
MSCI Developed World	0,9 %	10,5 %	19,5 %	29,1 %	57,4 %	108,2 %	--
MSCI Developed World Hedged to NOK	2,7 %	6,9 %	19,3 %	29,0 %	--	--	--
MSCI Emerging World	1,0 %	0,0 %	4,2 %	20,5 %	37,3 %	71,0 %	--
MSCI Frontier World	0,9 %	9,4 %	19,0 %	30,9 %	39,2 %	66,5 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	-0,1 %	6,4 %	17,1 %	28,5 %	36,8 %	68,7 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	2,9 %	12,2 %	26,4 %	37,2 %	43,2 %	65,0 %	--
MSCI Developed North America	1,2 %	12,5 %	22,3 %	30,6 %	69,4 %	132,7 %	--
MSCI Emerging Latin America	-0,7 %	3,7 %	6,7 %	34,0 %	16,1 %	26,4 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	0,6 %	-0,7 %	3,3 %	18,1 %	38,4 %	77,0 %	--
MSCI Japan	1,5 %	5,9 %	4,4 %	19,3 %	29,2 %	61,2 %	--
MSCI AC Communication Services	2,0 %	9,9 %	20,7 %	29,2 %	81,9 %	78,5 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	-1,2 %	5,1 %	7,7 %	17,7 %	64,7 %	124,5 %	--
MSCI AC Consumer Staples	-0,3 %	5,6 %	7,9 %	12,2 %	35,9 %	44,9 %	--
MSCI AC Energy	-1,3 %	1,5 %	22,9 %	31,5 %	-16,3 %	4,3 %	--
MSCI AC Financials	2,4 %	4,3 %	23,9 %	43,0 %	31,9 %	76,0 %	--
MSCI AC Health Care	1,0 %	13,4 %	17,6 %	22,0 %	55,9 %	96,6 %	--
MSCI AC Industrials	0,3 %	5,8 %	16,9 %	31,8 %	44,2 %	85,3 %	--
MSCI AC Information Technology	2,1 %	17,9 %	21,5 %	32,4 %	118,5 %	263,8 %	--
MSCI AC Materials	-2,0 %	2,6 %	16,8 %	34,2 %	51,5 %	99,4 %	--
MSCI AC Real Estate	0,3 %	9,5 %	20,5 %	24,5 %	32,7 %	44,5 %	--
MSCI AC Utilities	2,1 %	7,9 %	8,0 %	15,9 %	39,2 %	56,5 %	--
USDNOK	-1,6 %	4,3 %	1,3 %	-0,5 %	3,6 %	4,3 %	8,7
EURNOK	-2,2 %	0,7 %	-2,2 %	-1,6 %	5,4 %	10,4 %	10,3
GBPNOK	-2,4 %	1,1 %	2,0 %	2,4 %	10,0 %	9,3 %	12,0
SEKNOK	-1,8 %	0,5 %	-3,3 %	-0,1 %	10,2 %	3,7 %	1,0
Bloomberg Commodity	-0,3 %	3,4 %	23,0 %	31,0 %	18,5 %	22,6 %	--
Brent Crude (ICE)	-4,4 %	5,3 %	40,9 %	61,2 %	-5,7 %	55,2 %	73,0
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-18,1 %	-14,9 %	17,0 %	9,8 %	2,1 %	-4,0 %	54,1
Gull spot	0,0 %	-4,9 %	-4,5 %	-7,8 %	51,0 %	38,6 %	1 813,6
Aluminium spot	5,4 %	11,4 %	38,8 %	55,2 %	30,3 %	71,7 %	2 739,0
Kobber spot	-1,8 %	-7,0 %	23,0 %	42,3 %	59,7 %	106,9 %	9 528,3

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasingning, med unntak av NBP sine indekser (sikret til NOK), globale renteindekser (sikret til NOK), MSCI All Countries (AC) World Local (avkastning i lokal valuta) og råvareindeksene (avkastning i USD).

Ansvarsbegrensning. Dette månedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevets dato. Markedssynet og vurderingene er gjenstand for løpende overvåking som følge av markedsendringer, ny informasjon og øvrige forhold, og kan derfor endres på ethvert tidspunkt. Markedsbrevet er på ingen måte et tilbud om eller underlag for beslutninger om kjøp og salg av verdipapirer. Referanser til enkelte aktivklasser, verdipapirfond eller verdipapirer er for eksemplifiserende formål og er ikke ment å være, og skal heller ikke oppfattes til å være, anbefalinger for kjøp eller salg av verdipapirer. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning.