



## Julebrev fra Fundamental

**Kære investor,**

***Pyha – sikke et år!***

Året startede med højt humør og kursmæssigt festfyrværkeri på børsen, men efter små 2 måneder blev festen afløst af gigantiske tømmermænd.

Alverdens børser faldt i et fuldstændig uset tempo, i takt med, at frygten for coronavirus spredte sig med skræmmende hast. I Danmark oplevede vi således et fald fra ultimo februar til ultimo marts på ca. 40%, og stort set ingen børsnoterede selskaber gik fri.

Men netop som det så sortest ud, vendte markederne og besluttede sig for at ignorere de daglige meldinger om kilometerlange køer af arbejdsløse og budgetunderskud i mange lande, som man aldrig havde set mage til.

Alle blev sendt hjem fra arbejde, og virksomhederne blev tvunget til at genopfinde sig selv og accelerere effektivisering, rationalisering og digitalisering. Vi måtte heller ikke mødes, slet ikke give hånd, og hos Fundamental Invest måtte vi afholde den årlige generalforsamling uden nogen investorer, hvilket føltes lidt trist.

De groteske kursudsving ramte ikke kun aktiemarkederne, men også råvaremarkederne, og i april blev olieprisen således en kort overgang handlet til -38 (minus!) US dollar pr. tønde.



Siden bunden i marts har aktiemarkederne i USA og Danmark ikke set sig tilbage, men måned efter måned sat nye rekorder, medens en del europæiske aktiemarkeder har hængt i bremsen.

End ikke præsidentvalget i USA, som både op til valget og efter valget, har været omgærdet af Donald Trumps tragikomiske forsøg på at klistre sig fast til taburetten i yderligere 4 år, har formået at ryste aktiemarkederne.

Trump's ønske om at stoppe stemmeoptællingen, mens han stadig var foran, svarer vel til, at et fodboldhold, der få minutter før tid er foran 2-1, og modstanderen har fået tilkendt straffespark, ønsker at stoppe kampen øjeblikkeligt. Men det er jo, hvad han i ramme alvor har beordret.

Den vigtigste driver for aktiemarkederne har været ønsket om, og troen på, at vi inden længe har flere tilgængelige vacciner mod COVID-19, men grotesk er det, at de danske myndigheder og den danske regering ikke har støttet den danske vaccine fra **Bavarian Nordic/Adaptvac**, som på væsentlige områder formodentlig vil være af langt bedre kvalitet end de vacciner, som vi hører om fra **Pfizer**, **Moderna** og **AstraZeneca**.

### ***Herhjemme***

har året været en broget forestilling, hvor landets politikere har kappedes om at fremstå værst, og hvis ikke alle revyer var blevet aflyst, havde der været materiale til en meget lang forestilling.

Lars Løkke kommenterede på, hvor flovt det var, at Trump agerede som en usædvanlig dårlig taber, uden at tænke over, hvorledes han selv fremstod, da han blev hældt af pinden hos Venstre. I erkendelse af den manglende skarphed, har han nu valgt at få frisk ilt til hjernen på en 3 ugers sejltur over Atlanten sammen med 5 andre, der trænger til et pusterum.

Hos de Radikale har en af mærkesagerne været en markant reduktion (af CO<sub>2</sub>), men reduktionen har på kort sigt været mest effektiv for tilslutningen til deres eget parti, i forlængelse af partiets MeToo-udgave af "De lange knives nat".



Som rosinen i pølseenden har vi vores statsminister, hvis glorie er falmet i takt med socialt invaliderende forordninger, grundlovsbrud, fralæggelse af ansvar og manglende nåde over for de nærmeste, og i hendes bælte hænger skalpene fra flere fremtrædende partifæller.

### ***På aktiefronten***

har solen skinnet på det danske aktiemarked siden slutningen af marts, og mange har med vantro fulgt de stigende kurser. Mange børsnoterede virksomheder har været langt mindre ramt end frygtet, og mange virksomheder har kunnet konstatere, at de igennem coronakrisen har fået medarbejdere, som er mere omstillingsparate og hjælpsomme overfor deres kolleger.

Det danske aktiemarked er positivt præget af, at mange store investorer først for alvor har åbnet tegnebogen efter afslutningen af det amerikanske præsidentvalg, og at stadig flere privatinvestorer vælger at placere deres midler i aktier, da de simpelthen ikke kan holde ud at få en opgørelse fra banken, hvor negative renter fratrækkes deres indestående.

Nye temaer har også domineret markedet, og her tænker vi især på virksomheder med et grønt islæt eller virksomheder, hvor ESG er i højsædet. I relation til sidstnævnte er der næppe mange **Danske Bank**-aktier på vej til depoterne hos ESG-disciplene, i takt med den endeløse strøm af afsløringer om bankens systematiske pelsning af kunderne.

Blandt de mindre selskaber, har vi i Fundamental Invest haft en heldig hånd med salget af en stor post i **Lollands Bank**, hvor vi efter en langstrakt forhandling fik solgt posten med en præmie til børskursen på 35%. På købsiden har vi været ankerinvestor i børsdebutanten **Penneo**, som efterfølgende er steget fra kurs 11 til 45, og vi har flere mindre selskaber på vej ind i porteføljen, som først bliver børsnoteret i det nye år, og som vi håber vil bidrage til et godt resultat.





Men også mange af vore gamle favoritter forventer vi vil være med til at bidrage positivt.

**Zealand Pharma** vil være nyhedsaktuel gennem hele 2021, og **Vestas** har overtaget hele ejerskabet af **MHI-Vestas** og bebudet et "game changer" produkt.

Endvidere har vi store forventninger til **NKT**, som kommer til at nyde godt af de enorme grønne investeringer i mange år fremover, og som allerede nu har den største ordrebog nogensinde.

### ***Vi ser frem***

mod et 2021, hvor corona-bekymringerne forhåbentligt snart vil aftage, og hvor en verden uden Trump som amerikansk præsident for mange virksomheder vil være en befrielse og stimulere investeringslysten.

Med disse ord ønskes du/I en rigtig **Glædelig Jul** og et **Godt og Lykkebringende Nytår**.

Mange hilsener

  
Michael Voss



**BØRSSEN.**

Grundlagt 1896 af Th. Green  
Udgivet af Dagbladet Børsen A/S  
Tryk: Bold Printing Malmø AB

## DIREKTION

**Bjarne Corydon** | Adm. direktør og ansvh. chefredaktør | bjco@borsen.dk  
**Frederik Gundorph Olesen** | Kommerciel direktør | fro@borsen.dk  
**Nikolaj Sommer** | Nyhedsdirektør | niso@borsen.dk  
**Mette Hundedal Nielsen** | Økonomidirektør/CFO | mehn@borsen.dk

## REDAKTION

**Jørgen Andresen** | Mediechef | joan@borsen.dk  
**Niels Lunde** | Chefredaktør | nilu@borsen.dk  
**Peter Trads** | Nyhedschef | pett@borsen.dk  
**Claus Skovhus** | Avisredaktør | clsk@borsen.dk

## BØRSSEN MENER

# Snedig finanslovsserv fra Wammen

Bolden placeres midt i feltet uden særlig kraft fra overarmen. Men finansminister Nicolai Wammen (S) har servet en svær politisk efterårssæson i gang på velovervejede vis. Med et skruet slag, der sikrer ham relativt gode muligheder for at håndtere forløbet returbrud fra Folketinget – og sæsonens mange økonomiske udfordringer.

Wammen foreslår at "gå til grænsen". Det strukturelle underskud på 0,5 pct. er så stort som muligt indenfor budgetlovens rammer. Præcis som under finanskrisen.

Det kan udlægges som enten handlekraftigt eller risikabelt – alt efter om man vil rose eller skose regeringen. Begge dele er sludder. Der er hverken tale om uansvarligt "løftebrud" eller om enorme "investeringer" i fremtiden. Blot om simpel konjunkturpolitik. Med negativ vækst og stigende arbejdsløshed bør enhver regering bruge alle ansvarlige muligheder for at styrke efterspørgslen.

Rent praktisk er det snildt at placere 9,2 mia. kr. – som findes ved at øge underskuddet – i en "corona-krigskasse". For at forblive ansvarlig skal Wammen sørge for, at underskuddet kun er midlertidigt. Derfor er det klogt alene at bruge underskudskronerne på coronainitiativer. De kan senere på finansåret designes sådan, at udgifterne bortfalder igen inden 2025, hvor regeringen har lovet at få statsfinanserne tilbage i strukturel balance.

*Nicolai Wammen har aldrig haft en bedre lejlighed til at træde i karakter*

Krudtet i krigskassen skal naturligvis holdes tørt, hvis coronakrisen forløber bedre end ventet. Og pengene skal bruges på vækst. Men den største risiko er, at finansministeren lader sig presse eller lokke til at underskudsfinansiere varige udgifter. Allerede med det såkaldte "Arne-udspil" leges der med ilden.

Regningen for varigt højere pensionsudgifter tages af kassen. Indtægterne kommer først senere med nye skatter, som regeringen ikke har turdet konkretisere helt. Med den metode kan Wammen ende på en glidebane, hvor målet om budgetbalance i 2025 på et senere tidspunkt bekvemt udskydes. Så regningen sendes videre til kommende finansministre.



Nu skal Wammen stå fast, han er bevæbnet med gode argumenter Foto: Emil Helms/Ritzau Scanpix

En skarpere finanslovsserv havde indeholdt reforminitiativer, der gør samfundskagen varigt større. Enten ved at øge beskæftigelsen. Eller ved at styrke erhvervslivets konkurrenceevne. Den kunne også have taget tilløb til en nødvendig grøn skattereform. Eller til skarpere prioritering af klimaatstillingen, som ikke kan håndteres alene med det skrumpende råderum.

Målt mod landets reelle udfordringer er udspillet temmelig perspektivløst. Men for R-SF-EL er finanslovforhandlingerne årets bedste mulighed for at presse nye udgifter igennem. Så hvis regeringen ikke har mod til at lave en stor helhedsløsning med Venstre, kan det være klogt nok at holde sig til en smal dagsorden. Ellers svinebindes man af forpligtelser overfor venstrefløjen. Nu skal Wammen bare stå fast. Han er bevæbnet med gode argumenter:

Budgetloven tillader ikke større underskud – og hvem kan forsvare at gøre krigskassen mindre? Tilbage står muligheden for at skaffe flere penge via højere skatter. Ligesom sidste år og ligesom i regeringens eget pensionsudspil. Til skade for beskæftigelsen og erhvervslivet. Wammen har aldrig haft en bedre lejlighed til at træde i karakter og bruge coronakrisen til et principielt opgør med mere af den slags

Bjarne Corydon

## Historiens største og hurtigste effektiviseringsproces

Michael Voss, investeringsrådgiver, Fundamental Invest

**DEBAT** Det undrer mange af de fremmeste økonomer og porteføljeforvaltere, at aktiemarkederne er kommet så stærkt igen – samtidig med en byge af rædselsfulde makroøkonomiske nøgletal og endeløse rækker af arbejdsløse.

Men måske er aktiemarkederne – udover effekten af lave renter og hjælpepakker – blot ved at tage forskud på de markante omkostningsbesparelser, som virksomhederne vil konstatere på den anden side af covid-19.

Covid-19 har foranlediget det, som ingen konsulentvirksomhed havde haft den mindste mulighed for at overtale en virksomhed til, nemlig at om- eller gennemtænke hele virksomheden og samtlige processer og rutiner på én gang. Ingen virksomhed havde turdet følge et konsulentråd om at sende alle medarbejdere hjem i to-tre måneder for at konstatere, hvor meget, der kan spares på lokaleleje, rejser, hotelophold og repræsentation samt personaleomkostninger.

Ingen virksomhed havde formodentligt turde gennemføre et sådant eksperiment, og derfor er det en næsten ukendt situation, at millioner af virksomheder

en evne til at dirigere uden at kunne se eller høre musikerne.

### Den gyldne middelvej

I et bredt udsnit af de halvårsrapporter, der bliver offentliggjort i disse dage, fremgår det, hvor voldsomt store beløb mange virksomheder har sparet på en række omkostninger det seneste kvartal, og den læring vil virksomhederne tage med sig fremover.

Talrige virksomheder har konstateret, at en lang række mellemlederfunktioner er overflødige, når det er synliggjort, at disses bidrag ved at arbejde hjemmefra har været til at overskue. Effektiviseringen, via færre interne møder og større agilitet grundet øget omstillingsvilje og forståelse hos medarbejderne til at droppe silo-tankegang, har også talt på plussiden.

Til mange møder er man langt mere udhvilte og klar, når den fysiske forberedelse består i at tænde computeren og lave en kande kaffe i stedet for adskillige mange timer på transport samt ventetid og kontrol i lufthavne.

Et virtuelt møde giver endvidere mulighed for den enkelte til at få dybdfuld hjælp af kolleger under et møde, som ikke vil være muligt til et fysisk møde. Frem-

*Det har været ledelsens lakmustræ.  
Det har krævet overblik, snarrådighed  
og en evne til at dirigere uden at kunne  
se eller høre musikerne*

har gjort netop dette i forårsmånederne i 2020. Desværre ender det ulykkeligt for nogle virksomheder, men for rigtig mange, naturligvis i særlig grad solide, børsnoterede virksomheder, vil denne periode betyde, at man – uden problemer med fagforeninger eller andre interesseorganisationer – har fået mulighed for at trimme og effektivisere virksomheden i et omfang, man ikke havde troet muligt.

Det får naturligvis mærkbar indflydelse på omkostningerne fremover og dermed bundlinjen og aktiekurserne. Covid-19-situationen har tvunget virksomhedernes daglige topledelse til at træde i karakter med øjeblikkeligt varsel i en situation, som ikke har indgået som case på nogen lederuddannelse.

Det har været en kompleks opgave at få virksomheden til at fortsætte bedst muligt med ikke kun bestyrelsen, men også medarbejdernes, forventning om, at chefen er den kompetente patriark, som holder sammen på familien.

Det har været ledelsens lakmustræ. Det har krævet overblik, snarrådighed og

over vil det være naturligt i langt højere grad at overveje, om det vil være hensigtsmæssigt at bruge tid og ressourcer på fysisk fremmøde frem for et digitalt møde.

Mange virksomheder vil sikkert finde en gylden middelvej, og man vil formodentlig også i højere grad værdsætte et fysisk fremmøde, end man har gjort tidligere, hvor det har været opfattet som en selvfølge. Mange erhvervsledere vil sandsynligvis – udenfor citat – sige, at uden covid-19 havde denne effektivisering ikke kunnet lade sig gøre, og i talrige virksomheder har det endda fået kreativiteten og idérigdommen til at blomstre i stort omfang, og i mange virksomheder har man fundet nye måder at arbejde på.

Et stort antal virksomheder vil formodentlig konstatere, at den første industrielle revolution tog ca. 90 år, den anden industrielle revolution tog ca. 20 år, medens den tredje industrielle revolution tog mindre end et år, så måske er det alligevel ikke så mærkeligt, at aktierne er kommet stærkt igen.