

C O M P O U N D E R S

Nyhedsbrev nr. 10

Juli 2022

Recessionsfrygten har bredt sig

ISS købt til porteføljen

Pres på forbrugeren

Naspers var et lyspunkt

Markedsforhold udskyder lanceringen af ny afdeling

Kære medinvestor

2. kvartal 2022 markerede for alvor et skift i stemningen på de finansielle markeder. Inflationen er den højeste set i mange år og tvinger centralbankerne til at hæve renterne, hvor det sidste burde være sket langt tidligere. Vi oplever alle, at dagligvarer er blevet væsentlig dyrere, samtidig med at energipriserne og renterne stiger. Selvom arbejdsløsheden er lav, så bliver vi alle påvirkede og holder måske lidt igen.

Ovenstående påvirkede aktiemarkedet og porteføljen negativt i kvartalet. Afkastet i kvartalet blev -8,2% og markerer det andet kvartal i træk med faldende kurser. Relativt var afkastet bedre end markedet, hvilket var en forbedring fra 1. kvartal.

Vi har begge været investeret i aktiemarkedet i mange år og ved heldigvis, at al historik viser, at det er et godt sted at være investeret på lang sigt på trods af risikoen for fald undervejs. Men selv med mange år træning, så er det stadig hårdt at se værdien af depotet falde. Vi har investeret massivt i fonden og er i samme båd som dig som medinvestor. Vi er glade, når kurserne stiger og trætte af det, når de falder. Vi holder dog hovedet koldt og forsøger at have den bedst mulige portefølje, til markedet vender igen.

Vi vil endnu en gang gerne sige tak til alle, som er medinvestorer – også i svære tider. Vi fortsætter med at investere i compounder selskaber og satser på et godt langsigtet afkast.

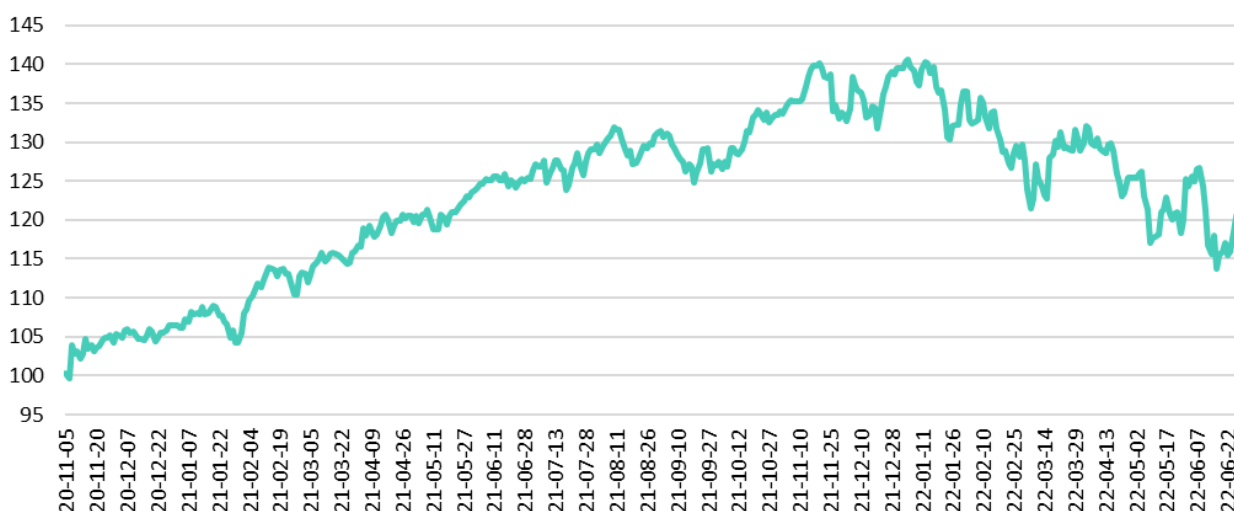
Nyhedsbrevet fra MW Compounders har som format en lidt længere karakter. Hvis du også er interesseret i kortere kommentarer om aktier og vores investeringsproces, så anbefaler vi, at du følger os på LinkedIn. Hvis du ikke er tilmeldt nyhedsbrevet, så gør det på www.mwcompounders.dk

Recessionsfrygten har spredt sig

I 2. kvartal faldt indre værdi til 110,10 kr. fra 119,99 kr. ultimo 1. kvartal svarende til et kvartalsafkast på -8,2% efter omkostninger.

Grafen nedenfor viser udviklingen i afkastet fra fondens start til udgangen af 2. kvartal 2022. Her fremgår det, at der også i sidste kvartal var væsentlige udsving i løbet af kvartalet. Det højeste niveau for indre værdi var 122,92 kr. d. 4. april baseret på lukkekurser, mens det laveste niveau var 105,91 kr. d. 16. juni.

Udvikling i afkast



I forhold til det globale aktiemarked (MSCI World All Countries) blev afkastet i 2. kvartal hos MW Compounders knap 2% bedre end markedet efter omkostninger.

Vores mål er at investere i selskaber, som er på en god langsigtet rejse. Over tid forventer vi, at selskaberne reagerer godt på ændringer – også når de rammes af urolige tider. Selvom vi ikke er makro-økonomer, så ser vi det som sandsynligt, at der kommer en væsentlig global vækstafmatning. Det må derfor også forventes, at endnu flere selskaber vil nedjustere deres forventninger over de kommende måneder. Det afgørende bliver, hvordan selskaberne reagerer. Her har vi stor tiltro til de selskaber, vi er investerede i.

ISS købt til porteføljen

I kvartalet købte vi ISS som ny compounder aktie til porteføljen. Modsat vores seneste køb (SolarEdge og Corsair Gaming), så er der her tale om et mere defensivt selskab, som er i den gruppe af aktier, som nogle kalder value-aktier. ISS har derfor en fin plads i porteføljen, hvor vi bl.a. har en hel del eksponering mod konjunkturfølsomme forbrugsaktier.

ISS er et dansk selskab med over 350.000 ansatte, hvor ca. halvdelen af omsætningen stammer fra rengøring. Grundlæggende er selskabet meget stabilt med en organisk vækst på ca. 3% i gennemsnit over de seneste 25 år og en EBIT-margin på godt 5% i de 10 år op til Corona. Vi forventer, at selskabet ovenpå Corona kommer tilbage til den historiske udvikling. I en lang periode foretog selskabet en masse værdiødelæggende opkøb, men siden har fokus været på frasalg. Vi satser på, at ISS fremover især vil fokusere på organisk vækst og dermed have bedre kapitalallokering understøttet af den nye CEO. Givet selskabets sløre historik, er der en del debat om aktien, men i nedenstående video forklarer Johannes nærmere om vores overvejelser omkring investeringen:

[Gennemgang af ISS – YouTube](#)

Til sidst kan vi nævne, at vi er ved at købe et rejserelateret selskab. Dette opkøb har vi finansieret ved at sælge de sidste aktier i InterContinental Hotels og reduceret positionen i Amadeus IT for dermed at have en uændret eksponering mod rejser. Værdiansættelsen på det nye selskab er bedre end de to andre. Vi afslører navnet på selskabet, når vi udsender en video i det kommende kvartal. Vores eksponering mod Tencent har vi gennem Prosus og Naspers, men vægten mellem de to har løbende ændret sig. Ved udgangen af kvartalet havde vi kun aktier i Naspers. Det betyder også, at vi pt. har 25 aktier i porteføljen.

	Norden	Øvrige Europa	Nordamerika	Asien
Energi	TGS			
Fast ejendom				
Finans	Ringkjøbing Landbobank	Bank of Georgia	US Bancorp, Bank7	
Forbrug (cyklisk)	Boozt	Pirelli, Puma, About You	Restaurant Brands International XXX	YUM China
Forbrug (stabilt)		Diageo		
Forsyning				
Industri	Kitron, ISS		SolarEdge	
IT		Amadeus IT Group	Alphabet (Google) Corsair Gaming	Prosus/Naspers (Tencent) TSMC
Materialer				
Medicinal	Novo Nordisk	Novartis, Roche	ICON	
Telekommunikation				

Pres på forbrugeren

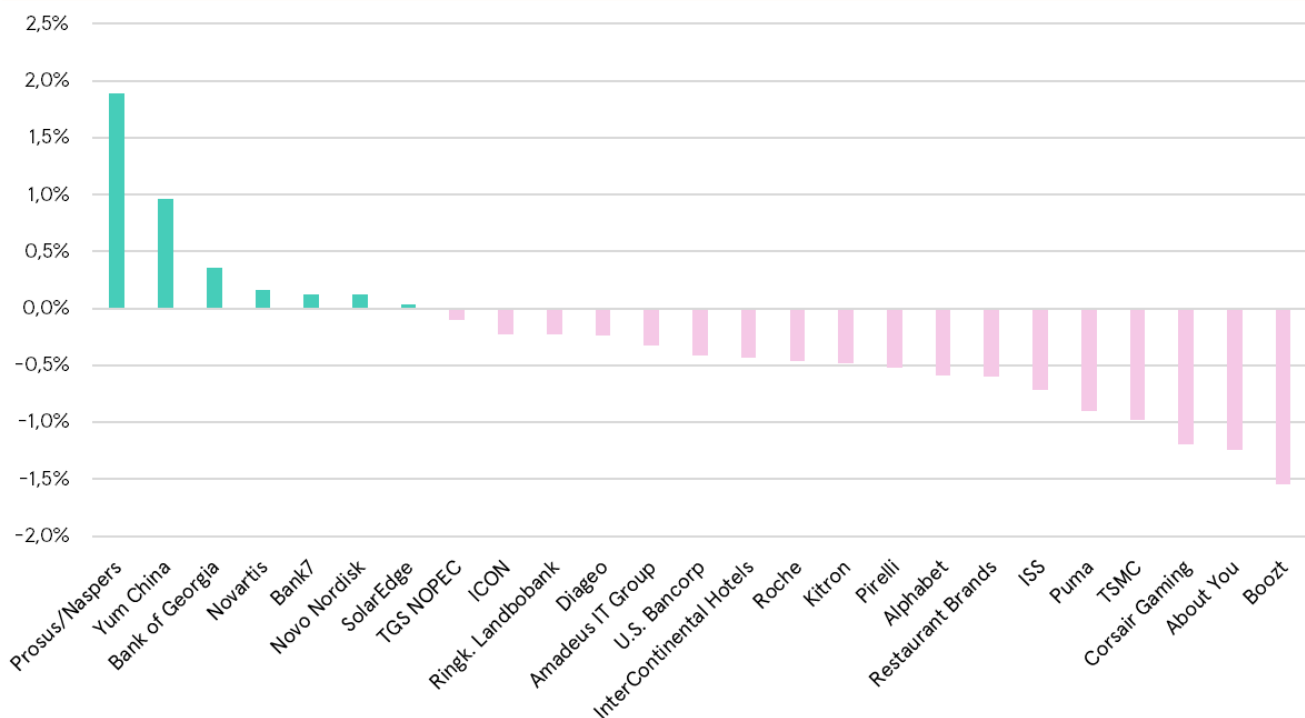
Afkastet per aktie i 2. kvartal var fortsat trist læsning for stort set alt, som har med forbrugeren at gøre. Pga. de kraftigt stigende priser på basisvarer og energi er frygten, at forbrugerne bliver nødt til at holde igen med køb af andre typer af vare (i finanssprog kaldet diskretionære produkter) såsom biler, elektronik, tøj, rejser mv. Vi har en del selskaber med fokus på disse ting og det har kunnet mærkes. Generelt kan man sige, at pendulet er svunget rundt, så aktiemarkedet nu foretrække stabile selskaber frem for vækstselskaber og konjunkturfølsomme selskaber, hvilket også ramte bl.a. TSMC og Alphabet.

Vi forsøger at have lidt af hvert og derfor vil der i en portefølje som vores være store kursfald i nogle aktier, når markedet falder generelt. Værst er det gået ud over About You og Boozt, som både er konjunkturfølsomme, vandt på Corona og delvist opfattes som teknologiselskaber. Boozt og konkurrenten Zalando nedjusterede i kvartalet og About You gav en lidt lav guidance for omsætningen i deres skæve regnskabsår. Nyligt købte Corsair har også nedjusteret og været et trist ejerskab. En del af investeringscasen var, at prisen på grafikkort skulle komme ned. Dette sker også, men desværre dækker det delvist over, at forbrugerefterspørgslen er lavere. Puma leverede flot omsætningsvækst i 1. kvartal, men må også forventes at blive ramt af den økonomiske afmatning.

Vores rejserelaterede aktier, InterContinental Hotels og Amadeus IT, klarede sig ok i kvartalet. Det kan virke overraskende, men det skyldes, at de fleste af os utroligt gerne vil ud at rejse igen ovenpå to år med Corona, så her har forbruget fortsat været stærkt (fra et meget lavt niveau).

Efter ovenstående deprimerende gennemgang kan du som læser og medinvestor få det indtryk, at alt er helt galt. Det er heldigvis ikke tilfældet, hvilket også fremgår af grafen nedenfor.

Bidrag til samlet afkast fordelt på aktier i 2. kvartal 2022



Yum China havde en god kursudvikling i kvartalet, da det kinesiske samfund startede med at genåbne ovenpå den hårde Corona-nedlukning af især Shanghai. Vi vurderer, at driften af selskabet er solid og en

vigtig årsag til kursfaldet tidligere har været Corona-nedlukning. Som alle andre steder bremses også den kinesiske økonomi op og inflationen er høj, hvilket stadig vil have effekt på selskabet fremover.

TGS har været vores bedste aktie i år. Dog kom aktien lidt ned sidst i kvartalet som følge af en lavere oliepris og et større opkøb. Vi glædes os over, at vi har været investeret i selskabet, da det for alvor står klart, at der har været underinvesteret i energisektoren i adskillige år, hvilket er ved at ændre sig. Samtidig har vi gennem SolarEdge en god eksponering mod den grønne omstilling, hvor også TGS øger aktivitetsniveauet.

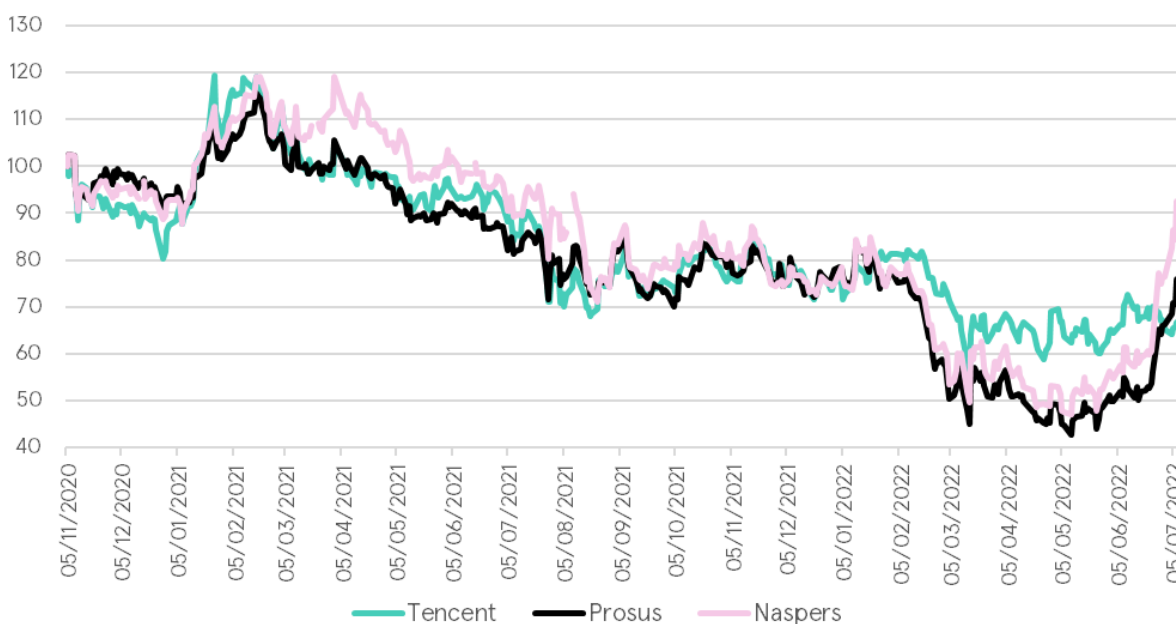
Kursen for Bank of Georgia blev hårdt ramt af krigen i Ukraine, men der er nu faldet mere ro på og samtidig har driften i banken været glimrende, så kursen har rettet sig flot. Vores store medicinalsselskaber holder stadig kursen fornuftig og er defensive af natur. Roche kom dog under pres af et vigtigt studie, som fejlede.

Naspers var et lyspunkt

Det største lyspunkt i porteføljen i kvartalet var Prosus/Naspers. Indtil for nylig var det vores dårligste investering, men en vigtig begivenhed i slutningen af kvartalet har forbedret billedet. Vi købte oprindeligt Prosus og Naspers i stedet for Tencent pga., at de begge handlede med en væsentlig rabat til markedskursen på Tencent. I 1. kvartal 2022 og en stor del af 2. kvartal blev denne rabat væsentlig øget, og vi begyndte at være godt træt af, at vi var blevet fristet af rabatten.

I slutningen af juni aflagde Prosus og Naspers årsregnskab og her blev det offentliggjort, at de løbende vil sælge Tencent og købe egne aktier i stedet, så længe rabatten er væsentlig. Det gav en kraftig stigning i kurserne for begge selskaber, da det betyder, at rabatten må formodes at blive væsentlig indsnævret over tid. Da Naspers handler med den største rabat, så har det største løft også været i Naspers kurs. Af forskellige årsager lagde vi hele positionen om til Naspers i slutningen af maj, så det har givet et super afkast, som er fortsat i juli. Som det fremgår af nedenstående graf, har det stadig været dårligt at være ejere af de to aktier, men den seneste kursudvikling for især Naspers har dog forbedret billedet væsentligt.

Tencent, Prosus og Naspers kursudvikling siden start (EUR indekseret)



En vigtig lære af ovenstående er, at det er meget svært at forudsige, hvornår fair value af et selskab for alvor bliver afspejlet i kursen på aktiemarkedet. Det er også derfor, at vores hovedfokus er at finde compounder selskaber, som kan købes til en attraktiv værdiansættelse. For finder vi dem, så vil det på lang sigt givet et godt afkast (forudsat at vi har ret i vores estimer).

Nedenfor fremgår vægten for de enkelte aktier i porteføljen. Sammensætningen er dynamisk og vægtene ændres hele tiden pga. forskelle i kursudvikling, ny information om selskaberne, samt hvor attraktiv værdiansættelsen er på baggrund af ændringerne.

Generelt synes vi, at flere af vores forbrugsrelaterede aktier har oplevet alt for store kursfald og at værdiansættelsen er ret attraktiv. Vi er dog også ydmyge overfor, at konjunkturudviklingen er meget usikker og at vi har en hel del af disse aktier i forvejen, så vi har kun i begrænset købt op indenfor området.

Ovenpå den stærke kursudvikling er Prosus/Naspers atter oppe på en højere vægt. ISS har også en højere vægt, hvilket vi bl.a. har finansieret ved at sælge i Novartis og bringe den ned på en mellem vægt. Vi vurderer, at ISS grundlæggende har nogle gode defensive karakteristika.

Pga. kursudviklingen er Pirelli og Corsair nu nede på lavere vægte, mens Amadeus er kommet derned pga. aktiv reduktion af positionen.

	Højere vægt	Mellem vægt	Lavere vægt
Energi		TGS	
Fast ejendom			
Finans	US Bancorp	Bank 7, Bank of Georgia	Ringkjøbing Landbobank
Forbrug (cyklisk)	Restaurant Brands International	Yum China, Puma, Boozt, XXX	About You, Pirelli
Forbrug (stabilt)			Diageo
Forsyning			
Industri	ISS	SolarEdge	Kitron
IT	Prosus/Naspers (Tencent) TSMC	Alphabet (Google)	Amadeus IT Group Corsair Gaming
Materialer			
Medicinal		ICON, Roche, Novartis	Novo Nordisk
Telekommunikation			

Portefølje pr. 30/06 2022

Markedsforhold udskyder lancering af ny afdeling

I 2. kvartal har vi kunne konstatere, at det dårlige aktiemarked og den øgede usikkerhed generelt har reduceret interessen for at investere i aktier. Det kan man tydeligt se, hvis man f.eks. ser på statistikken fra Finans Danmark over investorernes køb og salg af danske investeringsforeninger. I 2021 blev der netto købt for 30 mia. kr. i aktiebaserede foreninger. 2022 startede også godt, men siden marts er der netto blevet solgt for ca. 2 mia. kr. om måneden.

Hos MW Compounders har vi også kunne se en væsentlig ændring. Frem til april i år har vi oplevet, at mange gerne har villet være medinvestorer, hvilket vi sætter stor pris på. Der kommer stadig nye medinvestorer, men pt. opvejes dette af dem, som har forladt foreningen eller har reduceret deres investering i foreningen, så der netto er en næsten flad udvikling.

Af denne grund vurderer vi, at det ikke som planlagt er realistisk at lancere en akkumulerende søsterafdeling for MW Compounders på nuværende tidspunkt, da vi ikke tror, at der kan opnås en kritisk masse af kapital. Det tager vi konsekvensen af og udskyder lanceringen til interessen for at investere i aktier kommer tilbage. Vi har, som tidligere omtalt, fået alle godkendelser til lanceringen, og derfor vil vi forholdsvis hurtigt kunne sætte gang i afdelingen. Vi håber stadig at kunne lancere afdelingen på et tidspunkt.

Events

I forbindelse med dette nyhedsbrev har vi optaget en kort video, hvor vi gennemgår de samme temaer, som i dette nyhedsbrev, men i et lidt andet format. Videoen tager knap 15 minutter. Du kan se videoen her:

<https://youtu.be/4K48IMAl1k4>

Vi ønsker, at være så åbne som muligt omkring investeringsproces, afkast og beholdninger. Af samme grund inviterer vi også til et Q&A webinar, hvor du kan stille spørgsmål. I firmaet skiftes vi til at holde sommerferie, så mens Dan ligger i hængekøjen, vil webinarret blive afholdt af Johannes.

Det vil være meget fint, hvis du vil sende eventuelle spørgsmål på info@mwcompounders.dk i forvejen, så vi har mulighed for at samle spørgsmål og forberede os.

Webinar: Tirsdag d. 19. juli kl. 20:00:

https://us06web.zoom.us/meeting/register/tZludO2oqT4sGdB73yBdz9-BdSWuUZRL9oD_

Ansvarsfraskrivelse

Dette nyhedsbrev er udarbejdet af MW Compounders ApS. Nyhedsbrevet er skrevet som et generelt informationsmateriale og er ikke et tilbud eller en opfordring til at handle med værdipapirer eller andre finansielle instrumenter.

Investeringsforeningen IA Invest – afdeling MW Compounders er godkendt af Finanstilsynet og det samme er MW Compounders ApS.

Nyhedsbrevet er ikke Investeringsrådgivning. MW Compounders ApS rådgiver alene investeringsforeningsafdelingen. MW Compounders ApS udtaler sig kun som rådgiver.

Nyhedsbrevet kan indeholde udsagn om fremtiden. Udviklingen i fremtiden kan være væsentlig forskellig fra den, som vi har antaget i vores modeller mht. makroøkonomi, selskabernes forretninger, aktiemarkedernes udvikling mv.. Alle referencer til aktier, upside, forventet afkast mv. er derfor kun mulige scenarier. Eventuelle referencer til afkast er historiske og kan ikke anvendes som en indikation for fremtidige afkast.

Nyhedsbrevet er ikke en opfordring til at købe de enkelte aktier, som kan være nævnt i materialet.