

C O M P O U N D E R S

Nyhedsbrev nr. 11

Oktober 2022

Positivt afkast i svært marked

Tre nye aktier til porteføljen

Gode nyheder bag de bedste aktier

Compounder aktier vs. selskaber

Kære medinvestor

I 3. kvartal 2022 var der forholdsvis store udsving på de finansielle markeder. Også på aktiemarkedet havde vi en varm sommer med pænt stigende aktiekurser, men midt i kvartalet kom der efterårstemning med regn og blæst. Der er ingen tvivl om, at den globale økonomi bremser op, men hvor kraftigt er svært at vurdere. Det er også en væsentlig årsag til de øgede udsving i aktiekurserne, da markedet hele tiden forsøger at bruge ny information til at blive klogere på fremtiden. Informationerne stikker i lidt forskellige retninger, men overordnet leder markedet pt. efter tegn på, at inflationen bremser op, så der bliver mindre behov for rentestigninger.

Ovenstående udsving kunne vi også se i fonden. Men på trods af dette, så lykkedes det at levere et positivt afkast på 1,7% kvartalet, hvilket var bedre end markedet. Relativt til markedet var både 2. og 3. kvartal gode efter et svagt 1. kvartal. Samlet har fonden i år leveret et afkast på niveau med markedet. Et markedsafkast er naturligvis under vores ambitioner, men vi glæder os dog over, at udviklingen har været positiv i løbet af året. Siden start har det stadig været bedre at være investeret i MW Compounders end i det generelle aktiemarked.

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

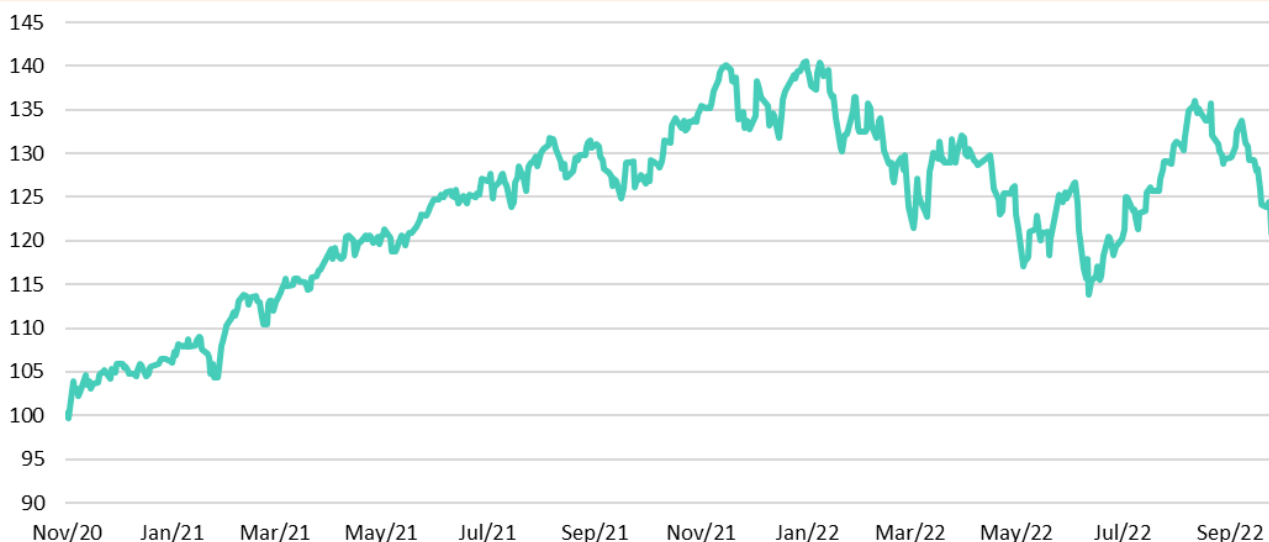
Nyhedsbrevet fra MW Compounders har som format en lidt længere karakter. Hvis du også er interesseret i kortere kommentarer om aktier og vores investeringsproces, så anbefaler vi, at du følger os på LinkedIn. Hvis du ikke er tilmeldt nyhedsbrevet, så gør det på www.mwcompounders.dk

Positivt afkast i svært marked

I 3. kvartal steg indre værdi til 111,98 kr. fra 110,10 kr. ultimo 2. kvartal svarende til et kvartalsafkast på 1,7% efter omkostninger.

Grafen nedenfor viser udviklingen i afkastet fra fondens start til udgangen af 3. 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 126,55 kr. d. 16. august baseret på lukkekurser, mens det laveste niveau var 111,01 kr. d. 1. juli.

Udvikling i afkast



I forhold til det globale aktiemarked (MSCI World All Countries) blev afkastet i 3. kvartal hos MW Compounders knap 2% bedre end markedet.

Da det gik allerbedst i kvartalet, var afkast i kvartalet 15% og justeret for udbytte var fonden nede 2,5% i forhold til årets start. September var dog hård, og samlet var afkastet i år ved udgangen af kvartalet knap -14%. Hvis du har mange danske aktier i dit depot, vil du nok have oplevet et noget større fald. Det skyldes, at det danske marked har haft det svært efter nogle gode år, men også, at fonden bl.a. har fået medvind fra en styrket amerikansk dollar.

Tre aktier købt til porteføljen

I kvartalet offentliggjorde vi købet af tre nye aktier til porteføljen, nemlig Cigna, Lancashire og Samsonite, som alle lever op til vores investeringsproces med en attraktiv værdiansættelse. Både Cigna og Lancashire er desuden defensive aktier pga. deres forholdsvis lave konjunkturfølsomhed. Sammen med ISS ser vi dem derfor som forsvarsspillere til porteføljen i en usikker tid.

I sidste nyhedsbrev fortalte vi, at vi var ved at købe et rejserelateret selskab, som var Samsonite. Vi finansierede købet med salg af aktier i InterContinental Hotels og Amadeus IT, da de også er rejserelaterede og konjunkturfølsomme, men hvor Samsonite var en mere attraktiv investering.

Efter ovenstående handler har vi stadig 25 aktier i porteføljen. Nedenfor kan du se selskaberne fordelt på geografier og sektorer.

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

Portefølje pr. 30/09 2022

Cigna er et amerikansk sundhedsselskab med 74.000 ansatte og 191 mio. kunder med langt hovedparten af forretningen i USA. Ca. 60% af indtjeningen kommer fra Evernorth, som forhandler og administrerer medicin, mens ca. 40% af indtjeningen stammer fra sundhedsforsikringer. Cigna har en meget stabil forretning med en pæn organisk vækst og begrænset kapitalbinding. Cigna genererer et solid cash flow, som vi forventer primært vil blive brugt på dividender og aktietilbagekøb. I 2019-21 købte selskabet 15% af sine aktier tilbage. Du kan se en gennemgang af Cigna i nedenstående video:

[Gennemgang af Cigna - YouTube](#)

Lancashire er et engelsk forsikringsselskab. Ca. 1/3 af forretningen er genforsikring indenfor naturkatastrofer, mens 2/3 er specialforsikringer. Forsikring har lav konjunkturafhængighed og derfor giver Lancashire nogle defensive karakteristika til porteføljen. Vigtigst er det dog, at det isoleret set er en god investeringsmulighed. Efter en stærk udvikling i forretningen i mange år, har selskabet haft det lidt svært de senere år pga. et højt niveau for naturkatastrofer, men nu er priserne for forsikringer steget kraftigt, hvilket gør, at vi forventer, at indtjeningen vil komme tilbage på et normalt niveau. Du kan se en gennemgang af Lancashire i nedenstående video:

[Gennemgang af investeringscasen på Lancashire – YouTube](#)

Samsonite er et amerikansk selskab, der producerer og sælger kufferter og tasker globalt. De største mærker er Samsonite, Tumi og American Tourister. Selskabet blev hårdt ramt af Corona, men omsætningen er nu kommet godt igen. Selvom omsætningen endnu ikke er tilbage på niveauet fra før krisen, så er indtjeningsmarginen højere end før. Når omsætningen snart er tilbage på niveauet inden Corona, forventer vi derfor en solid indtjening. I 2018 skiftede selskabet ledelse, og vi ser det som positivt, at fokus nu mere er på indtjening end vækst. Du kan se en gennemgang af Samsonite i nedenstående video:

[Gennemgang af Samsonite – YouTube](#)

For at få plads til de nye aktier i porteføljen, har vi solgt Kitron og Ringkjøbing Landbobank, som i vores ejerperiode begge rent kursmæssigt har gjort det bedre end den samlede portefølje. Der var begrænset upside tilbage, og vi vurderer, at de nye aktier er mere attraktive for porteføljen. Samtidig er begge konjunkturfølsomme selskaber, så på den måde har vi skiftet to angrebsspillere ud. Det er især med sorg i hjertet, at vi har solgt de sidste aktier i Ringkjøbing Landbobank, men det var nødvendigt for at være tro mod vores proces. I et senere afsnit i dette brev diskuterer vi vores overvejelser om vores salg af aktier og forskellen på compounder selskaber og compounder aktier.

Gode nyheder bag de bedste aktier

Overordnet set leverede vores selskaber gode regnskaber i kvartalet. Vi synes også, at de positive selskabsnyheder var bedre end de dårlige. Det var især også selskabsspecifikke nyheder, som drev et godt afkast for de bedste aktier i porteføljen i 3. kvartal.

Den bedste aktie var Bank of Georgia, som kom stærk igen ovenpå faldet først på året. Siden vi købte banken, har det været en rigtig god investering. Banken leverer flotte finansielle resultater og udbetaler høje udbytter. Den georgiske økonomi har det godt og krigen i Ukraine har givet landet tilgang af højtuddannet arbejdskraft fra de omkringliggende lande.

Vores ejerskab i Samsonite er kommet godt fra start. Selskabet aflagde et regnskab i kvartalet, hvor både omsætningsvækst og indtjening var stærk. Desuden er der tegn på, at kineserne endelig begynder at få lov til at rejse ud af Kina, hvilket også må formodes at have hjulpet aktien.

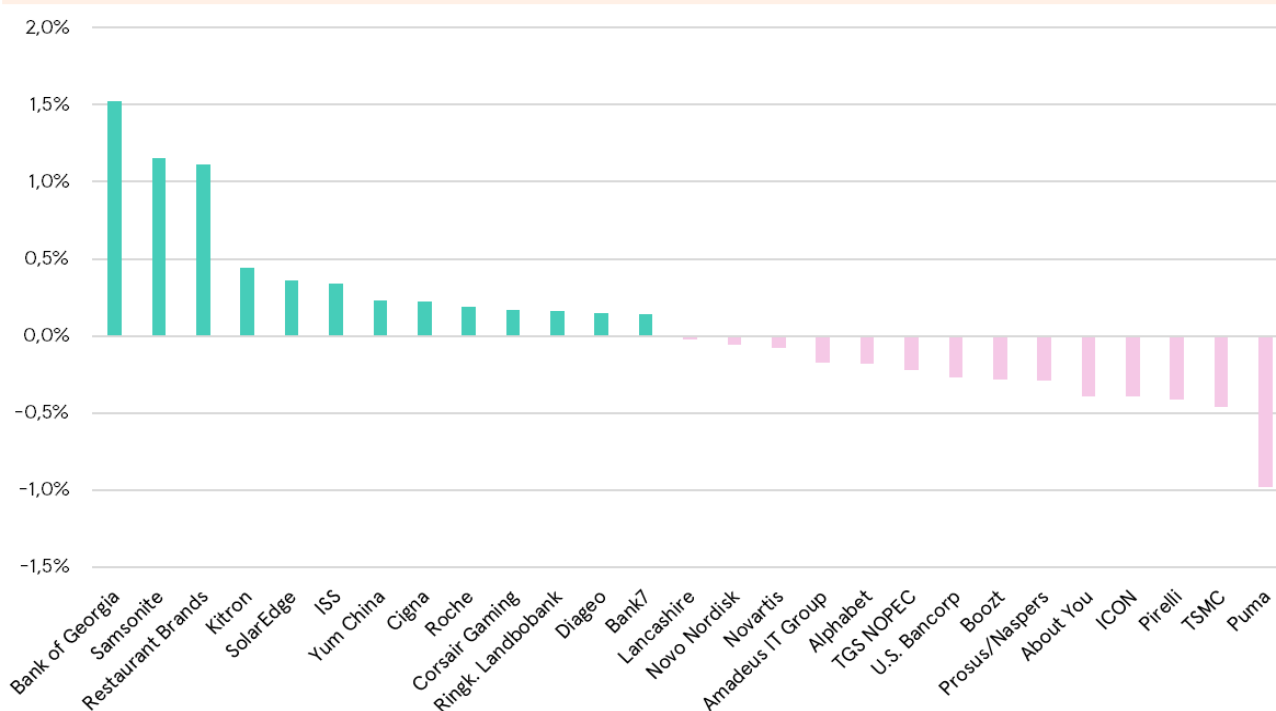
Restaurant Brands International havde også en stærk kursudvikling i kvartalet. Den canadiske kaffekæde, Tim Hortons, har haft det svært i en periode, men der er nu gode tegn på, at udviklingen er vendt efter væsentlige investeringer de senere år. I kvartalet blev det meddelt, at Burger King også vil øge investeringerne i USA for at forbedre driften. Vi ville hellere have været omkostningerne foruden, men udviklingen i Canada giver os dog tiltro til, at investeringerne vil give et godt resultat.

Kursudviklingen for flere af de cykliske aktier fortsætter med at være en trist oplevelse. Puma var den dårligste aktie i porteføljen i kvartalet. Egentlig udvikler forretningen sig godt og omsætningsforventningen for 2022 blev opjusteret i kvartalet. Men der er ingen tvivl om, at forbrugeren bremser op, hvilket blev understreget af nedjusteringer fra både Adidas og Nike i kvartalet. About You var også ude at nedjustere forventningerne, og det må antages, at Puma også begynder at levere svagere tal.

Kursen på TSMC fortsætter med at falde. Resultaterne er stadig glimrende, men nedjusteringer fra en række kunder og deres meldinger om overkapacitet og lagerjusteringer gør, at det må forventes, at TSMC også kommer til at melde om faldende efterspørgsel i de kommende kvartaler. Det er især for forbrugerelektronik som mobiltelefoner og computere, at der sker en opbremsning, men der er også tegn på afmatning indenfor datacentre mv. Den værste hype omkring crypto-valutaer er også væk efter faldende kurser, og det leder også til lavere efterspørgsel efter bl.a. grafikkort, som bruges til mining af bl.a. bitcoins.

Icon har det også kursmæssigt svært. Købet af PRA Health Sciences har driftsmæssigt været en succes, men købet er delvist blevet finansieret med variabelforrentet gæld. Det betyder øgede renteudgifter, når renterne stiger, hvilket har været med til at presse kursen. Icon genererer dog et stærk cash flow, så vi forventer, at gælden vil falde væsentlig over de kommende år.

Bidrag til samlet afkast fordelt på aktier i 3. kvartal 2022



Selv om det kun i mindre grad har påvirket kurserne set over kvartalet, så var der i kvartalet en række andre selskabsspecifikke nyheder. ISS opjusterede forventningerne til helåret og vil afholde en kapitalmarkedsdag i november, hvor vi forventer udmeldinger, som understøtter vores positive syn på selskabet.

Novo Nordisk opjusterede også, men samtidig blev leverancerne af fedmemidlet Wegovy atter udskudt. Til gengæld leverede flere vigtige studier gode resultater herunder et fedmemiddel, som potentielt vil være endnu bedre end Wegovy.

Novartis meddelte, at de vil splitte den generiske forretning, Sandoz, fra. Vi kan derfor forvente at modtage aktier i Sandoz i 2023. Når det er på plads, vil Novartis endelig være igennem sin transformation, hvor det i 2014 var et stort sundhedskonglomerat til nu at blive et fokuseret medicinalsselskab.

Nedenfor fremgår vægten for de enkelte aktier i porteføljen. S 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.

På baggrund af dårlige kursudviklinger er TSMC nu nede på en mellemvægt, mens Boozt er nede på en lavere vægt. SolarEdges aktiekurs svinger en del, og i løbet af kvartalet udnyttede vi kursstigninger til at

reducere vægten, så SolarEdge nu også har en lavere vægt. Samsonite blev købt med en mellemvægt, men den flotte kursudvikling i kvartalet gør, at den har bragt sig selv op på en højere vægt.

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

Portefølje pr. 30/09 2022

Vi glæder os også over, at de seneste fire aktiekøb alle kursmæssigt har gjort det bedre end den samlede portefølje. Indtil nu har det vist sig fornuftigt at tilføje nogle mere defensive aktier. Hvis vi ser på vores egen vurdering af defensive vs. konjunkturfølsomme aktier, så har vi netto flyttet ni procentpoint af porteføljen over i defensive aktier. Desuden har de konjunkturfølsomme aktier gjort det relativt dårligt, hvilket har forskudt ca. 5 procentpoint yderligere over mod defensive aktier.

Compounder aktier vs. selskaber

Hos MW Compounders leder vi efter gode compounder selskaber, som vi kan købe til en attraktiv pris og som vi vil kunne eje i mange år. Vi får derfor sommetider spørgsmålet, hvorfor vi så sælger aktier og ikke bare køber nogle gode compounder selskaber og lader dem ligge i porteføljen i mange år frem.

Helt grundlæggende handler vores investeringsproces om at få både selskabet og værdiansættelsen rigtig. Det er ikke nødvendigvis svært at finde nogle rigtig gode selskaber, men det er ofte svært at vurdere, om de også handler til en attraktiv værdiansættelse. Og det er dette håndværk, som vi bruger det meste af vores tid på at udøve. Vi har forsøgt at forklare det lidt simpelt med nedenstående figur.



Vi leder efter selskaber, som lever op til vores tre compounder kriterier (pæn organisk omsætningsvækst, attraktivt afkast på investeret kapital og god kapitalallokering). Ved at fokusere på disse kriterier kommer vi til at købe selskaber, som er i den høje ende på en kvalitetsskala. Når vi så har fundet nogle gode

compounder selskaber, så bruger vi meget tid på at vurdere, om værdiansættelsen er attraktiv. Er det tilfældet, så kan de indgå i porteføljen, men er det ikke tilfældet, så kommer de på vores watch-liste (i daglig tale udskiftningsbænk).

Siden fonden startede i november 2020, har vi solgt 9 aktier og købt 11 nye aktier. Bortset fra Handicare og til dels Kerry Group, er alle de solgte aktier afhændet pga. værdiansættelse. Vi har simpelthen solgt, fordi vi har kunne finde andre compounder selskaber, hvor værdiansættelsen er mere attraktiv.

Nedenstående liste viser de solgte og købte aktier. Da vi solgte de sidste aktier i de enkelte selskaber, så havde de i gennemsnit 5% upside ifølge vores værdiansættelsesmodeller. De nye aktier havde til gengæld i gennemsnit 55% i upside ifølge vores vurdering, da vi købte de første aktier.

Solgte selskaber	Købte selskaber
Alfa Laval	About You
American Express	Bank of Georgia
Handicare	Bank7
Inditex	Cigna
InterContinental Hotels Group	Corsair Gaming
Kerry Group	ISS
Kitron	Kitron
Note	Lancashire
Ringkjøbing Landbobank	Restaurant Brands International
	Samsonite
	SolarEdge
5% gns. upside ved sidste salg	55% gns. upside ved første køb

Vi håber, at ovenstående diskussion giver et indblik i, hvordan vi hele tiden arbejder med porteføljen. Når vi sælger en aktie, er det typisk stadig et rigtigt godt compounder selskab. Det handler udelukkende om, at vi kan finde alternative investeringsmuligheder, som er mere attraktive. De solgte selskaber er kommet på udskiftningsbænken (bortset fra Kerry Group og Handicare) og kan blive skiftet ind igen, når der er en mere attraktiv sammenhæng mellem deres forventede udvikling og værdiansættelse.

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/HMdeCiQDffs>

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.

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: Mandag d. 24. oktober kl. 20:00:

<https://us06web.zoom.us/meeting/register/tZclcOGgrTojGN1Y8Ec3MpseX12w7R0o6LaQ>

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.