

COMPOUNDERS

Nyhedsbrev nr. 15

Oktober 2023

Et fladt afkast på markedsniveau

Fra AI begejstring til rentebekymring

Tre nye aktier købt til porteføljen

Flere væsentlige selskabsnyheder

SolarEdge er første genkøbte aktie

Kære medinvestor

I 3. kvartal var afkastet stort set fladt. Oven på en god sommer har der været pres på aktiemarkedet de seneste måneder. I kvartalet fejrede vi, at afkastet siden start havde været over 50%, men siden da er kurserne faldet igen, så afkastet ved udgangen af kvartalet var knap 47% siden start.

2023 har indtil nu været et fornuftigt aktieår med et afkast på 10% de første ni måneder. Foråret var domineret af begejstringen over AI (kunstig intelligens), men på det seneste er de stigende renter igen kommet i centrum. Vi kan endnu en gang konstatere, at aktiemarkedet har svært ved at fokusere på mere end én ting ad gangen. Vi forsøger ikke at gætte, hvad det næste tema vil blive, men arbejder vedvarende på at have en portefølje med lidt af hvert, så vi både har aktier til solskins- og regnvejrsdage.

Vi glæder os over, at mange har tillid til vores arbejde. Der er nu over 4.000 medinvestorer og ca. 800 mio. kr. i de to fonde. Tak til dig, som er blevet ny medinvestor og tak til vores trofaste medinvestorer, som har været med i længere tid. Er du endnu ikke medinvestor, så takker vi for interessen og håber, at du bliver medinvestor på et tidspunkt.

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

Et fladt afkast på markedsniveau

I 3. kvartal faldt indre værdi marginalt i den udbyttebetalende fond til 133,87 kr. fra 134,26 kr. ultimo 2. kvartal svarende til et kvartalsafkast på -0,3% efter omkostninger. I den akkumulerende fond sluttede kvartalet med en indre værdi på 103,56 kr. mod 104,26 kr. ultimo 2. kvartal og dermed et afkast på -0,7% i kvartalet. Forskellen i afkast skyldes mindre afvigelser i positionsstørrelser afhængig af ind- og udtrædelser fra medinvestorer. Begge fonde handler op mod den helt samme modelportefølje. Da den udbyttebetalende fond har været i gang længst, vil vi i det følgende tage udgangspunkt i denne.

Grafen nedenfor viser udviklingen i afkastet fra start til udgangen af 3. kvartal 2023. I slutningen af juli krydsede vi 50% i afkast siden start, hvilket blev behørigt fejret. Desværre har markedet efterfølgende sat sig igen, så afkastet siden start har været knap 47%. Kvartalet var kendetegnet ved en forrygende juli, hvilket blev tabt igen i august og september.

Udvikling i afkast



Fra AI begejstring til rentebekymring

I forhold til det globale aktiemarked (MSCI World All Countries) blev afkastet for 3. kvartal 2023 hos MW Compounders på niveau med markedet. Det betyder, at vi i år er 1,5% efter markedet. Siden start har afkastet i fonden været væsentlig bedre end det globale aktiemarked.

På mange måder kan vi konstatere, at aktiemarkedet kun kan fokusere på én ting ad gangen. I 2022 var bekymringen over de stigende renter i højsædet, og det blev brugt til at forklare de væsentlige fald i teknologiaktier. I 2023 har begejstringen for AI taget over, og de store amerikanske teknologi-aktier har drevet det meste af markedsafkastet. Dette er sket på trods af fortsatte rentestigninger. De sidste par uger er rentestigningerne igen kommet i fokus i markedet, hvilket har sat pres på aktierne.

Afkast fordelt på år			
	MW Compounders	Markedet	Forskel
2020 (2 mdr.)	6,3%	5,7%	0,5%
2021	30,9%	27,5%	3,4%
2022	-4,1%	-13,0%	8,9%
2023 (9 mdr.)	9,8%	11,3%	-1,5%
Siden start	46,5%	30,5%	16,0%

Afkast opgjort efter omkostninger. Markedet er MSCI ACWI.

Siden start har fonden givet et afkast, som er 16% bedre end markedet. Indtil nu har hvert år også været bedre end markedet. Der vil forventeligt komme perioder, hvor vi gør det dårligere end markedet.

Tre nye aktier købt til porteføljen

I 3. kvartal købte vi for første gang aktier i AB InBev og Netcompany. Desuden genkøbte vi SolarEdge efter et kraftigt kursfald, siden vi solgte de sidste aktier i starten af året. Vi løftede også sløret for, at vores tidligere omtalte nye finansaktie er Enstar.

AB InBev er en belgisk ølproducent, som bl.a. ejer Budweiser, Corona, Stella Artois og Leffe. Selskabet har aktiviteter i hele verden, men de største markeder er Nord- og Latinamerika, som tilsammen udgør 75% af indtjeningen. Selskabet er skabt på baggrund af en række store og mindre opkøb, men et strategiskift giver øget fokus på organisk vækst. Samtidig er gælden kommet væsentligt ned de senere år, så vi forventer øget kapitalreturnering fremover. Indtjeningen har været ramt af den høje inflation, men i takt med, at denne falder, forventer vi forbedrede marginer. Efter en svag kursudvikling ser vi det som en attraktiv investeringsmulighed i en sektor, hvor vi ellers har en lav eksponering. I nedenstående video redegør Johannes for vores overvejelser omkring ABI:

[Gennemgang af investeringscasen på AB InBev - YouTube](#)

Netcompany er en dansk IT-serviceleverandør, som har halvdelen af omsætningen i Danmark og resten rundt om i Europa. 2/3 af omsætningen stammer fra offentlige kunder, mens resten er fra det private erhvervsliv. Selskabet var tidligere en børstdarling, men fra kurstoppen for to år siden er aktien kommet væsentlig ned, hvilket gør værdiansættelsen attraktiv. Netcompany er stærkt positioneret mod digitaliseringen af især det offentlige i Europa. Vi forventer, at Netcompany stadig vil kunne levere solid

organisk vækst og gode marginer. Desuden finder vi det positivt, at der er øget fokus på kapitalreturnering i form af aktietilbagekøb og en mere ydmyg tilgang til opkøb. I nedenstående video redegør Dan for vores overvejelser omkring Netcompany:

[Gennemgang af investeringscasen på Netcompany - YouTube](#)

Som omtalt i sidste nyhedsbrev var vi ved at købe en ny finansaktie. Det var Enstar, som er et amerikansk finansielt selskab, der hjælper forsikringselskaber med at afhænde forpligtelser. Selskabet har en meget solid langsigtet historik. Aktien er særlig interessant i øjeblikket, da selskabet har en meget stor investeringsportefølje, der nyder godt af de stigende renter. Fik du ikke set videoen, hvor Johannes fortæller om selskabet, så kan du finde den nedenfor:

[Gennemgang af investeringscasen på Enstar - YouTube](#)

SolarEdge blev genkøbt med en mindre position ved udgangen af kvartalet. I et senere afsnit i dette nyhedsbrev skriver vi om vores overvejelser omkring købet.

Vi solgte ingen aktier helt ud i kvartalet, men finansierede købene ved at reducere i nogle af de aktier, som har gjort det godt, herunder Burford, Alphabet, Icon, Gruma og Sprouts Farmers.

Efter tre køb i kvartalet er vi oppe på 26 aktier i porteføljen. Nedenfor kan du se selskaberne fordelt på geografier og sektorer.

	Norden	Øvrige Europa	Nordamerika	Asien
Cyklisk forbrug	Boozt	Pirelli, Puma, Adidas	Restaurant Brands International Samsonite	
Defensivt forbrug		AB InBev	Gruma Sprouts Farmers Market	
Ejendomme				
Finans		Lancashire, Burford Capital	US Bancorp, Bank7, Enstar	
Forsyning				
Industri	ISS		SolarEdge	
Kommunikationsservice			Alphabet (Google)	Prosus/Naspers (Tencent)
Materialer				
Olie og gas	TGS			
Sundhed		Novartis, Roche, Sonova	ICON, Cigna	
Teknologi	Netcompany			TSMC

Portefølje pr. 30/9 2023

Flere væsentlige selskabsnyheder

Som altid var der store forskelle i afkastet per aktie, hvilket er det, man kan forvente, når der er 20-30 aktier i porteføljen fordelt på forskellige geografier og sektorer.

I kvartalet var det en række selskabsspecifikke nyheder, som påvirkede afkastet. Hertil kom almindelige udsving mellem de forskellige sektorer på aktiemarkedet.

Samsonite var kvartalets bedste aktie drevet af et flot kvartalsregnskab. Under Corona-krisen reducerede det sine omkostninger væsentligt. I 2. kvartal var omsætningen tilbage på niveauet for samme kvartal i 2019,

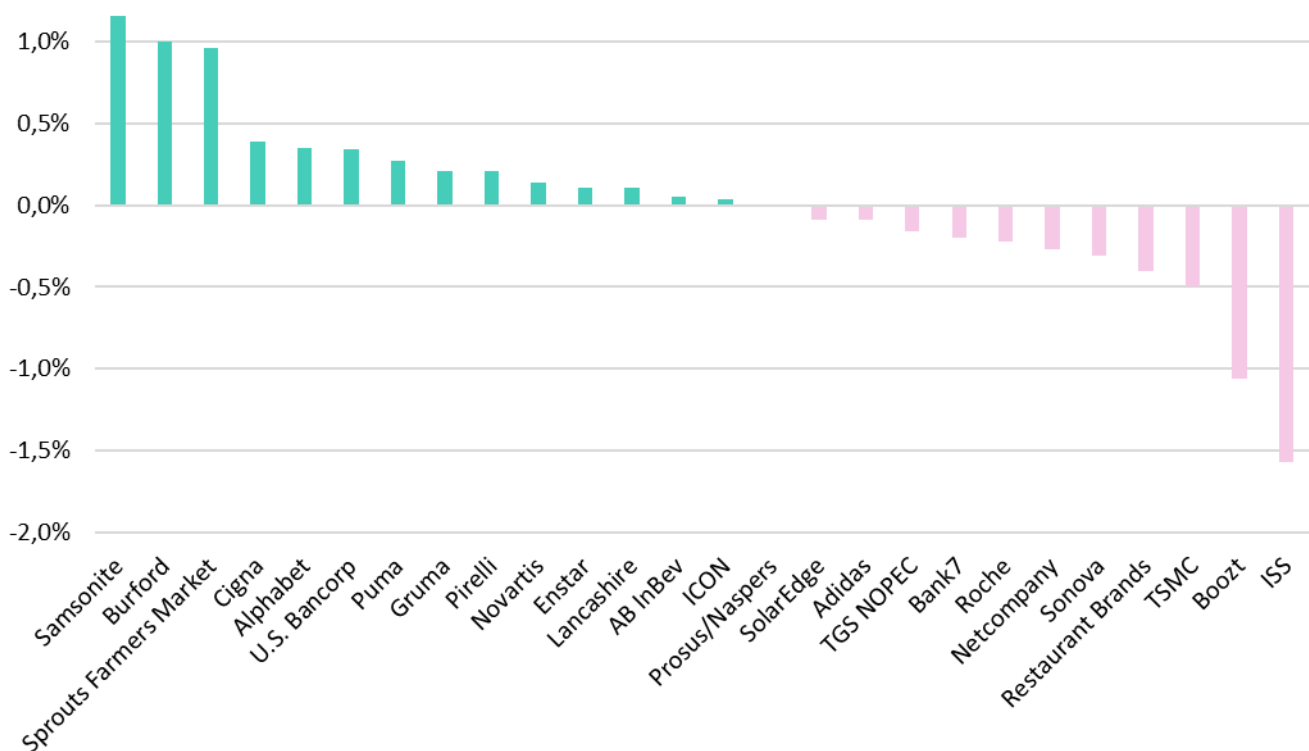
men indtjeningen er oppe med næsten 40%, så besparelserne holder ved, hvilket er meget positivt. Samsonite løftede derfor margin-forventningerne til helåret.

Burfords aktiekurs bliver stadig understøttet af retssagen mod Argentina, hvor den amerikanske dommer nu har præciseret erstatningsbeløbet, som var positivt i forhold til markedets forventninger. Derfor steg aktiekursen endnu en gang. Burford har nu været en af de bedste aktier i fondens levetid.

Også Sprouts Farmers Markets leverede et godt regnskab. Desuden bekræftede selskabet, at det planlægger at øge antallet af butikker med 10% næste år, hvilket er positivt ovenpå et par år, hvor udrulningstakten har været lavere.

TGS-aktien havde samlet set ikke den store indvirkning på porteføljen i kvartalet. Ikke desto mindre var det en væsentlig selskabsnyhed, at TGS vil købe PGS. PGS er en konkurrent til TGS, men er samtidig en meget vigtig leverandør for TGS, da det er et af blot to udbydere af skibe, som kan producere seismiske data. Vi ser det som meget positivt, at der sker yderligere konsolidering i branchen. Modsat fortsætter TGS med at blive mere kapitaltung, da PGS som sagt ejer skibe. Også det tidligere købte Magseis binder mere kapital, end TGS gør i sin gamle kerneforretning. Det vigtigste er dog, at der fortsat er gode tegn på øget aktivitetsniveau i industrien, hvilket gerne skal afspejle sig i øget indtjening de kommende år.

Bidrag til samlet afkast fordelt på aktier i 3. kvartal 2023



På den negative side gav ISS det mest negative bidrag til porteføljen. En væsentlig forklaring var, at selskabet i kvartalsregnskabet annoncerede, at det alligevel ikke lykkes at vende den franske forretning, og at denne i stedet vil blive sat til salg. Samtidig købte ISS et selskab i Spanien. Vi finder det skuffende, at ISS dermed virker til at slå ind på den gamle sti med salg af selskaber til forventelig lave priser og opkøb til højere priser. Det er muligt, at frasalget i Frankrig er en enlig svale, men både vi og aktiemarkedet er bekymret for udviklingen. Heldigvis går det godt med driften af den fortsættende forretning, hvor der er flot organisk vækst og marginfremgang. M&A aktiviteterne er dog et rødt flag, og vi har derfor ikke købt op i ISS på trods af kursfaldet.

Boozt-aktien klarede sig dårligt i kvartalet uden selskabsspecifikke nyheder. Dog har en række lignende selskaber været ude med sløje udmeldinger vedrørende salget, hvilket formentlig har haft en afsmittende effekt på aktien. Desuden har det milde septembervejr nok betydet en dårlig start på salget af efterårstøj.

TSMC får uden tvivl fordel af øgede investeringer i AI, men det er ikke nok til at kompensere for en svag efterspørgsel efter mobiltelefoner og anden forbrugerelektronik. En positiv vending i efterspørgslen er endnu ikke indtruffet, og TSMC måtte derfor i halvårsregnskabet nedjustere forventningerne til omsætningen i 2023. Dette havde en negativ indvirkning på aktiekursen.

Nedenfor findes en oversigt over selskaberne fordelt på vægte. Da aktiekurser ændrer sig hele tiden, vil selskaberne rykke op og ned i vægt over tid. Derfor er oversigten et øjebliksbillede.

	Højere vægt	Mellem vægt	Lavere vægt
Cyklisk forbrug	Samsonite	Pirelli, Boozt, Puma Restaurant Brands International	Adidas
Defensivt forbrug		Sprouts Farmers Market, AB InBev	Gruma
Ejendomme			
Finans	US Bancorp	Bank 7, Lancashire, Enstar	Burford
Forsyning			
Industri		ISS	SolarEdge
Kommunikationsservice		Prosus/Naspers (Tencent)	Alphabet (Google)
Materialer			
Olie og gas		TGS	
Sundhed	Cigna	Sonova, Roche	Novartis, ICON
Teknologi		TSMC	Netcompany

Portefølje pr. 30/9 2023

SolarEdge er første genkøbte aktie

Hos MW Compounders leder vi kontinuerligt efter gode investeringsmuligheder. Vi holder hele tiden de enkelte aktier i porteføljen op mod alternativer i form af helt nye aktier eller aktier på vores udskiftningsbænk (watchlisten). Desuden vurderer vi, om det giver mening at reducere i én aktie i porteføljen for at købe mere op i en anden aktie i porteføljen.

Nogle medinvestorer har givet udtryk for, at de er glade for, at vi hele tiden er opmærksomme på, at porteføljen står helt skarp, mens andre gerne så, at vi handlede mindre og i højere grad holdt fast i vores aktier. Grundlæggende ønsker vi at levere de bedst mulige investeringsresultater for os alle sammen. Derfor reflekterer vi hele tiden over vores beslutninger og forsøger at lære af eventuelle fejl.

I 2022 var en læring, at vi skal sørge for at være disciplinerede med at få solgt eller reduceret i aktier, som er tæt på vores vurdering af fair value. Det var bl.a. i lyset af, at f.eks. Icon, Puma og Boozt var tæt på fair value i 2021, men at vi ikke fik solgt aktierne. I 2022 havde de alle en svag kursudvikling, og Puma og Boozt har stadig ikke indhentet det tabte.

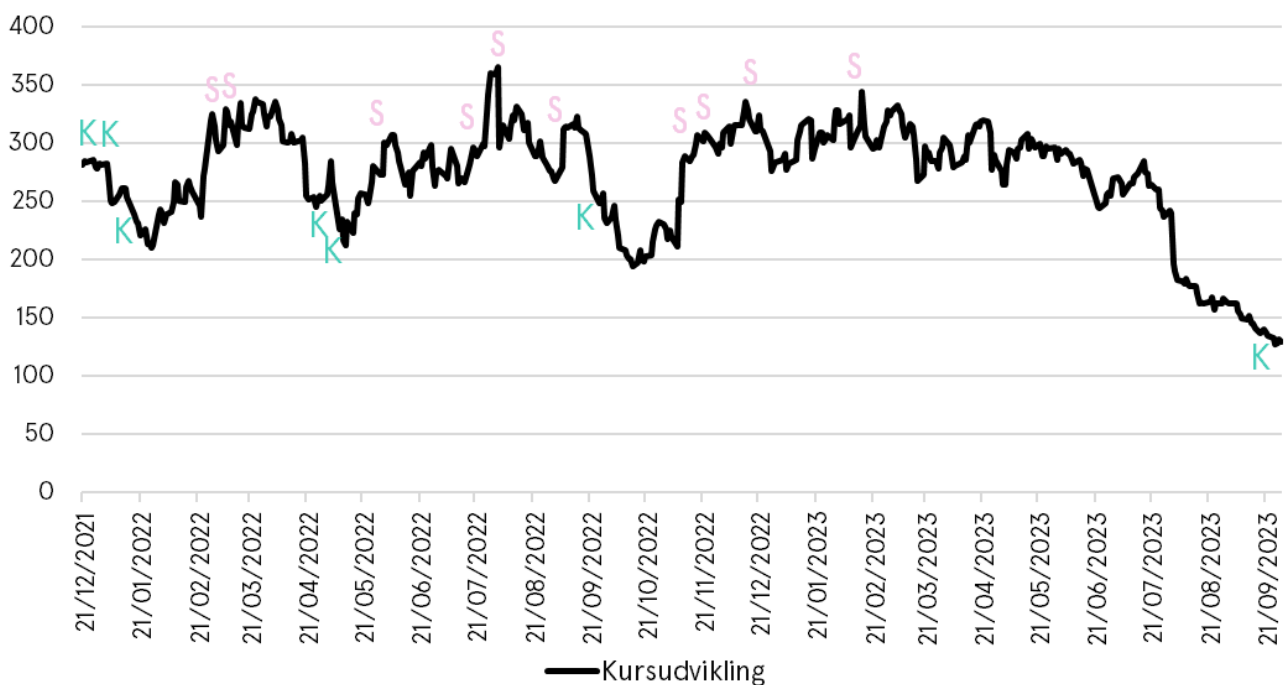
Nogle gange fortsætter aktier med at stige, efter vi har solgt dem. Et par eksempler på dette er Novo Nordisk og Kitron. I andre tilfælde har det været rigtigt at sælge aktierne, hvilket bl.a. gælder for Amadeus IT og Note. Alle fire selskaber er gode selskaber, som stadig står på vores watchliste.

SolarEdge er det første selskab, som har taget rejsen fra porteføljen til udskiftningsbænken og tilbage til porteføljen. I det følgende vil vi vise, hvordan vi har handlet i aktien for at forsøge at forklare, hvordan vi

gerne vil arbejde. Desuden giver vi en opdatering på selskabet. På mange måder har investeringen i SolarEdge været et meget fordelagtigt eksempel på vores arbejde, men der har bestemt også været aktier, hvor tingene ikke er gået vores vej. Vi skriver dette, for at du som medinvestor ikke skal sidde og synes, at vi kun fremhæver de gode historier.

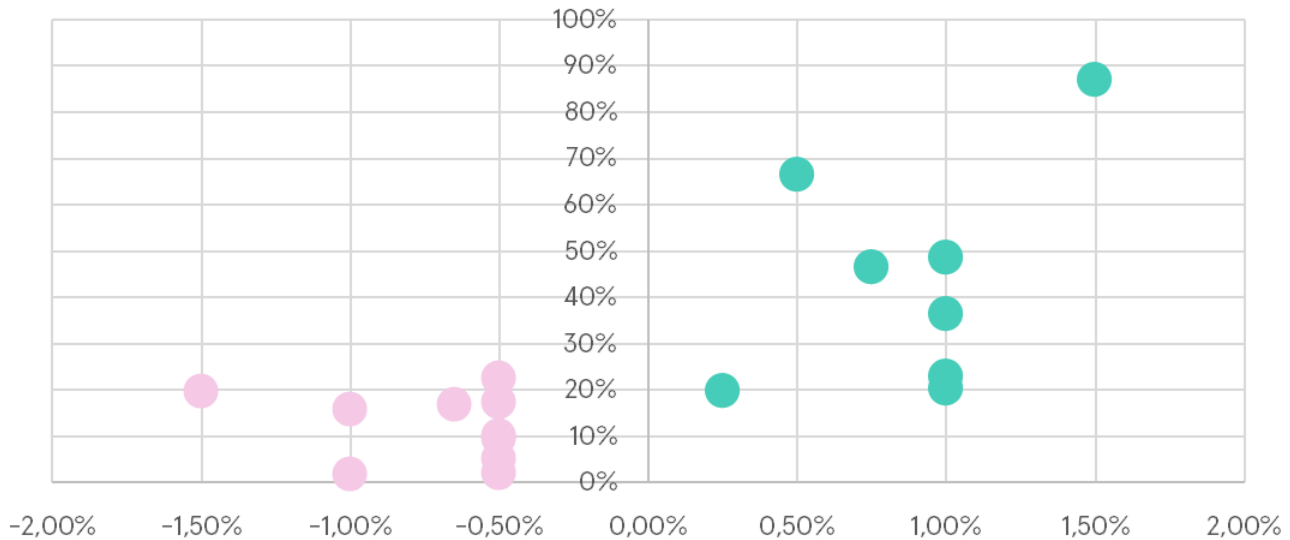
Vi købte SolarEdge ved udgangen af 2021 og solgte de sidste aktier i februar i år. Vi har i slutningen af september genkøbt aktien med en mindre position. I grafen nedenfor har vi vist kursudviklingen samt fremhævet køb (K) og salg (S) i vores modelportefølje. For SolarEdge har vi været mere aktive end for den gennemsnitlige aktie. Det er en konsekvens af de store udsving i aktien og dermed vores vurdering af upside. Vi købte de første aktier på ca. 280 USD, og ved det efterfølgende fald supplerede vi op. Da kursen rettede sig, reducerede vi positionen. Denne øvelse gentog vi nogle gange, og samlet betød det, at SolarEdge var en rigtig god investering til porteføljen. På det seneste er aktien faldet meget kraftigt, og vi har derfor valgt at genkøbe aktien på trods af kortsigtede udfordringer for selskabet og industrien.

SolarEdge kursudvikling samt køb og salg



I vores køb og salg har vi holdt vores vurdering af fair value op mod vores samlede positionsstørrelse og vores øvrige alternativer. I grafen på næste side har vi forsøgt at illustrere positionsændringer i forhold til upside. Handelsmønstret viser, at vi generelt har reduceret, når upside har været lav, og købt, når upside har været attraktiv.

Positionsændring (vægtændring i porteføljen) og vurdering af upside



SolarEdge er et Israelsk selskab, som har en stærk position indenfor solcelleanlæg til især private husstande. Da vi først købte aktien, oplevede SolarEdge kraftig efterspørgsel efter sine produkter. Dette blev forstærket af krigen i Ukraine. I starten af 2022 hævede SolarEdge målsætningerne for omsætningsvæksten til 20%-30% om året fra 15%-25%.

Siden er der løbet en del vand i åen. 2022 var et rigtigt godt år for SolarEdge med 58% omsætningsvækst, hvilket var noget bedre end vores oprindelige forventninger. Også 2023 startede flot med 40% omsætningsvækst. Men på det seneste har SolarEdge oplevet en væsentlig opbremsning. I 3. kvartal 2023 forventer selskabet faldende omsætning og lavere marginer i forhold til kvartalet før.

SolarEdge bliver ramt af flere negative ting på én gang. De kraftigt stigende renter betyder, at det er blevet væsentligt dyrere at finansiere opstillingen af nye solcelleanlæg, og efterspørgslen er derfor faldet. Desuden er der sket en forringelse af afregningsprisen for overskudsstrøm i Californien, som har medført en opbremsning i den vigtigste stat for solenergi. I Europa har den værste panik ovenpå krigen i Ukraine fortaget sig, og gaspriserne er kommet ned. Desuden er de globale transportudfordringer for varer blevet løst, så markedet er gået fra produktmangel til for høje lagre hos kunderne. Sidst er priserne faldet kraftigt på solcellepaneler.

Det sidste er egentligt positivt for SolarEdge, da de leverer andre dele af solcelleanlæggene, som samlet er blevet billigere. Men for kunderne (installatører og distributører) har det den negative effekt, at de er brændt inde med paneler, som de har købt til for høje priser, hvilket presser deres likviditet og indtjening.

Der er ingen tvivl om, at ovenstående kommer til at have en negativ indvirkning på SolarEdge i en række kvartaler, indtil situationen igen normaliserer sig. Desuden må de høje renter forventes at have en varig effekt på efterspørgslen, medmindre elpriserne stiger igen. Det betyder også, at vi har reduceret vores vurdering af fair value. Vi forventer dog på ingen måde, at den grønne omstilling er stoppet. Europa vil fortsat satse på grøn energi. I USA er Inflation Reduction Act blevet vedtaget i 2022, som indebærer fokus på grøn omstilling og øget støtte til opstilling af solcelleanlæg.

Vores oprindelige video for SolarEdge ligger stadig på YouTube. På trods af de seneste ændringer, forklarer den stadig fint, hvad selskabet laver, samt historikken frem til starten af 2022:

[Gennemgang af SolarEdge - YouTube](#)

SolarEdge er en meget volatil aktie, og indtil nu har det ikke tjent os at genkøbe aktien. Vi er dog startet med en mindre position og forventer, at det bliver en god investering, efterhånden som situationen normaliserer sig.

Events

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

<https://youtu.be/Rbs9d2C6rxc>

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. 23. oktober kl. 20:00:

<https://us06web.zoom.us/meeting/register/tZYkfu2sqz0tHN3HNqzmdFYrpxX1EbMhCFT3>

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 er godkendt af Finanstilsynet og det samme er MW Compounders ApS.

Nyhedsbrevet er ikke Investeringsrådgivning. MW Compounders ApS rådgiver alene investeringsforeningen IA Invest. 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.