

COMPOUNDERS

# Nyhedsbrev nr. 17

---

April 2024

Godt aktiemarked i 1. kvartal

Sløj relativ kursudvikling

Note er blevet genkøbt

Selskabsnyheder bag største bidrag til porteføljen

Attraktiv værdiansættelse?

## Kære medinvestor

Med over 5% i afkast var det absolutte afkast i vores fonde fint i 1. kvartal, og vi satte en ny rekord for afkastet siden start. Det ændrer dog ikke ved, at 1. kvartal var et sløjt kvartal i forhold til det globale aktiemarked, som steg endnu kraftigere end porteføljen. Så samlet var kvartalet et både og for vores fælles investeringer.

Aktiemarkedet var i 1. kvartal stærkt som følge af fortsat tro på lavere renter i kombination med tegn på, at den globale økonomi klarer sig fornuftigt igennem de senere års kraftige rentestigninger. Der er mange, som gør sig overvejelser om, at aktiemarkedet er ved at være dyrt. Vi ser da også, at dele af markedet handler på høje priser, men generelt synes vi, at porteføljen er attraktiv værdiansat, hvilket vi diskuterer nærmere senere i nyhedsbrevet.

Tak for den tillid, som du viser os som medinvestor. Der er nu over 6.000 medinvestorer og ca. 1,2 mia. kr. i de to fonde på trods af udbetaling af et stort udbytte i februar i den udbyttebetalende fond. Tak til nye 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 investerer 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](http://www.mwcompounders.dk)

# Et godt aktiemarked i 1. kvartal

I 1. kvartal faldt indre værdi i den udbyttebetalende fond til 136,73 kr. fra 144,84 kr. ved udgangen af 2023. Faldet skyldes, at der blev udbetalt et udbytte på 15,70 kr. i februar. Under antagelse af geninvestering af udbyttet var afkastet 5,8% i kvartalet efter omkostninger. I den akkumulerende fond sluttede kvartalet med en indre værdi på 118,09 kr. mod 111,85 kr. ultimo 4. kvartal og dermed et afkast på 5,6% i kvartalet. Modelporteføljen er den samme, så forskellen i afkast skyldes mindre afvigelser i positionsstørrelser afhængig af ind- og udtrædelser fra medinvestorer.

Grafen nedenfor viser udviklingen i afkastet fra lanceringen af den udbyttebetalende fond til udgangen af 1. kvartal 2024. Igen sluttede vi på all time high med et afkast på 68% siden start.

## Udvikling i afkast



# Sløj relativ kursudvikling

I forhold til det globale aktiemarked (MSCI World All Countries) blev afkastet for 1. kvartal 2024 hos MW Compounders ca. 5% lavere end markedet. Der var dermed en sløj relativ kursudvikling i kvartalet. Det er stadig tidligt på året, og vi arbejder dagligt på at indhente og overgå aktiemarkedet. Både i 2022 og 2023 var vi i perioder efter markedet, men endte i begge tilfælde bedre end markedet. Året vil vise, om det lykkes igen i 2024.

Overordnet havde vi i kvartalet en række aktier, som lå næsten flade, hvilket koster relativt i et marked, som steg næsten 11%. Dertil havde flere aktier kursfald, som i forhold til markedet ikke kunne opvejes af vores aktier med stigninger.

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	18,8%	18,3%	0,5%
2024 (åtd)	5,8%	10,8%	-5,0%
Siden start	67,7%	53,8%	14,0%

Per 31. marts 2024

Afkast opgjort efter omkostninger. Markedet er MSCI ACWI.

Vores fokus er fortsat på at levere et attraktivt akkumuleret afkast. Der vil forventeligt komme perioder, hvor vi gør det dårligere end markedet.

## Note er blevet genkøbt

I 1. kvartal genkøbte vi Note til porteføljen. Vi solgte de sidste aktier i Note i marts 2022, og efterfølgende har aktien haft det lidt svært. Note er den aktie, som siden start har givet det højeste bidrag til afkastet for porteføljen. Vi satser på, at aktien også denne gang bliver et godt bekendtskab. Positionen er lidt mindre end normalt pga. likviditeten i aktien i forhold til størrelsen på porteføljen.

Note er et svensk industriselskab, der agerer som elektronisk fremstillingspartner (Electronics Manufacturing Services – EMS) for kunderne. Fremstillingen vil ofte være produkter, der ikke produceres i så højt antal, at det kan svare sig at have produktionen i Fjernøsten. I de senere år har Note desuden draget fordel af kundernes ønske om at flytte dele af produktionen hjem til Europa fra især Kina pga. den geopolitiske usikkerhed.

Note har i flere år leveret høj vækst og stigende indtjening, da selskabet har eksekveret en succesfuld strategi med at fokusere på høj kundetilfredshed og vist en god evne til at fastholde kunderne. Succesen har været drevet af selskabets CEO, som har haft høj fokus på profitabel vækst. Siden 2014 er omsætningen firedoblet, og driftsindtjeningen er tidoblet pga. høj organisk vækst og succesfulde opkøb. Note har derfor været en solid compounder. Vi er derfor glade for at kunne genkøbe aktien til en attraktiv værdiansættelse.

Som følge af Corona, den efterfølgende knaphed på elektroniske komponenter og generel lageropbygning i produktionssektoren havde Note ekstraordinær høj organisk omsætningsvækst i 2022 og 2023. Aktiemarkedet blev derfor meget begejstret for selskabet, og aktiekursen var helt oppe i 250 SEK på et tidspunkt. Efterfølgende er den globale industriproduktion bremsset op, og Notes organiske omsætningsvækst kommet ned, hvilket har sat sig i aktiekursen. Vi har derfor kunnet købe aktien på det nuværende kursniveau omkring 140 SEK.

Vi har i kvartalet solgt de sidste aktier i Sprouts Farmers Market, Novartis og Sonova for at gøre plads til Note samt for at kunne supplere op i aktier med mere attraktiv værdiansættelse. Ved udgangen af 1. kvartal 2024 var der 25 aktier i porteføljen.

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

Portefølje pr. 31/3 2024

## Selskabsnyheder bag største bidrag til porteføljen

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.

Generelt var regnskabssæsonen en lidt blandet fornøjelse. Mange selskaber aflagde årsregnskaber i kvartalet. Her var der ud over regnskabstallene fokus på selskabernes forventninger til 2024. Der var positive udmeldinger fra nogle af selskaberne, mens andre desværre kom med afdæmpede udmeldinger. Når vi kigger på de enkelte selskabers bidrag til porteføljen, er det overordnet set selskabsnyheder, som forklarer kursudviklingen.

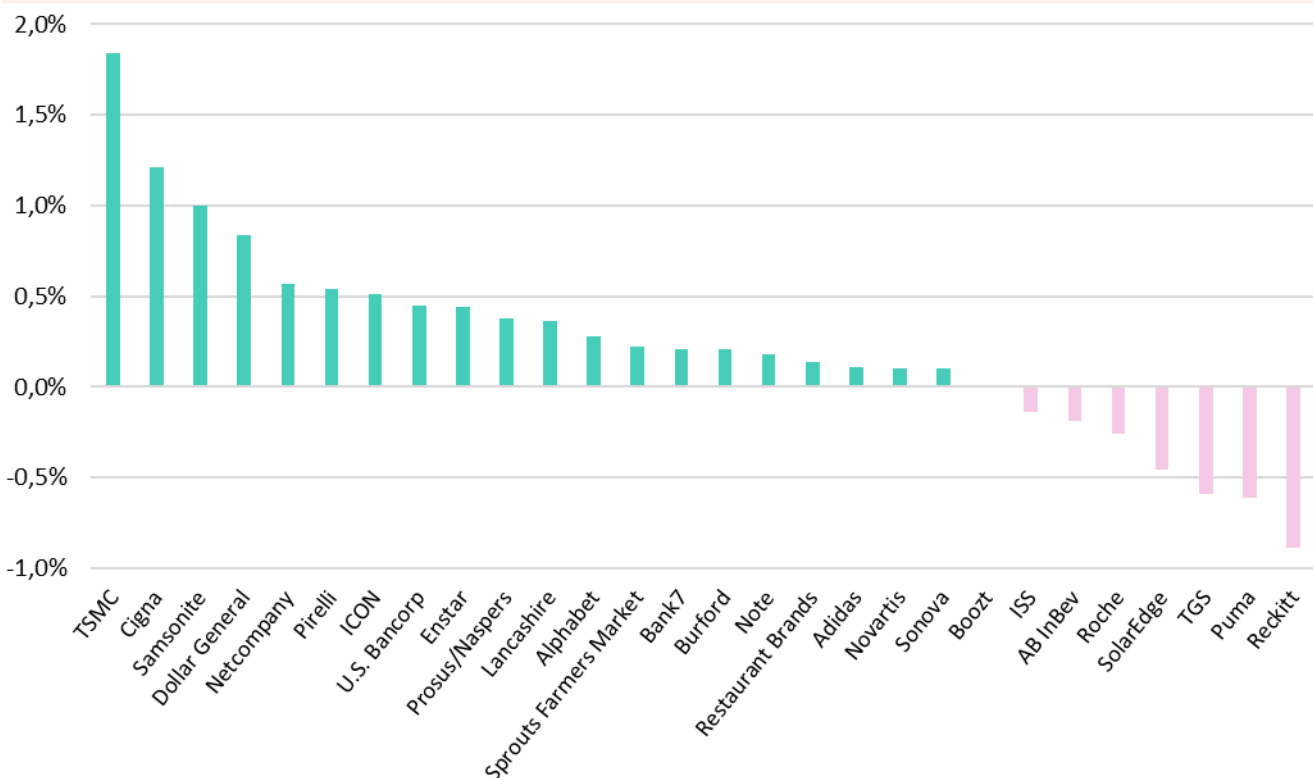
Den bedste aktie i kvartalet var TSMC, som har set en positiv vending i efterspørgslen ovenpå opbremsningen i 2023. Den generelle efterspørgsel efter mikrochips er i bedring, mens udrulningen af kunstig intelligens (AI) medfører store investeringer i datacentre, som forventes at give solid omsætningsvækst for TSMC i de kommende år. For 2024 forventer TSMC en omsætningsvækst på 21%-25%, hvilket vi anser som en ganske positiv udmelding ovenpå et svært 2023. Tilbage i efteråret 2022 var markedet meget bekymret for de konjunkturmæssige og geopolitiske risici, hvilket næsten virker til at være glemt nu. Vi forsøger som altid at have en balanceret tilgang i vores investeringer, hvorfor vi har reduceret væsentlig i aktien i kvartalet efter en solid kursudvikling fra bunden i efteråret 2022.

Cigna var den næstbedste aktie i kvartalet bl.a. som følge af et stærkt regnskab. Desuden frasolgte Cigna sin forretning for offentlige sundhedsforsikring til ældre (Medicare Advantage) pga. mangel på kritisk masse. I 4. kvartal var der rygter om, at Cigna ville købe Humana, som netop er stærk indenfor dette område. Hvorvidt rygterne var sande, ved vi ikke, men i hvert fald har det vist sig at være rigtigt at annoncere et stort aktietilbagekøb i stedet. På det seneste er der kommet en række negative nyheder indenfor Medicare Advantage og bl.a. Humana er faldet kraftigt. Cigna opjusterede på sin kapitalmarkedsdag sine langsigtede indtjeningsforventninger på trods af frasalget af det meste af den offentlige sundhedsforsikringsforretning.

Samsonite fortsætter med at levere imponerende tal ovenpå nedgangen under Corona. Omsætningen er fuldt tilbage, men marginerne er væsentlig højere end før pandemien. Der forventes en positiv udvikling i 2024 bl.a. som følge af, at der atter kommer gang i kinesisk turisme. Samsonite er grundlæggende et amerikansk selskab, men er noteret i Hong Kong, hvor noteringen medfører en lav værdiansættelse på linje med andre aktier noteret i Hong Kong i forhold til selskaber noteret i USA. I kvartalet var der fornyede rygter om en notering et andet sted i verden samt spekulationer om et muligt opkøb af selskabet, hvilket understøttede aktiekursen. Samsonite har officielt meldt ud, at det undersøger mulighederne for en alternativ notering for selskabets aktier.

Dollar General steg pga. fortsat tro på, at selskabet via interne tiltag kan forbedre resultaterne. Netcompany ser gode tegn på en positiv vending i den danske forretning, som har haft det svært i en periode, hvilket gav en solid kursudvikling.

## Bidrag til samlet afkast fordelt på aktier i 1. kvartal 2024



Reckitt gav det største negative bidrag til porteføljen. Regnskabet for 4. kvartal var lidt sløjt, men den væsentligste årsag til faldet var en retssag i USA i relation til selskabets modermælksstatningsforretning. Ca. 1% af denne forretning består af produkter til for tidligt fødte børn. Produkterne er ofte helt afgørende for børnenes overlevelse. Der kører dog retssager, hvor familier mener, at produkterne er skyld i, at de for tidligt fødte børn ikke overlevede. I en af disse retssager blev en familie tilkendt 60m USD, hvor både tilkendelsen og erstatningsstørrelsen var et chok for aktiemarkedet. Reckitt fastholder sin uskyld og fremhæver, at produkterne fortsat er på markedet pga. deres livsvigtige betydning. Retssager er svære at

håndtere som investorer, da det er svært at sætte sandsynligheder på udfaldene. Vi vurderer dog, at kursudviklingen er en overreaktion, og vi har suppleret op i aktien.

Puma bliver ved med at trække ned på porteføljen. Selskabets forventninger til 2024 var sløje og opnåelsen af en EBIT-margin på 10% blev udskudt fra 2025 til det mere diffuse "på mellemlang sigt". En del af forklaringen på en dårlig kursvurdering vurderer vi fortsat at være markedsstemningen, da Adidas også kom ud med sløje forventninger til 2024, men på trods af dette steg Adidas i kvartalet. Pumas kapitalmarkedsdag gav et bedre kendskab til selskabets ledelse og strategi, men generelt har markedet en afventende holdning til selskabet. Vi forventer stadig god omsætningsvækst og højere marginer over tid.

TGS oplever fortsat stigende aktivitetsniveau, hvilket især gør sig gældende for de tilkøbte aktiviteter. Den oprindelige forretning er baseret på produktion af seismiske data, hvor en del af omkostningen til produktionen dækkes af forhåndstilsagn fra kunderne. Disse forhåndstilsagn er på et højt niveau. Efterfølgende sælges data også til andre kunder, og denne del (late sales) skuffede i 4. kvartal, hvilket satte pres på aktien. Vores forventning er, at der igen kommer gang i late sales.

SolarEdge oplever en enorm opbremsning i omsætningen. Det skyldes delvist lavere slutefterspørgsel pga. de højere renter, lavere energipriser i forhold til umiddelbart efter krigsudbruddet i Ukraine og ændrede støtteforhold. Desuden sker der en væsentlig negativ lagerjustering hos selskabets distributører, som i høj grad er stoppet med at bestille nye varer. Tidligere forventede SolarEdge, at bunden ville blive nået i 4. kvartal 2023, men nu forventes det at blive i 1. kvartal 2024, hvilket satte pres på aktien. Vi har suppleret lidt op i aktien ovenpå det seneste fald, men SolarEdge er stadig en mindre position pga. et større udfaldsrum for omsætningen end for vores gennemsnitlige selskab. Vores holdning er uændret, at der kommer styr på lagersituationen, og at den grønne omstilling fortsætter til gavn for SolarEdge.

Selvom det kun i mindre omfang kan ses på bidraget til afkastet i kvartalet, så var der også et par andre selskabsnyheder, som er værd at fremhæve. Tencent aflagde et fornuftigt regnskab for 4. kvartal med en lavere omsætning end ventet, men væsentlig bedre marginer. For os var det vigtigste dog, at Tencent i højere grad end tidligere vil returnere kapital til aktionærerne. Dividenden bliver fordoblet samtidig med, at selskabet vil tilbagekøbe aktier for mindst 100 mia. HKD i 2024. Når Prosus/Naspers samtidig fortsætter med at skabe aktionærværdi ved sit eget tilbagekøbsprogram, så er den samlede kapitalallokering rigtig fin.

Det var også positivt, at Lancashire igen udbetalte et stort ekstraordinært udbytte ovenpå et tilsvarende højt udbytte i efteråret. Indtjeningen i selskabet er solidt efter væsentlige prisstigninger de senere år, hvilket sætter selskabet i stand til både at vokse og udbetale høje udbytter, hvilket vi sætter stor pris på.

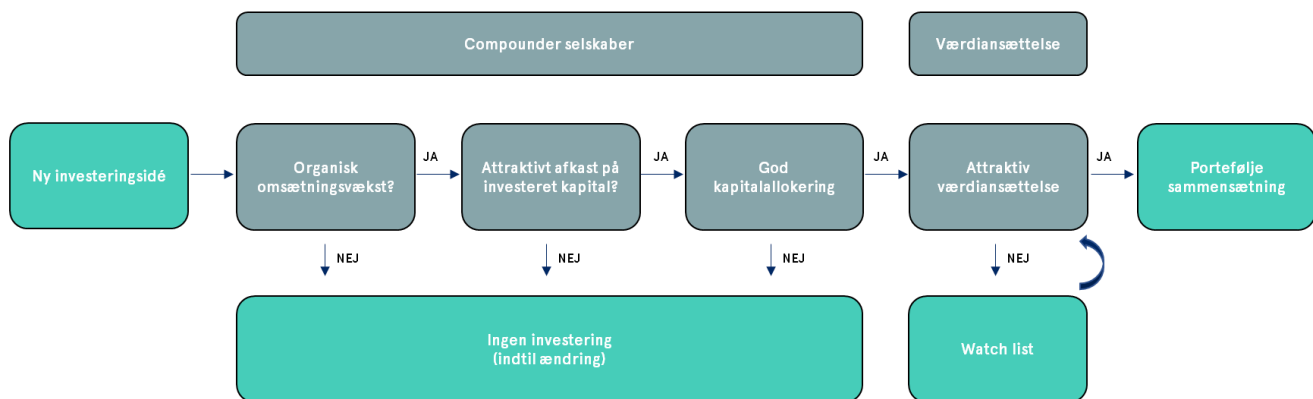
Nedenfor findes en oversigt over selskaberne fordelt på vægte. Da aktiekurser ændrer sig hele tiden, vil selskaberne rykke op og ned i vægt over tid. Derfor er oversigten et øjebliksbillede.

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

# Attraktiv værdiansættelse?

Hos MW Compounders leder vi efter selskaber, der er på en god langsigtet rejse (compoundere), og som vi kan købe til en attraktiv værdiansættelse. Vi definerer compoundere som selskaber med pæn organisk vækst, attraktivt afkast på den investerede kapital og god kapitalallokering. Dette har været vores investeringsproces helt fra starten og den, som vi også i fremtiden vil følge.

## Investeringsproces



På baggrund af det solide afkast siden starten i november 2020 får vi forholdsvis ofte følgende spørgsmål:

- Er aktiemarkedet dyrt?
- Kan I stadig finde aktier med upside til porteføljen?

I relation til om aktiemarkedet er dyrt, tænker vi, at aktiemarkedet det meste af tiden er almindeligt attraktivt at være investeret i. Der kan være korte perioder, hvor det er ekstraordinært billigt eller dyrt, men det er ikke normalen. Vi investerer selv i aktier, fordi det historisk har været et godt sted at være investeret for den langsigtede investor, og vi satser på, at historien gentager sig. Vi har desværre ingen evne til at forudsige, hvad aktiemarkedet skal de næste 6-12 måneder. Det bruger vi derfor ikke tid på at vurdere. Fra tid til anden kommer der kursfald på aktiemarkedet. Når det sker, vil aktierne i porteføljen også falde.

Til gengæld bruger vi meget tid på at finde compounder-selskaber og sikre, at vi ejer dem, når værdiansættelsen er attraktiv. Når vi vurderer, at aktierne handler tæt på fair value (begrænset upside), så sælger vi, hvis vi i øvrigt kan finde andre aktier med en attraktiv værdiansættelse. Samtidig forsøger vi at have lidt af hvert i porteføljen, så vi får spredning på geografier og industrier.

Vi foretager en detaljeret værdiansættelse af alle selskaber i porteføljen samt selskaberne på vores udskiftningsbænk (watch list). Disse værdiansættelser er vores bedste bud på, hvad selskaberne burde handle til. Det er naturligvis vores subjektive vurdering, og vi har stor ydmyghed overfor, at tingene kan udvikle sig anderledes end forventet. Der kan bl.a. ske væsentlige konjunkturmæssige ændringer og selskabsspecifikke begivenheder. Desuden er der altid muligheden for, at vi tager fejl eller er for optimistiske i vores syn på selskaberne.

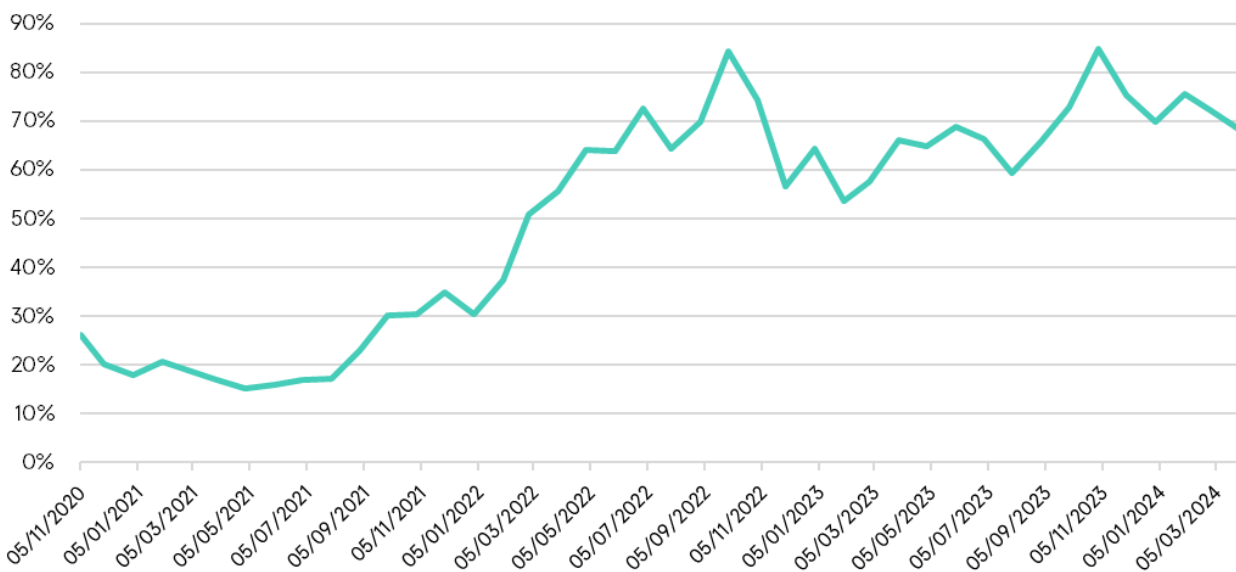
Vi opdaterer løbende værdiansættelsen for det enkelte selskab på baggrund af regnskaber og væsentlige selskabsnyheder. Vi har derfor hele tiden et opdateret syn på upsiden i porteføljen. Upsiden på en aktie er forskellen på den aktuelle aktiekurs og vores vurdering af, hvad aktien er værd. Hver måned registrerer vi porteføljens samlede upside, så vi har et struktureret indblik i udviklingen over tid.

Nedenstående graf viser udviklingen i upsiden i porteføljen siden starten i november 2020. Det skal understreges, at der ingen garanti er for, at denne upside nogensinde bliver realiseret.

Grafen viser bl.a., at vi vurderer, at upsiden i porteføljen i dag er større, end da vi startede. Det er hele tiden lykkedes os at finde nye aktier med en attraktiv værdiansættelse.

På trods af et godt aktiemarked i 2023 og 1. kvartal 2024, så har vi stadig god upside i porteføljen i dag. Det er muligt, at dele af aktiemarkedet kan være blevet dyrt, men vi vurderer ikke, at det gælder hele aktiemarkedet. Vi synes også, at flere af vores porteføljeselskaber, som har klaret sig dårligt på det sidste, bør kunne levere bedre afkast.

## Udvikling i upside i porteføljen siden start \*



\* Vores subjektive bud på upside. Kursudviklingen kan være væsentlig anderledes end vores vurdering. Ovenstående er ikke en opfordring til at købe porteføljen, men blot for at forklare vores investeringsproces og porteføljearbejde.

Grafen svarer dermed på det andet spørgsmål, nemlig at vi stadig kan finde aktier med upside til porteføljen. Det er også en væsentlig grund til, at vi begge er massivt investeret i de to fonde. Vi tror på, at aktiemarkedet er et godt sted at være investeret for den langsigtede investor. Og vi vurderer, at porteføljen fortsat har en attraktiv værdiansættelse.



# 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/\\_g8YfLOuBUY](https://youtu.be/_g8YfLOuBUY)

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](mailto:info@mwcompounders.dk) i forvejen, så vi har mulighed for at samle spørgsmål og forberede os.

**Webinar: Tirsdag d. 23. april kl. 20:00:**

[https://us06web.zoom.us/meeting/register/tZlodOmvrDgpHtOmRw-axmFo6xsuGI61\\_OsN](https://us06web.zoom.us/meeting/register/tZlodOmvrDgpHtOmRw-axmFo6xsuGI61_OsN)

**Besøg hos Dansk Aktionærforening i Roskilde d. 16. maj kl. 19**

Dan er på besøg hos Dansk Aktionærforening i Roskilde d. 16. maj. Her er der mulighed for at få en opdatering på MW Compounders samt stille spørgsmål.

Hvis du bor i området og vil deltage, skal du tilmelde dig arrangementet. Det koster 50 kr. for medlemmer og 100 kr. for ikke-medlemmer.

Du kan tilmelde dig her:

[DAF Roskilde – Dan Wejse fra MW Compounders fortæller om investeringsstrategien, compounder-aktier og resultaterne | Dansk Aktionærforening \(shareholders.dk\)](#)

## **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.

MW Compounders ApS, Nybrogade 12, 1203 København K.