

COMPOUNDERS

# Nyhedsbrev nr. 18

---

Juli 2024

En svag afslutning på kvartalet

AI boom vs. blandet portefølje

JD.com blev købt og Diageo er genkøbt

AI stigninger - SolarEdge faldt mest

Værdien af aktietilbagekøb

## Kære medinvestor

Glædelig sommer. Vi håber, du nyder den på trods af det triste vejr i Danmark.

Juni var en hård måned for porteføljen både absolut og relativt. Afkastet i kvartalet blev negativt med godt 2%. Det globale aktiemarked klarede sig godt pga. kraftige kursstigninger på de helt store amerikanske teknologiaktier med Nvidia i spidsen. Begejstringen for AI (kunstig intelligens) nåede nye højder, hvorimod resten af markedet havde det sværere. Vores portefølje er sammensat med et ønske om at have en god spredning på sektorer og geografier, hvilket vi ikke blev belønnet for i kvartalet. Det ændrer dog ikke ved, at vi vil fortsætte med at sprede porteføljen på trods af markedets høje koncentration på få aktier. Vi er selv helt trygge ved at investere i en spredt portefølje af aktier, som har en attraktiv værdiansættelse.

Tak for den tillid, som du viser os som medinvestor. Vi håber, at denne fortsætter på trods af, at 2024 indtil nu har været svært i forhold til markedet. Tak til nye medinvestorer 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 lille kursfald i 2. kvartal

I 2. kvartal faldt indre værdi i den udbyttebetalende fond til 133,13 kr. fra 136,73 kr. ved udgangen af 1. kvartal svarende til 2,6% nedgang. I den akkumulerende fond sluttede kvartalet med en indre værdi på 115,19 kr. mod 118,09 kr. ultimo 1. kvartal og dermed et afkast på -2,5% 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 2. kvartal 2024. Afkastet toppede d. 18. maj med 73% siden start, men ved udgangen af kvartalet var det nede på 64%. På de kommende sider reflekterer vi over udviklingen.

### Udvikling i afkast



# AI boom vs. blandet portefølje

I forhold til det globale aktiemarked (MSCI World All Countries) blev afkastet for 2. kvartal 2024 hos MW Compounders godt 6% lavere end markedet. Der var dermed for andet kvartal i streg en sløj relativ kursudvikling. Vi arbejder dagligt på at indhente og overgå aktiemarkedet samtidig med, at vi har fokus på også at levere et fornuftigt absolut afkast. 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.

Helt overordnet gælder det, at det globale aktiemarked er blevet drevet frem af de store amerikanske teknologiaktier, hvilket især var udpræget i slutningen af 2. kvartal. Det kan bl.a. ses på, at det amerikanske S&P500 indeks steg i kvartalet, mens et ligevægtet S&P 500 indeks var nede i kvartalet. Vi har desuden en del aktier i Europa, hvor aktierne i år har gjort det dårligere end de amerikanske.

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)	3,0%	14,8%	-11,8%
Siden start	63,3%	59,3%	4,0%

Per 30. juni 2024

Afkast opgjort efter omkostninger. Markedet er MSCI ACWI.

En måde at illustrere vores sammensætning af porteføljen i forhold til det globale aktiemarked er nedenstående figur fra Morningstar. Her er aktieporteføljer opdelt på to faktorer nemlig vægten af store, middel og små selskaber samt vægten af value- og vækstaktier i porteføljen.

	Værdi	Blend	Vækst
Store selskaber			X ← Aktiemarkedet pt.
Middel		X MW Compounders pt.	
Små selskaber			

Kilde: Morningstar og MW Compounders

Figuren viser, at vores portefølje er spredt på value- og vækstaktier samt store og små selskaber. Det flugter godt med vores ønske om at have lidt af hvert i porteføljen.

Med de seneste stigninger har det globale aktiemarked til gengæld bevæget sig uden for Morningstars egen opgørelse, da det værdimæssigt i høj grad består af meget store vækstelskaber.

Følgen af dette er, at det globale aktiemarked i dag er domineret af få aktier, så markedsafkastet i høj grad vil afgøres af de helt store teknologiaktier. Da vi spreder porteføljen på sektorer, geografier og selskabsstørrelser, er konsekvensen, at vores relative afkast vil afhænge af udviklingen for de helt store vækstelskaber, som har lav vægt i vores portefølje.

# JD.com er købt og Diageo er genkøbt

I 2. kvartal købte vi JD.com til porteføljen samt genkøbte Diageo.

JD.com er blandt de tre største e-handelsvirksomheder i Kina. Selskabet opererer indenfor mange kategorier, men elektronik og hvidevarer er størst med ca. 50% af omsætningen. Selskabets største styrke er et meget udbygget eget logistiknetværk. Selskabet råder over 1,600 varelagre på i alt 32 mio. m<sup>2</sup>. Det svarer til ca. 500 Bella Centre. Vi vurderer, at værdiansættelsen er attraktiv pga. investorernes manglende lyst til at købe kinesiske aktier pt. Vi sætter pris på, at JD.com har øget tilbagekøbet af egne aktier betydeligt, da det er ganske attraktivt på de nuværende kurser. Fik du ikke set videoen, hvor Johannes fortæller om selskabet, kan du finde den her:

[Gennemgang af JD.com \(youtube.com\)](#)

Diageo er et engelsk selskab, som er verdens største producent af spiritus. Selskabet ejer en lang række brands herunder Johnny Walker, Smirnoff og Tanqueray. De senere år har det haft stor succes med tequila i USA. Vi havde Diageo i porteføljen fra starten, men solgte de sidste aktier i efteråret 2022. Siden er aktien kommet væsentlig ned, mens porteføljen er steget pænt. Derfor har vi skiftet den ind fra udskiftningsbænken. Ovenpå Corona voksede omsætningen markant, men på det seneste er den bremset op, hvilket har medført en negativ kursudvikling og skepsis i markedet. Vi vurderer, at Diageo fortsat er en solid defensiv compounder, og vi har derfor købt en mindre position i aktien ovenpå kursfaldet. Grundlæggende forventer vi fortsat fornuftig organisk vækst drevet af fortsat forbrugerinteresse for spiritus og drinks.

Den væsentligste kapitalbinding for Diageo er lagring af spiritus i form af whisky mv., hvilket er investering i fremtiden. Men da Diageo har høje marginer, leverer selskabet stadigt et attraktivt afkast på den investerede kapital. For mange år siden foretog Diageo en række dyre opkøb, men de seneste fem år er overskuddet primært brugt på dividender og aktietilbagekøb.

Vi har i kvartalet solgt de sidste aktier i Adidas, som har været en god investering. Adidas er i gang med en positiv turnaround, men dette er nu også forstået af aktiemarkedet. Den værdiansættelsesmæssige forskel til Puma blev for stor, syntes vi, så vi investerede derfor nogle af pengene i Puma i stedet.

Ved udgangen af 2. kvartal 2024 var der 26 aktier i porteføljen.

	Norden	Øvrige Europa	Nordamerika	Asien
Cyklisk forbrug	Boozt	Pirelli, Puma	Restaurant Brands International Samsonite	JD.com
Defensivt forbrug		AB InBev, Reckitt, Diageo	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

# AI stigninger - SolarEdge faldt mest

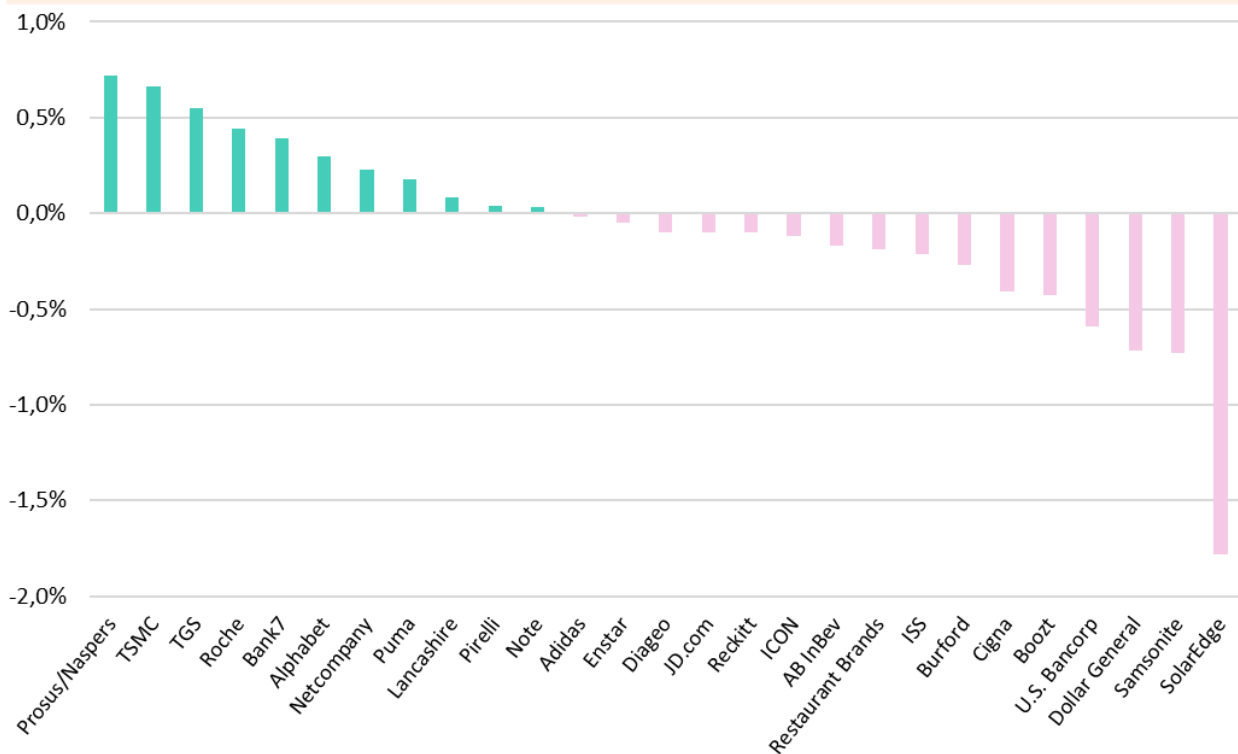
Som altid var der store forskelle i afkastet per aktie, hvilket er det, man kan forvente, når der er 20-30 aktier i porteføljen fordelt på forskellige geografier og sektorer.

Generelt var kursudviklingen for vores aktier sløj. Dette var især tilfældet i juni, hvor en række aktier faldt uden selskabsspecifikke nyheder. Langt hen ad vejen vurderer vi, at det skyldes den kraftige rotation i markedet, hvor AI-relaterede aktier steg, mens mange øvrige aktier faldt, som vi også diskuterede ovenfor.

I kvartalet gav Prosus/Naspers det største positive bidrag til porteføljen ved en kombination af en pæn kursstigning og en høj vægt i porteføljen. Tencent aflagde i kvartalet et solidt regnskab, hvor omsætningen og marginerne steg. Desuden fremhævede Tencent også sine AI kompetencer, hvilket også understøttede kursen. Det massive aktietilbagekøb fortsætter hos Prosus/Naspers, men alligevel blev discounten udvidet i kvartalet pga. skift af CEO. Den nye CEO betoner i højere grad opkøb end den midlertidige CEO, hvilket bekymrede markedet. Vi finder det stadig attraktivt at eje Tencent gennem Prosys/Naspers pga. discounten og det store tilbagekøbsprogram. Vi ser helst, at alle penge går til tilbagekøb af aktier.

TSMC fortsætter med at bidrage positivt til porteføljen. Selskabet offentliggør månedlige omsætningstal, som i april og maj var flotte. Juni er nu også kendt, og omsætningen steg 40% i 2. kvartal, hvilket er højere end selskabets egen guidance. Den generelle begejstring for AI er dog den primære grund til den solide kursudvikling, da TSMC er helt central i produktionen af de mikrochips, som bruges til at træne AI-modeller med. Siden bunden i oktober 2022 er aktien steget knap 200%. Også aktierne i Alphabet steg pga. AI, og det samme gjaldt delvist for Netcompany.

## Bidrag til samlet afkast fordelt på aktier i 2. kvartal 2024



TGS-aktien blev løftet af, at den endelige godkendelse af fusionen med PGS blev modtaget, hvilket styrker selskabets samlede markedsposition. De to selskaber blev kombineret per 1. juli, hvor også selskabs ledelse

blev offentliggjort. CEO og CFO for TGS fortsætter, hvilket er en bekræftelse af, at det reelt er TGS, som overtager PGS.

Roche har haft det svært under vores ejerskab, men i 2. kvartal steg aktien. Vi tilskriver det en rigtig god kapitalmarkedsdag for selskabets diagnostiske forretning. Det er en mindre del af Roche, men divisionen har en markedsledende position og en solid underliggende vækst (Covid-19 gav kraftig vækst og tilsvarende tilbagefald i omsætningen). Hvis det var et selvstændigt selskab, ville det nok handle på en P/E multiplum omkring 25x, så dagen var med til at understrege, hvor billigt Roches lægemiddelsdivision reelt er prissat.

På den negative side faldt SolarEdge væsentligt i kvartalet. Det har været en fejl at genkøbe aktien i efteråret 2023. På et år er SolarEdge gået fra høj omsætningsvækst, solid indtjening og en rigtig stærk balance til muligvis at have finansielle problemer. Vi har ikke tidligere haft et selskab i porteføljen med så stor en ændring på så kort tid. Pt. er markedet for solcelleanlæg gået i stå. Det er kommet helt bag på industrien, som nu har alt for høje lagre, da forventningen var, at den solide omsætningsvækst skulle fortsætte. Det betyder også, at SolarEdge har store beløb bundet i varelagre og underskud på driften. Selskabet har flere gange nedjusteret sine forventninger til, hvornår der kommer en positiv vending.

Der er mange områder, hvor den grønne omstilling er bremset op. Vores holdning er stadig, at den kommer i gang igen, men bekymringen er, hvor lang tid det tager. Vi har stadig aktier i SolarEdge, men det er nu en ganske lille position, og vi er pt. ikke fristet af at købe flere aktier. Vi vil gerne se, at markedet bedres.

Samsonite har ovenpå Corona leveret flotte resultater drevet af en solid marginfremgang. I kvartalet faldt aktien dog, hvilket skyldes to ting. I 1. kvartal steg aktien på spekulationer om, at selskabet ville blive købt, men dette er ikke sket, så opkøbspræmien er nu ude af aktien igen. Desuden dæmpede Samsonite forventningerne til omsætningsvæksten i 2024 i regnskabet for 1. kvartal, hvilket også satte pres på kursen. Omsætningen vokser dog stadig pænt.

Generelt har der i kvartalet været pres på forbrugsaktier, hvilket også ses på kursen for Boozt. Også Dollar General faldt sammen med de øvrige stabile forbrugsaktier. Desuden var Dollar General negativ påvirket af et regnskab, hvor selskabet sagde, at det kommer til at tage lidt længere tid end ventet at få vendt forretningen rundt.

Icon var ude med nye finansielle målsætninger i kvartalet. Selskabet forventer 7%-10% årlig omsætningsvækst (1%-2% fra opkøb) samt yderligere marginfremgang, hvilket vi ser som positivt. Helt generelt har det store opkøb af PRAH været en succes mht. integration og marginer, hvor de finansielle marginmålsætninger for 2025 allerede blev nået i 2023.

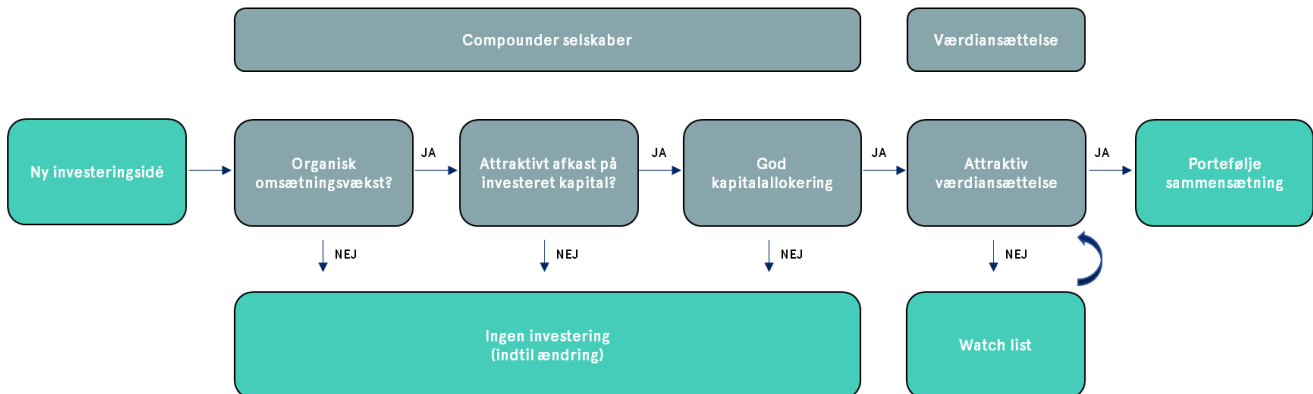
Nedenfor findes en oversigt over selskaberne fordelt på vægte. Da aktiekurser ændrer sig hele tiden, og vi løbende justerer på vægtene, vil selskaberne rykke op og ned i vægt over tid. Derfor er oversigten et øjebliksbillede.

	Højere vægt	Mellem vægt	Lavere vægt
Cyklisk forbrug		Samsonite, Pirelli, Boozt, Puma, JD.com	Restaurant Brands International
Defensivt forbrug	AB InBev, Reckitt	Dollar General	Diageo
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		Roche, Cigna	ICON
Teknologi		Netcompany	TSMC

# Værdien af aktietilbagekøb

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



Kapitalallokering handler om, hvad et selskabs ledelse gør med de penge, som de har til overs, når de har investeret i den organiske forretning. Her kan selskabet reducere sin gæld, udbetale udbytte, købe egne aktier tilbage og foretage opkøb af andre virksomheder. I vores optik bør alle alternativer konstant holdes op mod hinanden. Det betyder bl.a., at gevinsten ved et opkøb skal holdes op mod den værdi, som kan skabes, hvis selskabet tilbagekøber sine egne aktier.

Det er derfor vigtigt, at et selskabs ledelse har et kvalificeret bud på den fundamentale værdi af sin egen aktie, når den skal vælge sin kapitalallokering.

Hvorvidt tilbagekøb af egne aktier giver mening, afhænger i høj grad af den pris, som selskabet skal betale på børsen for sine egne aktier. Vi vil forsøge at illustrere dette med et meget simpelt eksempel:

Et børsnoteret selskab har en fundamentale værdi på 1.000 kr. og har 10 udestående aktier. Dvs. den fundamentale værdi per aktie er 100 kr.

Selskabets beslutter sig for at igangsætte et aktietilbagekøb af 1 aktie dvs. 10% af markedsværdien. I tabellen nedenfor har vi vist konsekvensen af at købe 1 aktie tilbage til hhv. kurs 150, kurs 100 og kurs 50.

	Dårlig kapitalallokering	Neutral kapitalallokering	God kapitalallokering
Aktiekurs på børsen	150	100	50
Fair value per aktie før tilbagekøb	$1000 / 10 = 100$	$1000 / 10 = 100$	$1000 / 10 = 100$
Fair value per aktie efter tilbagekøb	$850 / 9 = 94,44$	$900 / 9 = 100$	$950 / 9 = 105,56$
Indvandingseffekt	-5,56%	0%	5,56%

Ved et tilbagekøb af 1 aktie til kurs 150 falder værdien af selskabet til 850 kr., mens der nu er 9 aktier tilbage. Dvs. at værdien af de tilbageværende aktier er 94,44 kr. per aktie. Sammenlignet med den tidligere værdi på 100 kr. per aktie er der derfor destrueret 5,56% værdi ved tilbagekøbsprogrammet. Var den tilsvarende aktie købt tilbage på kurs 100, så ville effekten have været neutral, mens et tilbagekøb på kurs 50 ville have øget værdien per tilbageværende aktie med 5,56%.

Ovenstående antagelser er supersimple og i praksis er der væsentlig usikkerhed om, hvad den fundamentale værdi af selskabet er. Men som sagt er det noget, som selskabets ledelse bør have et bud på, når den beslutter sig for, om det er en god ide at købe aktier tilbage.

Desværre ser vi i praksis ofte, at selskaber køber egne aktier tilbage, når det går godt for selskabet, og aktiemarkedet er meget begejstret for selskabet. Det betyder også, at nogle aktietilbagekøbsprogrammer decideret ødelægger værdi for aktionærerne. I stedet burde selskabet bruge pengene på at foretage værdiskabende opkøb eller udbetale dividender.

Ud over at finde nogle gode compounder-selskaber at investere i, så bruger vi meget tid på at give et bud på den fundamentale værdi af et selskab. Det gør vi især for at vurdere, hvad vi skal investere i, men det hjælper os også til at vurdere, om aktietilbagekøb skaber værdi for os som aktionærer.

For at illustrere vores overvejelser, har vi forsøgt at gruppere vores porteføljeselskaber efter, hvor stor en del af overskuddet de udlodder til deres aktionærer i form af dividender og aktietilbagekøb. Desuden har vi i meget simpel form rangeret selskaberne efter upside\*.

	Ingen/små udlodninger	Mellem udlodninger	Høje udlodninger
Lav upside	ICON	TSMC	Alphabet
Middel upside	Burford, Note	Boozt, Roche, Pirelli	ABI, Cigna, Enstar, Samsonite, Diageo, Netcompany, RBI
Høj upside	Dollar General, Bank7 SolarEdge	Puma, U.S. Bancorp, TGS	Prosus, Lancashire, ISS JD.com, Reckitt

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

I opgørelsen skelner vi ikke mellem dividender og aktietilbagekøb. Modtager vi dividender, så kan vi vælge at købe flere aktier for pengene og dermed øge vores ejerandel i selskabet. Vurderer vi, at upsiden i selskabet er lav, så investerer vi typisk dividenderne i andre selskaber i porteføljen.

For os er det allermest attraktive, hvis vi kan have aktier i selskaber, som returnerer mange penge til aktionærerne i form af tilbagekøb af egne aktier på kursniveauer med høj upside. Det er også derfor, at vi er begejstrede for, at Prosus, Lancashire, ISS, JD.Com og Reckitt alle returnerer væsentlige beløb til deres aktionærer. Det er også fint, at Icon pt. har lave udlodninger og i stedet bruger pengene på at reducere gælden oven på opkøbet af PRAH og evt. laver værdiskabende opkøb.

Vi er ikke så begejstrede for selskaber, som laver opkøb, når de alternativt kan købe deres egne aktier billigt tilbage. Her er det vigtigt, at selskabet er disciplineret og i stedet køber egne aktier tilbage.

Det allerværste er selskaber, som blot placerer pengene på balancen på et tidspunkt, hvor deres egne aktier er kraftigt undervurderede. Det har bl.a. været tilfældet for mange japanske selskaber. En af grundene til, at de efter mange år er begyndt at stige, er netop, at de er begyndt at købe aktier tilbage for pengene på balancen. Vi synes, at kinesiske Tencent og JD.Com begge har vist god kapitalallokering ved at øge kapitalreturneringen kraftigt, efter at deres aktier er faldet gennem en længere periode.



# 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://www.youtube.com/watch?v=Ep91K25B1r4>

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. juli kl. 20:00:**

<https://us06web.zoom.us/meeting/register/tZwpc-2oqTorHtVGPTVJYeOPkb6w0t--XWdw>

## **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.