

COMPOUNDERS

# Nyhedsbrev nr. 19

---

Oktober 2024

En mindre stigning i kvartalet

Bredere funderet markedsstigning end i 1. halvår

Amadeus IT blev genkøbt

Kinesiske aktier steg, mens flere  
konjunkturfølsomme faldt

Værdiansættelse af kinesiske aktier

## Kære medinvestor

Velkommen til nyhedsbrevet for 3. kvartal 2024.

Kvartalet sluttede med solide stigninger til vores kinesiske aktier, som kompenserede for en sløj udvikling for flere af vores konjunkturfølsomme og forbrugerrelaterede aktier. Afkastet i kvartalet blev positivt med godt 2%, hvilket var på niveau med det globale aktiemarked. I kvartalet blev stigningerne i markedet bredere baseret end i første halvår, hvor alt drejede sig om kunstig intelligens. Vores portefølje er sammensat med et ønske om at have en god spredning på sektorer og geografier, hvilket betød, at der var væsentlig medvind til nogle af vores aktier, mens andre havde det hårdt. Vi er fortsat helt trygge ved selv at investere i en 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)

# En lille kursstigning i 3. kvartal

I 3. kvartal steg indre værdi i den udbyttebetalende fond til 136,04 kr. fra 133,13 kr. ved udgangen af 2. kvartal svarende til 2,2% stigning. I den akkumulerende fond sluttede kvartalet med en indre værdi på 117,62 kr. mod 115,19 kr. ultimo 2. kvartal og dermed et afkast på 2,1% i kvartalet. Modelporteføljen er den samme i de to fonde, 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 3. kvartal 2024 inkl. udbytter. Som markedet faldt porteføljen i starten af august og et par skuffende regnskaber fastholdt en sløj kursudvikling. Kvartalsafslutningen var solid, hvilket var drevet af kraftige kursstigninger på vores kinesiske aktier ovenpå kinesiske politiske tiltag for at sætte gang i den kinesiske økonomi. På de kommende sider reflekterer vi yderligere over udviklingen for porteføljen.

## Udvikling i afkast



# Bredere baserede stigninger end i første halvår

I forhold til det globale aktiemarked (MSCI World All Countries) blev afkastet for 3. kvartal 2024 hos MW Compounders ca. på niveau med markedet. Ovenpå et svært første halvår og en sløj start på kvartalet var det rart at se, at vi endte med at følge med markedet i kvartalet. Ambitionen er naturligvis at gøre det bedre end markedet, så rigtigt tilfredse er vi ikke med kvartalet. Vi arbejder dagligt på at indhente og overgå aktiemarkedet samtidig med, at vi har fokus på også at levere et fornuftigt absolut afkast. Kvartalet viste, at der hurtigt kan ske ændringer i forhold til markedet, når man som vi har en koncentreret portefølje på 20-30 aktier, hvor hver enkelt aktie kan have en væsentlig indvirkning på afkastet.

I kvartalet gjaldt det, at stigningerne i markedet blev bredere funderede end i 1. halvår, som i høj grad var drevet frem af de store amerikanske teknologiaktier.

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)	5,3%	17,6%	-12,3%
Siden start	66,9%	63,2%	3,7%

Per 30. september 2024

Afkast opgjort efter omkostninger. Markedet er MSCI ACWI.

For året gælder det stadig, at stigningen i det globale aktiemarked har været drevet 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 teknologiselskaber, som har lav vægt i vores portefølje.

# Amadeus IT blev genkøbt i kvartalet

I 3. kvartal genkøbte vi Amadeus IT til porteføljen, mens Restaurant Brands International og Enstar blev solgt.

Amadeus IT er et spansk selskab med en global lederposition indenfor software til luftfartsindustrien. Selskabet har også en attraktiv vækstposition indenfor software til hoteller. Amadeus har styrket sin markedsposition og taget markedsandele de senere år, hvor de to største konkurrenter har haft det svært finansielt. Vi ejede aktier i Amadeus ved fondens start, men solgte dem sidste sommer. Vi har genkøbt aktien efter nye udmeldinger fra selskabet omkring vækstmulighederne på mellemlang sigt, som vi finder troværdige. Vi ser derfor i dag en højere værdi af selskabet end tidligere. Fik du ikke set videoen, hvor Johannes fortæller om selskabet, kan du finde den her:

[Gennemgang af Amadeus IT \(youtube.com\)](https://www.youtube.com/watch?v=...)

Vi solgte de sidste aktier i Restaurant Brands International i kvartalet, da vi ser en mere attraktiv værdiansættelse i andre aktier i porteføljen. Under vores ejerskab har aktierne gjort det lidt dårligere end porteføljen samlet. Vi kan stadig godt lide forretningsmodellen, men har været lidt skuffede over udviklingen i Burger King i USA, hvor det har været nødvendigt at afholde en del omkostninger for at styrke brandet.

Enstar blev også solgt i kvartalet efter at have gjort det bedre end porteføljen i vores ejertid. Vi har været begejstrede for selskabets drift under vores ejerskab. Årsagen til salget er, at der er kommet et bud på selskabet, og det står til at blive afnoteret. Vi er skuffede over prisen, som er på niveau med markedskursen, men en række store investorer og ledelsen bakker op om salget, så derfor bliver det en realitet.

Ved udgangen af 3. kvartal 2024 var der 25 aktier i porteføljen.

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

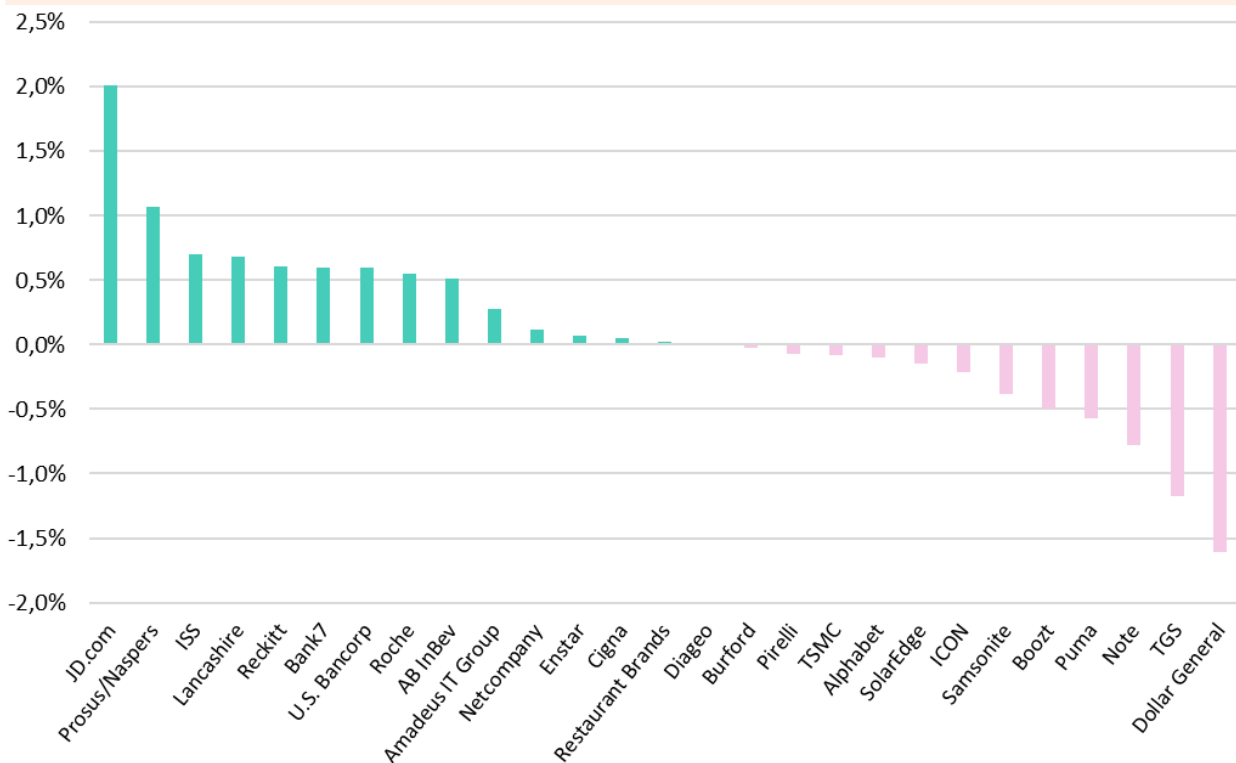
Portefølje pr. 30/9 2024

# Kinesiske aktier steg, mens flere konjunkturfølsomme faldt

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 gjaldt det overordnet, at vores kinesiske aktier bidrog mest positivt til afkastet, mens en række konjunkturfølsomme og forbrugerrelaterede aktier havde en negativ indvirkning på det samlede afkast.

## Bidrag til samlet afkast fordelt på aktier i 3. kvartal 2024



Kina har været en hovedpine for porteføljen siden 2021 som følge af en svag økonomisk udvikling i landet samt regulatorisk modvind overfor især teknologiselskaber. Det er derfor en glæde at se, at vores eksponering mod Kina endelig begynder at bidrage positivt til porteføljen. Ved kvartalets afslutning steg kinesiske aktier generelt ganske kraftigt efter udmeldinger om en række politiske tiltag for at sætte gang i økonomien.

Især JD.com, som vi købte i 2. kvartal 2024, steg kraftigt på de nye tiltag, og det var kvartalets bedste aktie. Vores ejerskab af Tencent gennem Prosus/Naspers bidrog allerede positivt til afkastet i 1. halvår, hvilket fortsatte i kvartalet. I bred forstand er TSMC også et kinesisk selskab, som både i 2023 og 2024 har været positivt for porteføljen efter et svagt 2022.

De kinesiske forbrugere er ikke rigtig kommet i gang med at forbruge ovenpå Covid-19, og den økonomiske vækst har skuffet. Der er dog forhåbninger om, at de politiske tiltag vil forbedre dette. Derudover ser det

ud til, at den finansielle støtte til udskiftning af hårde hvidevarer for alvor er begyndt at bidrage til efterspørgslen, hvilket understøtter JD.com, som har en stor eksponering mod kategorien.

JD.com tilbagekøbte 7% af sine egne aktier i 1. halvår, hvilket yderligere støtter vores positive syn på selskabet. Også Tencent fortsætter med at købe aktier tilbage, og samtidig fortsætter Prosus/Naspers med at købe egne aktier tilbage finansieret ved salg af Tencent aktier pga. den store discount. Tencent fortsætter med at levere gode resultater med højere marginer, hvilket også har understøttet kursudviklingen.

ISS bidrog også positivt til afkastet i kvartalet. Den væsentligste årsag er, at Henrik Lind (stifter af Danske Commodities) købte 10% af selskabet, mens Kirkbi (Lego) reducerede sin position. Vi ser dette som positivt, da det kan give øget pres på bestyrelsen og ledelsen for bedre at få reflekteret værdien af ISS i aktiekursen. ISS viser fortsat en solid driftsmæssig udvikling. Samtidig blev aktietilbagekøbsprogrammet øget i kvartalet. Vi vurderer, at aktiekursen primært holdes tilbage af voldgiftssagen med Deutsche Telecom, men også af ønsket om fortsat at opkøbe andre selskaber, selvom det historisk ikke har skabt værdi. Det sidste vurderer vi, at en ny stor aktionær kan være med til at ændre.

Lancashire steg også i kvartalet, hvilket tilskrives, at orkansæsonen i USA i år ikke vurderes at have medført ekstraordinært høje tab, som det er set i tidligere år. Dog er orkansæsonen stadig i gang, så der kan fortsat komme store tab.

Det største negative bidrag til porteføljen kom fra Dollar General, som i kvartalet nedjusterede forventningerne til helåret. Det er tydeligt, at der er væsentligt pres på den fattige del af den amerikanske befolkning, som er presset af efterdønningerne af de seneste års høje inflation samt lavere offentlige tilskud sammenlignet med situationen under Covid-19. Samtidig er jobmarkedet i USA overordnet så stærkt, at middelklassen fortsat har en god økonomi og derfor ikke for alvor er begyndt at handle i lavprisbutikker som Dollar General. Vi forventer stadig, at det lykkes for den nye ledelse af vende situationen til det bedre over de kommende år, om end det formentlig kommer til at tage lidt længere tid, end vi oprindeligt forventede.

TGS faldt pga. en faldende oliepris, men også til dels ovenpå en afholdt kapitalmarkedsdag. Endnu en gang fremlagde ledelsen solide forventninger til fremtiden, men efter en længere periode, hvor ambitionerne ikke helt er blevet indfriet, har markedet indtaget en afventende tilgang. Vi forventer stadig, at aktivitetsniveauet kommer til at stige i de kommende år. Desuden ser vi positivt på fusionen med PGS, som bør aflejre sig i fornuftige synergier.

Note nedjusterede i kvartalet som følge af færre ordrer fra kunderne. Helt generelt er det tydeligt, at der er en opbremsning i gang i de europæiske industrivirksomheder. Desuden har Note eksponering mod ladere til elbiler, som pt. har det svært efter en periode med kraftig vækst. Også Puma, Boozt og Samsonite nedjusterede, da privatforbruget bremser op.

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

# Værdiansættelse af kinesiske aktier

Det kinesiske aktiemarked er som bekendt steget kraftigt de seneste par uger. Det naturlige spørgsmål er, om det kan fortsætte.

En vigtig forudsætning for en fortsat stigning er, at de politiske tiltag får en effekt, og at den kinesiske økonomi forbedres. Efter kraftige fald på kinesiske aktier i 2021 og 2022, steg aktierne pænt i starten af 2023 på forventningen om, at genåbningen ovenpå Covid-19 ville give en boomende økonomi svarende til udviklingen i de vestlige lande. Dette materialiserede sig ikke, og efterfølgende kom der fornyet pres på kinesiske aktier.

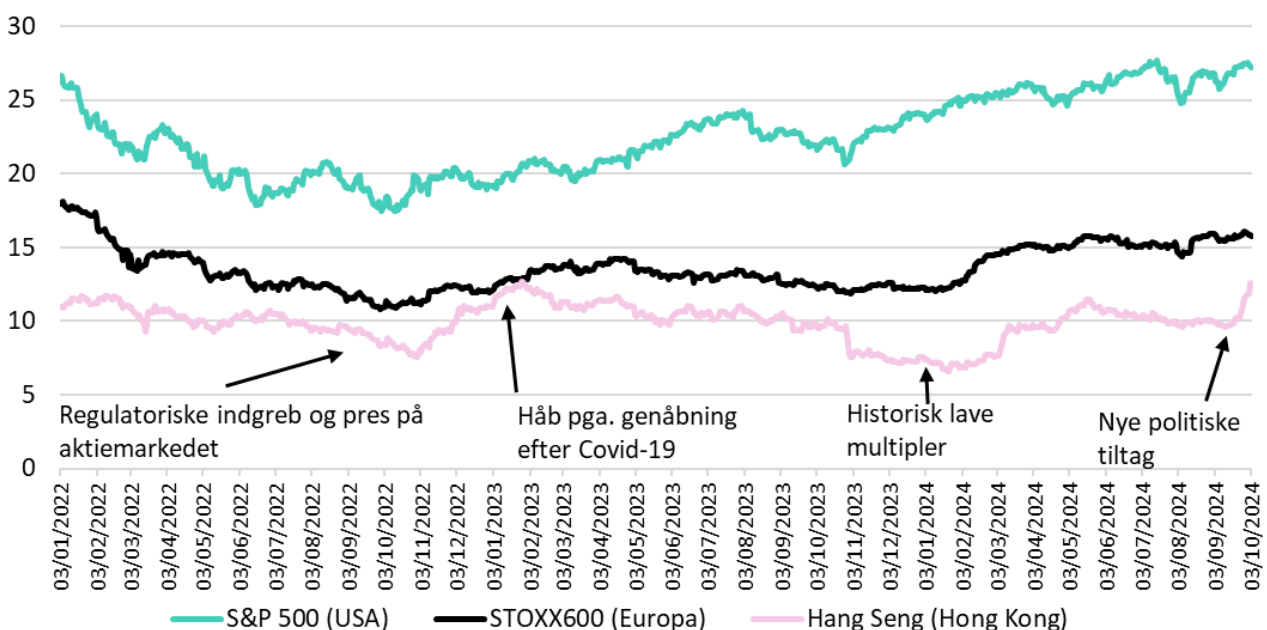
Det er dog vigtigt at notere sig udviklingen i værdiansættelsen af det kinesiske aktiemarked. Tidligere i år var kinesiske aktier historisk billige. Og på trods af den seneste stigning handler kinesiske aktier fortsat på lave multipler.

Vi har forsøgt at illustrere dette i nedenstående figur. Den viser P/E multiplerne (prisen for en kroners indtjening) for de amerikanske, europæiske og kinesiske aktiemarkeder. Figuren dækker perioden, siden den udbyttebetalende fond blev lanceret.

Helt overordnet gælder det, at det amerikanske marked er væsentligt dyrere end det europæiske aktiemarked, som igen er dyrere end det kinesiske aktiemarked.

Det fremgår, at siden efteråret 2022 er multiplerne steget kraftigt i USA, men også delvist i Europa. Derimod var multiplerne for de kinesiske aktier historisk lave i foråret 2024 pga. bekymring for den kinesiske økonomi og den geopolitiske situation. Holdningen var (og er måske stadig), at Kina er et marked, man ikke kan investere i.

**P/E multipler for forskellige indeks**



De seneste par uger er de kinesiske aktier steget, men P/E niveauet er stadig lavt i forhold til Europa og USA. Det springer derfor på ingen måde i øjnene, at kinesiske aktier er dyre. Der er nærmere tale om, at de er gået fra at være ekstremt billige til blot at være billige.

Der er ingen tvivl om, at der er en reel geopolitisk og indenrigspolitisk risiko ved at investere i kinesiske aktier. Det gør også, at vi næppe kommer til at se kinesiske aktier handle på samme multipler som tilsvarende vestlige aktier. Det har vi i vores egen værdiansættelse forsøgt at reflektere ved at have højere afkastkrav til kinesiske selskaber end til vestlige selskaber. På baggrund af de seneste stigninger, har vi også reduceret vores positioner i både Tencent (Prosus/Naspers) og JD.com.

Når det så er sagt, viser ovenstående også, at kinesiske aktier stadig er forholdsvis billige. Vi er glade for at kunne være aktionærer i et par meget veldrevne selskaber, som har stærke balancer, god indtjening og køber massivt tilbage af egne aktier. De er stadig begge væsentlige positioner i porteføljen.

At stemningen kan ændre sig væsentligt mht. Kina, har vi også erfaringer med fra TSMC. Efter en rigtig dårlig start, har TSMC de seneste knap to år været en rigtig god aktie for porteføljen. I figuren nedenfor viser vi udviklingen i P/E multiplet for TSMC.

I 2022 var der begyndende pres på forretningen, men især gjorde den geopolitiske situation, at der kom kraftigt pres på aktien. Mange udtalte, at aktien var ikke-investerbar. Konsekvensen var, at P/E multiplet var helt nede på 10x i efteråret 2022. Siden er markedsforholdene forbedret væsentligt, så indtjeningen er skudt i vejret. Og samtidig er multiplet steget, så TSMC nu handler over 20x indtjeningen. Det betyder ikke, at den konjunkturmæssige eller geopolitiske risiko er forsvundet, men det er bare afspejlet mindre i aktiekursen end for to år siden. Derfor har vi også reduceret eksponeringen til TSMC i løbet af 2024.

### P/E multipel for TSMC



Mht. JD.com har vi som sagt også reduceret vores position, men det er stadig en væsentlig position for os. Som det fremgår af figuren på næste side, var JD.com helt nede at handle på 6x indtjeningen. Selv efter den kraftige stigning de seneste par uger, handler aktien kun på godt 10x indtjeningen. Kommer der gang i den kinesiske økonomi, vil både indtjeningen og multiplet formentlig stige.



## P/E multipel for JD.com



## 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/uwq-KQCXwBI>

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.

Du er meget velkommen til at sende dine 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. 22. oktober kl. 20:00:**

<https://us06web.zoom.us/meeting/register/tzMocOqrrzkiGt2iHpyV4FdA3dFH1itjsBPQ>

### 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.