COMPOUNDERS

Nyhedsbrev nr. 22

Juli 2025

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	9,4%	25,4%	-16,0%
2025 - 1. kvartal	*-3,0%*	*-5,3%*	*2,3%*
2025 - 2. kvartal	*-2,5%*	*2,3%*	*-4,8%*
2025 (6 mdr.)	-5,5%	-3,1%	-2,3%
Siden start	64,0%	68,5%	-4,5%

Afkast opgjort efter omkostninger. Markedet er MSCI ACWI.

Kære medinvestor

2. kvartal af året gav en ordentlig tur i rutsjebanen, idet porteføljen allerede efter 9 dage var faldet med 12% ovenpå Trumps toldkrig. Heldigvis rettede aktierne sig pænt i løbet af kvartalet, således at tabet blev minimeret til 2,5% i kvartalet – som det fremgår af tabellen på forsiden. Undervejs i kvartalet oplevede vi også fornyet geopolitisk uro i Mellemøsten, hvilket dog ikke havde de samme negative effekter på aktiemarkedet som toldkrigen.

Det er naturligvis aldrig tilfredsstillende at realisere et negativt afkast i en periode. Men set i lyset af de voldsomme udsving i starten af kvartalet er jeg dog tilfreds med, at kvartalet slutter med relativt begrænset tab.

I forhold til det globale aktiemarked har porteføljens afkast været lavere i 2. kvartal. Det skyldes primært, at de store amerikanske aktier har klaret sig meget stærkt i kvartalet og har trukket det globale aktiemarked op. Det var den modsatte tendens, der gjorde sig gældende i årets første kvartal, hvilket kom vores portefølje til gavn.

Dykker vi ned i porteføljen, er kvartalets afkast sammensat af en gruppe aktier, der har gjort det rigtig godt og er steget pænt i kvartalet. Det er nogle af de mere stabile virksomheder, såsom danske ISS og den amerikanske lavpriskæde Dollar General. Til gengæld har nogle af de mere konjunkturfølsomme selskaber fået slag i perioden. Tre af de dårligste aktier i porteføljen er kategoriseret i sektoren cyklisk forbrug. Det drejer sig om Boozt, Samsonite og kinesiske JD.com. For disse selskaber gælder, at vi må afvente en periode med forbedret forbrugertillid, inden selskaberne igen vil opleve fremgang i forretningen.

Jeg har været forholdsvis aktiv i kvartalet på handelssiden og har benyttet lejligheden til at tage profit i nogle af de aktier, der har ligget med pæne stigninger i år, og hvor der efter min vurdering ikke længere er så meget kurspotentiale tilbage. Til gengæld har jeg købt op i nogle af de aktier, der blev ramt af kursfald i kvartalet, og hvor der efter min vurdering nu eksisterer et attraktivt kurspotentiale.

I kvartalet har jeg også solgt to og købt én ny aktie til porteføljen.

Alle ovenstående selskaber vil blive kommenteret særskilt i de efterfølgende afsnit af dette nyhedsbrev.

Ser vi fremad, har jeg store forventninger til den nuværende portefølje, hvor jeg vurderer, at der er et betydeligt kurspotentiale. Det er vanskeligt at sige, hvornår dette potentiale vil blive udløst, men erfaringen siden stiftelsen i 2020 viser, at det lønner sig at have tålmodighed med de aktier, der er i porteføljen – selv om der i perioder er modvind.

Ser vi f.eks. på et selskab som Tencent, som vi ejer igennem det hollandske selskab Prosus, var denne aktie en stor hovedpine i porteføljen i løbet af 2021 og 2022. Da det så værst ud, var tabet på omkring 7% af porteføljens kapital. Der kom masser af kritiske spørgsmål og forespørgsler på at sælge ud af aktien. Heldigvis bevarede vi troen på den fundamentale værdi i selskabet. Aktien er nu steget over 150% siden bunden og tabet er reduceret til ca. 1% af kapitalen. Det er naturligvis stadig ikke en solstrålehistorie, men dog et tab der kan håndteres.

I øjeblikket er det positionerne i Puma og Boozt, som har kostet flest penge for porteføljen. Men ligesom med Tencent har jeg tiltro til, at den fundamentale værdi af disse selskaber er betydeligt højere end den nuværende aktiekurs. Derfor har jeg også tålmodighed og afventer bedre tider.

Jeg takker for din fortsatte tillid og ønsker dig en god sommer.

København, juli 2025

Johannes Møller Westh
Partner og porteføljeforvalter

Porteføljegennemgang for 2. kvartal

Denne tabel viser, hvordan porteføljen har udviklet sig i 2. kvartal. Kolonnerne viser for hver aktie, hvilken vægt aktien havde i starten af kvartalet, hvor meget der er købt og solgt, hvilken vægt aktien havde ultimo kvartalet og afledt heraf, hvilket bidrag hver aktie har ydet til porteføljen. Cirklerne markerer de forhold, der bliver kommenteret efterfølgende.

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
Amadeus IT	3,2%		0,5%	2,8%	0,1%
AB InBev	6,5%		2,5%	4,5%	0,5%
Arrow Electronics	4,6%			5,3%	0,7%
Bank7	3,1%	0,2%		3,4%	0,1%
Barry Callebaut	0,0%	4,5%		5,0%	0,5%
Boozt	4,1%	1,3%		4,4%	-1,0%
Burford Capital	3,1%	1,2%		3,9%	-0,5%
Cigna Group	6,3%			5,9%	-0,3%
Dollar General	4,7%			5,8%	1,1%
ICON	5,5%	1,8%		6,1%	-1,1%
ISS	6,1%		1,5%	5,6%	1,0%
JD.Com	4,8%	0,8%		4,3%	-1,2%
Lancashire	4,6%		0,5%	4,4%	0,3%
Note	1,5%		1,7%	0,0%	0,1%
Novo Nordisk	5,0%	1,0%		5,8%	-0,2%
Pirelli	4,8%		1,3%	4,2%	0,7%
Puma	3,5%	0,8%		4,6%	0,4%
Prosus	4,4%		2,3%	2,7%	0,6%
Reckitt	4,6%			4,4%	-0,1%
Roche	3,7%			3,5%	-0,3%
Samsonite	4,1%	1,5%		4,5%	-1,2%
Solaredge	0,8%			0,9%	0,1%
TGS	4,9%	0,3%		4,5%	-0,7%
TSMC	0,9%		1,1%	0,0%	0,2%
U.S. Bancorp	3,1%			3,2%	0,1%
Kontant	2,0%	-1,9%		0,2%	0,1%

Tabellen viser, hvordan modelporteføljen har udviklet sig i 2. kvartal. Begge vores faktiske porteføljer (den udbyttebetalende og den akkumulerende) spejles op imod modelporteføljen. Vægtene i de faktiske porteføljer kan afvige en lille smule under hensyntagen til ikke at have flere handelsomkostninger end højst nødvendigt. Beregningen af bidrag viser, om den enkelte aktie har bidraget positivt eller negativt til porteføljen i forhold til resten af porteføljen. Summen af denne kolonne vil altid give 0, uanset om den samlede portefølje stiger eller falder. I grafen senere i nyhedsbrevet vises det absolutte bidrag fra hver aktie.

AB InBev

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
AB InBev	6,5%		2,5%	4,5%	0,5%

Vores bryggeriaktie steg igen i starten af 2. kvartal, mens resten af aktiemarkedet faldt kraftigt. Derfor valgte jeg at reducere positionen for at få frigivet kapital til at købe op i nogle af de aktier, der blev hårdt ramt af toldkrigen.

Barry Callebaut

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
Barry Callebaut	0,0%	4,5%		5,0%	0,5%

Barry Callebaut er en ny aktie i porteføljen, som jeg har købt i kvartalet. Selskabet er verdens største producent af kakao og chokolade med meget stærke markedspositioner og kunderelationer til fleste af verdens største mærkevarer indenfor chokolade. Historisk har selskabet haft en meget stabil indtjeningsevne, men det er i øjeblikket ramt af meget kraftige stigninger i prisen på kakao.

Jeg forventer, at selskabet indenfor et par år får normaliseret indtjeningen. Enten fordi prisen på kakao kommer ned igen, eller fordi de øgede omkostninger bliver sendt videre til kunderne. Jeg har lavet en video på YouTube, hvor jeg gennemgår selskabet og investeringscasen:

YouTube video om Barry Callebaut

Boozt

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
Boozt	4,1%	1,3%		4,4%	-1,0%

Boozt er et af de forbrugsselskaber, som blev ramt på aktiekursen i kvartalet, da uroen omkring toldkrigen satte ind. Forbrugertilliden er i øjeblikket meget lav på selskabets to største markeder, Danmark og Sverige, hvilket har resulteret i en lavere omsætningsvækst.

Der er ingen grund til, at forbrugerne er så negative i disse to markeder, da arbejdsløsheden er lav, reallønsvæksten er positiv, og mange forbrugere oplever lavere renter på deres boliglån. Derfor ser jeg en god mulighed for stigende forbrugertillid resten af året, hvilket forhåbentligt kan resultere i fornyet fremgang i forretningen for Boozt.

Dollar General

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
Dollar General	4,7%			5,8%	1,1%

Dollar General har mere end 20.000 butikker i USA i lavprissegmentet. Aktien bidrog negativt til porteføljen i 2024, da den igangværende turnaround tog længere tid end ventet.

Nu er der heldigvis lys for enden af tunnellen, da vi begynder at se resultaterne af den plan, som direktøren lancerede for godt et år siden. Selskabet lever nu op til egne indtjeningsforventninger, og der er udsigt til fremgang i indtjeningsmarginerne fremover.

ICON

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
ICON	5,5%	1,8%		6,1%	-1,1%

ICON hjælper medicinalselskaber med at lave kliniske studier. Selskabets aktiekurs har været hårdt ramt det seneste år, fordi nogle af de store medicinalselskaber har måttet restrukturere deres forretning og som en konsekvens heraf har skåret ned på antallet af kliniske studier.

Tidligere havde ICON en omsætningsvækst på over fem procent, men væksten er i øjeblikket tættere på nul. Dette kan dog på ingen måde retfærdiggøre den kraftige reaktion, der har været på aktiekursen, som siden toppen er faldet med næsten 60%.

ICON har været i porteføljen siden stiftelsen af MW Compounders, og jeg er meget overbevist om selskabets underliggende kvaliteter og evner til at komme igennem den nuværende modgang. Derfor har jeg købt yderligere op i aktien, som nu er den største position i porteføljen.

ISS

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
ISS	6,1%		1,5%	5,6%	1,0%

ISS har igen i 2. kvartal leveret et solidt afkast til porteføljen. Selskabet har i år startet et meget stort program for tilbagekøb af egne aktier. Det kvitterer aktiemarkedet for ved at sende kursen op. Jeg glæder mig over dette aktionærvenlige tiltag. Da kurspotentialet ikke kunne retfærdiggøre en meget stor position i aktien, har jeg valgt at reducere en smule i kvartalet.

I 3. kvartal kommer der sandsynligvis nyheder omkring selskabets igangværende voldgiftssag med den største kunde, Deutsche Telekom. Udfaldet af denne sag vil sandsynligvis afgøre kursudviklingen i 3. kvartal.

JD.com

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
JD.Com	4,8%	0,8%		4,3%	-1,2%

JD.com er blandt de største e-handelsvirksomheder i Kina. Aktien er faldet i 2. kvartal til trods for, at selskabets kerneforretning leverer solid indtjeningsvækst. Årsagen til faldet er, at ledelsen har valgt at gå ind i et nyt forretningsområde, nemlig levering af take-away mad. Det er et område, hvor der i forvejen er en meget stærk markedsleder, og det må derfor forventes, at satsningen vil være underskudsgivende i starten og måske koste op mod 20-25% af den samlede indtjening i JD.com.

Efter min bedste vurdering er satsningen tvivlsom, og jeg havde hellere set at ledelsen havde koncentreret sig om kerneforretningen. Selv om jeg betvivler denne nye satsning, holder jeg dog fast i aktien pga. den stærke udvikling i kerneforretningen.

Note

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
Note	1,5%		1,7%	0,0%	0,1%

Det svenske industriselskab Note er solgt helt ud af porteføljen. Der var begrænset kurspotentiale tilbage i aktien, og jeg valgte derfor at sælge den, da toldkrigen brød ud, for at kunne finansiere køb af aktier, hvor jeg så et større potentiale.

Det er anden gang, at Note sælges ud af porteføljen og begge gange har aktien bidraget positivt til porteføljens afkast. Samlet set er Note den mest bidragende aktie til MW Compounders. Derfor følger jeg naturligvis stadig med i selskabet og vil med glæde genkøbe aktien, hvis der en dag opstår en mulighed, hvor kurspotentialet er attraktivt.

Prosus

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
Prosus	4,4%		2,3%	2,7%	0,6%

80% af værdien af Prosus udgøres af en 25% ejerpost i Tencent – det største IT firma i Kina. Prosus har haft en ret positiv kursudvikling det seneste år, og jeg har reduceret positionen i takt med, at der ikke længere er det store kurspotentiale.

Som jeg beskrev i indledningen til dette nyhedsbrev, var Prosus et stort smertensbarn i årene 2021 og 2022. Det var uden sammenligning den position, der gav anledning til flest kritiske spørgsmål fra medinvestorer og journalister. Men vi valgte at have tålmodighed, da vi stolede på den underliggende kvalitet af selskabet (Tencent) og så et betydeligt kurspotentiale. Denne tålmodighed er blevet belønnet med meget flotte kursstigninger siden bunden i 2022. Aktien har, trods stigningerne, stadig bidraget negativt til den samlede portefølje, men tabet er nu reduceret til en størrelse, der er acceptabel.

Samsonite

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
Samsonite	4,1%	1,5%		4,5%	-1,2%

Samsonite er verdens største producent af kufferter og andre rejsetasker. Aktien har desværre fået nogle slag i år i takt med, at selskabets omsætningsudvikling har været sløjere end ventet. På den måde minder den meget om de to andre cykliske forbrugsaktier, Puma og Boozt, som også har bidraget negativt i år. Ligesom med de to vurderer jeg kursen for at være særdeles undervurderet på det nuværende niveau, og jeg har derfor købt yderligere op i aktien.

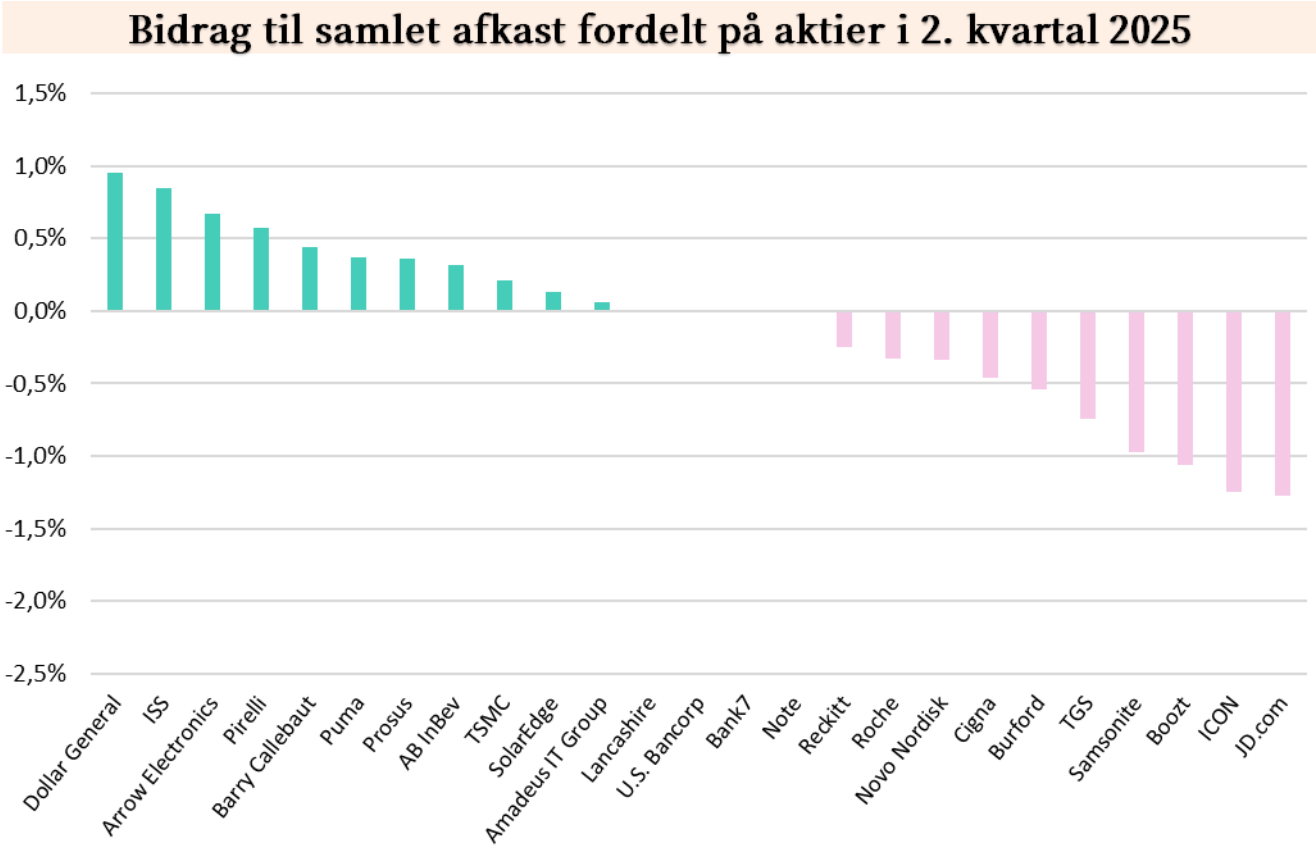
TSMC

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
TSMC	0,9%		1,1%	0,0%	0,2%

TSMC er verdens største producent af mikrochips. Aktien lå svagt i starten af kvartalet men rettede sig betydeligt hen imod slutningen af kvartalet, hvor jeg solgte positionen ud af porteføljen, da der efter min vurdering kun er et begrænset kurspotentiale tilbage. TSMC har været i porteføljen siden starten af 2021 og har i den periode bidraget positivt til porteføljen. Undervejs har der dog været betydelige udsving i kursen, men ligesom med Prosus har det kunnet betale sig at have tålmodighed i de svære perioder.

Bidrag til absolut afkast

Denne graf viser, hvordan hver aktie har bidraget til det absolutte afkast på porteføljen i kvartalet.



Porteføljeoversigt

Tabellen viser en oversigt over selskaberne i porteføljen fordelt på sektorer og geografier.

Pr. 30/6 2025	Norden	Øvrige Europa	Nordamerika	Asien
Cyklisk forbrug	Boozt	Pirelli, Puma	Samsonite	JD.com
Defensivt forbrug		AB InBev, Reckitt, Barry Callebaut	Dollar General	
Ejendomme				
Finans		Lancashire, Burford Capital	US Bancorp, Bank7	
Forsyning				
Industri	ISS		SolarEdge, Arrow Electronics	
Kommunikationsservice				Prosus (Tencent)
Materialer				
Olie og gas	TGS			
Sundhed	Novo Nordisk	Roche	ICON, Cigna	
Teknologi		Amadeus IT		

Events

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

Link til Youtube video

Jeg afholder et webinar, hvor du har mulighed for at stille de spørgsmål, du måtte have til dette nyhedsbrev og porteføljen generelt. Du er meget velkommen til at skrive til mig med spørgsmål på forhånd, da det giver mig mulighed for lidt forberedelse.

Webinaret bliver afholdt via zoom onsdag d. 9. juli kl. 15.00.

Tilmelding til webinar

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.