COMPOUNDERS

Nyhedsbrev nr. 23

Oktober 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 - 3. kvartal	*3,6%*	*8,0%*	*-4,4%*
2025 (9 mdr.)	-2,1%	4,6%	-6,7%
Siden start	69,9%	82,0%	-12,1%

Afkast opgjort efter omkostninger. Markedet er MSCI ACWI.

Kære medinvestor

3. kvartal blev årets mest rolige kvartal indtil videre og endte med at byde på et positivt afkast på 3,6%. Afkastet for 2025 var stadigt negativt med et par procent ved udgangen af kvartalet, men 4. kvartal er startet positivt. Derfor er jeg optimistisk omkring, at de positive tendenser siden april kan fortsætte, og året således kan lukke med et positivt afkast.

Når jeg ser på positive og negative bidrag i kvartalet, er begge dele mest drevet af selskabsspecifikke elementer. Det mest positive bidrag kommer fra vores schweiziske chokoladeproducent Barry Callebaut. Denne aktie blev købt tidligere på året, og det er glædeligt at se, at den lægger ud med pæne kursstigninger. Herudover har der været et flot comeback fra et par af de selskaber, der sidste år bidrog negativt til afkastet. Det drejer sig om ICON, der laver kliniske studier for medicinalselskaber, og SolarEdge, der producerer udstyr til solcelleindustrien.

På den negative side er det primært Novo Nordisk, der skiller sig ud med ringe afkast for 3. kvartal i træk. Det kan næppe være den store nyhed for danske investorer, at Novo har nogle udfordringer pt. Efter min vurdering er den fundamentale værdi af selskabet markant højere end den nuværende aktiekurs, og jeg har derfor brugt den lave aktiekurs hen over sommeren til at gøre selskabet til den største position i porteføljen.

Der blev købt og solgt to selskaber til porteføljen i kvartalet. Global Payments og Sodexo blev købt, mens Prosus og JD.Com blev solgt. Særligt sidstnævnte skete lidt hurtigt, da jeg mistede tilliden til selskabets strategi og ledelse og derfor valgte at sælge ovenpå halvårsregnskabet. JD.com har samlet set bidraget fint til porteføljen.

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

Vores portefølje har i år leveret et lavere afkast end det globale aktiemarked, hvilket også var tilfældet i 2024. Det er meget de samme drivere, der er på spil. Nemlig at de store amerikanske aktier både stiger kraftigt og vægter meget i det globale aktieindeks.

Igen i år er udviklingen domineret af selskaber med stor eksponering indenfor kunstig intelligens (AI). Det er et område, hvor vi ikke ejer nogen aktier.

Det er primært 3 elementer der gør, at jeg har valgt at stå udenfor dette marked:

- Der er betydelig usikkerhed om, hvilke selskaber der bliver fremtidens vindere, og hvor stor deres indtjening bliver.
- Området er pt. præget af en eufori, der kan give frygt for en boble.
- Den fundamentale værdiansættelse af disse aktier levner på dagens kurser ikke plads til nogen skuffelser.

Beslutningen om at stå udenfor de store amerikanske aktier (og særligt AI-aktierne) har haft en negativ konsekvens for vores afkast i år (og sidste år) relativt til det globale aktiemarked. Det vil jeg forvente fortsætte, så længe euforien omkring AI fortsætter.

Historien viser dog, at alle perioder med eufori en dag ender, og så er der hård afstraffelse på aktiekursen. Det ser vi f.eks. i øjeblikket med aktier eksponeret overfor den grønne omstilling. For 4 år siden var der ingen grænser for euforien i denne branche, og i dag ser vi konkurser på stribe, faldende aktiekurser og selskaber, der beder deres aktionærer om ny kapital.

Jeg ønsker at skabe et godt afkast. Men jeg ønsker samtidig at tænke på risikoen og sammensætte en portefølje, der kan klare sig igennem alle former for økonomiske omstændigheder.

Jeg takker for din fortsatte tillid og vil ønske dig et godt efterår.

København, oktober 2025

Johannes Møller Westh
Partner og porteføljeforvalter

Porteføljegennemgang for 3. kvartal

Denne tabel viser, hvordan porteføljen har udviklet sig i 3. 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	2,8%			2,6%	-0,2%
AB InBev	4,5%			3,8%	-0,7%
Arrow Electronics	5,3%			4,9%	-0,5%
Bank7	3,4%		1,0%	2,7%	0,3%
Barry Callebaut	5,0%		0,8%	5,3%	1,1%
Boozt	4,4%		0,3%	4,9%	0,8%
Burford Capital	3,9%		1,8%	2,3%	0,2%
Cigna	5,9%	0,5%		5,5%	-1,0%
Dollar General	5,8%		1,0%	4,2%	-0,6%
Global Payments	0,0%	4,5%		4,3%	-0,2%
ICON	6,1%			7,0%	1,0%
Iss	5,6%		1,8%	4,3%	0,4%
JD.Com	4,3%	0,3%	4,5%	0,0%	-0,1%
Lancashire	4,4%		1,0%	3,9%	0,5%
Novo Nordisk	5,8%	3,5%		7,9%	-1,4%
Pirelli	4,2%		0,3%	3,8%	-0,2%
Puma	4,6%	0,5%		4,6%	-0,6%
Prosus	2,7%		2,5%	0,0%	-0,2%
Reckitt	4,4%		1,8%	3,1%	0,4%
Roche	3,5%			3,4%	-0,1%
Samsonite	4,5%			5,2%	0,7%
Sodexo	0,0%	4,5%		4,6%	0,1%
SolarEdge	0,9%	0,1%		1,8%	0,8%
TGS	4,5%	0,8%		4,6%	-0,7%
U.S. Bancorp	3,2%		0,3%	3,1%	0,1%
Kontant	0,2%	2,2%		2,4%	0,0%

Tabellen viser, hvordan modelporteføljen har udviklet sig i 3. 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	4,5%			3,8%	-0,7%

Vores bryggeriaktie havde en trist udvikling i kvartalet, særligt efter selskabets regnskab for 2. kvartal, der viste svag udvikling på nogle af de største markeder i Sydamerika. Jeg har ikke hverken købt eller solgt aktier i kvartalet og er tilfreds med den nuværende positionsstørrelse.

Barry Callebaut

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
Barry Callebaut	5,0%		0,8%	5,3%	1,1%

Barry Callebaut blev købt til porteføljen i 2. kvartal og er steget pænt i kurs siden. Den væsentligste årsag til dette er, at der hen over sommeren har været et kontinuerligt fald i prisen på kakao.

Ovenpå de kraftige kursstigninger har jeg reduceret lidt i positionen for at sikre, at positionen ikke var for stor i lyset af, at der nu er mindre potentiale i aktien.

Cigna

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
Cigna	5,9%	0,5%		5,5%	-1,0%

Cigna sælger sundhedsforsikringer i USA. Der har ikke været negative nyheder fra selskabet i kvartalet, men aktien er blevet ramt af, at andre store selskaber indenfor branchen har været ude med nedjusteringer.

Disse nedjusteringer har dog været forårsaget af sundhedsforsikringer indenfor det offentlige segment. Cigna sælger kun sundhedsforsikringer til private virksomheder og er derfor ikke ramt af samme modvind. Jeg har benyttet den lave kurs til at købe en smule op i aktien.

Global Payments

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
Global Payments	0,0%	4,5%		4,3%	-0,2%

Global Payments er en ny aktie, der er købt til porteføljen. Det er et amerikansk selskab, som er en stor global operatør indenfor betalingsindustrien. Selskabet hjælper forretninger med at modtage betalinger og har en lang række forskellige løsninger til dette. Det er løsninger som software (POS-systemer), kortterminaler og online betalingsgateways.

Global Payments blev købt til porteføljen i sidste del af kvartalet, og derfor har jeg ikke nået at lave en video endnu, der forklarer investeringscasen. Det, forventer jeg, sker indenfor kort tid.

ICON

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
ICON	6,1%			7,0%	1,0%

ICON er vores amerikanske selskab, der hjælper medicinalselskaber med at lave kliniske studier. Det er et selskab af en høj kvalitet, og hvor jeg vurderer, der er et betydeligt kurspotentiale. Derfor er det også pt. den andenstørste position i porteføljen.

Kursen på ICON faldt igennem 2. halvdel af 2024 og i 1. halvår af 2025, efter at selskabets omsætningsvækst bremsede op. Dette hang i høj grad sammen med, at nogle af selskabets største kunder (bl.a. Pfizer) gennemførte større interne omstruktureringer.

Der er nu tegn på, at disse omstruktureringer er ved at være tilendebragt, hvilket har givet aktiemarkedet fornyet tro på, at ICON igen kan begynde at levere omsætningsvækst fra 2026 og fremover.

JD.com

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
JD.Com	4,3%	0,3%	4,5%	0,0%	-0,1%

JD.com er blevet solgt ud fra porteføljen efter halvårsregnskabet. Salget skete til trods for, at min model stadig viste et højt kurspotentiale. Dermed afviger salget fra min normale proces og kræver derfor yderligere forklaring.

JD.com er en succesfuld kinesisk e-handelsvirksomhed. Selskabets kerneforretning går fantastisk og genererede i 2. kvartal et rekordstort driftsoverskud på 15,9 mia. yuan (ca. 14 mia. DKK).

Desværre har selskabets ledelse valgt at sætte hele dette overskud over styr ved at gå ind i et nyt forretningsområde, som er levering af take-away mad. Dette marked er allerede velkonsolideret med meget stærke spillere, og JD.com måtte i 2. kvartal realisere et underskud på 14,8 mia. yuan i dette nye forretningsområde.

Efter min bedste vurdering er der lav sandsynlighed for, at JD.com kan lykkes med dette forehavende, og størrelsen af tabet gør, at jeg har mistet tilliden til både ledelse og hovedaktionær. Det er baggrunden for beslutningen om at sælge aktierne.

JD.com har været et positivt bidrag til vores portefølje, selv om kursen er faldet lidt i løbet af 2025. I gennemsnit er aktierne blevet købt til en kurs på knap 29 dollar. Og i gennemsnit skete salget til en kurs på 36 dollar (en del aktier blev solgt på højere priser i efteråret 2024).

Novo Nordisk

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
Novo Nordisk	5,8%	3,5%		7,9%	-1,4%

Det kommer næppe bag på danske investorer, at kursen på Novo Nordisk har været faldende det seneste år. Denne nedtur har vi desværre også delvist været en del af, da jeg genkøbte aktien til porteføljen i løbet af 1. kvartal i år.

Novo Nordisk er blevet ramt af flere negative forhold. Den største faktor er, at selskabet i USA bliver udsat for kopiproducenter, der sælger selskabets succesfulde medicin mod fedme. Dette forhold er opstået, fordi Novo Nordisk i en periode ikke selv kunne levere nok medicin, hvorfor nogle særlige forhold i USA tillader, at apoteker kan kopiere ellers patentbeskyttet medicin.

Nu kan Novo Nordisk igen selv levere medicinen, men det er ikke lykkedes for selskabet at få lukket ned for kopiproducenterne. Dels har selskabet nok været lidt for blid i sin ageren overfor kopiproducenterne, og dels har sagen ret høj politisk indblanding pga. de potentielt meget høje udgifter til fedmemedicin.

Derudover har Novo Nordisk også været ramt af skuffende nyheder fra selskabets udviklingsportefølje.

Jeg har desværre ikke en krystalkugle, der klart fortæller, hvornår alle problemerne for Novo Nordisk er blevet løst. Men jeg vurderer, at der er en overvejende sandsynlighed for, at selskabet over de næste par år vil være i stand til at komme til at stå et bedre sted på de to ovenstående faktorer, end vi ser lige nu. Derudover har selskabets nye direktør igangsat initiativer for at bringe omkostningerne ned og øge effektiviteten. Det ser jeg også positivt på.

Slutteligt har jeg en forventning om, at selskabet indenfor en overskuelig tidshorisont igen vil begynde at tilbagekøbe egne aktier, hvilket vil være meget værdiskabende på det nuværende kursniveau.

På baggrund af disse overvejelser har jeg brugt sommerens lave kurs på Novo Nordisk til at købe op i aktien, som i dag er den største position i porteføljen.

Prosus

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
Prosus	2,7%		2,5%	0,0%	-0,2%

Prosus er solgt helt ud af porteføljen i kvartalet. Størstedelen af værdien i Prosus stammer fra ejerskabet af en stor aktiepost i det kinesiske IT-selskab Tencent.

Prosus har været i porteføljen, siden MW Compounders blev stiftet i 2020, og har undervejs været en stor hovedpine, da aktien faldt kraftigt i en periode. Heldigvis har kursen rettet sig betydeligt, og tabet er blevet markant reduceret.

I løbet af 3. kvartal steg kursen til et niveau, hvor der efter min vurdering ikke længere var et nævneværdigt potentiale tilbage. Derfor valgte jeg at sælge aktien ud af porteføljen.

Med salget af Prosus og JD.com er der aktuelt ikke nogen asiatiske aktier i porteføljen. Men porteføljen indeholder en lang række globale selskaber med et betydeligt salg i regionen. Jeg vil heller ikke udelukke, at der igen i fremtiden kan komme asiatiske aktier ind i porteføljen.

Sodexo

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
Sodexo	0,0%	4,5%		4,6%	0,1%

Sodexo blev købt som ny aktie til porteføljen i kvartalet. Selskabet er blandt verdens største leverandører af kantineservices til virksomheder, hospitaler, plejehjem, uddannelsesinstitutioner mv. med over 400.000 ansatte.

Det franske selskab har igennem mange år leveret en stabil driftsindtjening, som vokser lidt år for år. Aktien er i øjeblikket meget lavt prissat, hvilket jeg anså for at være en god mulighed for at etablere en position.

I denne video gennemgår jeg investeringscasen

SolarEdge

	Vægt primo	Køb	Salg	Vægt ultimo	Bidrag
SolarEdge	0,9%	0,1%		1,8%	0,8%

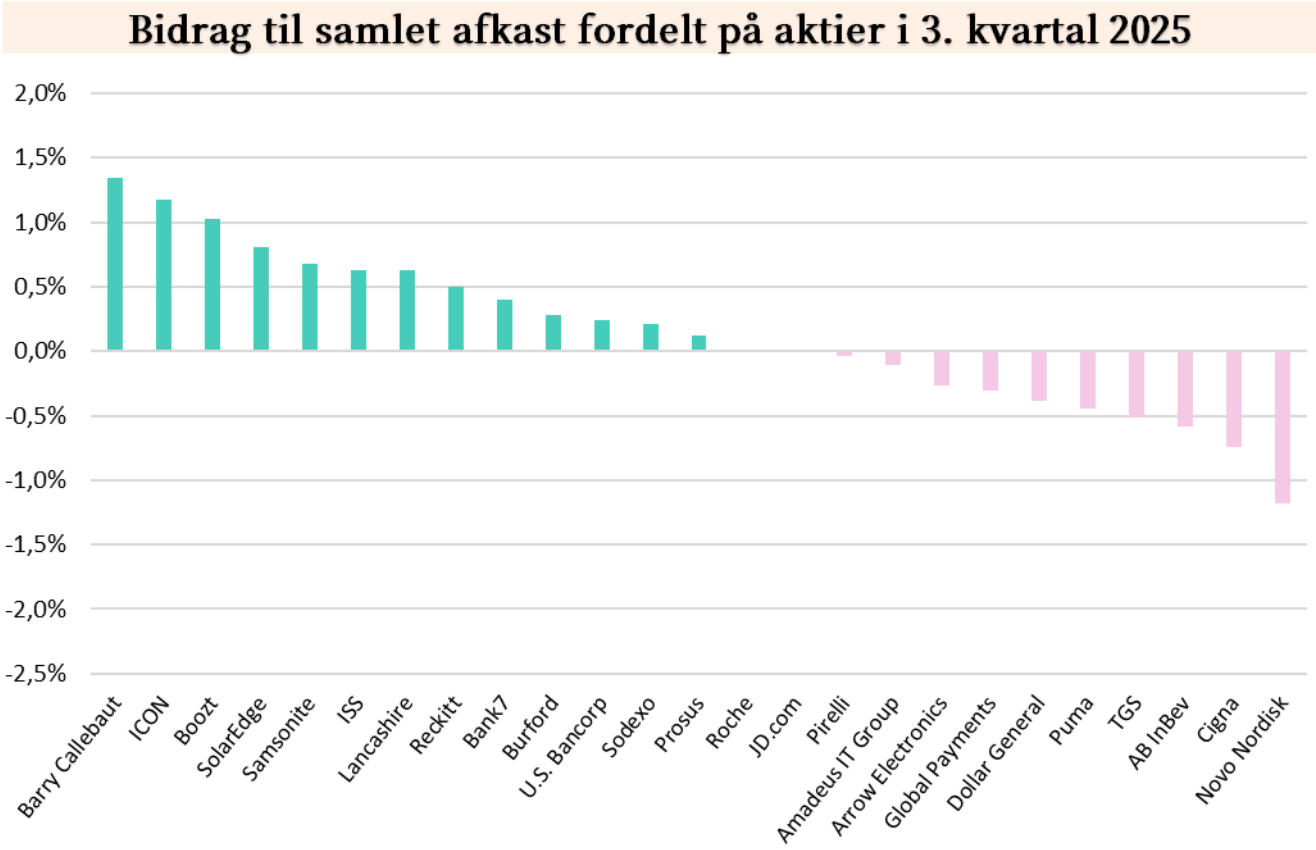
SolarEdge producerer udstyr til solcelleindustrien. Aktien var et dyrt bekendtskab for porteføljen i løbet af 2024, hvor selskabets aktiekurs faldt kraftigt på grund af faldende omsætning i selskabet.

Positionen var ikke ret stor ved udgangen af 2024, men jeg valgte at fastholde den i forventning om, at situationen ville blive bedre i løbet af året. Det har heldigvis holdt stik, og kursen er i år næsten tredoblet.

Ligesom med Prosus viser det, at det godt kan svare sig at have lidt tålmodighed, når et af vores selskaber er ude i modvind. Det er samme tålmodighed, jeg pt. udviser i f.eks. Novo Nordisk, Puma og Boozt.

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. 30/9 2025	Norden	Øvrige Europa	Nordamerika
Cyklisk forbrug	Boozt	Pirelli Puma	Samsonite
Defensivt forbrug		AB InBev Barry Callebaut Reckitt	Dollar General
Ejendomme			
Finans		Burford Capital Lancashire	Bank7 Global Payments US Bancorp
Forsyning			
Industri	ISS	Sodexo	Arrow Electronics SolarEdge
Kommunikationsservice			
Materialer			
Olie og gas	TGS		
Sundhed	Novo Nordisk	Roche	Cigna ICON
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 tirsdag d. 21. oktober 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, Frederiksgade 2, 1. sal, 1265 København K.