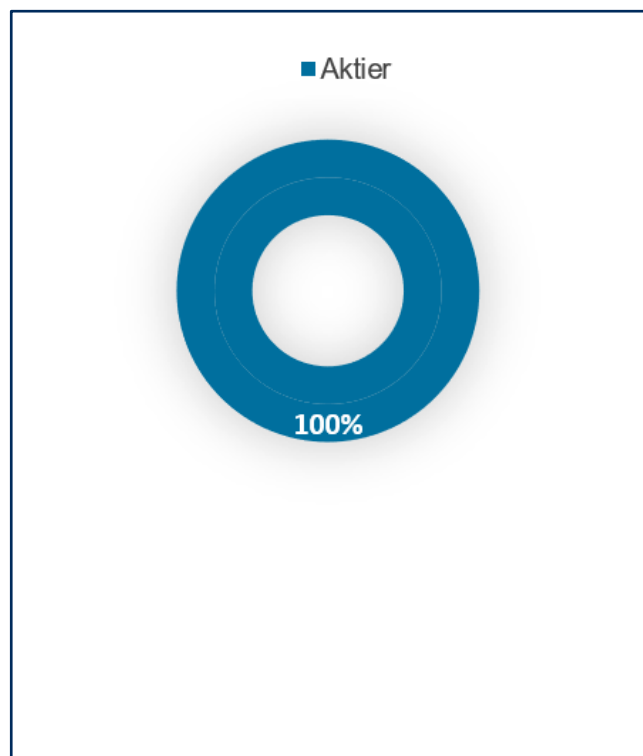


Kære investor

Indledningsvist gøres opmærksom på at omtale af selskaber (udstedere) og værdipapirer (fx aktier eller obligationer) i dette investorbrev ikke skal ses som investeringsanbefalinger om at købe, sælge eller holde værdipapirer. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til puljens portefølje- og risikoprofil for det pågældende kvartal.

Opsummering

- Aktiemarkedet havde et svært kvartal med en generel korrektion baseret på de bekymringer, som også prægede 1. kvartal, nemlig inflation, rentestigninger og recessionsrisiko. Investorerne søger bort fra konjunktur- og rentefølsomhed, hvilket især har givet markante fald i transport-, byggemateriale- og forbrugsaktier.
- Porteføljen gav et negativt afkast på -13,74% i 2. kvartal
- De mest positive bidrag til mer-afkastet var Novo Nordisk, Royal Unibrew og Vestas, mens de mest negative bidrag var Chr. Hansen, DFDS og Brdr. A&O Johansen.



Aktiekommentarer

Novo Nordisk har med en kursstigning i et ellers negativt aktiemarked noteret sig for det største bidrag til mer-afkastet. Kursudviklingen blev styrket af udviklingen i de ugentlige receptdata for Novo's GLP1 produkter, som gennem længere tid overraskede positivt og bidrog til, at man allerede før 1. kvartalsregnskabet opjusterede koncernens omsætningsvækst til 10-14% mod tidligere 6-10%. Derudover har fornyet fokus på potentialet i fedmebehandling også understøttet kursudviklingen.

Royal Unibrew bidrog også til merafkastet. Efter en generel svag kursudvikling i forbrugsaktier ser investorerne værdi i Royal Unibrews rolle som konsolidator, hvor de seneste opkøb i Norden vurderes at skabe et fodfæste i Norge og Sverige, som kan udbygges yderligere. Selskabet har succesfulde opkøb i bagagen og et solid cash flow, der med fordel kan reinvesteres.

Positionen i Vestas udviklede sig til en markant undervægt i juni som følge af en væsentlig ændring i vægten i sammenligningsindekset. I den periode har aktien underpræsteret markant på skuffende ordreudvikling og generelle bekymringer for marginudviklingen. Vestas bidrog således også positivt til mer-afkastet.

På den negative side noterede Chr. Hansen, der er undervægtet i porteføljen, sig for en stærk kursudvikling med afsæt i et stærkt regnskab for 2. kvartal. Omsætningen voksede 14% organisk, som var bedre end ventet og medførte en opjustering for årets vækst fra 5-8% til 7-11%. Det var H&N divisionen, som overraskede positivt bl.a. hjulpet af genåbning af fysiske salgskanaler, mens omsætningen i FC&E var som ventet. Omkostningerne er dog påvirket af inflationen, så lønsomheden ses på den korte bane under pres, indtil kompenserende salgsprisstigninger slår igennem. Samlet set dog et flot regnskab, som medførte opjusteringer af konsensusestimaterne.

Aktiekursen i DFDS har som den øvrige transportsektor haft det rigtig svært i 2. kvartal, hvor recessionsfrygten for alvor har bidt sig fast. Regnskabet for 1. kvartal viste underliggende god indtjeningskvalitet med bl.a. bedre aktivitet på passagerudviklingen, og ledelsen fastholdt årsforventningerne. Investorerne bereder sig dog på faldende fragtvolumener, som med stor sandsynlighed også svækker lønsomheden. Dette tema præger investorsynet på hele sektoren. Overvægten i DFDS har således svækket mer-afkastet.

Tilsvarende vurderer aktiemarkedet også Brdr. A&O Johansen som konjunkturfølsom og således i forhøjet indtjeningsrisiko i et recessionsscenario. Til trods for et flot regnskab for 1. kvartal, hvor ledelsen opjusterede forventningerne til året med 5% på omsætningen og 4% på resultat før skat, har aktien, som er overvægtet i porteføljen, ligget underdrejet hele kvartalet.

Porteføljecændringer

En del af porteføljecændringerne i kvartalet er foranlediget af ændringer i vægtene i sammenligningsindekset. Blandt ændringerne er loftet for vægten af de største aktier således blevet sænket, mens andre er hævet og herved helt mekanisk ændret porteføljens relative positioner. Overvægtene i hhv. Novo Nordisk og A.P. Møller Mærsk er således øget på den baggrund, ligesom DSV har opnået en pæn overvægt som kombination af ændret vægt og aktiekøb.

Derudover har vi med aktiekøb aktivt øget porteføljeandelen i hhv. Coloplast og Demant, som begge var undervægtede men nu er overvægtede.

Coloplast har været under massivt pres i kvartalet – bl.a. på bekymring om effekterne af inflation og coronanedlukninger i Kina. Efter kursfaldet så vi markant reduceret kursrisiko og foretog på den baggrund aktiekøb.

Tilsvarende supplerede vi også i Demant, hvor aktiemarkedets vurdering af risiko syntes overdrevet, idet vi betragtede høreapparatsforretningen forholdsvis robust selv i tilfælde af en konjunkturedgang. Selskabet har endvidere skærpet sit forretningsfokus med frasalg af implantatforretningen og opkøb i den førende høreapparatsdetalkæde i Kina med 500 klinikker i de største byer, som giver eksponering til et langsigtet massivt penetrationsscenario.

Vi købte endvidere aktier i Netcompany, som er ny i porteføljen. Som andre vækstaktier har kursudviklingen været under massivt pres fra årets start, og vi vurderede, at risikoen på den baggrund var reduceret væsentligt. Digitaliseringsbehovet anses fortsat stærkt – specielt i den offentlige sektor, som er et kerne-segment for Netcompany. Dertil så vi portentiale for at løfte lønsomheden i det nylige opkøb af Intrasoft.

Endeligt har vi øget overvægten i Nordea ved aktiekøb. Banksektoren ses begunstiget af rentestigningerne men lå underdrejet i begyndelsen af kvartalet. Vi valgte at købe aktier i Nordea, hvor vi har tillid til ledelsen og udlodningsstrategien.

Undervægten i Vestas er til gengæld gået markant op som følge af ændringerne af vægte i sammenligningsindekset. Vi accepterede denne ændring i lyset af den usikkerhed, vi så i aktien.

Med venlig hilsen

Niels Andersen, Stefan Ingildsen og Kitty Grøn

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. juni 2022