

Kære investor

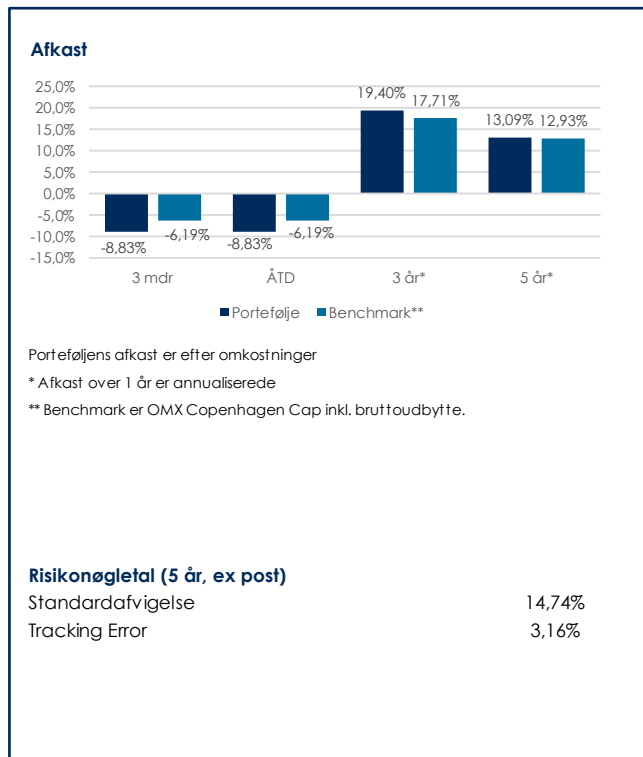
Indledningsvist gøres opmærksom på at omtale af selskaber (udstedere) og værdipapirer (fx aktier eller obligationer) i dette investorbrev ikke skal ses som investeringsanbefalinger om at købe, sælge eller holde værdipapirer. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til afdelingens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

Opsummering

- Frygten for stigende inflation og renter fortsatte i 2022 og har især lagt pres på prissætningen af vækstaktier. Effekten af sanktioner mod Rusland efter invasionen af Ukraine har primært påvirket de (få) selskaber med væsentlig aktivitet i regionen.
- Porteføljen gav et afkast på -8,83% mod -6,19% for sammenligningsindekset. Der var således et negativt merafkast på -2,64%.
- De mest positive relative bidrag kom fra undervægtene i Ambu, Netcompany og Novozymes, mens de relativt svageste bidrag kom fra overvægtene i hhv Trustpilot og A.P. Møller Mærsk samt undervægten i Ørsted.

Dekomponeret afkast

Top 5 relative bidrag		Bund 5 relative bidrag	
Ambu	0,47%	Trustpilot	-0,82%
Netcompany	0,36%	Ørsted	-0,37%
Novozymes	0,26%	A.P. Møller Mærsk	-0,30%
Simcorp	0,23%	Kbh. Lufthavne	-0,26%
Bavarian Nordic	0,19%	DFDS	-0,25%



Aktiekommentarer

Porteføljens fravalg af aktier i hhv. Ambu, Netcompany og Novozymes har skærmet porteføljen for kursfald og dermed hjulpet til den relative udvikling.

Aktiekursen i Ambu har været på en kraftig deroute i 1. kvartal. I første omgang faldt aktien som led i den sektorrotation, som fandt sted under markeds-korrektionen og herefter fra reaktionen på regnskabet for 1. kvartal, hvor ledelsen nedjusterede til bunden af sit forventningsinterval efter en oplomstring af coronatilfælde, der risikerer at udskyde generel hospitalsaktivitet. Samlet er aktien faldet 42% i kvartalet!

Netcompany fik også en svær start på året. Aktien dykkede markant på regnskabet for 4. kvartal, hvor indtjeningen i særligt Danmark og Holland skuffede. Vækst- og marginforventningerne til 2022 vakte også skuffelse og førte til generelle nedjusteringer af konsensus. Et stramt arbejdsmarked med hård

konkurrence om dygtige IT-folk har også øget nervøsiteten for løninflation og flaskehalse.

Kursfaldet i Novozymes var en generel bevægelse gennem kvartalet. Regnskabet for 4. kvartal gav ikke årsag til egentlig dramatik, om end indtjeningen lå i underkanten af det ventede. Udsigterne for 2022 fejlede ikke noget, men investorerne er generelt urolige for betydningen af stigende inflation og de substitutionseffekter, dette måtte give hos slutkunderne.

De mest negative bidrag til periodens merafkast var anført af Trustpilot, som porteføljen er overvægtet i. Aktien har sammen med den øvrige tech-sektor stået for skud under sektor-rotationen, men aktien har også lidt under markedets usikkerhed på, hvorvidt ledelsen er på rette spor mht at få konverteret den store og hastigt voksende andel af gratis kundeabonnementer til betalende aftaler. Ledelsen erkender selv, at man stadig arbejder med sine prismodeller og endnu ikke har lagt sig fast på en endelig prispolitik.

De galloperende energipriser og et fornyet politisk fokus på behovet for grøn omstilling i kølvandet på Ruslands invasion af Ukraine har øget appetitten på aktier indenfor vedvarende energi. I dansk kontekst har dette tilgodeset Ørsted. Det politiske fokus vurderes ikke at rykke på det kortsigtede indtjeningsperspektiv. Ørsted kan muligvis på den korte bane få delvis glæde af høje el-priser, men hovedparten af produktionen afsættes til fast aftalte priser. Hvordan kommende projekters afkast påvirkes af højere inflation er uklart, men dette skræmmer aktuelt ikke investorerne.

A.P. Møller Mærsk aktien viste et nettofald efter meget volatilitet i kvartalet. Selskabet præ-annoncerede 4. kvartalstallene tidligt i kvartalet, der viste bedre end ventet indtjening. Udviklingen skyldtes fortsatte flaskehalse i de globale forsyningskæder, som styrker transportudbydernes forhandlingsposition. Aktiemarkedet begynder dog at indiskontere en vending i disse faktorer samtidigt med, at højere renter og inflation kan presse volumenbilledet. Aktien reagerede således negativt på meddelelsen, og bekymringen har bidt sig fast.

Porteføljecændringer

Vi købte aktier i Vestas i 1. kvartal og nedbragte herved porteføljens undervægt. Aktiehistorien er på kort sigt udfordret af stigende inflation og logistikudfordringer, der giver markant indtjeningsusikkerhed, men på den længere bane ses scenariet styrket af den fornyede politiske motivation internationalt for grøn omstilling og signaler fra konkurrenter om bedre prisdisciplin, hvor Vestas hidtil har stået ret alene.

Vi har også købt aktier i Demant, som kom under pres under markedskorrekturen, hvor især vækstaktier stod for skud. Vi vurderede, at der var tale om en overreaktion og fandt det attraktivt at købe.

Vi har i mindre udstrækning også købt aktier i Alm Brand, som har øget porteføljens overvægt. Mange af de bekymringer, som har tynget aktiemarkedet (så som inflation, forbrugsusikkerhed, forsyningsikkerhed mv) forekom os mindre relevante for forsikringsbranchen. Da aktien alligevel lå væsentligt underdrejet, valgte vi at supplere til beholdningen.

På salgssiden har vi til gengæld været aktive i Tryg, hvor kursreaktionen under markedskorrekturen var forholdsvis beskedent. Dette gav i vores øjne en oplagt

mulighed for at hente finansiering til nogle af porteføljens investeringer. Vi ser dog fortsat positivt på casen og har bevaret en pæn overvægt i aktien.

Ørsted steg voldsomt i forbindelse med Ruslands invasion af Ukraine, hvor aktiemarkedet så stort potentiale i accelereret grøn omstilling. Vi solgte aktier på kursstigningen. Aktien udgør ved kvartalets udgang porteføljens største undervægt.

Vi nedbragte også beholdningen af Carlsberg aktier efter den russiske invasion som følge af de geopolitiske risici omkring forretningen i Østeuropa. Vi bragte herved porteføljen i en mindre undervægtssituation.

Endeligt har vi også hentet likviditet gennem yderligere aktiesalg i Ringkjøbing Landbobank. Vi har fortsat stor tillid til aktiehistorien, men valgte i kølvandet på en opjustering af 2021 indtjeningen tidligt i kvartalet at tage toppen af beholdningen. Aktien repræsenterer stadig porteføljens største overvægt.

Porteføljevægte

Største overvægte		Største undervægte	
Ringkj. Landbobank	2,8%	Ørsted	4,1%
Per Aarsleff	2,5%	Novozymes	3,9%
Royal Unibrew	2,5%	Danske Bank	2,6%
DFDS	2,3%	Chr Hansen	2,1%
Nordea	2,0%	Kbh Luffhavne	1,9%

Med venlig hilsen

Niels Andersen, Stefan Ingildsen og Kitty Grøn

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S "BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. marts 2022