

Kære investor

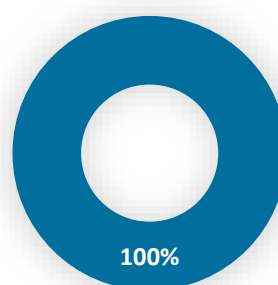
Indledningsvist gøres opmærksom på, at omtale af selskaber (udstedere) og værdipapirer (fx aktier eller obligationer) i dette investorbrev ikke skal ses som investeringsanbefalinger om at købe, sælge eller holde værdipapirer. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til puljens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

Opsummering

- Det danske aktiemarked er kommet noget ned i tempo i 2. kvartal sammenlignet med starten af året og de globale finansmarkeder afspejler uro omkring konjunkturudviklingen.
- Aktiekommentarer og porteføljeændringer følger nedenfor.

Aktivfordeling

- Aktier
- Obligationer inkl. kontanter



Aktiekommentarer

Relativt til sammenligningsindekset har porteføljens afkast nydt godt af fraværet af Ambu. Aktien faldt massivt i fbm. det overraskende CEO-skifte af Lars Marcher, som stod bag meget ambitiøse (og i nogle øjne kontroversielle) vækstmål for Ambu. Den nye CEO har for så vidt bekræftet det langsigtede potentiale, men nedjusteret de kortsigtede salgsmål og flaget en kraftig opmanning af de kommercielle kompetencer og kapacitet, som vil belaste lønsomheden. Konsensus har nedjusteret kraftigt og afledt et voldsomt kursdyk.

Overvægten i ALK bidrog positivt, eftersom aktien steg massivt efter 1. kvartalsregnskab, der markant overgik konsensus. Det var især tablet-salget, som overraskede med en stigning på over 50%. Ledelsen fastholdt indtjeningsforventningen for 2019, men konsensus har opjusteret, og aktien er også steget herpå.

Overvægten i DSV bidrog også positivt. Efter langvarige forhandlinger med bestyrelsen i

Panalpina, meddeltes i starten af kvartalet rammerne for sammenlægning af de to selskaber i form af et aktiebytte, som modsvarer en transaktionsstørrelse på ca. DKK 30mia. Overtagelsen vurderes meget værdiskabende for DSV's aktionærer baseret på selskabets historik for at løfte indtjeningsniveau i købte selskaber til DSV's høje, industriførende niveau. Aktien tog et yderligere hop på offentliggørelsen af regnskabet for 1. kvartal, der overgik konsensus og indeholdt et aktiekøbsprogram, der også fik en varm modtagelse.

Til gengæld har en stærk kursudvikling i Ørsted trukket ned i kvartalets afkast, da porteføljen er undervægtet i aktien. Regnskabet for 1. kvartal bød ikke på overraskelser, og ledelsen fastholdt forventningerne. Kursreaktionen vidner nok mere om markedets begejstring for projektnyheder – som f.eks. opnåelsen af en aftale med de taiwanesiske myndigheder, som fører til Ørsted's første projekt under de nye reguleringsforhold – herunder lavere feed-in tariffer. Aktien reagerede også positivt på tildelingen i New Jersey auktionen i US, hvor prisen ikke blev så lav som frygtet.

KontoInvest Danske Aktier

Topdanmark er en anden undervægtspost, der har kostet på afkastet efter en pæn kurstigning. Aktien har præsteret på et flot regnskab, som oversteg konsensus på såvel præmieindtægter som pænt vejrlig og bidrog til en opjustering af årsforventningerne. Vi vurderer endvidere, at forsikringsaktierne (både Topdanmark og Tryg) i tillæg til solid indtjenings-udvikling har fået et løft på deres lav-cykliske profil.

Blandt porteføljens større overvægte har DFDS' aktiekurs præsteret svagt. Udover aktiemarkedets aktuelle bekymringer for konjunkturerne fik regnskabet for 1. kvartal også en kold modtagelse som følge af skuffende udvikling i Passenger divisionen. Afvigelsen var i nogen grad begrundet med, at et skib var lånt ud til Baltics divisionen til kapacitetsdækning, mens et af divisionens skibe var på værft. Dertil kommer et svagt ombordsalg i Passenger. Den underliggende udvikling i de øvrige aktiviteter var som ventet, men negative engangs-poster skabte også støj på de rapporterede hovedtal. Ledelsen fastholdt dog forventningerne for året.

Porteføljecændringer

De tre største investeringer i kvartalet var aktiekøb i H+H, Vestas og Demant.

H+H er et af fondsbørsens små selskaber, som har fanget vores opmærksomhed. Selskabet fremstiller byggematerialer og har en vækststrategi baseret på såvel organisk som opkøbt vækst med fokus på Nordeuropa. Ledelsen har solid track record for værdiskabelse, og aktien handler på beskedne nøgletal. Aktien byder på en række af de kvaliteter, vi værdsætter, hvorfor vi har købt den til porteføljen.

Vi har købt yderligere op i Vestas, som nu er den største overvægtspost i porteføljen. Aktiemarkedet var skuffede over et svagt regnskab for 1. kvartal men udover den traditionelle lav-sæson, var det varslet, at indtjeningsudviklingen i år bliver meget ulige fordelt mellem 1. og 2. halvår, så udviklingen understøttede ledelsens forventninger til året, der blev gentaget. Vi fandt heller ikke udviklingen uro-vækkende og hæftede os derimod ved, at værdien af nye ordrer steg pænt, hvilket ventes at styrke lønsomheden fremadrettet. Vi købte aktier på kursreaktionen.

Vi har også lavet en markant opvægtning i Demant, som tidligere var undervægtet i porteføljen. Vi ser flere parametre, som kan styrke casen – bl.a. effekten af

produktlanceringer og bedring i retail – og drive en solid indtjeningsvækst i 2. halvår. Sammenlignet med andre med-tech aktier handler Demant endvidere på lavere nøgletal, og vi syntes derfor, det var attraktivt at vægte op til en mindre overvægt.

På salgssiden var den største justering i Danske Bank, med en væsentlig reduktion af overvægten. Vi solgte i kølvandet på et svagt kvartalsregnskab, hvor ledelsen som følge af skuffende udsigt for nettorentindtægterne nedjusterede for 2019. Vi vurderer, at en reprisering af aktien afhænger af en mere positiv udvikling for hele sektoren, hvilket der aktuelt ikke er indikationer på. Udover salget af aktier i Danske Bank har vi også solgt beholdningen i Jyske Bank og taget profit i Ringkjøbing Landbobank, hvor vi har taget toppen af beholdningen, om end den stadig er en af vores favoritter.

Vi har også nedbragt ejerskabet i ALK. Aktien steg massivt på kvartalsregnskabet, og vi fandt det oplagt at tage profit. Vi er dog fortsat positive på casen, og porteføljen er efter salget stadig overvægtet i aktien.

Vi har også været sælgere i Chr. Hansen, som efter en flot kursudvikling var nået et niveau, vi fandt aggressivt. Porteføljen overgik således fra en beskeden overvægt til en beskeden undervægt inden selskabet udsendte en overraskende nedjustering i slutningen af kvartalet.

Endeligt vil vi fremhæve salget af Pandora, som porteføljen ikke længere besidder aktier i.

Med venlig hilsen

Niels Andersen, Stefan Ingildsen og Kitty Grøn

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. juni 2019