

## KontoInvest Danske Aktier

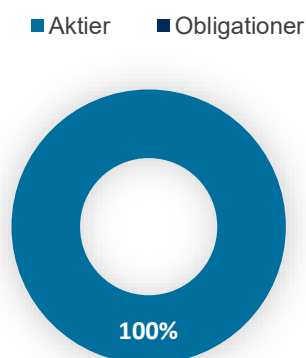
### Kære investor

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 har udvist stor volatilitet i 3. kvartal med høj følsomhed overfor udviklingen i den globale økonomi. Her fylder handelskrigens bølgegang mellem USA og Kina naturligvis en del, samtidigt med at Europa har sine bekymringer omkring Brexit og afmatning i Tyskland.
- Til gengæld er ledende centralbanker opmærksomme og har reageret med flere rentenedsættelser til glæde for investorerne.
- Samlet har det danske aktiemarked holdt skindet på næsen i 3. kvartal med en beskeden stigning.
- Porteføljens afkast har i måleperioden været under pres og således ikke genereret positivt mer-afkast som i de foregående kvartaler.
- Det relative afkast blev støttet af undervægtene i hhv. A.P. Møller Mærsk, Lundbeck og ISS.
- Dog var de negative relative afkast fra hhv. Rockwool, Ørsted og Vestas med til at trække ned.

### Aktivfordeling



### Aktiekommentarer

De positive bidrag til periodens relative afkast var mest udtalt blandt porteføljens undervægte.

Den relativt lave eksponering til A.P. Møller Mærsk har f.eks. været positiv, da aktiekursen under store udsving har ligget svagt i kvartalet. Handelskrig og udsigt til økonomisk afmatning er basalt set negativt for containerrederier, men oveni kommer frygten for, at de nye brændstofregler, som træder i kraft til nytår, vil øge omkostningerne og svække bundlinien yderligere.

Undervægten i Lundbeck bidrog også. Bekymringerne for patentudløb og den ringe evne til at udvikle nye produkter har næret håb om M&A, som i september blev forløst med købet af Alder for DKK 13mia, som har et næsten færdigudviklet migræne-præparat, der ventes godkendt i feb 2020. Aktien reagerede dog negativt, da det viste sig, at produktet er baseret på en løsning, som allerede findes i tre lancerede versioner, hvilket sætter spørgsmålstegn ved markedspotentialet.

Endeligt bidrog undervægten i ISS efter et kraftigt kursdyk på en skuffende halvårsrapport, hvor cash flow udviklingen var overraskende svag. Årsagen var ifølge selskabet lavere brug af supply chain financing, hvilket kan give udsving som i dette halvår. Den organiske vækst var dog fin omend lidt lavere margin end ventet.

Blandt de mest negative bidrag til det relative afkast er Rockwool, Ørsted og DFDS.

Rockwool's regnskab for 2. kvartal var i grunden fint om end en spids under konsensus. Den egentlige skuffelse var nedjusteringen af årsprognosen, hvor der nu ses omsætningsvækst på 2-5% mod 4-8% ved årets start. Man ser større udsving i efterspørgslen og prispres i projektsalg, som i tillæg til generel makroussikkerhed maner til større forsigtighed hos ledelsen for resten af året. Aktien faldt massivt på nedjusteringen med et kurstab i omegnen af 20% i løbet af få dage. Selv om en stor del af Rockwools salg er drevet af renoveringsaktivitet og konvertering til stenuld fra andre materialer, udløste nedjusteringen en markant justering af

## Kontolvest Danske Aktier

investorerens opfattelse af selskabets konjunkturløbsomhed, som angiveligt har kostet mere på værdiansættelsen end estimatændringerne.

Undervægten i Ørsted kostede også på det relative afkast efter en stærk kursudvikling. Markedet lader sig stadig begejstre over selskabets mange investeringsmuligheder og reagerer positivt på vundne auktioner og udbud af nye. Regnskabet for 2. kvartal viste lavere resultat fra offshore sites end ventet. Hovedtallene imponerede dog s.f.a. højte gevinster fra salg af vindparker, som har engangskaraktter. Trods lav kvalitet af indtjeningssammensætningen steg kursen i Ørsted, som utvivlsomt også nyder godt af sin defensive profil.

Vestas trak også ned i afkastet. 2. kvartalsindtjeningen var under konsensus, og ledelsen indnævrede forventningerne til overskudsgraden til den lave ende af intervallet. Justeringen skyldtes midlertidigt højere omkostninger, da man med kort varsel har været nødt til at omlægge logistikmønstre pga handelskrigen mellem USA og Kina. Effekten er isoleret til 2019, hvorefter der er tilstrækkelig tid til at planlægge omkostningseffektivt. Efterspørgslen er stadig stærk, hvilket også sås i en højere end ventet ordreindgang. Vi ser således potentiale for en pæn margin fremgang i 2020, men aktiekursen fik klø på den uventede nedjustering.

### Porteføljecændringer

I kvartalet er foretaget følgende porteføljetilpasninger:

Vi har købt aktier i GN efter regnskabet, som fik en kølig modtagelse af aktiemarkedet trods solid performance. Vi ser positivt på vækstpotentialet i specielt Audio og vurderede, at kursfaldet gav en god købsmulighed. Overvægten i GN er på baggrund af købet øget.

Vi har også øget beholdningen og overvægten i Royal Unibrew med køb ad flere omgange i ugerne op til halvårsregnskabet, som vi havde positive forventninger til. Vi vurderede, at konsensus var for konservativ på potentialet for fortsat indtjeningsforbedring efter den varme sommer i 2018, som gav en høj sammenligningsbase. Vores scenarie blev understøttet af en opjustering af indtjeningen.

I mindre skala har vi også øget overvægten i Tryg via aktiekøb. Vi har tillid til, at der eksekveres på ALKA integrationen, og at kundekvaliteten højnes som

resultat af partnerskaber i både Danmark og Norge til gavn for lønsomheden.

På købsiden har vi også været aktive i Rockwool og Vestas før regnskaberne, hvor vi havde ventet positive kursreaktioner, der desværre udeblev. Vi er dog fortsat fortrøstningsfulde mht afkastpotentialet i de to cases, og væbner os derfor med tålmodighed. I Rockwools tilfælde, ser vi kursfaldet mere end kompenserende for det svækkede indtjeningsscenarie og anser konsensus' frygt for den cykliske risiko overdrevet. I tilfældet Vestas, vurderer vi den grundlæggende case intakt, og ser således en normalisering af lønsomheden fra 2020.

På salgssiden har vi lavet en væsentlig nedbringelse af porteføljens beholdning i Chr. Hansen og dermed øget undervægten. Vi solgte i kølvandet på nedjusteringen af indtjeningen, hvor vi så risiko for, at svagheden i FCE divisionen ikke er så midlertidig, som konsensus syntes at indregne. Derimod så vi tegn på strukturelle trends på især det kinesiske yoghurt marked, som øger estimatrisikoen for det kommende regnskabsår.

Vi har også solgt aktier i A.P. Møller Mærsk. Aktien lå stærkt, uden at vi så nogle fundamentale dynamikker understøtte dette. Vi betragtede således kursniveauet som attraktivt for en reduktion.

Endeligt har vi afviklet positionen i FLSmidth. Porteføljen havde en beskeden beholdning, som vi ikke så større afkastperspektiver i og tog konsekvensen heraf.

Med venlig hilsen

Niels Andersen, Stefan Ingildsen og Kitty Grøn

**BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S**  
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 30. september 2019