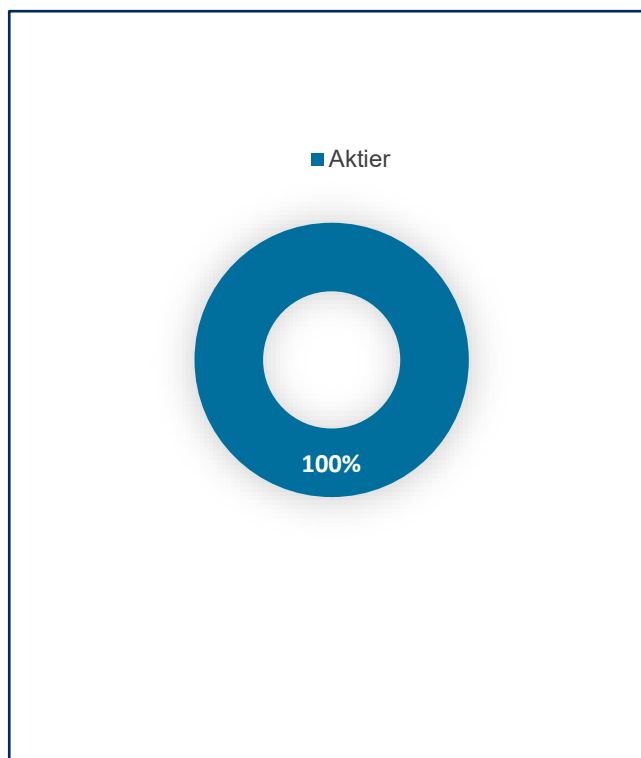


Kære investor

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

- 4. kvartal præsterede en sand slutspurt på det danske aktiemarked, hvor optimismen og risikovilligheden vendte tilbage.
- Porteføljen har i kvartalet haft et afkast på 12,09% mod et benchmark afkast på 9,54%. Porteføljen har således givet et flot mer-afkast på hele 2,55%.
- Det relative afkast blev støttet af overvægtene i Vestas, DFDS og Ringkjøbing Landbobank.
- Til gengæld har positionerne i hhv. Per Aarsleff, Simcorp, Veloxis Pharmaceuticals og A.P. Møller Mærsk trukket ned i mer-afkastet.



Aktiekommentarer

De positive bidrag til mer-afkastet kom især fra nogle af porteføljens største overvægte:

Vestas' 3. kvartal blev modtaget med begejstring og et flot kursløft. Salg og indtjening var bedre end ventet, og 2019 prognosen blev gentaget. Det største lyspunkt var ordreindgangen, som var knap 40% over konsensus og tilsiger en noget højere aktivitet og indtjening i 2020 end ventet. Der er stadig uro mht marginen i 2020 pga. omkostninger til udvidelse og øget geografisk spredning af produktionen – bl.a. via outsourcing. Det overskyggede dog ikke den flotte væksthistorie.

Aktiemarkedet har efter måneders mishag med DFDS' eksponering til Brexit og Tyrkiet genfundet melodien. Udover almen styrke i transportaktier var modtagelsen af regnskabet positiv. Indtjeningen var lidt bedre end ventet, og indtjeningsintervallet for 2019 blev indsnævret som udtryk for lavere usikkerhed. Tegn på fornyet volumenvækst i Tyrkiet støtter en anstændig indtjeningsfremgang i 2020. Tilsyneladende er der skabt

bund under UK/EU handelen trods Brexit uroen, som også gav lettelse.

Nogle uger inden regnskabet opjusterede Ringkjøbing Landbobank årsprognosen (igen) – denne gang i niveauet DKK 150 mio. Årsagen er fortsat høj aktivitet og kundetilgang, men hurtigere høst af synergier bidrager også. Udlånsvæksten er aftaget og var blot 0,7% vs 2. kv. De nye forventninger var dog på niveau med konsensus. Sammen med regnskabet udmeldtes også negative renter på private indlån over DKK 2 mio. og likviditet på pensionskonti. Der laves også selektive rentestigninger på udlån, som vil bistå nettorenterne i 2020. Markedet værdsætter den solide eksekverings-evne og kvitterede med pænt kursløft.

Følgende positioner trak imidlertid ned i mer-afkastet :

Per Aarsleff har relativt til et stærkt aktiemarked trådt vande i kvartalet. Årsregnskabet 2019/20 blev aflagt i perioden, men gav ikke opdrift til kursen. 4. kvartal kom ud bedre end konsensus, som følge af stærk margin udvikling i både Rørteknik og Fundering, men gruppens

udsigter for det nye regnskabsår skuffede. Det er velkendt, at ledelsens meldinger i begyndelsen af året er forsigtige, og vi anser ikke casen svækket.

Porteføljen har ingen aktier i Simcorp, så kursstigningen i kvartalet kostede på mer-afkastet. Konsensus blev taget på sengen af høje rapporterede indtjeningstal, hvor regnskabsprincipper og ændret kategorisering af ordretyper til dels skaber forvirring. Selskabet lancerede også en ny fem-års strategiplan, der bevarer målet om langstiget tocifret vækst og stigende marginer. Budskaber som faldt i god jord blandt investorerne.

Veloxis har hidtil ikke været på radaren, men bidrog i kvartalet til negativ relativ performance efter massiv kursstigning og overtagelse af japanske Asahi Pharma.

Kursstigningen i A.P. Møller Mærsk, som er undervægtet i porteføljen, har også belastet mer-afkastet. Stigningen skyldes flere forhold: øget appetit på cykliske cases og en markant øget indekxvægt har tiltrukket indeksinvestorer. På case-niveau sås jubel over en (ventet) opjustering nogle uger før regnskabet fra nye antagelser på rater, volumen og brændstofudgifter. På den negative side ses markedsvæksten nu på 1-2% - mod tidligere 1-3% - og det er uvist, hvad nettoudgiften bliver til det miljøvenlige brændstof, branchen nu pålægges at bruge. Endeligt har flere nøglepersoner (CFO og COO) forladt selskabet. Samlet er aktien steget markant.

Porteføljecændringer

Vi har købt Ørsted til porteføljen. Aktien fik klø, da man ved 3. kvartalsregnskabet nedjusterede de langsigtede produktionsskøn på offshore vind med negativ effekt på de langsigtede mål for hhv. projektafkast og load factor. Vi købte på kursfaldet og ved den aktieplacering, der blev eksekveret kort tid derefter.

Vi har også købt GN. Aktiekursen havde længe været under pres, og vi supplerede i oktober, hvor rivalen Demant i en periode var ramt af IT problemer og igen efter endnu en fin regnskabsmeddelelse for 3. kvartal.

Efter længere tids fravær, er Pandora igen i porteføljen. Aktiekursen afspejler spekulationer om en nedjustering, og vi så begrænset risiko for yderligere kurspres. Porteføljen har efter købet en neutralvægt i aktien.

Vi så også lavere risiko i Chr. Hansen efter en meget svag kursudvikling. Vi er fortrøstningsfulde omkring den

langsigtede case, og har med aktiekøb reduceret undervægten.

Endeligt købte vi yderligere op i Royal Unibrew efter en periode med sløj kursudvikling. Vi ventede et stærkt 3. kvartalsregnskab og købte forud herfor. Indtjeningen var en spids bedre end ventet, og ledelsen ser nu årets resultat i den høje ende af det flagede interval.

På salgssiden har vi taget toppen af porteføljens andel i Ringkjøbing Landbobank efter opjusteringen, som fik aktiekursen på himmelflugt. Vi solgte successivt frem mod det egentlige regnskab få uger senere. Salget skal ses som ren gevinsttagning, og porteføljen er solidt over-vægtet i aktien.

Efter et svagt kursforløb fik Rockwool et velfortjent kursløft på sit 3. kvartalsregnskab, der bedst kan betegnes som en lettelsesreaktion over, at forventningerne vedblev indenfor det senest udmeldte interval – om end i den lave ende. Vi tyndede lidt ud i beholdningen på kursløftet.

Vi har også solgt aktier i Demant, som nu udgør en lille undervægt mod tidligere en beskeden overvægt. Efter cyber-angrebet i september er det umuligt at vurdere den underliggende udvikling, og vi så en risiko for, at aktiemarkedet på den baggrund er kommet på afveje.

Slutteligt solgte vi aktier i Danske Bank efter regnskabet for 3. kvartal, hvor et ROE mål på 9-10% i 2023 blev udmeldt. Vejen derhen er uklar. Vi godtager effekten af store omkostningsbesparelser, men har svært ved at regne den nødvendige indtægtsstigning hjem, som også er en del af regnestykket. Porteføljen har nu en beskeden undervægt.

Med venlig hilsen

Niels Andersen, Stefan Ingildsen og Kitty Grøn

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktionen er afsluttet d. 31. december 2019