Nyhedsbrev for 2. kvartal 2025

Performance

Fondens afkast blev 6,4% i 2. kvartal.

Merafkastet blev 4,1% i 2. kvartal.

Merafkastet er 3,0% for 2025.

Fokus på de gode og dårlige cases

Vi har skrevet lidt om de gode og dårlige cases i kvartalet.

Læs om: TSMC, Rheinmetall, KLA, Brown & Brown m.fl.

Robust fundamental udvikling for porteføljens selskaber

Generelt en god regnskabssæson med 18% vækst i EPS.

www.furesoekapital.dk

Ansvarsfraskrivelse:

Alt indhold i dette nyhedsbrev er generelt informationsmateriale om investeringsforeningen Furesø Globale Kvalitetsaktier. ISIN-kode DK0062842217.

Det er ikke et tilbud eller en opfordring til at handle med værdipapirer eller de enkeltaktier der nævnes i nyhedsbrevet.

Nyhedsbrevet er ikke investeringsrådgivning og kan indeholde udsagn om fremtiden. Udviklingen i fremtiden kan være væsentlig forskellig fra disse udsagn.

Historiske afkast er ikke garanti for fremtidige afkast.

FURESØ KAPITALFORVALTNING

Nyhedsbrev for 2. kvartal 2025:

I vores nyhedsbrev kan du følge med i fonden Furesø Globale Kvalitetsaktier som er børsnoteret på Nasdaq København. Du kan tilmelde dig nyhedsbrevet på vores hjemmeside og du kan købe andele i fonden gennem din netbank eller de gængse platforme som Nordnet og Saxobank.

Fondens ISIN-kode er DK0062842217

Fondens afkast blev 6,4% i andet kvartal. Merafkastet mod verdensmarkedet blev 4,1%

Verdensmarkedet gav et afkast på 2,3% i andet kvartal og fondens afkast blev på 6,4%. Set i konteksten af et meget volatilt kvartal, præget af handelskrig, geopolitiske ændringer og en markant faldende USD, så er vi tilfredse med kvartalets afkast. År-til-dato er fondens afkast -0,8% og merafkastet mod benchmark er 3,0%.

Vi har generelt haft en fornuftig regnskabssæson hvor omsætningsvæksten for vores selskaber var 11% og EPS-væksten var 18%. Vores investeringer i TSMC, Rheinmetall og KLA har alle bidraget godt til det absolutte og relative afkast. Det var de mere defensive selskaber som trak lidt den anden vej, primært grundet øget risikoappetit mod slutningen af kvartalet og et større opkøb annonceret af Brown & Brown. Sidstnævnte bør øge EPS med over 15% og selskabet har en lang historik med opkøb, hvilket gør os fortrøstningsfulde.

Risikomæssigt ligger porteføljen nogenlunde på niveau med markedet. Vi vil dog vurdere, at fondens afkast vil være en smule højere hvis markedet stiger og omvendt. Vi har kun 24 selskaber i porteføljen og vores evne til at udvælge disse vil altid være det vigtigste for fondens absolutte og relative afkast.

God sommer

Vi vil gerne benytte lejligheden til at ønske vores læsere en god sommer. Skulle du være interesseret i, at høre mere om fonden, så er du altid velkommen til at række ud på mail eller over telefonen. Simon Christensen, kan træffes på 30 51 36 69 eller simon@furesoekapital.dk

Tak for tilliden til alle medinvestorer

De bedste hilsner, Simon Christensen, stifter og porteføljeforvalter

FURESØ KAPITALFORVALTNING

Performance for Furesø Globale Kvalitetsaktier i 2. kvartal 2025 og ÅTD:

Tabellen herunder viser afkastet for Furesø Globale Kvalitetsaktier og benchmark, MSCI World målt i danske kroner. Afkastet i andet kvartal blev 6,4% efter alle omkostninger, hvilket er 4,1% højere end det globale aktiemarked. Fondens afkast for 2025 er -0,8% og 3,0% bedre end verdensmarkedet. Vi er tilfredse med at have leveret et fornuftigt relativt afkast i et meget volatilt andet kvartal.

Afkast i DKK efter omkostninger	2024*	Q1/25	Q2/25	2025 ÅTD	Siden start*
Furesø Globale Kvalitetsaktier	**7,2%**	**-6,8%**	**6,4%**	**-0,8%**	**6,3%**
MSCI World DKK	14,7%	-6,0%	2,3%	-3,8%	10,3%
Merafkast	**-7,5%**	**-0,9%**	**4,1%**	**3,0%**	**-4,1%**
*Start er 6/5 2024					

Kilde: Refinitiv, Furesø Kapitalforvaltning

Siden fondens start d. 6/5 2024 er fondens afkast 6,3% og 4,1% under verdensmarkedet. Et normalt udsving i merafkastet vil vi estimere til ca. 6-7% p.a., men kan være højere og lavere, typisk afhængig af markedets volatilitet.

Omtrent 12 måneder er kort tid at måle performance på og vores målsætning er, at levere et afkast der er højere end verdensmarkedet målt over en 5-årig periode.

Markedet: Et volatilt første halvår af 2025.

Som bekendt har det globale aktiemarked i 2025 været præget af et ustabilt politisk miljø med markante ændringer i USA's handelspolitik og den geopolitiske dagsorden. Da vi skrev det sidste kvartalsbrev, var det globale aktiemarked ned med 17% og efter Q2 er tabet nu reduceret til 3,8%. Fondens afkast på -0,8% er vi derfor tilfredse med.

Handelskrigen mellem USA og resten af verden har fyldt meget og da det så værst ud var det globale aktiemarked faldet med 21% fra toppen. Den amerikanske statsgæld er ca. 36,000 mia. USD og over de næste 12 måneder skal USA refinansiere omkring 10,000 mia. USD. Trumps ageren blev straffet af obligationsmarkedet, de lange renter steg kraftigt, hvilket resulterede i en udskydelse af toldsatserne til 9. juli 2025. USA mangler stadig og lande aftalerne med Kina og Europa, men der har groft sagt været tale om en de-eskalering siden d. 9. april. Markedet forventer en løsning på toldkrigen hvor de gennemsnitlige toldsatser lander omkring 10-15%. Gør de ikke det, vil den initiale reaktion være negativ. OECD har vurderet at en 10% gengældt told vil øge amerikansk inflation med 0,5% og reducere væksten med 0,75%. I deres seneste forventninger (juni) regner OECD med en amerikansk vækst på ca. 1,5% i 2025 og 2026, kombineret med en inflation på 3,2% og 2,8%.

Den amerikanske dollar er faldet med 12% i 2025 og 8% i andet kvartal. Det er der mange årsager til, men de fortsat store budgetunderskud der er blevet fremsat i den amerikanske finanslovsforslag er en af de vigtigste. Samtidig har inflationen i USA i april og maj været lavere end de fleste frygtede. Trump lægger ikke skjul på, at han gerne ser FED begynder at sænke styringsrenten og med en ny FED chef som indtræder i maj 2026 er det formentlig givet. FED chefen udpeges af den siddende præsident. De geopolitiske ændringer har også spillet ind.

Det er gift for ikke amerikanske pensionskasser o.l. når USD ikke stiger når aktiemarkederne falder. De afdækker som regel ikke USD fuldt ud. Det har de tjent på ikke at gøre i mange år. Derfor øges tabet på amerikanske aktier når USD faldet kommer oveni. De taber også på amerikanske obligationer, hvis renterne kører modsat af USD, som de gjorde umiddelbart efter Liberation Day. Bevægelser som disse afslører huller i risikostyringen og det kan investeringsdirektørerne rundt omkring i pensionskasserne ikke lide. Derfor er det sandsynligt, at man afdækker mere fremadrettet, måske overvejer man sin langsigtede vægt til amerikanske aktiver og lignende overvejelser finder formentlig sted hos de personer der styrer centralbankreserverne.

Trump har leget med ilden og heldigvis har der været et par kyndige personer, formentlig finansminister Scott Bessent og JP Morgans CEO, som har advaret imod de voldsomme konsekvenser af mistet tillid i obligationsmarkedet kombineret med en statsgæld på 120% af BNP. De finansielle markeder bygger på tillid og hvis den forsvinder ender det som regel i en finansiel nedsmeltning og dyb recession. Et meget meget uønsket scenarie der ville sende republikanerne meget hurtigt ud af kongressen.

USA burde stramme livremmen, øge skatterne og gennemføre besparelser i det offentlige. Det er upopulært og derfor er det ikke den politik man lægger op til i finansloven. Man vil have resten af verden til at betale for en del af USA's overforbrug gennem de sidste mange årtier. Derfor går man med hatten i hånden og lægger pres på resten af verden for at betale told, øge investeringer i USA, købe flere amerikanske varer, øge egen finanspolitisk stimulans til økonomierne og betaler mere til NATO alliancen.

Tabellen herunder viser afkastet for verdensmarkedet i Q1 2025, Q2 2025 og for første halvår.

Afkast i DKK	**Q1/25**	**Q2/25**	**2025YTD**
Cyklisk forbrug	-14%	2%	-13%
Stabilt forbrug	2%	-5%	-2%
Energi	6%	-13%	-7%
Finans	2%	2%	5%
Sundhed	1%	-12%	-11%
Industri	-2%	7%	6%
IT	-16%	15%	-4%
Materialer	0%	-2%	-2%
Kommunikation	-9%	11%	2%
Forsyning	3%	0%	4%
Verdensmarkedet	**-6,0%**	**2,3%**	**-3,8%**
Kvalitetsaktier	-7%	0%	-7%
Value aktier	1%	-3%	-1%
Vækst aktier	-12%	9%	-3%
Cykliske sektorer	-2%	2%	-2%
Defensive sektorer	2%	-5%	-2%
USD/DKK	-4%	-8%	-12%
FGK	**-6,8%**	**6,4%**	**-0,8%**
Merafkast	**-0,9%**	**4,1%**	**3,0%**

Kilde: Refinitiv, Furesø Kapitalforvaltning

I andet kvartal steg det globale aktiemarked med 2,3% målt i DKK. USD er faldet 8% overfor DKK i samme periode. Siden fondens start har vi i gennemsnit haft mellem 55-75% i amerikanske aktier. Når USD falder 12% så koster det derfor omkring 7% på det absolutte afkast. Verdensmarkedet er ca. 70% eksponeret til USA og derfor koster det også på benchmark afkastet.

Siden 9. april hvor udskydelsen af tolden kom, har der mere eller mindre været stigende risikoappetit og det globale aktiemarked er steget ca. 15% målt i DKK siden udmeldingen. De bedste sektorer i andet kvartal har været IT, kommunikation og industri. De dårligste sektorer var energi, sundhed og stabilt forbrug. De cykliske sektorer har klaret sig bedre end de defensive, vækstaktier har gjort det bedre end value-aktier og målt ved det generelle indeks for kvalitetssegmentet af markedet, har det givet et afkast der er ca. 2% dårligere end markedet i kvartalet. Som investor i kvalitetssegmentet af markedet er vi derfor glade for et merafkast på 4% mod verdensmarkedet.

Risikomæssigt ligger porteføljen på niveau med markedet, dog vil vi vurdere, at porteføljen ville klare sig en smule bedre end markedet i et stigende marked og omvendt. I takt med markedet faldt i starten af året tog vi mere cyklisk risiko og det er noget af det der afspejler sig i afkastet i andet kvartal. Sektormæssigt ligger vi overvægtet i IT og industri, men har reduceret en anelse heri efter god performance i flere selskaber.

Vi har p.t. kun 24 selskaber i porteføljen og derfor vil det over tid være vores evne til at udvælge disse som dominerer det absolutte og relativt afkast.

Afkast for porteføljens selskaber i Q2 2025:

Tabellen herunder viser afkastet for selskaberne der er, eller har været i porteføljen i Q2 2025.
Ved køb af nye selskaber til porteføljen, vises afkastet siden købstidspunktet. Hvis vi har solgt en aktie i kvartalet, så viser vi afkastet indtil denne dato. Afkastet er i DKK og opgjort d. 30/6 2025.

Vi har købt positioner i følgende selskaber i kvartalet: DSV
Vi har solgt vores aktier i følgende selskaber: Ingen.

Afkast i DKK	Afkast Q2	Køb/Salg
Rheinmetall AG	36%	
NVIDIA Corp	34%	
Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd	25%	
Microsoft Corp	22%	
Arista Networks Inc	21%	
KLA Corp	21%	
Trane Technologies PLC	19%	
Intuit Inc	18%	
Demant A/S	14%	
ASML Holding NV	12%	
Schneider Electric SE	8%	
Hilton Worldwide Holdings Inc	7%	
Amazon.com Inc	6%	
Alphabet Inc	5%	
DSV A/S	3%	Køb, Maj 2025
Moody's Corp	-1%	
MSCI Inc	-6%	
Novo Nordisk A/S	-6%	
Visa Inc	-7%	
Automatic Data Processing Inc	-7%	
Autozone Inc	-11%	
Progressive Corp	-13%	
Brown & Brown Inc	-18%	
UnitedHealth Group Inc	-45%	

Kilde: Refinitiv, Furesø Kapitalforvaltning

Selskaberne med de højeste afkast i kvartalet var Rheinmetall, Nvidia og TSMC. Både Nvidia og Rheinmetall blev købt til porteføljen i første kvartal 2025 og opgjort ultimo andet kvartal har afkastet været henholdsvis 16% og 89%. Således en god start for disse positioner.

Ikke overraskende finder vi de mere defensive selskaber som de dårligste performere. Disse er UnitedHealth, Brown & Brown og Progressive. Igennem 2024 og 2025 har vi vægtet ned i UnitedHealth, primært pga. stigende erstatningsprocenter. Derfor har skaden på afkastet fra denne position ikke været så voldsom.

Kvartalets bedste aktier:

I kvartalet leverede 65% af selskaberne i porteføljen et afkast der var bedre end verdensmarkedet og omtrent samme andel leverede ligeledes et positivt absolut afkast. Efterfølgende gennemgår vi de største positive og negative bidragsydere til merafkastet.

De tre bedste aktier baseret på deres bidrag til merafkastet var TSMC, Rheinmetall og KLA.

TSMC: Et godt regnskab og fortsat højt investeringsniveau fra cloud-service udbyderne

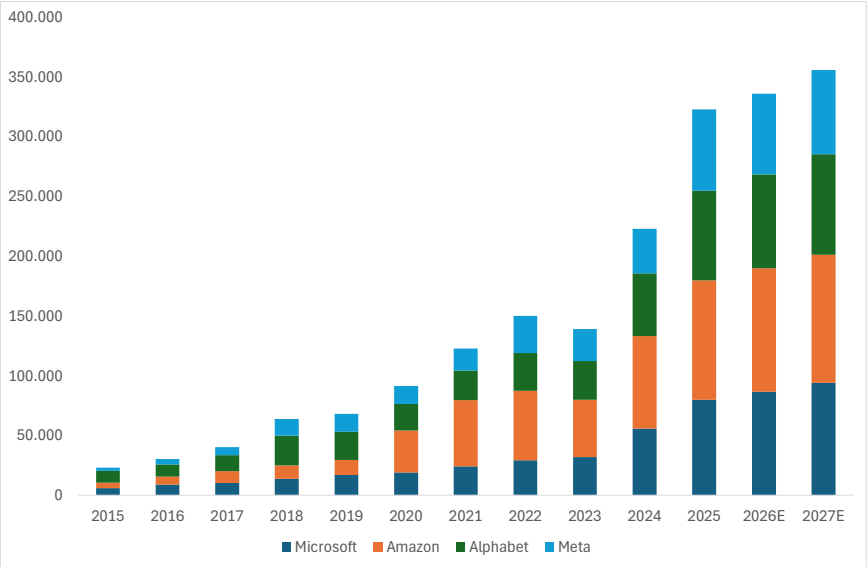
Med hovedsæde i Taiwan er TSMC den største producent af mikrochips i verden. TSMC har været en god bidragsyder til fondens afkast i 2024, men fik en hård start på 2025. Dette skyldtes geopolitiske spændinger, handelskrigen, men også lanceringen af den kinesiske large language model (LLM) Deepseek. Desuden har der også været rygter omkring en delvis overtagelse af Intels tabsgivende chipproduktion. Med et afkast på næsten 30% i andet kvartal er TSMC kommet godt igen. Det er der flere årsager til.

TSMC rapporterede deres Q1 regnskab d. 17. april. Omsætningen steg med 35% og EPS steg med 60%. Omsætningen var i høj grad drevet af high end chips til datacentre, autoindustrien overraskede en smule positivt og det store smartphonesegment viste som ventet et fald imod julegavekvartalet i Q4. TSMC offentliggør månedlig omsætning og den samlede omsætning i april og maj måned 2025 ligger 44% over samme periode sidste år, målt i taiwan dollar (TWD). Som mange andre valutaer er TWD også faldet overfor USD, i skrivende stund ca. 11%. Til trods herfor er vores estimat, at TSMC lander en omsætningsvækst på 30-35% i 2025 målt i USD, hvor konsensus ligger på omkring 28%. Man skal dog være lidt påpasselig idet der kan være tale om, at TSMCs kunder som primært befinder sig i USA, har forsøgt og få deres varer ind i USA inden en eventuel stigning i toldsatserne. TSMC siger selv, at de ikke har set en ændret kundeadfærd. Mht. Intel nævnte TSMC ligeledes, at de ikke er interesseret i deres fabrikker.

I slutningen af januar annoncerede det kinesiske selskab Deepseek, at de har udviklet en large language model der performer bedre end de ledende vestlige LLMs. Desuden skulle dette være gjort uden megen brug af de mest avancerede GPUs og have kostet 6mio. USD. Som beskrevet i tidligere notater, har vi været skeptiske overfor hvilke GPUs og hvor meget computerkraft Deepseek reelt har haft adgang til. Ligeledes er omkostningerne voldsomt undervurderet. Siden annonceringen af Deepseek d. 20. januar er vi blevet bekræftet i vores skepsis og flere regeringer og cloudservice udbydere er begyndt og fjerne adgangen hertil, grundet bekymringer om datasikkerhed. Med andre ord, man er bekymret for, om der videregives data til de kinesiske myndigheder. De teknikker som Deepseek har anvendt til at udvikle modellen er dog fortsat interessante for vestlige LLM-udviklere at udnytte og vi har bestemt ikke set det sidste til rivaliseringen mellem USA og Kina indenfor AI.

Gennem regnskabssæsonen har vi enten fået bekræftet eller øget størrelsen af de store cloud service udbyderes investeringsbudgetter og samtidig er der blevet annonceret større datacenterprojekter fra en række stater og projekter som Stargate. Desuden barsler Softbank også med at tiltrække markedsdeltagere til et meget stort projekt indenfor produktion af avancerede chips og robotteknologi. Herunder TSMC og Nvidia og projektet har fået navnet Project Crystal Land. Det rygtes til at være 1000 mia. USD over 10 år. En sund ansvarsfraskrivelse er, at Softbanks CEO som regel er ret positiv og tænker stort. Derfor skal man tage udtalelserne med et gran salt. Stargate projektet er kommet fra land, med de første spadestik til datacentre i Texas. Hvis disse projekter kan tages for pålydende, vil de være meget væsentlige for forretningsomfanget for både TSMC og en række andre spillere fremadrettet. TSMC har allerede annonceret et investeringsprogram i USA på 160mia. USD. Hvorvidt de er interesseret i at skalere yderligere op, kommer man formentlig til at høre mere om over de kommende kvartaler.

Figuren herunder viser de forventede investeringer fra cloudservice udbydere og Meta. Investeringerne i 2025 er omkring 320mia. USD, en stigning på 45%. Over de næste måneder får vi mere vished omkring væksten i 2026 idet Microsoft rapporterer fjerde kvartals regnskab d. 28. juli. De har dog allerede sagt, at investeringerne kommer til at stige i 2026, omend med en lavere vækstrate end i 2025.



Kilde: Årsregnskaber, Refinitiv for estimater 2026-2028

Den amerikanske handelskrig mod resten af verden har ligeledes været central for volatiliteten i aktien. På Liberation Day blev det annonceret, at varer importeret fra Taiwan til USA vil blive pålagt en 32% importtold. Denne sats er nu sat til 10% og på pause. Mikrochips importeret fra Taiwan er indtil videre undtaget fra denne told. Den taiwanesiske regering har været imødekommende overfor den amerikanske og TSMC er en af de vigtigste selskaber for, at USA kan opnå deres ambitioner indenfor AI og teknologi i det hele taget. Derfor tror vi slutresultatet bliver spiseligt for TSMC.

Rheinmetall: NATO medlemmerne i Europa øger forsvarsudgifterne til 3,5% af BNP

Tyske Rheinmetall er en af Europas største våbenproducenter og de producerer kanoner og ammunition til Leopardkampvognen, Panther kampvognen, artillerisystemer, granater og har bl.a. et JV med italienske Leonardo.

Rheinmetall blev tilkøbt til porteføljen i februar 2025. Vi købte aktier i selskabet dagen efter den amerikanske vicepræsidents tale på sikkerhedskonferencen i Munchen og aktien er steget næsten 90% siden. Vores ræsonnement bag købet lige efter sikkerhedskonferencen var, at JD Vance tale ville føre til en markant oprustning fra de Europæiske natomedlemmer.

Ser man i tabellen herunder ses det, at udgifterne til forsvar i Vest Europa, Polen og Ukraine har været omkring 3000mia. USD, hvor USA har brugt ca. 8,200 mia. USD. Målt i % af BNP har USA brugt ca. dobbelt så meget som de andre NATO-medlemmer og Ukraine.

Udgifter på forsvar, USDmia., 2023 priser	US	Vest Europa, Polen, Ukraine	Rusland	Kina	Rusland + Kina
Sidste 20 år (2004-2023)	17.072	5.702	1.418	3.743	5.160
Sidste 10 år (2014-2023)	**8.264**	**2.989**	**869**	**2.520**	**3.389**
Gnst. p.a. sidste 20 år	854	285	71	187	258
Gnst. p.a. sidste 10 år	826	299	87	252	339
Gnst. sidste 10 år vs. sidste 20 år	**-3%**	**5%**	**23%**	**35%**	**31%**
BNP 2023	**26.900**	**21.703**	**2.263**	**17.700**	**19.963**
Gnst. årlig udgift til forsvar i % af 2023 BNP, sidste	3,1%	1,4%	3,8%	1,4%	1,7%
Forsvarsudgifter v. 3% af BNP, USD mia.	**807**	**651**	**68**	**531**	**599**
2023 forsvarsudgifter	880	409	126	309	436
2023 forsvarsudgifter % af BNP	3,3%	1,9%	5,6%	1,7%	2,2%
Indbyggere, mio.	**334**	**503**	**144**	**1.409**	**1.553**

Kilde: Furesø Kapitalforvaltning

Rheinmetall forventer at øge omsætningen til EUR 20bn i 2027 og opnå en margin på driften på ca. 18%. Det svarer til en omsætningsvækst på 27% om året i 3 år og en vækst i driftsresultatet på ca. 35% om året. Selskabets CEO har dog indikeret at disse målsætninger bliver opjusteret når der er mere klarhed omkring investeringsniveauerne fra NATO-medlemmerne.

NATO har netop afholdt deres topmøde i Haag og her blev der enighed om, at medlemmer skulle bruge 3,5% af BNP på forsvar og yderligere 1,5% på infrastruktur der understøtter forsvaret. Dette skal opnås senest i 2035. Tager man udgangspunkt i de 3,5% og 3% nominel vækst i BNP, så vil Vest Europa, Polen og Ukraines forsvarsudgifter øges til omkring 760mia. USD i 2030 og 1100 mia. USD i 2025. Altså groft sagt en fordobling fra 2023 til 2030.

I forbindelse med deres regnskab for fjerde kvartal der blev aflagt d. 12. marts, gav Rheinmetall en række scenarier for deres forventede ordreindtag. Scenarierne antager forskellige niveauer af forsvarsudgifter i % af BNP for de europæiske lande, antagelser omkring hvor stor en andel der skal bruges på udstyr og slutteligt hvad Rheinmetalls markedsandel af dette bliver. Anvender vi disse forudsætninger, kombineret med de netop fremlagte planer fra NATO, så lander man på et forventet ordreindtag for Rheinmetall på omkring 55-70mia. EUR om året fra 2025-2030. Derfor virker det ikke urealistisk, at Rheinmetall vil opnå en omsætning på omkring 45mia. EUR i 2030 og rapportere en rentabilitet på omkring 20%. Under disse forudsætninger ser vi et udmærket afkastpotentiale, men dog noget mindre end da vi initierede positionen tilbage i februar.

KLA: Fint regnskab og strukturel medvind fra mere komplekse chipdesigns

KLA laver udstyr til mikrochip industrien. Deres maskiner anvendes til optisk og elektronbaseret (e-beam) inspektion, måling og fejlfinding af waferen. En wafer er den skive af silicium som chipstrukturen brændes ned i vha. litograftiteknologi. KLAs maskiner er nødvendige for at chipproducenterne kan opnå de højeste yields (laveste fejlprocenter) og er samtidig et vigtigt element i udviklingen af nye chipdesigns og produktionsmetoder.

KLA aktien er steget ca. 40% i år og 21% i andet kvartal. Q1 regnskabet var godt. Omsætningen steg 30% i Q1 og driftsindtjeningen var 5% bedre end ventet, samtdig lå EPS 7% over analytikernes estimater. Til trods herfor fald aktien et par procent på regnskabet, hvilket vi tror skyldes en udskydelse af deres kapitalmarkedsdag. Baggrunden herfor var den nuværende handelskrig og derfor vil man ikke melde langsigtede målsætninger ud som kan være forældet dagen efter.

Chipproduktionen bliver mere kompleks, værdien af den enkelte chip er stigende, produkt cyklussen accelererer, der er flere lag i chippen der skal testes og såkaldt "advanced packaging" udbredes. Det er også positivt for KLA med mere chipproduktion i USA. Skulle Softbanks visioner indenfor chipproduktion i USA blive til virkelighed, så vil det kræve en del udstyr fra eksempelvis KLA. Strukturelt blæser vinden altså i den rigtige retning for KLA.

Desuden bør det også nævnes, at sidste år var præget af øgede eksportrestriktioner til Kina fra USA på udvalgt teknologi og udvalgte modparter i Kina. Det trak udstyrsproducenterne til chipproduktion noget ned sidste år, idet flere af dem, herunder KLA og ASML har væsentlig eksponering til Kina. De maskiner som sælges til Kina er dog ikke anvendelig til high-end chip produktion. De seneste rygter er derfor, at den amerikanske administration ikke ønsker og begrænse dette, idet det vil ramme amerikanske virksomheder og have begrænset effekt på accelerationen af den kinesiske chipindustri.

Kvartalets dårligste aktier:

De selskaber der bidrog mest negativt til merafkastet i kvartalet var Brown & Brown, Progressive og UnithedHealth.

Brown & Brown: Dårligt afkast i Q2, men opkøbet af Accession bør øge EPS med 15%.

Vi har en række defensive kvalitetsselskaber i porteføljen og en af dem er den amerikanske forsikringsmægler Brown & Brown. Aktien var rigtig god i 2024 afkastet var 53%, men den er dog faldet ca. 5% i år og 19% i andet kvartal. Det er der et par årsager til som vi gennemgår herunder.

Det er ikke overraskende at Brown skiller sig negativt ud i et Q2 hvor der har været appetit på risiko lige siden Trump udskød implementeringen af toldsatserne med 90 dage. I seneste regnskab rapporterede Brown & Brown EPS som var 1% under forventningerne og den organiske vækst var 6,5%. I 2024 var den organiske vækst 10,4% og hjulpet godt på vej af divisionen som hedder National Programs. Væksten i denne division har bl.a. været hjulpet af et par større naturkatastrofer sidste år, idet Brown udfører flere opgaver end blot distribution i denne division, f.eks. skadesbehandling. Derudover er præmierne på forsikring af erhvervsejendomme i USA faldende, hvilket også rammer mæglerens betalinger.

Den vigtigste begivenhed for Brown & Brown i kvartalet blev deres udmelding om, at de vil opkøbe konkurrenten Accession Risk Management. Brown & Brown er en seriel opkøber, bl.a. grundet markedsstrukturen og deres evne til at skabe værdi ud af disse opkøb. Således har de lavet næsten 700 opkøb gennem historien. Den organiske vækst over de sidste 10 år har været 5,8% imens den rapporterede toplinjevækst er 11,8%. Brown bruger ca. 90% af deres pengestrømme til opkøb, så opkøb ligger ikke fjernt for hverken ledelse, investorer eller organisationen. Over de sidste 10 år er aktien i gennemsnit steget med 20% om året, de har lavet flere større opkøb og det vidner om en succesfuld opkøbsstrategi og eksekvering.

Accession er den 9. største forsikringsmægler i USA og med opkøbet øger Brown deres forretningsomfang med 36%. De betaler 9,8mia. USD, svarende til 27% af den nuværende markedsværdi og øger naturligvis eksekveringsrisikoen. Modsat rykker det også "nålen" for Brown & Brown. Man tilkøber en væsentlig mæglerforretning som øger omsætningen med over 30%. Proforma selskabet øger diversifikationen idet man køber en række komplementære forretningsområder indenfor specialty-markedet, rentabiliteten er ligeså høj som Brown & Brown og kulturelt vil vi argumentere for at de to selskaber passer godt sammen. Prisen er fair, synergierne er væsentlige og vi kan regne os frem til en EPS stigning på 15% når synergierne er

fuldt indfaset. Opkøbet finansieres både med gæld og nye aktier. Derfor kørte Brown & Brown en kapitaludvidelse en dag efter annonceringen.

En kombination af et regnskab på linje med forventningerne, en udsigt til lidt lavere organisk vækst, et "risk-on" miljø i aktiemarkedet samt dette større opkøb har været med til at at skabe det dårlige afkast for Brown & Brown i Q2. Selvom der på den korte bane vil være opkøbssnavs i regnskaberne, så er vi fortrøstningsfulde og ser stadig Brown & Brown som en attraktiv langsigtet defensiv investering.

Progressive: Endnu et defensivt selskab som, ikke overraskende, har klaret sig dårligere end markedet.

Vores amerikanske skadesforsikringsselskab Progressive er steget 11% i USD i år og har klaret sig bedre end det amerikanske marked. I andet kvartal faldt den dog 6% også målt i USD. Progressive er en af de største spillere på det amerikanske marked for bilforsikringer til private. De har øget deres præmieindtægter med 14% p.a. over de sidste 5 år, egenkapitalforrentningen er omkring 30% og omtrent 20% af toplinjen ender som frie pengestrømme. Progressive er et defensivt selskab og som nævnt tidligere, så klarer de defensive sektorer sig aldrig specielt godt når markedet stiger kraftigt.

Progressive rapporterer hver måned og opsamler så i en kvartalsrapport. I kvartalsrapporten rapporterede de 20% vækst i præmierne og 18% vækst i antallet af policer. Forsikringsdriftens rentabilitet, målt ved nøgletallet combined ratio, var 86% og uændret ift. samme kvartal sidste år. Justerer man erstatningsprocenten for store katastrofeskader og det man på dansk kalder afløbsgevinster, forbedrede Progressive rentabiliteten i forsikringsdriften. Afløbsgevinster er blot hensættelser til erstatninger fra tidligere år, som viser sig, at være mindre end ventet. Alt i alt et udmærket regnskab.

Hvis man skal finde hår i suppen, så er det ikke overraskende, at man ikke kan forvente samme høje vækst fremadrettet. Ser man på udviklingen i det der hedder "net written premiums" så er væksten "kun" 11% i det seneste månedlige regnskab fra maj måned. Tegnede præmier viser hvor meget forretning Progressive har tegnet i maj måned og dermed indtjenes over de kommende 12 måneder. Konsensus ligger p.t. og forventer en vækst i præmieindtægterne for 2026 på 10,5%. I vores optik er markedet altså helt på linje med den lidt lavere vækst man kan forvente i Progressive og vi ser ikke nogen røde flag i den fundamentale udvikling eller forventningerne hertil. Værdiansættelsen på 16,5x indtjeningen for de næste 12 måneder er lavere end hvad selskabet normalt handler på.

UnitedHealth: Et forfærdeligt første halvår for UnitedHealth

UnitedHealth aktien er faldet intet mindre end 46% i Q2 og var den tredje dårligste aktie målt på bidrag til merafkastet. Som nævnt tidligere, har vi solgt ned i UnitedHealth siden slutningen af sidste år, primært grundet vores bekymring om stigende erstatningsprocenter i deres sundhedsforsikringsdivision. Derfor havde vi ikke en stor andel af porteføljen i selskabet da de den 16. april kom med et dårligt regnskab og en endnu dårligere guidance for resten af året. Aktien faldt 22% på regnskabet og er siden faldet yderligere.

Den største division i UnitedHealth er deres sundhedsforsikringsselskab, United Healthcare. Denne division udgør ca. halvdelen af indtjeningen. Over de seneste kvartaler har der været en tendens til at de forsikrede har brugt deres sundhedsforsikringer mere end ventet og betalingerne fra det offentlige til United Healthcare har været en anelse under pres. Færre indtægter og flere udgifter til deres administration af de offentlige ordninger er en dårlig cocktail. Til at starte med har man/vi troet, at der har været et efterrslæb efter Covid, hvor man af åbenlyse årsager ikke brugte sundhedssystemet og derefter opstod der en mangel på arbejdskraft i sundhedssektoren. Tendensen er tiltaget og vi tror også, at den øgede brug af

sundhedssystemet kan skyldes kundernes bekymringer omkring hvor god dækningen bliver efter Trump administrationen har været igennem de offentlige sygeforsikringer. Intet er sikkert, men naturligvis ville man gå til lægen nu, hvis man er bange for at ens forsikring ikke dækker i samme omfang om 6 måneder.

Derudover har Rob Kennedy Jr., der er chef for sunhedsmyndighederne i USA, set sig sur på de såkaldte pharmacy benefit managers, PBMs. Omtrent 15% af indtjeningen i United Health kommer fra deres PBM forretning, der hedder Optum Rx. Selvom det kan diskuteres hvor meget der kan komme igennem kongressen, så er det tydeligt, at Kennedy Jr. og Trump er irriteret over de høje listepriser som PBMerne bærer en del af skylden. Hvor dette ender er svært at sige, men vi er sikre på, at den populistiske administration kan få udlagt en reduktion i listepriser som en sejr for dem selv og det amerikanske folk.

Ovenstående kulminerede med at UnitedHealths CEO blev fyret d. 13. maj og man annullerede guidance for 2025. Som erstatning er bestyrelsesformand og tidligere CEO, Stephen Hemsley, trådt ind som fungerende CEO. Det kommende regnskab bliver ikke hyggelig læsning, vi ved ikke hvor PBM forretningen lander p.t. og der kan muligvis komme en bøde fra en Department of Justice undersøgelse af deres praksis. Alt dette er årsagerne til at aktien er faldet.

Vi overvejer i øjeblikket om vi skal sælge resten af vores position. Sundhedsforsikringsforretningen har dog i høj grad skæbnen i egne hænder idet præmierne kan reprises indenfor 12 måneder. Dækningen kan kalibreres til den øgede risiko ved fornyelse af kontrakterne og vi synes aktien er billig. Det taler for at øge positionen. Risikoen er dog høj, konkurrenterne er ikke ramt lige så hårdt og transparensen er lav. Så vi er i gået endnu mere i tænkeboksen på denne position.

Med 18% EPS vækst i seneste kvartal så er vi tilfredse med den fundamentale udvikling.

Siden 1945 er EPS stigningen for S&P 500 7% årligt og det gennemsnitlige afkast er 7,5%. Over tid følger aktiekurserne indtjeningen og derfor anvender vi enormt meget tid på at følge den fundamentale udvikling i vores selskaber.

Målt ved medianen steg omsætningen for vores selskaber 11% i seneste kvartalsregnskab og indtjeningen per aktie steg 18%. 77% af selskaberne slog forventingerne til EPS og i gennemsnit slog de analytikernes estimater med 6%.

Du kan i øvrigt læse meget mere om de enkelte regnskaber i et notat vi sendte ud i maj måned. Se dette link. https://furesoekapital.dk/wp-content/uploads/1Q-reporting-season-note-2.pdf

Sektor	Selskab	Omsætningsvækst	EPS vækst	EPS vs. forventning
Kommunikation	Alphabet Inc	12%	20%	13%
Cyklisk forbrug	Amazon.com Inc	9%	62%	17%
	Autozone Inc	5%	-4%	-5%
	Hilton Worldwide Holdings Inc	5%	12%	7%
Finans	Moody's Corp	8%	14%	8%
	MSCI Inc	10%	14%	2%
	Brown & Brown Inc	12%	13%	-1%
	Progressive Corp	17%	25%	-3%
	Visa Inc	9%	10%	3%
Sundhed	Novo Nordisk A/S	19%	15%	5%
	UnitedHealth Group Inc	9%	1%	-1%
	Demant A/S	0%	-	-
Industri	Schneider Electric SE	7%	-	-
	Rheinmetall AG	46%	74%	20%
	DSV A/S	9%	10%	11%
	Trane Technologies PLC	11%	26%	11%
	Automatic Data Processing Inc	6%	6%	3%
IT	ASML Holding NV	46%	93%	4%
	KLA Corp	30%	60%	4%
	Taiwan Semiconductor Manufacturing Co Ltd	35%	53%	4%
	NVIDIA Corp	69%	57%	3%
	Arista Networks Inc	28%	31%	10%
	Microsoft Corp	13%	18%	7%
	Intuit			
	Gennemsnit	**18%**	**29%**	**6%**
	Median	**11%**	**18%**	**4%**