

Opdatering i en volatil periode

Tredje kvartal har indtil videre været præget af meget markante udsving i aktiemarkedet. Siden afslutningen på andet kvartal den 30/6 2024 og frem til den 16/8 er verdensmarkedet, målt ved MSCI World i DKK, faldet med 1%. Det lyder ikke af meget, men da det så værst ud var markedet ned med ca. 10% fra slutningen af andet kvartal og det japanske aktiemarked faldt med 13% på en dag. Derfor vil vi gerne opdatere vores medinvestorer og andre interesserede på udviklingen.

Fondens afkast har i samme periode været negativt med 3,2%. Siden start er afkastet positivt med 2,4% sammenlignet med markedsafkastet på 3,4%. Merafkastet er dermed negativt med 1,0% efter omkostninger. Fondens start er d. 6/5 og består af ca. 25 selskaber.

I en koncentreret portefølje kan merafkastet variere en del og når man i dette tilfælde betragter en periode på ca. 3 måneder er det svært at drage nogle konklusioner. Vi ville eksempelvis forvente, at de månedlige udsving i merafkastet vil være omkring +/- 1,5 til 2pp. På årsbasis er det ca. 5 til 7pp.

Afkast	Q2/24	Q3/24*	Siden start**
Furesø Globale Kvalitetsaktier	5,7%	-3,2%	2,4%
MSCI World (DKK)	4,4%	-1,0%	3,4%
Merafkast	1,3%	-2,2%	-1,0%
* Q3 er per 16/8			
** start er 6/5 2024			

Kilde: Refinitiv, Furesø Kapitalforvaltning.

Opsummering:

- Den gennemsnitlige EPS-vækst for selskaberne i porteføljen har været 10% i det seneste kvartal.
- 84% af selskaberne har overgået forventningerne i de netop aflagte kvartalsregnskaber.
- Porteføljen er investeret i kvalitetsselskaber med gode vækstmuligheder og i dette kvartal er det ikke denne slags selskaber der har klaret sig bedst.
- Enkelte negative bidragsydere til performance synes vi har været en overreaktion, herunder ASML, TSMC og Edwards Lifesciences. Til dels også Novo Nordisk,
- Vi er ikke makroøkonomer, men tror ikke på recession i USA i den nærmeste fremtid. De seneste nøgletal siden de skuffende non-farm payrolls viser i vores optik heller ikke tegn herpå.
- En afklaring af det amerikanske valg, en ventet rentesækning fra FED og yderligere bekræftende nøgletal kan skabe lavere volatilitet fremadrettet.

De markante udsving på aktiemarkederne har, som vi ser det, været præget af følgende begivenheder:

- Skuffende non-farm payrolls i USA og svage tillidsindikatorer for fremstillingsindustrien.
- Rekalibrering af forventninger til FED renten grundet skuffende nøgletal og lavere inflation.
- Nedlukning af carrytrades finansieret i yen. Det japanske aktiemarked faldt 13% på en dag.
- Politisk og geopolitisk uro. Attentatforsøg på Trump og Harris bliver ny præsidentkandidat.

Efterfølgende skriv er skrevet med udgangspunkt i afkastdata per 13/8.

Porteføljegennemgang:

Ovenstående begivenheder har medført, at defensive sektorer har givet bedre afkast end cykliske. Samtidig har vækstaktier også givet lavere afkast end markedet i Q3 indtil videre og i juli måned gav indekset for kvalitetsselskaber et afkast der lå 2,2% under verdensmarkedet.

Porteføljen er investeret i kvalitetsselskaber med gode vækstmuligheder og vi har en anelse overvægt i cykliske sektorer relativt til markedet. Det kan forklare noget af det negative merafkast, men efterfølgende vil vi gå lidt mere i dybden med de selskabsspecifikke årsager som også spiller ind. Man kan se sektorafkastene for verdensmarkedet i tabellen herunder.

MSCI World sektorer (USD)	Q3 indtil 13/8	1M	3M	1Y	YTD
Cyklisk forbrug	-4%	-8%	-3%	6%	1%
Stabilt forbrug	3%	2%	3%	7%	8%
Energi	-1%	-1%	-3%	7%	8%
Finans	2%	0%	2%	25%	14%
Sundhed	4%	3%	7%	15%	14%
Industri	1%	-1%	0%	19%	10%
IT	-4%	-7%	8%	38%	21%
Materialer	0%	-4%	-5%	9%	0%
Kommunikation	-3%	-4%	2%	28%	18%
Forsyning	8%	3%	4%	18%	14%
Median af defensive sektorer	4%	3%	4%	15%	14%
Median af cykliske sektorer	-1%	-4%	0%	19%	10%

Kilde: Refinitiv, Furesø Kapitalforvaltning

Hvad er gået godt og dårligt i porteføljen i tredje kvartal indtil videre:

Herunder kan man se porteføljen fordelt på sektorer og geografi. Vi har ingen japanske aktier, hvor det er gået voldsomt for sig.

Furesø Globale Kvalitetsaktier	USA	Europa incl.UK	Japan	Andet	Antal selskaber
Kommunikation	Alphabet		-	-	1
Cyklisk forbrug	Hilton, Amazon, Autozone	LVMH	-	-	4
Stabilt forbrug	-	-	-	-	0
Energi	-	-	-	-	0
Finans	Brown & Brown, MSCI, VISA	Zurich, Partners Group	-	-	5
Sundhed	Edwards Lifesciences, United Health	Novo Nordisk, Demant	-	-	4
Industri	Trane Technologies, ADP	Schneider Electric, Epiroc, DSV	-	-	5
Informationsteknologi	KLA, Analog Devices, Microsoft, Intuit	ASML	-	TSMC	6
Materialer	-	-	-	-	0
Ejendomme	-	-	-	-	0
Forsyning	-	-	-	-	0
Antal selskaber	15	9	0	1	25

- De selskaber der har bidraget mest positivt til merafkastet i kvartalet er: DSV, MSCI, Brown & Brown og ADP.
- De selskaber der har bidraget mest negativt til merafkastet i kvartalet er: Edwards Lifesciences, ASML, Demant og Novo Nordisk.

Herefter følger kommentarer på de fire selskaber i porteføljen som har haft størst positiv indflydelse på merafkastet i den forgangne del af tredje kvartal.

DSV (+18%): Godt Q2 regnskab og færre bejlere til DB Schenker:

DSV har været den bedste aktie i porteføljen i ovennævnte periode. DSV leverede et udmærket kvartalsregnskab hvor EBIT var en spids bedre end forventningerne og selskabet opjusterede nedre ende af guidance. Som ventet annoncerede de også et nyt aktietilbagekøbsprogram. Vi synes det er positivt, at DSV tager markedsandele hos de større kunder og volumenvæksten i Air and Sea divisionen udvikler sig flot med 10% henholdsvis 4% vækst. Efter markante fald siden 2022 ser det ud til, at bruttoresultatet per ton indenfor luftfragt har stabiliseret sig og DSV nyder også godt af de højere rater på søfragt. Over den seneste periode er feltet af bydere på DB Schenker nu indsnævret til udelukkende DSV og kapitalfonden CVC. Vi har tidligere skrevet om netop denne transaktion og argumenterer for, at på en købspris på EUR 15bn vil EPS stigningen være omkring 20-30%. DSV handler stadig noget under vores fair værdi på stand-alone basis og den handler ligeledes med en rabat til Kuehne & Nagel, hvor den normalt handler til en præmie. Derfor synes vi ikke at der er en markant præmie bagt ind i kursen fra et eventuelt opkøb af Schenker.

MSCI (+14%): Gode salgstal i Q2 regnskabet:

Den amerikanske udbyder af primært aktieindeks og analyseværktøjer til kapitalforvaltningsindustrien har også givet et godt afkast. Toplinjen og EBIT var en anelse bedre end ventet i deres Q2 regnskab. Over det seneste halve år har der været fokus på, at MSCIs cancellations har været højere end normalt, samt aftagende interesse og politisk modvind mod ESG produkter. Cancellations er på dansk blot, at en kunde opsiger sit abonnement. En af årsagerne til, at cancellations var høje i Q1 skyldes til dels sammenlægningen af UBS og Credit Suisse. Nettonysalget i den vigtige indeksdivision var højere end vores forventninger i andet kvartal og koncernens fornyelsesprocent var 94,8% imod 92,8% i forrige kvartal. Generelt er vores indtryk, at der stadig lanceres færre nye fonde og kapitalforvaltningsindustrien ikke trykker på speederen på budgetterne, selvom stigende aktiemarkeder er godt for MSCIs kunder. Fokus på ESG divisionen er ikke ligeså intens som den har været, men det klart at Kamala Harris vil være en bedre præsident for MSCIs forretning end Donald Trump. Det meste af afkastet på MSCI aktien kom i forbindelse med deres kvartalsrapport, hvor aktien steg 8%. Vi tror derfor ikke, at markedet blot har sendt aktien op på grund af bedre meningsmålinger til Harris.

Brown & Brown (+10%): 10% organisk vækst i Q2 var over forventningerne:

Brown & Brown er en af de største forsikringsmæglere i USA. En forsikringsmægler hjælper forsikringstager med at finde den rette forsikringsdækning og det forsikringselskab der vinder policen betaler Brown & Brown en andel af førsteårs præmie. Markedet i USA vokser omkring 3-6% organisk men har i de senere år nydt godt af den høje inflation, også i forsikringspræmierne. Brown & Brown har en lang historik for at lave værdiskabende opkøb af andre mæglere og derfor har selskabet været i stand til at vokse 14% p.a. de seneste 5 år. Selskabet leverede et godt kvartalsregnskab hvor den organiske vækst var 10% og både topline og bundlinje lå foran forventningerne. I den forgangne del af kvartalet har de ligeledes lavet et lidt større opkøb i Holland. Brown & Browns forretningsmodel er ikke særlig cyklisk og burde være et selskab der klarer sig godt relativt til markedet når fokus skifter mod recessionsrisici. I konteksten af markedsmiljøet i tredje kvartal indtil videre og det gode regnskab er det ikke overraskende og finde Brown & Brown som en af de bedre aktier.

ADP (+8%): Positiv guidance for næste år:

ADP er også en af vores defensive selskaber som har leveret et fornuftigt kvartalsregnskab. ADP udfører såkaldte HCM eller Human Capital Management services. Den største division hedder Employer Services og udgør ca. 65% af selskabet. Det er groft sagt cloudbaseret administration af løn – og personaleydelse. Den resterende del af ADP hedder PEO services og står for Professional Employer Services. I PEO varetager ADP en komplet outsourcing af HR funktionen for typisk mindre virksomheder. Vi var en anelse bekymret for ADP på vej hen mod kvartalsregnskabet, bl.a. fordi en af deres peers Paychex, havde skuffet på deres guidance. Vi fastholdt dog størrelsen af vores position og ADP slog forventningerne og guidede for 2025 omsætningsvækst på 5-6% og 8-10% EPS vækst, bl.a. supporteret af aktietilbagekøb. Når beskæftigelsen falder, det gør den ikke p.t., så vil det naturligvis ramme et selskab som ADP, men ikke særlig voldsomt relativt til andre mere cykliske industrier. Kombineret med en fair værdiansættelse synes vi stadig ADP er et godt defensivt kort, at have i porteføljen.

Herefter følger kommentarer på de fire selskaber i porteføljen der har givet de største negative bidrag til porteføljens merafkast i den forgangne del af tredje kvartal.

Edwards Lifesciences (-28%): Uændret guidance for koncernen, men nedjustering af vækst i TAVR:

Faldet i Edwards Lifesciences har kostet ca. 1,2pp i bidrag til det negative merafkast i kvartalet og forklarer ca. halvdelen af det negative merafkast i tredje kvartal.

Edwards Lifesciences er et amerikansk medtech selskab der sælger systemer til at udskifte og reparere hjerteklapper til patienter der lider af primært to sygdomme. Den mest almindelige hjertelidelse som de er eksponeret imod er aortastenose (AS) hvor hjerteklappen til aorta er beskadiget og kan derfor ikke åbne og lukke ordentligt. AS er aldersrelateret. Den anden sygdom er MR, eller Mitral Valve Regurgitation. Hvis man lider af MR så fungerer "mitral-hjerteklappen" ikke ordentligt, og der flyder blod tilbage hvor det kom fra og det pumpes ikke korrekt videre ud gennem aorta. Mitral-klappen sidder mellem øvre og nedre hjertekammer i venstre side af hjertet. Man kan også have den samme lidelse, bare i højre side. Så hedder lidelsen TR, eller Tricuspid Valve Regurgitation. Edwards produkter anvendes altså primært til patienter med AS, MR eller TR. Alle disse lidelser fører til, at hjertet overbelastes, arbejder hårdere og kan med tiden medføre hjertestop.

Vi har tidligere skrevet om Edwards Lifesciences og vil du gerne forstå selskabet lidt dybere så følg dette link: <https://furesoekapital.dk/wp-content/uploads/Nyhedsbrev-nr-2.pdf>

Nedjustering af væksten i TAVR grundet kapacitetsproblemer på sygehusene:

Den største division hos Edwards er TAVR, som står for Transcatheter Aortic Valve Replacement. Denne forretningsenhed fremstiller hjerteklapimplantater – samt systemer til at udskifte og reparere aorta hjerteklappen. I forbindelse med Q2 regnskabet nedjusterede Edwards den forventede omsætningsvækst i 2024 for TAVR fra ca. 9% til 6%. Forventningerne til koncernens vækst blev fastholdt til 8-10% pga. bedre vækst i forretningsenheden TMTT. Baggrunden for nedjusteringen af TAVR væksten er flaskehalse hos hospitalerne grundet kapacitetsmangel i form af medarbejdere men også et stigende antal af nye operationsprocedurer der skal indkøres. Man skal huske på, at dødeligheden for patienter der lider af alvorlig AS er ganske høj og jo længere de venter på en operation, desto højere er risikoen. Derfor forsvinder efterspørgslen ikke den udskydes blot.

Edwards offentliggør ikke rentabilitet opgjort på divisioner men antager man, at TAVR laver ca. 30% EBIT-margin, så vil nedjusteringen på omsætningen i TAVR betyde en reduktion i koncernens EBIT på ca. USD 90m når man antager, at de faste omkostninger ikke påvirkes. Det svarer til ca. 5% af EBIT for 2024 og lidt mere for 2025. I den kontekst synes vi et 30% fald i aktiekursen var en overreaktion.

Efter regnskabet er gennemsnittet af analytikernes estimater justeret ned med 8% for 2025 og aktien er steget 11%. Den er dog stadig ned 23% fra dagen før regnskabet målt i USD.

1,5mia. USD brugt på opkøb. Tegn på lavere organiske vækstmuligheder?

Edwards har solgt deres Critical Care division til Beckton Dickinson og det mudrer estimatændringerne for 2025. Critical Care udgjorde 15% af Edwards omsætning i første halvår af 2024 og vi vil vurdere at det udgør omkring 12-14% af indtjeningen efter skat. Edwards modtog 4,2mia. USD for Critical Care, svarende til 10% af selskabets værdi. På salgstidspunktet vurderede vi at handlen var nogenlunde fair set i lyset af risikoen for, at divisionen blev børsnoteret selvstændigt og har lavere vækst end koncernen generelt. En selvstændig børsnotering var oprindeligt planen og man ville derfor som Edwards aktionær modtage nye aktier i Critical Care. Dermed er man pludselig aktionær i et meget lille selskab som ikke udgør meget af investorernes porteføljer. Det betyder som regel at kursen bliver presset idet det nye selskab ikke kan "rykke nålen" for investors portefølje, måske ligger det også udenfor investors investeringsmandat, og aktierne dumpes.

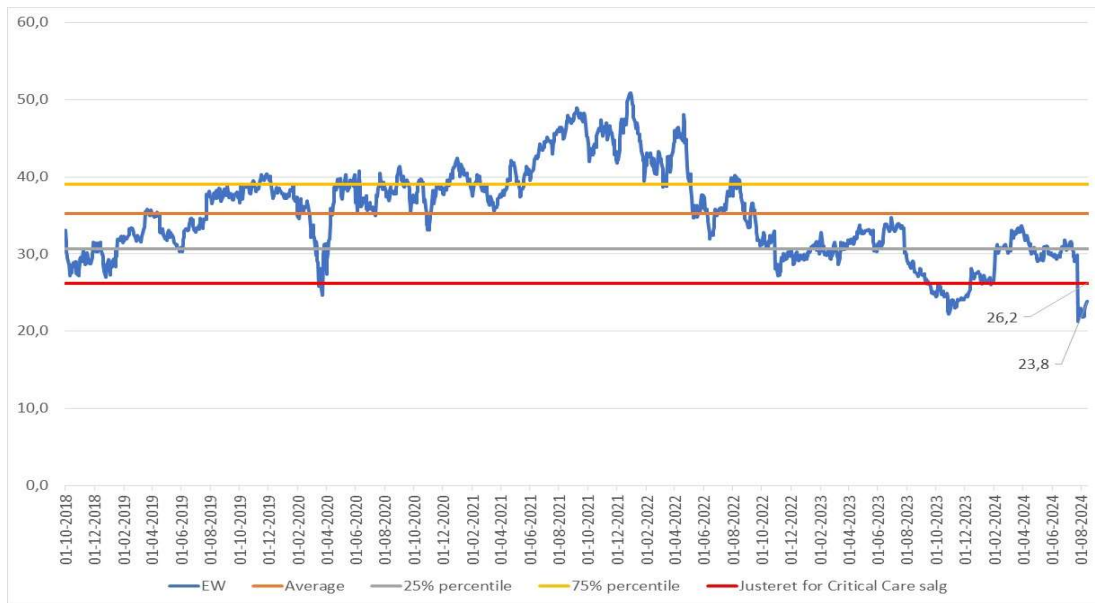
I forbindelse med Q2 meldte man ligeledes ud, at man har lavet tre opkøb for ca. 1,5mia. USD dog uden at disse selskaber får nogen nævneværdig positiv påvirkning på 2025 resultaterne. Over de sidste 10 år har Edwards ikke lavet mange eller store opkøb og når et selskab begynder at anvende mere af sit cashflow på opkøb kan det være bekymrende. Er opkøbene eksempelvis et tegn på, at de organiske vækstmuligheder er forringet? I konteksten af det sløje Q2 regnskab passer "historien" som hånd i handske for et skeptisk aktiemarked.

Prisen på de fremtalte opkøb svarer til 3% af markedsværdien af Edwards og opkøbene passer ind i strategien, styrker produktporteføljen og med udgangspunkt i de væsentlige forretningsmuligheder indenfor TAVR og TMTT ser vi ikke opkøbene som et tegn på dårligere organiske vækstmuligheder.

Hvad så herfra?

Siden 2018 har Edwards aktien handlet på en 12 måneders forward P/E på 35x og i skrivende stund handler den til 24x. Dette er baseret på konsensus estimater fra Reuters. På vores egne estimater hvor vi justerer for frasalget af Critical Care divisionen ligger vi på en 12m forward EPS på ca. 2,53 USD per aktie og dermed en P/E på 26,2x. Dette er ca. 25% under den normale multipel og samtidig under 10% fraktilen. De sidste to gange hvor aktien har handlet til denne slags multipler er under Covid i marts 2020 og i efteråret 2023. I 2023 blev Novo Nordisk Select studie offentliggjort og markedet var meget bekymret for den påvirkning en masseudbredelse af fedmemedicin ville få for hele medtech-sektoren. Vi har illustreret udviklingen i multiplen herunder.

12mdr. forward P/E for Edwards, justeret for salg af Critical Care division:



Kilde: Refinitiv, Furesø Kapitalforvaltning

Antager man, at Edwards kan handle til 30x EPS vil "fair" værdi være omkring USD 75. Vores DCF-model på forholdsvis konservative forudsætninger tilsiger også en værdi omkring 75 USD. Som med al værdiansættelse så er det meget afhængigt af både estimatinput, afkastkrav, terminalvækst osv.

En anden ubekendt er hvor meget Edwards kommer til at allokere til aktietilbagekøb. Efter salget af Critical Care og de tidligere omtalte opkøb vil Edwards nettokassebeholdning være lige i underkanten af USD 5bn ved udgangen af 2024. Det svarer til 12% af markedsværdien og ca. 2.6x 2025 EBITDA og alt for meget i vores optik. I forbindelse med frasalget af Critical Care skrev Edwards at provenuet fra frasalget skulle anvendes til strategiske vækstmuligheder, herunder de ovennævnte opkøb. Et markant aktietilbagekøb virker derfor ikke til at ligge øverst på ledelsens to-do liste. Dette var kommunikationen før Q2 regnskabet og emnet blev ikke drøftet yderligere i forbindelse med regnskabet. Mon ikke de fleste investorer vil presse på for en mere klar tilgang til kapitalallokeringen end vi har oplevet de sidste 6 måneder. Vi har i dag 3,3% af porteføljen i Edwards og har ikke solgt aktier i løbet af perioden.

ASML (-14%) (og TSMC (-3%)): Fantastiske regnskaber, men trukket ned af geopolitisk uro:

På vej ind regnskabssæsonen havde vi høje forventninger til de to semiconductor selskaber, ASML og TSMC. Det har vi stadig. Det var også afspejlet i vægte på omkring 4-5% af porteføljen. Med ca. 25 selskaber er 4% et udgangspunkt.

TSMC rapporterede 35% vækst i EBIT målt i USD og i forhold til samme kvartal sidste år. Væksten var 8% i EBIT målt imod forrige kvartal og indtjeningen lå ligeledes 4% over konsensus. Selskabet offentliggør månedlige salgstal og derfor er afvigelsen på kvartalet typisk ikke så store. TSMC opjusterede deres forventede omsætning til nu at lande mere end 25% højere end i 2023. TSMC ligger i forhandlinger med deres største kunder og de seneste indikationer på prisforhøjelser ligger på omkring 10%. Dette kommer til at understøtte deres bruttomargin guidance som vi forventer vil blive opdateret indenfor de næste par kvartaler.

Den positive modtagelse af TSMCs kvartalsregnskab udeblev og det skyldes bl.a. udtalelser fra Donald Trump. I et interview med Bloomberg har han udtalt, at Taiwan skal betale USA for beskyttelse mod Kina. Ligeledes skulle Trump have udtalt, at Taiwan har taget 100% af USAs chipindustri. Den amerikanske chipindustri ville i vores optik ikke være ledende hvis ikke TSMC og andre selskaber havde investeret massivt i teknologien og infrastrukturen til at producere de mest avancerede mikrochips. Såfremt Kina invaderede Taiwan ville det sende USA og resten af verden ud i en massiv recession og massive geopolitiske risici. USA har ingen interesse i ikke at give Taiwan deres opbakning. Hvorvidt landet så skal betale beskyttelsespenge, det vil vi ikke gøre os klog på.

Ovennævnte nyheder ankom samme dag som ASML rapporterede deres Q2 regnskab og på trods af et virkelig flot regnskab med en ordreindgang som lå mere end 30% over forventningerne faldt aktien over 10%. Udover Trumps udtalelser kom nyheden om, at Biden administrationen overvejer at indføre yderligere restriktioner på eksport af udstyr til at producere mikrochips til Kina. I dag kan ASML f.eks. ikke sælge deres EUV, extreme ultra violet, litografmaskiner til Kina. Det skyldes restriktioner indført tilbage i 2022/23. Den nuværende ordrebog er 20% eksponeret til Kina og dette er udstyr til, at producere mindre avancerede chips. Efterfølgende har Reuters rapporteret, at USA's allierede herunder Holland, Japan og Sydkorea ikke vil blive underlagt de nye restriktioner. Det er stadig usikkert hvor dette ender og indtil noget endeligt er meldt ud, vil det formentlig lægge en dæmper på sektoren, ligesom det har været tilfælde i forbindelse med tidligere forhandlinger vedrørende eksportrestriktioner.

Sidst men ikke mindst, kom Intel med et dårligt regnskab der sendte hele sektoren ned. Intel er kunde hos de fleste i industrien også hos ASML. Intel har haft store problemer med produktionen af de mest avancerede chips og har tabt markante markedsandele til bl.a. TSMC. I forbindelse med Q2 regnskabet reducerede de deres forventede investeringer og baseret på vores estimater vil det kunne betyde omkring 3% af ASMLs topline.

Vi er ovenud tilfredse med både ASML og TSMCs seneste regnskaber og har ikke solgt aktier i nogen af selskaberne, faktisk købte vi en anelse mere i ASML. Vi anerkender at ASML ikke har indhentet det tabte endnu hvorimod TSMC mere eller mindre har. Det vil nok kræve mere transparens på eksportrestriktioner førend dette sker og det kan potentielt også være negativt for selskabet. Ifølge Reuters kilder vil udkastet blive færdiggjort i august måned.

Demant (-10%): Tab af markedsandele i managed care segmentet og nedjustering.

Demant annoncerede d. 17. juli, at de nedjusterer guidance for helåret. Hvor de førhen regnede med organisk vækst på 4-8%, så hedder guidance nu 2-4%. Forventningerne til EBIT blev også reduceret og vores estimater indikerede på dette tidspunkt, at 2025 estimaterne skulle ned med omkring 7-9%. Aktien faldt 15% på annonceringen hvilket vi synes var i overkanten.

Demant har valgt, at deres high end høreapparat ikke skal positioneres i Managed Care segmentet i USA. Tanken er i vores optik, at det vil føre til øget salg hos de uafhængige audiologer når man ikke afgiver store rabatter i kanaler med forsikringsdækning. Indtil videre har det dog ikke været tilfældet og Demant har mistet markedsandele i dette segment. Hearing Aids divisionen voksede 3% organisk i første halvår, hvor Demant har set en 6% tilbagegang i volumen. Markedsvæksten er +4% og Demant har tabt signifikant markedsandel. Med til historien hører dog, at deres gennemsnitlige salgspris er steget med 11% og bruttomarginalerne er øget.

På investorkaldet efter regnskabet indikerede Demants CEO at det ville være svært at miste yderligere markedsandele indenfor managed care og man kan håbe på lidt bedre kadence i denne distributionskanal fremadrettet. Det bør også nævnes, at en af grundene til nedjusteringen er relateret til lav vækst i lavprissegmenterne og hos Veteran Affairs.

Når de enkelte selskaber lancerer deres nyeste høreapparater taber konkurrenterne typisk lidt organisk vækst i den efterfølgende periode. Demant har lanceret deres nyeste Oticon Intent i Q1 og Sonova har netop også lanceret et nyt premium produkt. Udover et fortsat lavt niveau for markedsandele i managed care segmentet i USA, skulle Demants nye guidance også tage højde for Sonovas produktlancering.

I forbindelse med offentliggørelsen af Demants endelige regnskab d. 14/8 annoncerede man en restrukturering af Communications og herunder markante omkostningsreduktioner. Dette vil øge estimaterne for 2025 med omkring 2%, men koster på 2024 pga. engangsomkostninger. Så alt i alt vil nedjusteringen og restruktureringen af Communications påvirke 2025 estimaterne negativt med ca. 6%.

Demant handler omkring 18x den forventede indtjening for de næste 12 måneder, hvor den normalt ligger omkring 23-24x og vores egen værdiansættelse viser også et fornuftigt afkastpotentiale. For at dette materialiserer sig skal investorerne ovebevise om, at Demants premium-produkt strategi virker og at den organiske vækst forbedres fra det nuværende niveau. Vi ville blive overrasket hvis dette ikke var tilfældet i 2025.

Novo Nordisk (-10%): Vi ser frem mod fase 3 data på CagriSema og øget produktionskapacitet i 2025/26.

Markedet for fedmerelaterede lægemidler vurderes af de fleste analytikere til at være mellem 100-150mia. USD i 2030. Estimaterne er meget afhængige af hvilken pris fedmemidlerne sælges til, hvor stor en andel af personer med BMI over 30 der kommer til at anvende midlerne og hvor længe de bliver på lægemidlet.

I dag er der kun to FDA godkendte lægemidler til behandling af fedme. Det er Wegovy fra Novo Nordisk og Zepbound fra Eli Lilly, men der er en lang række større og mindre pharma – og biotekselskaber der har fedmemidler på forsøgsstadiet. Alle vil gerne have en del af markedet og man må derfor regne med at der over de næste år bliver offentliggjort resultater fra kliniske forsøg. Nogle af disse fik vi i juli måned. De mest opsigtsvækkende var resultater fra Roche.

I forbindelse med Roche Q2 regnskab præsenterede de fase-1 resultater fra deres tabletbaserede vægttabsmiddel CT-996. Disse viste et væggtab på 6,1% efter 4 uger og som vi læser det, med en markedskonform bivirkningsprofil. Som de fleste ved har Zealand Pharma og Viking Therapeutics også vist fine resultater. Novo Nordisk aktien faldt ca. 5% på dagen hvor Roche annoncerede data på CT-996.

Novos Q2 regnskab var i hele træskolængder på niveau med forventningerne på koncernbasis. Salget af Wegovy lå dog under konsensus, hvilket til dels skyldtes rabatter. Det sendte aktien ned på trods af en opjustering af helårsforventningerne. Novo regner med en højere vækst i andet halvår og lyttede man til Eli Lillys investorkald bekræfter de også denne antagelse. Meget afhænger dog af hvordan kapaciteten bliver udvidet. Her nævner Lilly, at de regner med en stigning i kapaciteten på 50% i andet halvår af 2024 relativt til samme halvår 2023. Novo holder kortene tættere til kroppen. Vi noterer os dog, at den laveste dosis af Wegovy som er den man typisk starter på, ikke er taget af FDAs liste over lægemidler der er i mangel. Det tyder altså på, at Novo prioriterer leveringssikkerhed til de patienter som allerede er på Wegovy, fremfor at øge antallet nye recepter. Det viser også, at kapaciteten stadig ikke kan følge efterspørgslen.

Både Novo Nordisk og Eli Lillys CEOs skal vidne i en høring i kongressen i september. Det kan give noget volatilitet hvis prisen på diabetes- og fedmemedicin bliver et mere hot tema i den amerikanske valgkamp.

Hvis man virkelig ville reducere sundhedsudgifterne i USA bør man nok træde et skridt tilbage og se på sammensætningen af disse. Jf. CMS udgør receptmedicin "kun" ca. 500mia. USD ud af en samlet regning på ca. 4500 mia. USD for det samlede amerikanske sundhedssystem. Ligeledes er der flere mellemlid der skal aflønnes i det amerikanske sundhedssystem og er man lidt kynisk så har sundhedsforsikringselskaberne nok også en interesse i at udgifterne i systemet stiger, så man nemmere kan forsvare at sætte præmierne op. Det vi prøver at sige er, at der ofte er en del debat i valgår men det er ikke sikkert, at det fører til de store reformer.

Vi ser frem til at valgkampen er slut og man derefter vil begynde, at fokusere mere på de fundamentale forhold. Novo præsenterer fase 3 resultater på CagriSema i de første uger af December. CagriSema er den forventede efterfølger til Wegovy. Markedet har formentlig sat næsen op efter et vægttab der ligger på niveau med Eli Lillys efterfølger til Zepbound, Retatutride. I et studie fra 2023 viste denne et vægttab på 24% efter 48 uger på den højeste dosis. Inklusiv købet af Catalent kommer Novo til at investere omkring 120mia. DKK og det bliver interessant at høre hvor meget man kan øge kapaciteten med når Novo skal guide for 2025 og 2026. Det er vores opfattelse, at de stadig skal leve op til de kontrakter som Catalent har med andre kunder gennem hele 2025, herunder Lilly.

Opsummering:

I tabellen nedenfor kan man se omsætningsvækst, vækst i earnings per share (EPS) og hvor mange % EPS var over eller under forventningerne i det seneste regnskab. Median omsætningsvæksten er 9%, EPS væksten har været 10% og EPS har været 3% over analytikernes forventninger. 21 ud af 25 selskaber rapporterede bedre indtjening end forventet svarende til 84%. Husk, at det ikke er unormalt, at selskaber rapporterer bedre EPS end konsensus. Men et dårligt tegn er det nok ikke.

Sektor	Seneste kvartal eller halvår	Omsætningsvækst	EPS vækst	EPS vs. forventning
Kommunikation	Alphabet Inc	14%	31%	2%
Cyklisk Forbrug	Amazon.com Inc	10%	94%	23%
	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SE	3%	-14%	-6%
	Autozone Inc	4%	8%	2%
	Hilton Worldwide Holdings Inc	11%	17%	3%
Finans	Zurich Insurance Group AG*	7%	20%	2%
	MSCI Inc	14%	9%	3%
	Brown & Brown Inc	12%	37%	6%
	Partners Group Holding AG**	2%	2%	13%
	Visa Inc	10%	12%	0%
Sundhed	Novo Nordisk A/S	25%	4%	-3%
	Unitedhealth Group Inc	7%	11%	2%
	Edwards Lifesciences Corp	7%	6%	1%
	Demant A/S***	4%	-4%	-8%
Industri	Schneider Electric SE	3%	10%	1%
	Trane Technologies PLC	13%	23%	7%
	Epiroc AB	4%	-23%	-12%
	DSV A/S	9%	-16%	0%
	Automatic Data Processing Inc	6%	11%	2%
IT	ASML Holding NV	-10%	-19%	9%
	KLA Corp	9%	22%	7%
	TSMC	33%	30%	3%
	Analog Devices Inc	-34%	-51%	11%
	Microsoft Corp	15%	7%	1%
	Intuit Inc	12%	11%	5%
	Gennemsnit	8%	9%	3%
	Median	9%	10%	2%
	* omsætningsvækst og EPS vs. forventning for Zurich på operating profit			
	** vækst for Partners Group er vækst i kapital under forvaltning i 1H 2024, EPS vs. forventning er på inflow af kapital under forvaltning vs. forventet			
	*** EPS vækst for Demant er væksten i EBIT før særlige poster, EPS vs. forventning er hvad vi regner med konsensus skulle nedjustere deres EBIT med før regnskabet.			

Vores betragtning på jobtallene:

Vi startede med at tale om hvilke begivenheder der har drevet det volatile aktiemarked i tredje kvartal indtil videre og vil gerne knytte vores perspektiv til de skuffende jobtal.

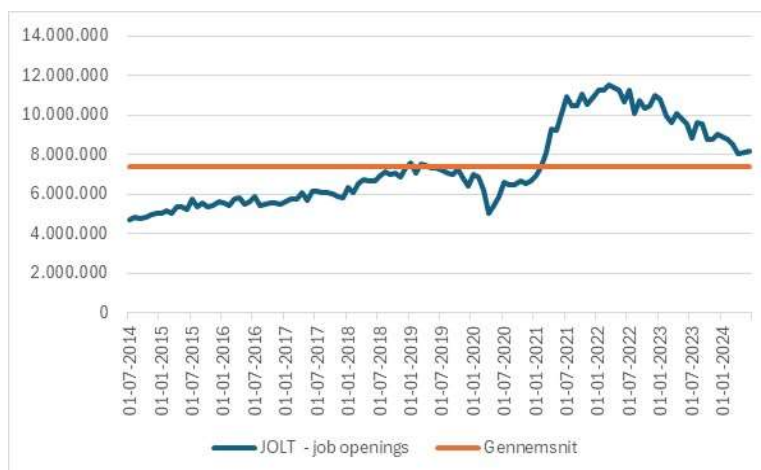
Vi er ikke makroøkonomer og udgangspunktet for at fastlægge porteføljen er de fundamentale forhold for selskaberne. Vores holdning er, at vi ikke tror på en recession i USA. Det kan godt være økonomien vokser lidt langsommere end før antaget, men helt sort, synes vi ikke det ser ud. Vores holdning er også at FED vil sænke renten snart. Hvor meget, hvor hurtigt, over hvor lang tid og hvor langt vil vi ikke gætte på.

Med 114,000 jobs skabt i juli lå non-farm payrolls markant under forventningerne på 175,000. Der skabes dog stadig job og under en recession er jobskabelsen negativ. Ser man i tabellen herunder vil man også se, at i perioden før Covid så er den gennemsnitlige jobskabelse 194,000. Gennemsnittet over de sidste 3 måneder ligger nogenlunde på dette niveau.

	US non Farm Payrolls
Gennemsnit sidste 10 år	154.669
Gennemsnit fra mid 2014 til ultimo 2019	194.242
jul-24	114.000
Gennemsnit sidste 3 måneder	197.333

Kilde: Refinitiv

Antallet af jobopslag i USA ligger stadig på et højt niveau. Mange forlod arbejdsmarkedet under Covid og det skabte et boom i jobopslag i 2021 og 2022. Man husker måske hvordan restauranterne måtte holde lukket pga. personalemangel. Pt. er antallet af jobopslag omkring 8mio. som ligger over niveauet før Covid, hvor væksten i USA groft sagt lå mellem 2-3%.



Kilde: Refinitiv

Nogle økonomer har været ude og tale om den såkaldte SAHM rule. Reglen tilsiger at hvis arbejdsløshedsraten målt over de sidste 3 måneder er 0,5pp over det minimum som er målt over de sidste 12 måneder, så er man i recession. Claudia Sahm, der har lagt navn til reglen, har efterfølgende udtalt, at en del af årsagen til "Sahm-reglen" blev udløst, er stigningen i arbejdsstyrken. Med andre ord, nogle af de personer der forlod arbejdsmarkedet under Covid er stemplet ind i arbejdsstyrken igen. Markedets bekymringer om amerikansk vækst blev ligeledes reduceret d. 15/8 hvor detailsalget i USA var bedre end ventet. Sammenholdt med inflationstal tidligere på ugen der understøtter en rentesænkning fra FED, har dette lagt en dæmper på markedets angst for en værre økonomisk nedtur.

Ansvarsfraskrivelse:

Alt indhold i dette skriv er generelt informationsmateriale om investeringsforeningen IA Invest Furesø Globale Kvalitetsaktier.

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.