

## Årsbrev til medinvestorerne

Gl. Holte, 28. marts 2017

Kære Medinvestor,

Vi ser årsbrevet som en af årets store begivenheder, hvor vi kan kommunikere til alle medinvestorer om vores selskabers udvikling, den aktuelle kvalitet af porteføljerne og hvordan vi ser disse positioneret fremadrettet.

Årsbrevet er ligeledes en glædelig mulighed for at genopfriske vores tilgang til investeringer, og vi vil i år forsøge at give yderligere indblik i porteføljeplejen. At være åbne for vores medinvestorer er en dyd, vi sætter en ære i.

Der er samtidig foretaget en ændring i vores årlige udgivelse, Vores Selskaber, der i år er produceret for niende gang. Tidligere er denne udsendt sammen med invitationen til generalforsamlingen i BLS Invest og vores traditionsrige årsmøde til alle medinvestorer.

I år og fremover vil Vores Selskaber kun blive udsendt til de medinvestorer, der aktivt vælger at modtage den – og sammen med invitationen til generalforsamlingen og dette årsbrev er således vedlagt en samtykkeerklæring, hvor man kan tilmelde sig denne udsendelse. Ved udfyldning af samtykkeerklæringen, kan der også gives tilladelse til, at vi med jævne mellemrum må sende vores elektroniske nyhedsbreve.

### **Året der gik**

De absolutte afkast i BLS Invests globale afdelinger var tilfredsstillende i 2016, hvor afdeling Globale Aktier KL havde et afkast på 10,2 procent, efter alle omkostninger og inklusiv geninvesterede udbytter, mens afdeling Globale Aktier Akk., opnåede et afkast på 9,5 procent efter alle omkostninger. De globale aktiemarkeder, målt ved MSCI AC World, steg i året med 10,7 procent i danske kroner, inklusiv geninvesterede udbytter.

Siden opstart af afdeling Globale Aktier KL den 30. september 2008 - og frem til udgangen af 2016, har afkastet været 180,4 procent, svarende til gennemsnitlige årlige afkast på 13,3 procent. Begge dele målt efter alle omkostninger og inklusiv geninvesterede udbytter. Vi er meget tilfredse med dette langsigtede afkast, og til sammenligning har afkastet på verdensmarkedet, målt ved MSCI AC World i danske kroner, været 118,9 procent eller 10,0 procent pr. år.

Afdeling Globale Aktier Akk har en kortere levetid, den blev oprettet 28. november 2014, og har i sin levetid opnået et afkast på 25,8 procent efter alle omkostninger, svarende til 11,6 procent pr. år, hvilket vi også vurderer som tilfredsstillende. I samme periode er verdensmarkedet, igen målt ved MSCI AC World, steget med 21,7 procent, svarende til 9,9 procent om året. De 25 måneder er ikke

en lang horisont at vurdere afkast på, men vi er godt tilfredse med afdelingens gode opstart.

For afdeling Danske Aktier KL sluttede 2016 med et ikke tilfredsstillende negativt afkast på -1,7 procent, efter alle omkostninger og inklusiv geninvesterede udbytter. Dette blev særligt negativt påvirket af eksponering mod Coloplast og Novo Nordisk, hvilket behandles i senere afsnit.

Siden opstarten den 26. februar 2008 har afkastet været på 143,8 procent, svarende til et årligt afkast på 10,6 procent. I 2016 steg det danske aktiemarked, målt ved KAXCAP, med 3,2 procent inklusive geninvesterede udbytter, og KAXCAP er steget med 105,6 procent siden opstarten på afdelingen, svarende til et gennemsnitligt årligt afkast på 8,5 procent. Vi mener fortsat, at afdelingens langsigtede afkast er meget tilfredsstillende.

Som beskrevet i tidligere år anser vi investeringer i børsnoterede selskaber som en langsigtet aktivitet. En kort tidsperiode på blot 12 måneder er i denne henseende ikke nok til at vurdere, hvorvidt de rette investeringer er foretaget, da tidshorisonten for investeringerne er markant længere. Ikke desto mindre kan vi se tilbage på en blandet kursmæssig udvikling i 2016.

Historiske afkast er naturligvis ikke en garanti for fremtidig udvikling, men vi finder det glædeligt, at afdelingerne har levet op til foreningens langsigtede målsætning om absolutte afkast, der efter alle omkostninger er bedre end de generelle markedsafkast.

### **To porteføljer – én tilgang**

Siden foråret og efteråret 2008 har vi forvaltet to porteføljer med fokus på henholdsvis danske og globale aktier. De bygger på den samme investeringsfilosofi og -strategi, som de har gjort siden starten, og som er grundlaget for BLS Capital.

Det var tilgangen og filosofien, der skabte tanken om at lave en uafhængig og langsigtet investeringsklub for ligesindede medinvestorer – en tilgang om at søge medejerskaber i nøje udvalgte kvalitetsselskaber. Denne tilgang anvender vi på begge vores porteføljer, da det er vores grundlæggende investeringstilgang, som vi ikke går på kompromis med.

Vi fokuserer overordnet på tre områder, førend vi kan determinere, hvordan vi vurderer kvaliteten af en forretning. Det er selve forretningsmodellen, ledelseskvaliteten og sidst forrentningen af den investerede kapital, herunder hvorledes denne allokeres i selskabet. Først når disse punkter opfylder vores høje krav, vurderes det, hvorvidt prissætningen på selskabet er interessant. Rækkefølgen i denne proces er en af nøglerne for os.

Selskabets kvalitet går forud for pris. Vi søger at eje andele i fantastiske selskaber, som prissættes i markedet til fornuftige priser. Vi vil ikke nøjes med fornuftige selskaber, ej heller, hvis de handles til fantastiske og umiddelbart lave priser. Tilgangen med at købe selskaber alene grundet prissætning er der mange, der gerne vil anvende, men vi mener ikke, at det sætter vores medinvestorer i den bedst mulige position til en forhåbentlig langsigtet værdiskabelse.

Vi finder således en høj kvalitet i alle vores porteføljeselskaber, uagtet hvilken portefølje selskabet er en del. Dette kan illustreres ved denne tabel, der viser en række af de parametre, vi anvender i kvalitetsvurdering samt prissætningen.

28. feb 2017	Afkast på den investerede kapital	Egenkapitalsforrentning	Gæld / EBITDA	Pengestrømsrente
Danske Aktier	43,6%	39,9%	0,0	4,3%
Globale Aktier	48,4%	35,3%	0,0	4,3%

Kilde: Bloomberg, Selskabernes årsrapporter og BLS Capitals beregninger.

Afkastet på den investerede kapital, der er helt centralt i vores selskabsvurdering, viser kort fortalt, hvor mange penge et selskab tjener i forhold til, hvor mange penge det har investeret. Hvis driften i selskabet har krævet investeringer for eksempelvis 100 kroner, og der årligt tjenes 44 kroner på driften, svarer det til et afkast på den investerede kapital på 44 procent. Der er samtidig store sammenhænge mellem afkastet på den investerede kapital og den årlige generering af frie pengestrømme – og det er disse pengestrømme, der i sidste ende skaber værdi for medejerne.

Kvaliteten af balancerne i vores selskaber er høj i begge porteføljer, og som helhed er vores selskaber uden gæld. Dette giver selskaberne et finansielt råderum til at investere i deres drift, uagtet adgangen til kapital fra banker eller kapitalmarkeder, og i perioder med flere kontanter end attraktive investeringsmuligheder, kan disse penge returneres til ejerne gennem udbytter og aktietilbagekøb.

Ovenstående tabel viser, at de for os centrale nøgletal er på sammenlignelige niveauer for begge porteføljer, og vi er optimistiske omkring alle selskaber, vi tager ejerskab i. Denne optimisme er ikke forskellig afhængig af, hvilket land et selskab har valgt at børsnotere sig i – og det er værd at holde i tankerne, at selskaberne i den danske portefølje for langt størstedelen har markante eksponeringer mod globale markeder. De er globale forretninger lokaliseret i Danmark.

### Langsigtet økonomisk vækst

I løbet af 2016 brugte medier, politikere og økonomiske analytikere endnu engang masser af tid og spalteplass på verdensøkonomien, i forsøget på at forudsige den fremtidige retning. Blandt andet var den faldende vækst i Kinas bruttonationalprodukt et hyppigt emne og genstand for mediebevågenhed. Det er dog værd at bemærke, at der siden 1950 blot har været fire år, hvor den globale økonomiske realvækst – altså væksten justeret for inflation - har været lavere end to procent. Og for langt de fleste år har realvæksten faktisk været over tre procent.



Kilde: The Conference Board og Financial Times, d. 3. Januar 2017.

Ovenstående kurve viser den årlige udvikling i realvæksten i verdens bruttonationalprodukt siden 1952, ligesom den fem års gennemsnitlige vækst vises i den lysere kurve. Som det kan ses, har den 5-årige gennemsnitlige realvækst ikke været under to procent på noget tidspunkt i perioden.

Vi vil ikke forsøge at forudsige, hvorledes den generelle økonomiske vækst vil være i fremtiden – uanset tidshorizonten. Men det er dog tankevækkende, at historien viser, at en vækst på to procent – eller mere – efter alt at dømme ikke er et dårligt bud.

Påvirkningen fra briternes ønske om at forlade den europæiske union eller Donald Trumps valgsejr i USA vil måske influere på væksten i den ene eller anden retning og skabe kortsigtet volatilitet på markederne, men det er ikke af større betydning for valget af selskaber til vores porteføljer.

Vi forvalter vores porteføljer med en langsigtet investeringsfilosofi, og størstedelen af de selskaber vi sammen med vores medinvestorer har medejerskab i har overlevet en, og i mange tilfælde endda to, verdenskrige, og står efter vores vurdering også stærkt stillet i en fremtid, hvor der efter alt at dømme fortsat vil være god global økonomisk vækst og stigende velstand i udviklingslandene.

Trods en 23-dobling i realbruttonationalprodukt pr. kineser fra 1978 til 2015, er tallet fortsat kun en fjerdedel af det amerikanske, og der vil således være langvarig mulighed for økonomisk fremgang og velstand i Kina, og for den sags skyld ligeså i en lang række andre udviklingslande, før disse når udviklede landes nuværende økonomiske niveau – med forbehold for eventuelle lokale bump på vejen.

Politisk tumult og økonomisk usikkerhed kan dog skabe udsving i aktiekurser, uagtet det underliggende selskabs situation og fremtidsperspektiver, hvorfor vi kontinuerligt forholder os til prissætningen på de enkelte selskaber, og allokerer kapitalen efter de bedste muligheder for langsigtede afkast. Det kalder vi rebalancering af porteføljen.

### **Rebalancering af porteføljen**

Kursudvikling og -udsving har særligt over kortere tidsperspektiver ofte en afkobling fra udviklingen i værdiskabelsen i den underliggende forretning. Selskaberne i vores porteføljer er alle prissat lavere end vores vurdering af deres fundamentale værdier – dette er grundlæggende for det langsigtede afkastpotentiale. Pludselige kursfald kan således sammenlignes med brandudsalg og kan give gode muligheder for den langsigtede investor.

Den slags muligheder var der flere af i 2016, hvilket vi benyttede, som eksemplificeret ved nedenstående eksempler fra selskaber i vores globale portefølje.

Usikkerhed om den økonomiske udvikling i starten af året førte til generelt høje kursfald for selskaber i den finansielle sektor, herunder kreditvurderingsbureauerne S&P Global (tidligere kendt som McGraw-Hill Financials) samt Moody's, der begge faldt omkring 20 procent uden fundamentale ændringer i forretningerne. Disse kursfald øgede attraktiviteten af prissætningen på selskaberne. Mens Moody's sluttede hele året med et kursfald på 2,1 procent i danske kroner, steg S&P Global over hele året med en kursstigning på 13,5 procent i danske kroner. For begge selskaber var det således tilfældet, at kursen steg markant efter den kursmæssigt dårlige start på året.

Kursudsving var der ligeledes i dagene efter Brexit, hvor særligt britiske finansielle selskaber som

helhed oplevede store kursfald, uagtet hvorledes forretningen umiddelbart ville være påvirket af udtrædelsen af den europæiske union. Få timer efter åbningen på den britiske børs, var kursen på formuerådgiveren St. James's Place nede med mere end 40 procent målt i britiske pund – endnu mere i danske kroner grundet pundets kraftige fald.

Dette blev udnyttet til at øge vægten i porteføljen med mere end to procent, og antallet af aktier med omkring 20 procent, hvilket bidrog positivt til afkastet for resten af året, da kursen – pr. 31. december 2016 – var steget med mere end 30 procent fra disse niveauer. Da vores porteføljer altid er fuldt investeret, altså ikke ligger inde med kontantbeholdninger af nogen betydning, kræver sådanne køb, at andre positioner mindskes. I forbindelse med St. James's Place blev eksponeringerne til den schweiziske fødevareregigant Nestlé og britiske Reckitt Benckiser brugt til dette formål, da priserne her holdt sig relativt uændrede i dagene efter Brexit. Mange markedsdeltagere anser disse stabilt voksende forbrugsforretninger som obligationslignende investeringer med høje udbyttebetalinger og stabil, forudsigelig vækst i pengestrømmene, og denne stabilitet bliver i nogle tider anset som mere attraktiv for visse markedsdeltagere. Salgene i disse selskaber skal ikke ses i lyset af manglende afkastmuligheder – mulighederne var blot større i St. James's Place, og derfor måtte der nødvendigvis sælges nogle af vores andre, vellidte aktier for at finansiere dette.

Vi er af den overbevisning, at man har god mulighed for gode, langsigtede afkast ved selv at købe ejerandele i vores selskaber, og herefter lade disse ligge i depotet i mange år. Men ved at vi forholder os til aktiemarkedets til tider irrationelle tilbudspriser, kan der skabes mulighed for et højere afkast.

Vores investeringsfilosofi og -strategi er langsigtet, og handler ikke om at skabe resultater på baggrund af kortsigtet handelsaktivitet. Men rebalanceringer er en del af vores løbende og konstante stillingstagen til de muligheder, et oftest kortsigtet aktiemarked kan bringe. Siden opstarten på afdeling Globale Aktier KL har disse løbende rebalanceringer bidraget i omegnen af to procentpoint til det årlige afkast – og i 2016 var dette bidrag højere endnu.

### **Når gode selskaber kommer i modvind**

I de globale porteføljer, blev der i 2016 tilkøbt tre selskaber; det asiatisk fokuserede forsikrings- og livsforsikringselskab Prudential Plc, sportsmærket Nike samt den amerikanske kosmetikproducent Estée Lauder. Årets frasalg var indeksudbyderen MSCI, restaurantejeren Yum! Brands, den schweiziske fødevarerproducent Nestlé, samt den malaysiske bedemand Nirvana Asia, der i oktober - desværre - blev opkøbt af hovedaktionæren og en kapitalfond og efterfølgende afnoteret fra børsen.

Nike og Estée Lauder har begge været på vores liste over potentielle medejerskaber i en lang periode, og hvad angår Nike har de endda været på listen siden idéen om en globalt fokuseret aktieafdeling opstod i 2007.

Igennem perioden har Nike blot haft stabil høj vækst i omsætning og indtjening, hvilket har medvirket til, at prissætningen har været tilpas høj til, at afkastpotentialet blev vurderet højere i vores eksisterende selskaber. I starten af 2016 faldt Nikes vækstrater på det store, nordamerikanske marked, hvorfra omkring 65 procent af driftsindtjeningen stammer. Samtidig oplevede nogle af selskabets konkurrenter højere vækstrater, og markedsdeltagere fik således en frygt for, om Nike havde mistet grebet om dele af kundegruppen. Dette afledte en svagere kursmæssig udvikling og en tiltagende attraktiv prissætning. Vi har en stor tiltro til selskabets langsigtede potentiale som global markedsleder i en industri med god underliggende vækst, afkast på den investerede kapital over 40 procent og en stærk og værdifokuseret ledelse.

Nikes historiske succes med forbrugerdrevet innovation og fokus på at skabe vækst i salg, højere vækst i indtjening samt løbende at hæve afkastet på den investerede kapital, er helt på linje med de kriterier, vi søger hos vores selskaber. Nike er indbegrebet af en vinderkultur, hvor store dele af ledelsen er tidligere sportsfolk, som har medbragt viljen til at vinde til selskabet. Nuværende direktør, Mark Parker, har været i selskabet i mere end 30 år og er den blot tredje direktør, siden de spæde skridt til Nike blev taget i 1964. Nike har gennem årene udviklet sig til en global markedsleder med et årligt salg på mere end 32 milliarder amerikanske dollars - og et mål om at nå 50 milliarder i 2020.

Kosmetikproducenten Estée Lauder er ligeledes en global markedsleder. Omsætningsvæksten i Nordamerika har, som tilfældet er med Nike, været under pres. Et af de vigtigste mærker i Estée Lauders produktportefølje er MAC. En stor del af MACs salg i USA går gennem stormagasiner, der i disse dage har svært ved at skabe den nødvendige kundetraffic og derfor oplever stærkt pres på omsætningen. Udenfor USA vokser MAC fortsat med to-cifrede vækstrater, og det vurderes således ikke, at det er produkterne, forbrugerne ikke ønsker. De faldende vækstrater førte til en længere periode med svag kursmæssig udvikling.

Estée Lauder har over de seneste år taget markedsandele med vækstrater omkring to procent højere end den generelle markedsvækst på cirka 5 procent. Den langsigtede målsætning er at vokse omkring et procentpoint hurtigere end markedet, og driftsindtjeningen i procent af salget skal øges fra omkring 15,5 procent i seneste regnskabsår til 17 procent i 2019.

Vi ser generelt stigende udfordringer for detailhandel, da forbrugere i faldende grad er loyale over for specifikke og fysiske salgskanaler, men generelt fortsat er loyale over for deres favoritprodukter. Det vurderes således lettere at forstå det fremtidige værdiskabelsespotentiale for ledende mærker, end det er tilfældet for specifikke salgskanaler. Vores eksponering til detailhandel er gennem ejerandele i reservedelsforhandleren AutoZone og kaffebaren Starbucks, hvor selskaberne har konkurrencemæssige fordele, der stiller dem godt til at drive kunder til butikkerne. AutoZones kunder har brug for rådgivning og montering af reservedelene, mens Starbucks har et stærkt brand og gode livstilsassociationer for gæsterne, hvor kaffebaren er blevet en destination, et sted folk tager hen.

## **Noget om 'disruption'**

I mange diskussioner og beskrivelser af udviklingen i forretninger hører man i dag om 'disruption'. Vi forholder os også til begrebet, men finder det vigtigt at pointere, at disruption i dag lader til at bruges som synonym for innovation.

Innovation er ikke noget nyt, og har været dagligdag for forretninger gennem århundreder, og vel nok årtusinder. Ordet disruption blev defineret i midten af 1990'erne på Harvard Business School.

Disruption bruges således om innovationer, der angriber andele af markedet, der er underserviceret af de eksisterende løsninger, og gennem opbygningen af denne kundebase angriber den eksisterende industri. Vi er løbende på vagt efter udviklinger i markedssituationen for vores selskaber, og hvilke langsigtede trusler, der måtte opstå.

Et af de steder, hvor man med rette kan tale om disruption er i forbindelse med Amazon. Amazon fungerer som handelsplads og distributør for en stigende mængde af produkter. Den disruptive effekt af Amazon kan således mærkes på forretningsmodeller, hvor det har været distributionen af varer, der har skabt kernen – eksempelvis detailhandel. Når forbrugeren ikke foretrækker den ene salgskanal frem for den anden, bliver det elementer som pris og bekvemmelighed, der er afgørende.



I denne sammenhæng har Amazon vist, at de er villige til at drive denne del af selskabet med papirstynde, endda negative, indtjeningsmarginer – hvilket kan lade sig gøre grundet nuværende indtjeningsniveauer fra andre ydelser.

Når forbrugere derimod er loyale over for et produkt eller en serviceydelse, er det sværere at skabe denne disruptive effekt – her er det andet og mere end pris, der er afgørende. Det bliver derimod et spørgsmål om at kunne tilbyde det samme eller mere end eksisterende muligheder. Det er derfor vi sætter stor pris på vedligeholdte og stærke brands samt industrier, hvor elementer som sikkerhed og gigantiske netværk er grundlaget for en høj og stigende pengestrøm.

For vores investeringer i speditørerne DSV og Expeditors International of Washington ser vi ikke Amazon ødelægge den langsigtede værdiskabelse. Amazon kan givetvis påvirke nogle handelsmønstre, og influere gennem hvilke kanaler et produkt sælges, men der er stadig brug for at transportere produkterne mellem kontinenter, lande og byer, hvor de to selskaber tilbyder gode muligheder for sine kunder.

### **Frasalg af et par globale selskaber**

Frasalgene af MSCI og Yum! Brands skal ses i lyset af stigende prissætning efter pæne kursstigninger, særligt i 2015, samt markante ændringer i kapitaliseringen af balancerne. Vi sætter i høj grad pris på fleksible balancer uden særlig gældsætning, og begge porteføljer har således ingen gæld. I perioder som den nuværende, hvor historiske lave renter betyder, at prisen på kapital er nærværende ikke eksisterende, bliver denne fleksibilitet af mange ikke værdsat.

Den malaysiske bedemandsforretning Nirvana Asia blev et tvungent frasalgt i efteråret, da stifteren og hovedaktionæren sammen med kapitalfonden CVC gav et købstilbud på 3 Hong Kong dollars pr. aktie. Da budet blev lagt, støttede 75 procent af stemmerne i selskabet budet. Vi blev derfor tvunget til at sælge på et kursniveau, der, trods det var omkring 40 procent over de kurser, aktierne var tilkøbt i, undervurderede den langsigtede værdiskabelse i selskabet. Det bidrog således markant positivt til afkastet for året, men trods dette er vi ærgerlige over ikke at have muligheden for fortsat at være medejere.

I afdeling Danske Aktier blev den danske producent af allergivacciner ALK-Abello samt betalingsnetværksudbyderen Nets tilkøbt, mens FLSmidth, Topdanmark og Matas blev frasalgt porteføljen.

Nets blev tilkøbt porteføljen i forbindelse med selskabets børsnotering, og positionen er efterfølgende øget, da vi finder forretningsmodellen stærk med forholdsvis pæn vækst i omsætningen på fem til seks procent, fortsat god mulighed for at øge indtjeningsgraderne, massiv generering af frie pengestrømme, samt at ledelsen bestående af direktør Bo Nilsson og finansdirektør Klaus Pedersen er særdeles kompetent og yderst motiveret for langsigtet værdiskabelse.

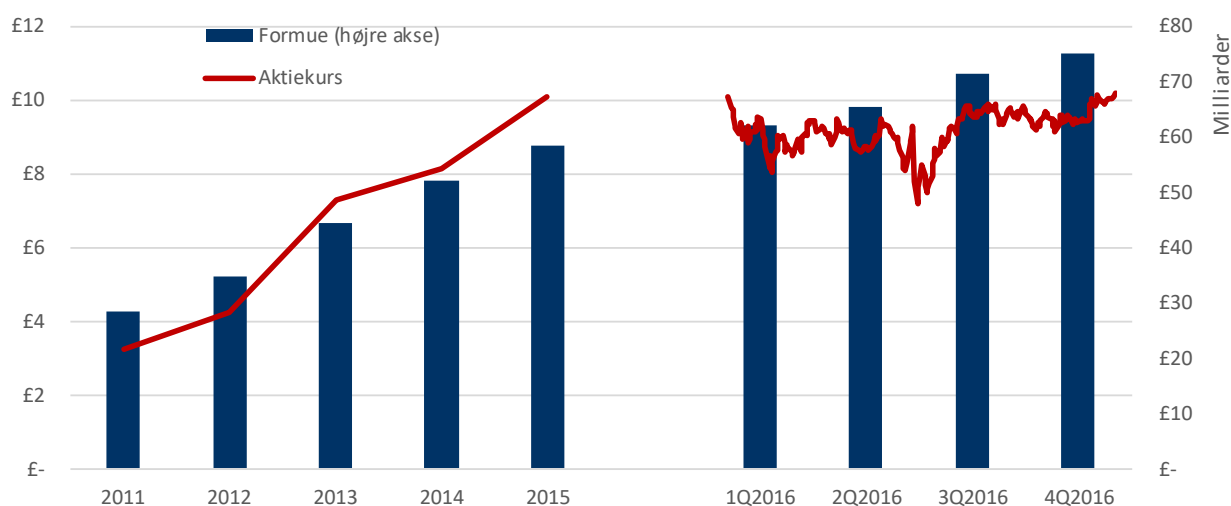
### **Selskabernes resultater**

Indtjeningen i både danske og globale aktier voksede glædeligt med omtrent 10 procent i 2016, og der forventes ligeledes vækstrater i underkanten af 10 procent for de kommende år. Grundet selskabernes høje indtjeningsmarginer og begrænsede behov for anlægsinvesteringer, vokser pengestrømmene i takt med indtjeningen. Pengestrømme er i vores optik den reelle indtjening i et selskab, da frie pengestrømme giver mulighed for stigende udlodninger, og udbyttevæksten har

således også været omkring 10 procent i begge porteføljer gennem 2016.

God driftsmæssig udvikling udløser ikke nødvendigvis øjeblikkelig kursfremgang – det gjorde sig igen gældende sidste år for flere af vores selskaber.

Et af disse eksempler var den tidligere omtalte britiske formuerådgiver St. James's Place. Som nævnt oplevede aktien massive kursfald efter Brexit, og trods pæne kursstigninger over resten af året, faldt kursen med 10,7 procent i danske kroner, inklusiv udbytter, over hele året.



Rådgivet formue og aktiekurs i St. James's Place Plc

Kilde: Årsrapporter fra selskabet, Bloomberg og BLS Capital

Forretningsmodellen går i sin enkelthed ud på, at St. James's Place modtager en årlig procentsats af den formue, de rådgiver omkring for deres kunder. Da omkring to-tredjedele af disse midler er placeret i værdipapirer i anden valuta end det britiske pund, steg formuen, målt i pund, gevaldigt henover året, samtidig med at tilgangen af midler fra eksisterende og nye kunder fortsat var i pæn fremgang. Ved udgangen af 2015 udgjorde formuen næsten 59 milliarder pund, hvorimod den var mere end 75 milliarder pund ved udgangen af 2016 – en stigning på mere end 25 procent.

Forretningen er britisk funderet, og udover en nylig investering i nogle få kontorer i Asien, har selskabet ikke forretning andre steder. Derfor så vi en meget tydelig afkobling mellem den underliggende forretningsmæssige fremgang og udvikling i aktiekursen, hvorfor positionen som tidligere nævnt blev øget henover året. Udbyttet udgør i dag omkring 3 procent af markedsværdien, og den driftsmæssige fremgang forventes at resultere i årlig udbyttevækst omkring 20 procent.

De højeste afkast i de globale afdelinger kom fra de to kasinooperatører på Macau, Galaxy Entertainment og Sands China, der steg med henholdsvis 44 og 40 procent i danske kroner, inklusiv udbytter, efter begge selskaber havde oplevet negativ kursudvikling i 2014 og 2015.

Kasinoomsætningen på øen Macau, der er en speciel administreret del af Kina, har været negativt påvirket af centralregeringens øgede fokus på nedbringelse af korrupsion. Kasinoomsætningen faldt da fortsat i 2016, men begyndte at stige i andet halvår sammenlignet med andet halvår i 2015. Begge kasinoer har færdiggjort deres store investeringsprojekter, og Sands Chinas "The Parisian" stod således færdig og klar til en succesfuld åbning i midten af september, som vi deltog i.

De positive takter i andet halvår kom blandt andet på baggrund af et stigende antal gæster til øen samtidig med, at gæsterne bliver længere og bruger flere penge pr. besøg. Og det er netop den tese,



vi har troet på igennem de sidste seks år, hvor vi har haft ejerskab i en eller flere af de blot seks kasinooperatører på øen. Vi har holdt fast i vores ejerskab gennem den kursmæssigt hårde periode, og udnyttet kursfaldene til at købe flere aktier. Positionerne blev dog reduceret en smule i forbindelse med de pæne kursstigninger i 2016 – rebalancering af porteføljer er ikke kun en disciplin, der relaterer sig til kursfald.

Danske Coloplast bidrog negativt til afkastet i såvel afdeling Danske Aktier KL som de globale afdelinger, da selskabet havde en negativ kursudvikling på 12 procent igennem året, trods et driftsmæssigt pænt år med god udvikling i pengestrømmene. I selskabets sidste regnskabsår, der sluttede i september 2016, havde Coloplast en organisk omsætningsvækst på syv procent, hvilket er pænt, men i bunden af de langsigtede mål om syv til ni procents årlig omsætningsvækst.

Dette blev påvirket af en større amerikansk distributørs sammenlægning af en række lagre, og dermed et lavere ordreniveau til Coloplast indtil disse lagre igen var nedbragt. Administrerende direktør, Lars Rasmussen, kunne dog berette, at salget, primært i kontinens-afdelingen, fra distributører til de endelige brugere fortsat var to-cifret, hvilket indikerer, at Coloplasts lavere ordreniveau vil være en midlertidig fase.

Coloplast har en industriledende produktportefølje inden for deres segmenter, og lanceringen af stomi-produktet SenSura Mio Convex var endda så succesfuldt, at produktionen ikke kunne følge med, og efterspørgslen var således højere, end det var muligt at levere. Vi ser fortsat positivt på selskabets muligheder, og bider mærke i, at prissætningen på fondsbørsen blot er blevet mere attraktiv grundet en to-cifret underliggende indtjeningsvækst igennem seneste regnskabsår og tidligere nævnte 12 procents kursfald. Coloplast forrenter den investerede kapital med omkring 50 procent, balancen er konservativt finansieret med store mængder af kontanter, og de underliggende pengestrømme udgør omkring fire procent af markedsværdien i dag.

Insulinproducenten Novo Nordisk har i mange år været en af danskernes favoritaktier, og de historiske resultater samt afkast, har da også været imponerende. Sidste år havde Novo Nordisk dog den laveste kursudvikling i afdeling Danske Aktier, og faldt med næsten 35 procent.

Efter i mange år at have oplevet høje prisstigninger for insuliner på det vigtige nordamerikanske marked, er der oplevet en stigende opmærksomhed herpå fra de amerikanske indkøbsorganisationer. Dette har sat et pres på omsætnings- og indtjeningsvæksten i verdensledende Novo Nordisk. Ledelsen måtte da også nedjustere de langsigtede forventninger til fremgangen i driftsindtjeningen fra 10 til fem procent over de næste fem år. Trods forventede priskefald på insuliner i omegnen af fire til fem procent i 2017, og herefter en normalisering omkring tre procent om året, ser vi positivt på Novo Nordisks muligheder for at skabe langsigtet værdi.

Præ-insulin behandlingen Victoza, der udgjorde næsten 20 procent af omsætningen i 2016, og har omkring 50 procents markedsandel i USA, voksede to-cifret i 2016, og er en stor indtjeningskilde for Novo Nordisk. Der ses samtidig muligheder for at anvende produktet i behandling af fedme. Både fedme og diabetes rammer, desværre, flere og flere mennesker verden over, og der bør således være en stigende efterspørgsel efter mere og mere insulin og andet diabetesrelateret medicin. Vi bider samtidig mærke i, at ledelsen har fastholdt målene om en forrentning af den investerede kapital på 125 procent og en konverteringsgrad fra indtjening til kontanter på 90 procent – hvilket er centrale elementer i vores vurdering af selskabskvalitet.

Selvom indtjeningen forventes at være svagt stigende de næste par år grundet faldende insulinpriser

og øgede investeringer i forretningen, ser vi gode muligheder for, at Novo Nordisk igen i årene efter kan vokse indtjening og pengestrømme med fem til ti procent. Dette skyldes blandt andet et stærkt og klinisk overlegent udvalg af produkter med mulighed for at tage markedsandele på det amerikanske marked. Vi har stor tillid til udnævnelsen af Lars Fruergaard Jørgensen som administrerende direktør og hans evner til at drive forretningen langsigtet og værdiskabende.

## Forventninger til 2017

Investeringsfilosofien og -strategien fokuserer som nævnt på at være langsigtede medejere i kvalitetsselskaber med højt værdiskabespotentiale. Det er således forventningen til 2017, at disse selskaber vil fortsætte med at skabe de bedst mulige rammer for at skabe værdi for langsigtede medejere.

Mens værdiskabelse bør afspejles i den langsigtede kursudvikling, påvirkes værdipapirer på kortere sigt ofte af kortsigtede udviklinger, herunder politiske valg, udviklingen i renter, råvare- og valutakurser. Vi søger at give vores medinvestorer de bedste muligheder for at tage del i en langsigtet værdiskabelse, men kurser kan svinge over kortere perioder, og disse udsving vil give os muligheder for at øge afkastpotentialet i porteføljen ved at opsamle ejerandele til tilbudspriser.

Det er vores vurdering, at begge porteføljer er af høj kvalitet, hvilket afspejles i høje afkast på den investerede kapital på 43 procent for afdeling Danske Aktier, samt over 48 procent for begge globale afdelinger, samt ingen gæld. Guld kan dog købes for dyrt, men med en prissætning hvor de årlige frie pengestrømme udgør omkring 4,3 procent af markedsværdien for begge porteføljer, vurderes selskaberne fortsat attraktivt prisfastsat.

Selskaberne besidder generelt evnen til selv at fastsætte sine priser, og dette er således reelle pengestrømme, der forventes at være beskyttet mod stigende inflation eller omkostningspres fra råvarepriser. Med disse selskaber ser fremtiden lys ud – også selvom kortsigtede kursudviklinger ikke kan forudsiges. Dette blev endnu engang bekræftet i 2016.

Slutteligt gør vi opmærksom på, at vi afholder vores traditionsrige årsmøde den 25. april 2017 kl. 16.30, efter den årlige generalforsamling i kapitalforeningen BLS Invest. Det finder i år, ligesom sidste år, sted i Moltkes Palæ. Vi håber meget, du møder op, lige som du er velkommen til at medbringe gæster. Her vil du få mulighed for at komme i direkte dialog med os, hvilket vi som altid ser meget frem til.

På vegne af BLS Capital



Peter Bundgaard  
Partner og porteføljeformaler



Anders Lund  
Partner og porteføljeformaler