

## Årsbrev til medinvestorerne

Gl. Holte, marts 2019

Kære Medinvestor,

2018 blev et år på de finansielle markeder præget af større end normale kursudsving, kombineret med noget man godt kan tillade sig at kalde for et politisk cirkus. 2018 bød også på en række omrokeringer i porteføljen, hvor nogle selskaber, som vi har været medejere af i mange år, af forskellige årsager ikke længere er en del af vores porteføljer. Mens andre selskaber, som vi tidligere har udtrykt skepsis omkring, i dag er at karakterisere som Vores Selskaber.

Vi kan se tilbage på det 11. leveår for BLS Invest og med tilfredshed konstatere, at vores selskaber har en sund drift, der vokser sig større resulterende i stigende frie pengestrømme, som grundlæggende er helt afgørende for, om vi synes, at den opnåede vækst er af en tilfredsstillende karakter.

Samtidig er vores selskaber fortsat stærkt positionerede til at fortsætte med at levere attraktive vækstrater og, i takt med det, øget værdiskabelse. Vi vil også godt gøre det klart for alle medinvestorer, at vi er rigtig glade for og tilfredse med, at BLS Invest har kunnet levere konkurrencedygtige langsigtede afkast efter alle omkostninger med behersket langsigtet risiko, defineret som risikoen for varige tab af kapital. Det er vores holdning, at afkast efter alle omkostninger bør være mere i fokus end omkostninger alene, som ellers er fokuspunktet i megen omtale af investeringsfonde og kapitalforvaltning generelt, som vi også har beskrevet det i tidligere år.

### **Langsigtede attraktive afkast**

Vi vil godt slå fast, at vi finder det tilfredsstillende, at der for året var positive, absolutte afkast i alle foreningens tre afdelinger, efter alle omkostninger og inklusive geninvesterede udbytter. Det vel og mærke i et år hvor der ikke var nogle af de større aktivklasser, såsom aktier, obligationer eller råvarer, der oplevede positiv kursudvikling.

Historiske afkast er som bekendt ikke en garanti for fremtidige afkast. Alle foreningens afkast opgøres efter alle omkostninger og inklusive geninvesterede udbytter.

Afdeling Globale Aktier KL opnåede i 2018 et afkast på 3,8 procent, mens Afdeling Globale Aktier AKK opnåede et afkast på 3,0 procent. Vi finder det positivt, at der i året blev skabt positive absolutte afkast, mens de globale aktiemarkeder for året var negative. MSCI Emerging Markets faldt således med mere end ti procent, MSCI Developed Markets faldt knap fire procent, begge opgjort i danske kroner, mens amerikanske S&P500 faldt med mere end fire procent i dollars, og alene steg en procent i danske kroner grundet den styrkede dollar.

Siden opstarten af Afdeling Globale Aktier KL den 30. september 2008 og frem til udgangen af 2018, har afdelingen haft et afkast på 252,4 procent, svarende til et årligt afkast på 13,1 procent. I samme periode er verdensmarkedet, opgjort ved MSCI AC World, steget med 127,3 procent, svarende til 8,3 procent om året.

Hvis 100.000 kroner blev investeret i afdelingen ved opstart, ville værdien i dag således være 352.417 kroner, mens MSCI AC World havde forrentet investeringen til 227.346 kroner.

For Afdeling Globale Aktier Akk., der havde sin opstart den 28. november 2014, har levetidsafkastet været 57,5 procent, mens verdensmarkedet, igen målt ved MSCI AC World, i samme periode har haft et afkast på 26,4 procent. Det svarer til et årligt afkast på 11,8 procent for afdelingen, og 5,9 procent for MSCI AC World.

I 2018 opnåede Afdeling Danske Aktier et meget tilfredsstillende absolut afkast på 8,2 procent. Afdeling Danske Aktier KL har i sin levetid siden 26. februar 2008 og frem til udgangen af 2018 haft et afkast på 203,3 procent, svarende til et årligt afkast på 10,8 procent. I samme periode har det danske aktiemarked, målt ved KAXCAP, haft et afkast på 122,2 procent, svarende til 7,6 procent om året. En investering på 100.000 kroner ved opstarten af Afdeling Danske Aktier er på denne vis øget til 303.309 kroner, mens en investering af samme størrelse ville være blevet til 222.183 kroner ved en investering i KAXCAP.

Vi finder, at de langsigtede afkast lever op til målsætningen om at skabe attraktive langsigtede, absolutte afkast, der efter alle omkostninger er bedre end det mest sammenlignelige markedsafkast, samt højere end for sammenlignelige investeringsforeninger, ETF'ere og passive foreninger.

Når vi som langsigtede medejere analyserer og vurderer potentielle samt nuværende investeringer, tager vi udgangspunkt i, hvordan den forventede udvikling vil være over det næste årti, samt hvilke risici vi ser, der kan påvirke denne forventede udvikling. Det er essentielt for os at gøre alt hvad vi kan for at identificere, analysere og så vidt muligt forstå risikofaktorerne, der er omkring selskaberne. Det er ikke nok alene at kunne se afkastpotentialet, da potentialet ikke er nok til at begrænse risikoen for varige kapitaltab.

Vores selskaber har i gennemsnit eksisteret mere end 100 år, og har dermed været testet gennem såvel gode som mere udfordrende tider. I Afdeling Danske Aktier er forsikringsselskabet Tryg det ældste selskab, der går helt tilbage til 1731, mens speditøren DSV, måske til manges overraskelse, er det yngste selskab fra 1976 med en markedsværdi på knap 100 milliarder kroner. I de globale afdelinger er luksusproducenten LVMH det ældste, fra 1593, mens Macau-kasinoet Sands China er det yngste, fra 2004 – Sands China er dog på denne korte periode blevet et selskab med en markedsværdi på mere end 220 milliarder danske kroner.

### **Afkastet på den investerede kapital er kernen for os**

Vi søger efter langsigtede attraktive investeringer i selskaber med høje afkast på den investerede kapital, med stærke balancer og stabil samt forudsigelig udvikling i de essentielle frie pengestrømme. Kvalitet kan være forskellige ting for forskellige investorer. I vores optik opgøres kvalitet klarest ved opgørelsen af afkastet på den investerede kapital, hvilket er mere end 36 procent for Afdeling Danske Aktier og næsten 45 procent for de globale afdelinger. Vi har i tidligere år beskrevet mere dybdegående, hvorfor netop dette er vores centrale kvalitetsnøgletal. Samtidig har begge porteføljer så godt som ingen gæld, eller endog flere kontanter end udestående gæld, hvilket skaber finansielt råderum gennem både gode og dårlige tider, og uafhængigt af renteniveauet.

Stabil og forudsigelig vækst er ligeledes et af kendetegnene ved vores selskaber, hvilket vi mener begrænser risikoen i investeringerne. Kursudsving i underliggende stabile selskaber kan skabe købs- og salgsmuligheder, mens et strukturelt lavere niveau af frie pengestrømme skaber en risiko for varige kapitaltab, hvorfor vi går langt i vores analyser for at vurdere risikoen herfor.

BLS Globale Aktier	2016	2017	2018
RoIC	47,4%	42,8%	44,4%
Gæld / Driftsindtjening	-0,1	-0,1	0,1
Pengestrømsrente	4,2%	4,3%	5,1%

BLS Danske Aktier	2016	2017	2018
RoIC	43,0%	39,8%	36,4%
Gæld / Driftsindtjening	0,3	0,2	-0,1
Pengestrømsrente	4,1%	4,7%	5,6%

Kilde: Årsregnskaber, Bloomberg og BLS Capitals beregninger.

RoIC er en forkortelse af det engelske udtryk for afkastet på den investerede kapital

Gæld / Driftsindtjening er defineret som selskabernes udestående gæld fratrukket kontanter i forhold til indeværende års driftsindtjening for af- og nedskrivninger

Pengestrømsrenten er defineret som de forventede frie pengestrømme i forhold til selskabernes markedsværdi

Selskaberne, som vi i fællesskab er medejere af i foreningens tre afdelinger, har oplevet stærk vækst i 2018. I de globale afdelinger forventes selskabernes indtjening og frie pengestrømme per aktie at være vokset med mere end 20 procent. Denne fremgang var drevet af solid og stærk underliggende vækst, samt en hjælpende hånd i form af den amerikanske skattereform fra december 2017. Det er vigtigt at holde sig for øje, at selvom vækstraten som følge af en lavere skat har været højere i 2018, så har det lavere skatteniveau skabt et vedvarende højere niveau for såvel nettoindtjening som de frie pengestrømme efter skat.

Dette har ligeledes ført til betydelig vækst i distributionen af pengestrømme til aktionærene i form af udbytter og aktietilbagekøb, som baseret på nuværende kurser udgør mellem fire og fem procent i samlede udlodninger. Vi forventer fortsat, at vores selskaber fastholder vækstrater i omegnen af ti procent om året, og med baggrund i vores selskabers stærke markedspositioner er de i stand til at hæve priserne på deres varer og services som minimum på niveau med inflationsudviklingen, hvilket betyder, at pengestrømmene i høj grad er inflationssikrede.

Pengestrømsrenten, opgjort som årlige frie pengestrømme i procent af markedsværdien, er i dag på det mest attraktive niveau set over de seneste fem år, og er således over fem procent i dag i såvel Afdeling Danske Aktier som de globale afdelinger.

### Større kursudsving = muligheder

Vi oplevede i 2018 tiltagende aktiekursudsving, som ikke kunne forklares ved selskabsmæssige ændringer – ikke kun for aktier som helhed, men ligeså mellem selskaberne i vores portefølje. Som langsigtede medejere forventer vi som udgangspunkt at have lange ejerskabsperioder, når vi køber aktier i vores selskaber. I gennemsnit ejer vi vores selskaber i mere end seks år. Kursudsving giver os dog muligheden for at udøve købmandskab og handle mellem vores selskaber, baseret på attraktiviteten af det enkelte selskabs prissætning. Dette blev beskrevet i vores årsbrev for to år siden, så vi vil her blot slå fast, at vi i det forgangne år oplevede perioder, nogle korte og andre af en vis længde, hvor vi havde oplevelsen af, at vores selskaber, som følge af kursdykkene, var på tilbud.

I foråret gik kursudviklingen i visse af vores selskaber væsentligt hurtigere, end væksten i virksomhedernes frie pengestrømme kunne matche, og prissætningen blev derfor tiltagende mindre attraktiv. Dette førte i Afdeling Danske Aktier til, at vi begrænsede vores ejerskab betydeligt i softwareudvikleren SimCorp, stomi- og kontinensselskabet Coloplast, samt høreapparatsproducenten William Demant. Når kursværdien vokser hurtigere end pengestrømmene, vil det alt andet lige føre til et mindre fremtidigt afkastpotentiale, og derfor kan kapitalen flyttes til andre medejerskaber, hvor afkastpotentialet vurderes større. Vi fastholdt ejerskabet i disse tre selskaber, men i et mindre omfang end tidligere. Ved indgangen til 2018 udgjorde SimCorp, Coloplast og William Demant de maksimalt tilladte ti procent af Afdeling Danske Aktier.

Efter et halvt år var kurserne i SimCorp og William Demant steget med knap 50 procent, mens Coloplast var steget med mere end 30 procent. Grundet salg af aktier på de højere kursniveauer var positionerne i Afdeling Danske Aktier i sommeren sænket til mellem to og seks procent.

I løbet af efteråret faldt kurserne igen selvom forventningerne til de fremtidige frie pengestrømme ikke var synderligt anderledes, hvilket førte til, at vi tilbagekøbte de solgte aktier, dog på kurser der var omkring 20 til 25 procent lavere end salgskurserne. Det er denne stillingtagen, vi ser som værende en del af værditilførslen ved aktiv forvaltning.

### **Danske Bank blev for første gang en del af porteføljen**

Til afdeling Danske Aktier blev forsikringselskaberne Topdanmark og Tryg genkøbt til porteføljen, efter i en årrække ikke at have været en del af vores udvalgte danske selskaber. Også Danske Bank blev tilkøbt i efteråret. Det vender vi tilbage til.

At kurserne løb foran udviklingen i de frie pengestrømme var ligeledes tilfældet for en række af selskaberne i de globale afdelinger. Dette førte både til, at vi begrænsede vores positioner i nogle selskaber, men ligeledes, at vi helt frasolgte Google-ejeren Alphabet, stomi- og kontinensselskabet Coloplast, sportsmærket Nike og forbrugsselskabet Procter & Gamble. Vi afhændede ligeledes vores aktier i medieselskabet the Walt Disney Company og den amerikanske reservedelsforhandler AutoZone. AutoZone blev frasolgt i decembers negative aktiemarked grundet en mindre attraktiv prissætning sammenlignet med alternative investeringsmuligheder. Frasalget af Walt Disney skyldtes derimod, at udfordringerne i sportsnetværket ESPN, hvoraf selskabet ejer 80 procent, var større end vi tidligere havde vurderet, og derfor ændrede både den opfattede forudsigelige pengestrømsgenerering og væksten sig i en negativ retning.

Omvendt tilkøbte de globale afdelinger i løbet af 2018 forbrugsselskaberne Procter & Gamble og L'Oréal, Ringkjøbing Landbobank, det asiatiske livs- og sundhedsforsikringselskab AIA, speditøren Kuehne & Nagel, samt genkøbte Nike, efter at selskabet var faldet mere end tyve procent fra frasalget uden væsentlige nyheder om selskabet. Som langsigtede medejere forventer vi ikke, at vi køber eller sælger et selskab for omvendt at sælge eller købe igen kort tid efter. Der præsenterede sig dog nogle særlige muligheder i forbindelse med såvel Procter & Gamble, som Nike, hvor aktiekurserne henholdsvis steg eller faldt med mere end tyve procent over korte horisonter. Dette påvirkede i vores optik afkastpotentialet i en tilpas grad til, at vi valgte at handle derpå. Samtidig er det også et klart udtryk for den markante og øgede volatilitet på aktiemarkederne, som vi var vidner til i det forgangne år.

### **Nogle ting at slå fast omkring begrebet "value-aktier"**

Gennem både 2017 og 2018 har "momentum investeringer", hvor gårsdagens kursvindere købes eller aktier ramt af kursfald sælges, været den faktor med de højeste afkast, men i efteråret 2018 begyndte denne udvikling at ændre sig, og andre faktorer, såsom "value investering" at klare sig bedre. For os er fokus på absolut værdiskabelse, balancestyrke og absolut værdi, hvilket selvsagt også er afspejlet i vores investeringsfilosofi og -proces. Modsat en momentum-tilgang foretrækker vi at købe, når der er kursfald, og sælge når der er kursstigninger, dog altid i selskaber med forståelige forretningsmodeller og risici.

I aviser, nyhedsudsendelser på tv eller i helt andre nyhedsmedier udtaler såkaldte eksperter sig ofte om, hvorvidt man skal være investerede i såkaldte "vækst" eller "value"-aktier. Begreberne dækker meget forsimplet over, hvorvidt et selskab skulle være en interessant investering grundet væksten i forretningen, eller om det alene grundet værdiansættelsen er en attraktiv investering, uagtet hvordan selskabet forventes at udvikle sig eller hvorvidt den løbende drift er værdiskabende. Vækst dækker dog over en lang række forskellige selskaber, hvor eksempelvis Mastercard (der fortsat er en del af de globale afdelinger) skaber stabil og forudsigelig tocifret vækst ikke blot i omsætningen, men i højere grad i indtjeningen og de frie pengestrømme. Amazon, der ligeledes er en såkaldt 'vækst-aktie', har en høj omsætningsvækst, men hvor vi ikke finder stabilitet eller forudsigelighed, og hvor omsætningsvæksten ikke hidtil har resulteret i attraktive vækstniveauer i de frie pengestrømme. Amazon er blandt andet derfor ikke en del af de globale afdelinger.

Vi har ingen eksponering mod de såkaldte "FAANG" (Facebook, Amazon, Apple, Netflix og Google) eller "BAT"-aktier, der er den kinesiske pendant bestående af søgemaskinen Baidu, internet-handelsplatformen Alibaba og teknologiselskabet Tencent. Af disse, har vi alene tidligere ejet Alphabet, der ejer søgemaskinen Google.

Value-aktier kan defineres på flere måder, men defineres eksempelvis i MSCIs value-indeks, alene på baggrund af få udvalgte multipler, hvor attraktiviteten af en investering afgøres på baggrund af selskabets indtjening og udbytte i forhold til markedsprisen (såkaldt indtjenings- eller udbytte-rente) og markedsprisen i forhold til en i regnskabet opgjort bogført værdi af egenkapitalen. Vækst-aktier beskrives oftest alene på baggrund af den forventede vækst – baseret på omsætningsvækst og indtjening, samt forventningerne hertil, men i MSCIs opgørelse inkluderes ikke udviklingen i de frie pengestrømme. Vi kan stille os undrende over for attraktiviteten i at investere i indtjeningsvækst, der ikke nødvendigvis fører til pæne vækstniveauer i de frie pengestrømme.

Ved at basere attraktiviteten af en investering på baggrund af en indtjeningsrente, udbytterente eller en markedspris-til-bogført værdi, tages der ikke højde for, hvilket aktiv, der reelt købes – og herunder, hvordan dette forventes at udvikle sig. Tag ikke fejl, vi sætter pris på udbytte-niveauer og udbytte-renter, men for os er det vigtigere, at der er en vækst i udbyttet og at dette er finansieret af en stabilt voksende pengestrømsgenerering. Derudover er udbytte-renten positivt påvirket af aktiekursfald, og et højt niveau kan således risikere at være et udtryk for skuffende forretningsmæssig udvikling, måske endda tilbagegang, og dermed en ringere kursudvikling. A.P. Møller-Mærsk værdifastsættes eksempelvis under selskabets bogførte værdi, og er en såkaldt 'value-aktie'. A.P. Møller-Mærsk har dog et lavt afkast på den investerede kapital, som vi vurderer, er lavere end kapitalomkostningerne. Trods ledelsens ihærdige forsøg, finder vi det svært at se vækst eller betydelige ændringer i dette. Som en note hertil, er aktiekursen på en A.P. Møller-Mærsk aktie i dag lavere end ved vores opstart i februar 2008.

Vi ser opdelingen i "vækst" og "value" som værende en meget firkantet og forsimplet opdeling i kategorier, der i vores optik ikke er særlig informerende. Som langsigtede medejere indgår en vurdering af fremtidig vækst i vurderingen af et selskabs afkastpotentiale, men vi vil, selvfølgelig, aldrig betale en pris, som ikke er under selskabets fundamentale værdi – uanset hvor høj en vækst et selskab måtte have, er det en dårlig investering at betale mere, end det er værd. Det er godt gammeldags købmandskab. Som næstformanden i Berkshire Hathaway, Charlie Munger, beskriver det, så er alle gode investeringer value-investeringer, da man køber noget for mindre, end det er værd. Jo lavere markedsprisen er sammenlignet med den fundamentale værdi, jo mindre risiko ser vi i investeringen, og derfor køber vi da også helst aktier i vores selskaber, når kursen falder.

I vores kontinuerlige søgen efter attraktive investeringer støder vi på selskaber, der møder alle krav til kvalitet, forudsigelighed og stabilitet, men hvis prissætningen af selskabet ikke er attraktiv, bliver selskabet ikke en del af vores porteføljer. Vi kan i stedet placere selskabet på bænken af investerbare selskaber, og hvis prissætningen en dag bliver tilstrækkeligt attraktiv som følge af en kursudvikling, der ikke følger fremgangen i frie pengestrømme, kan vi igen genoverveje, om tilføjelsen af selskabet vil øge det langsigtede afkastpotentiale af den samlede portefølje.

### **Rette governance helt afgørende når vi investerer i Hong Kong-selskaber**

Set over hele året var det europæiske aktiemarked den region med ringeste kursudvikling med kursfald på mere end ti procent, (opgjort ved MSCI Europa). Udviklingslandene, opgjort ved MSCI Emerging Markets, var gennem store dele af året den mest faldende region, og endte med at falde mere end ti procent, dog en tand mindre end Europa. Dette påvirkede ligeledes kursudviklingen i vores Hong Kong-noterede selskaber, ligesom flere af vores selskaber med betydelig forretningsmæssig eksponering mod de asiatiske markeder blev kursmæssigt ramt af uro som følge af en fortsat pæn, men aftagende, vækst i den kinesiske økonomi og snak om handelskrig. Dette var eksempelvis situationen for selskaber som skønhedsproducenten Estée Lauder, kasinoerne Sands China og Galaxy Entertainment, og luksusproducenten LVMH. Trods aktiekurserne lader til

at inkludere meget uro omkring Kina, ses der endnu ikke nogen betydelig afmatning i vækstraterne hos vores selskaber.

Begrebet emerging markets spænder meget vidt, og dækker således over lande som Sydafrika, Argentina, Tyrkiet, Kina og Saudi Arabien. Mens der har været meget politisk og økonomisk uro i eksempelvis Argentina, Tyrkiet, Sydafrika og Saudi Arabien, er det svært at finde en direkte forbindelse herfra og til Kinas økonomiske udvikling. Som investor er det igen væsentligt ikke at skære alt over en kam og i stedet tage aktivt stilling til, hvor man placerer sin kapital.

Eksponeringen mod udviklingslande er begrænset til vestlige selskaber eller selskaber med vestlig corporate governance, hvor vi finder, at reguleringen og beskyttelsen af minoritetsaktionærer er baseret på samme værdier (corporate governance), som vi ser det i vestlige lande. Effekten heraf er, at vi kan stole på de regnskaber, som selskaberne rapporterer. Det betyder ikke, at vi ikke finder stor værdi i at vores selskaber er positivt eksponeret over for den betydeligt øgede velstand i mange udviklingslande, særligt Asien, og en stærkt voksende og forbrugende kinesisk middelklasse. Vi ønsker blot at denne eksponering kommer fra selskaber, hvor vi stoler på rapporteringerne og ledelsen. Dertil er det altid en fordel, at regnskaberne er i et sprog, som man kan læse.

Udsvingene i Hong Kong-noterede selskaber ramte særligt vores investeringer i de Macau baserede kasinoer Sands China og Galaxy Entertainment. Efter i 2016 og 2017 at have været blandt de højeste bidragsydere til afdelingens afkast, faldt de to kasinooperatører med henholdsvis 7 og 15 procent, i danske kroner inklusive geninvesterede udbytter i 2018. Vores forventninger til fremtidige frie pengestrømme er i det store hele uændret, og derfor finder vi, at prissætningen på vores kasinoer i 2018 er blevet tiltagende attraktiv. Kasinoindustrien på Macau havde i 2018 en vækst på 14 procent i spilomsætningen som kombineret med stigende indtjeningsmarginale vil betyde en stærk vækst i indtjening, frie pengestrømme og udbyttepotentiale på 20 procent.

Vi besøgte i september øen, der er en speciel administreret region i Kina, hvor seks aktører har licens til at drive kasinoer. Der blev holdt møder med flere af kasinoledelserne, og vi var selv på gulvet, hvor der var spille-glade kinesere overalt, mens ledelsen gjorde det klart, at de ikke kunne se nogen tegn på hverken aftagende interesse eller afmatning i vækstraterne.

I den selvsamme måned, hvor besøget fandt sted, var kursværdierne på flere af kasinoerne dog nede med omkring tyve procent, alene fra indgangen til september, hvilket blev udnyttet til at øge vægten i positionerne med mere end to procentpoint på attraktive kursniveauer. Det er værd at bemærke, at vi ikke selv spillede på kasinoerne – det ligger ikke til vores natur at gamble, medmindre det er med odds, der er markant i vores favør. Og det er ikke tilfældet på kasinoer, hvor huset altid vinder i sidste ende.

For kineserne er vi nu i grisens år, og da grisen er tegn på velstand og held, kan det være, at kineserne igen i år vil prøve deres held på øen.

### **Fra observation til ejerskab – og en hjælpende hånd fra centralregeringen**

Kursfaldene ramte som nævnt bredt blandt selskaberne noteret på børsen i Hong Kong, hvilket førte til en tiltagende attraktiv prissætning på det asiatiske livs- og sundhedsforsikringsselskab AIA, som vi har fulgt med interesse længe. Vi besluttede derfor at blive medejere af selskabet i de globale afdelinger.

AIA er det ledende ikke-kinesiske sundheds- og livsforsikringsselskab på det kinesiske marked, og dermed endnu et eksempel på attraktiv eksponering til det kinesiske marked gennem et selskab med vestlig virksomhedsledelse og beskyttelse af aktionærerne.

Væksten i ny forretning i AIA kommer særligt fra det kinesiske marked, hvor forsikringspolicer sælges såvel i Kina som i Hong Kong. AIA er til stede og markedsledende på yderligere 16 markeder i Sydøstasien, men Kina og Hong Kong står for mere end syv ud af ti dollars i forventet indtjening på nytegnede policer. Den største kilde til denne vækst er sundhedsforsikringer. Kineserne har en markant højere andel af selvbetalte

sundheds- og medicinregninger, svarende til mere end 40 procent af de samlede udgifter. Dette er til sammenligning under 15 procent i eksempelvis USA og Storbritannien, og endnu lavere i andre vesteuropæiske lande. Dette har blandt andet haft den effekt, at kineserne er nødsaget til at have markant mere kontant opsparing end det ses i vestlige lande, da familier ikke vil stå i en situation, hvor adgangen til kontanter begrænser behandlingsmulighederne.

Hertil er hospitalerne i Kina oftest overbebyrdede og uden ledige sengepladser. Forsikringskunder hos AIA kan gennem selskabet få assistance til at komme til det rette hospital og bliver samtidig sikret en behandlingsplads. Ikke nok med, at der kan være en økonomisk sikring i forsikringspolicerne, kan kunderne ligeledes opnå en helt praktisk fordel i adgangen til behandling.

Modsat flere andre forsikringstyper dækker sundhedsforsikringerne som udgangspunkt blot et år ad gangen, eller hvor forsikringen udbetales med en engangsbetaling, og derfor er der årligt mulighed for at opgøre forsikringskravene og udbetalingerne. Andre forsikringstyper, herunder eksempelvis arbejdsskadeforsikringer i den vestlige verden, kan kræve mangeårige betalinger, selv hvis arbejdspladsen er gået ud af forretning og dermed ikke længere betaler for dækningen, et eksempel på såkaldt langhalet forsikring. Størrelsen af erstatningssager og rentabiliteten på sundhedsforsikringer er således mere gennemskuelige.

Disse sundhedsforsikringer har fordelen af at være præget af en høj grad af gentagende betalinger, og er således ikke konjunkturmæssigt følsomme, når først aftalen er indgået og er over en policeholders levetid det mest rentable forsikringsprodukt hos AIA. Andelen af gentagende betalinger er således mere end 90 procent af præmieindtægterne i AIA. Med baggrund i det massivt underpenetrerede forsikringsmarked kombineret med ledelsens værdiskabelsesfokus, ser vi potentiale for, at AIA kan vokse indtjeningen med pæne to-cifrede årlige vækstrater i de kommende 10-20 år.

Den kinesiske centralregering har et mål om, at forsikringspenetrationen skal øges fra omkring nuværende to procent til fem procent, allerede i 2020. Udbyttebetalingen i AIA er i dag begrænset til under to procent af markedsværdien, men med baggrund i den høje vækst, og samtidig vækst i en forholdsvis kapitallet forsikringstype, forventer vi, at udbyttet kan vokse hurtigere end indtjeningen. AIA er prissat på omkring 17 gange indeværende års indtjening og vurderes at have betydelig overskydende kapital på balancen svarende til omkring 7 procent af markedsværdien, hvilket kan understøtte væksten eller udloddes til aktionærerne.

### **Politisk cirkus – men aldrig haft en større andel af britiske selskaber**

Britiske Prudential Plc har en betydelig eksponering til de samme langsigtede faktorer i Sydøstasien, som det er tilfældet i AIA, og Prudential Plc har ligeledes været under kursmæssig pres i 2018, hvorfor vores ejerandel også er øget betydeligt der, særligt i årets fjerde kvartal.

Den politisk uro har i 2018 ikke været isoleret til Kina, snakken om handelskrig mellem USA og Kina, Tyrkiet, Argentina eller Sydafrika. Der har ligeledes været politiske uroligheder i europæiske lande som Polen, Ungarn, Frankrig og selvfølgelig Storbritanniens fortsatte forhandlinger om udtrædelser fra EU.

Vores investeringer baseres ikke på uforudsigelige politiske udviklinger, men derimod på selskaber med stabile og forudsigelige forretninger. De er derfor ikke foretaget på baggrund af forventede politiske udfald af støtteordninger, forhandlinger om handelsaftaler eller lignende. Når der opstår uventede situationer, som for eksempel briterne valg om EU-medlemskab, er vi selvfølgelig nødt til at forholde os til, om dette har en forventet påvirkning på vores porteføljeselskaber. Dette har vi således taget stilling til, og det har i flere tilfælde ført til, at vi har benyttet den kursmæssige nedtur for de britisknoterede papirer til at øge vores ejerandele – slet og ret fordi, vi ikke ser forretningernes potentiale blive beskadiget, udtræden af EU eller ej.

For flere selskaber – spiritusproducenten Diageo, hotelkæden Intercontinental Hotels Group (IHG) eller førromtalte Prudential Plc – ser vi et svagt britisk pund som værende positivt for værdien af selskabernes pengestrømme, da andelen af omkostningerne i britiske pund er større end indtægterne i pund. Prudential Plc's aktiekurs faldt således med 25 procent i 2018, trods en indtjeningsvækst på mere end ti procent, ligesom

IHG's aktiekurs faldt knap ti procent og det endda med en vækst i indtjeningen og de frie pengestrømme på omkring tyve procent. Begge disse blev således markant billigere prisen gennem året, som det var tilfældet for en række af vores selskaber, i og uden for Storbritannien.

For disse selskaber gælder det, at deres pengestrømme og værdiskabelsen er uden for Storbritannien, og derfor er en svækkelse af pundet positivt for pundværdien af pengestrømmene. Aktiekurserne har dog været ramt af en generelt lav interesse for britisknoterede selskaber, uagtet kvalitet eller driftsudvikling. I vores globale aktier har de tiltagende attraktive prissætninger som følge af kursfaldene ført til, at eksponeringen mod britisknoterede aktier er på det højeste nogensinde.

### **Flere og flere misligholdte obligationsudstedelser**

I mere end ti år har størstedelen af den vestlige verden ført en meget lempelig pengepolitik med en let og billig adgang til gældsfinansiering grundet lave renter og store obligationsopkøb af centralbanker i såvel USA, som i den europæiske centralbank og Japan. I de seneste år har adgangen til billig kapital, altså lave renter, ført til markante stigninger i obligationsudstedelser med lavere standarder og med en højere risiko for misligholdte betalinger. Mange udstedelser har været "investment-grade" virksomhedsobligationer, hvor navnet "investment grade" indikerer, at der er en vis sikkerhed i rettidig betaling af gælden.

Det er dog værd at bemærke, at disse "investment grade"-udstedelser oftest har været af en karakter, der kun lige nøjagtig har været en spids over kategorien "non-investment grade" (hvor kreditratingen er BBB hos S&P), der også benævnes via det knap så tiltalende navn "junk bonds". Mere end 40 procent af udestående virksomhedsobligationer er i dag vurderet som værende lige niveauet over "junk bond"-status. Til sammenligning var det omkring 30 procent i 2009.

Flere og flere obligationsudstedelser sælges i dag med lav eller ingen krav til udsteders finansielle status, såkaldte finansielle covenant "lite". Denne risikovillighed og afkastjagt er i vores optik ikke et sundhedstegn. Udover dette har der i 2018 været en markant stigning i antallet af misligholdte betalinger, hvor gældsudsteder ikke har betalt rentebetalingen på obligationen til tiden.

Lave, og i Europa endda negative, renter har ført til, at mange i jagten på attraktive afkast er gået mod mere risikofyldte og sværere gennemskuelige investeringer, hvilket vi godt kan se et faresignal i.

Balancerne i vores porteføljer er, som tidligere beskrevet, fortsat særdeles konservative, og der er i selskaberne således en lille eller slet ingen gæld. Det giver finansielt agilitet og mulighed til at agere på situationer, der måtte opstå, hvis konkurrenter kommer under finansielt pres, enten ved at foretage opkøb eller ved at investere i en acceleration af øgede markedsandele, som Coloplast prisværdigt har gjort det med øgede salgsinvesteringer svarende til omkring to procent af omsætningen, som ledelsen udmeldte i efteråret 2017 og allerede nu har bidraget til en acceleration i salgsvæksten.

Dette gjorde selskabet på bekostning af kortsigtede marginer for at udnytte nogle konkurrenters ledelsesvakuum samt produktmæssige svagheder. Vi foretrækker, at væksten foregår organisk, men kan se værdi i få fornuftige og udvalgte opkøb.

### **Er ting virkelig mere værd uden et dagligt pristjek?**

Risikovilligheden kan ligeledes ses i, at betydelige og stigende mængder af kapital placeres i alternative investeringer, såsom kapital- eller infrastruktur-fonde, der investerer i ikke-noterede aktiver. Disse investeringer bliver set som et attraktivt alternativ til noterede investeringer, og beskrives yderligere ofte som værende mindre risikofyldte og mere stabile investeringer. Et eksempel er den japanske Vision Fond, der formåede at samle 100 milliarder dollars, uden at investeringsfilosofien eller -formålet var tydeligt defineret.

Det undrer os, at disse aktiver oftest vurderes isoleret fra offentlige markedspladser, og at markedsværdien af investeringer som disse ikke skulle være påvirket af den usikkerhed, der kan påvirke de daglige kursudsving på børsnoterede aktier. Den "stabile" udvikling er i stedet ofte udtryk for, at markedsværdien baseres på



regneark og teoretiske modeller, hvorved der er markante individuelle skøn, der indgår i beregningen af en såkaldt markedsværdi. Stabile investeringer med attraktive afkastmuligheder er ligeledes noget, som vi søger at identificere, men hvordan stabiliteten i et selskab eller aktiv påvirkes positivt af ikke at have en daglig prismekanisme, har vi svært ved at se. Vi vurderer, at den faktiske risikopræmie på ikke-noterede aktiver må svinge forholdsvis synkront med andre finansielle markeder.

Flere og flere virksomhedshandler i kapitalfonde foregår da også som videresalg til andre kapitalfonde, og de seneste år har således båret præg af et faldende antal børsnoteringer. Dette til trods for, at købere ifølge finansiell teori ellers bør være villige til at betale en højere pris for likviditet, som i evnen til uden større besvær at kunne videresælge aktivet. Vi kan godt forundres over dette samt have svært ved at se logikken i, at den overtagende kapitalfond skulle være en bedre ejer end den sælgende kapitalfond.

I 2019 lader transporttjenesterne Uber og Lyft, såkaldte "unicorns", til at skulle børsnottes, og vi finder det særdeles interessant, hvordan et offentligt marked vil prissætte disse, indtil videre, tabsgivende virksomheder – og hvordan koblingen vil være til deres privatopgjorte markedsværdier på op imod 100 milliarder amerikanske dollars. Vi bliver ikke medejere.

Den amerikanske centralbank har gennem to år hævet renten, ligesom både den amerikanske centralbank samt ECB er stoppet med at foretage obligationsopkøb, hvilket alt andet lige bør hæve prisen på kapital, det vil sige renterne. En effekt af dette kan være, at de seneste års tiltagende risikovillighed vender, og at der i stedet vil sættes en højere pris på penge, og dermed større fokus på fundamentale værdisætninger.

### **Et år med erhvervsskandaler**

Vi kommer ikke uden om, at 2018 også vil blive husket for en række erhvervsskandaler, såvel i Danmark som i USA. Mens Facebook med den såkaldte Cambridge Analytica-skandale skabte fokus på det stigende behov for datasikkerhed og kontrol, kom Danske Bank i søgelyset for sin ageren i forbindelse med tidligere massive hvidvask i deres estiske bankforretning. Begge tilfælde lader til at have været en manglende vilje til at sige fra over for fristelsen ved en lukrativ og indtjeningsbringende forretning.

Et godt pejlemærke til, hvorvidt man bør gøre noget, er den gamle avis-test, som Warren Buffett har beskrevet: Hvis en avisartikel omhandler en af dine handlinger blev udgivet og dine venner og familie læste den, ville du så have det godt med det? Hvis det spørgsmål var stillet på ledelsesgangene, var der måske ageret anderledes.

Afdeling Danske Aktier blev som tidligere nævnt i efteråret aktionærer i Danske Bank, hvilket skete under en forventning om, at banken vil udvise en markant ændret adfærd under en ny ledelse. Der har siden finanskrisen foregået en væsentlig reduktion af kredit- og markedsrisikoen i bankforretningen, kombineret med en øget attraktiv prissætning, som følge af kursfald, har ført til, at vi konkluderede, at et køb af Danske Bank ville øge afdelingens fremtidige afkastpotentiale. Vi uddyber i den ellefte udgave af bogen "Vores Selskaber", hvorfor Danske Bank i året er blevet tilkøbt.

Resultatet af bankens interne undersøgelse og dybden af hvidvask sagen i Estland var ligeledes for os en negativ overraskelse, og derfor følges oprydningssarbejdet tæt, og det er forventningen, at corporate governance og forretningsetik højnes under den nyudnævnte formand. Prissætningen på Danske Bank afspejler efter alt at dømme en højere bøde, end vi finder sandsynlig.

Banker har været under kursmæssigt pres i 2018 – det værende i Europa som i USA - hvor bankindeks faldt med mere end henholdsvis 23 og 12 procent hver især, opgjort i danske kroner. En normalisering af renteniveauet som følge af afslutningen på centralbankers pengepolitiske eksperimenter, bør alt andet lige være positivt for indtjeningssevnen i en bank, da banken igen kan få indtjening på indlån, og ej heller skal betale negative indlånsrenter til centralbankerne.

Vi er generelt skeptiske over for at investere i banker. Bankers balancerisiko er svært gennemskuelige, ikke alene for udenforstående investorer, men ligeledes for bankdirektørerne selv. I årene op mod den finansielle

krise havde flere store banker, såsom amerikanske Lehman Brothers, således udlån svarende til mere end 30 gange egenkapitalen, hvorfor alene nedskrivninger på tre-fire procent af udlånene var nok til, at egenkapitalen var væk. Gennemsigtheden bliver ofte sværere i takt med bankens størrelse. Samtidig er det for en bank svært at differentiere sig, da størstedelen af en banks ydelser er svære at gøre forskellige fra andre banker. Pengesedlerne er de samme, om de kommer fra Nordea, Sydbank eller Ringkjøbing Landbobank, og med stigende krav fra regulering og lovgivning har mange banker derfor svært ved at skabe en fornuftig og værdiskabende forretning.

### **En helt særlig bank fra Ringkjøbing**

Ringkjøbing Landbobank, som vi også har beskrevet tidligere år, er dog i vores optik en undtagelse til reglen. Banken, der har hovedsæde i det vestlige Jylland, har det seneste årti været den suverænt mest omkostningseffektive bank ikke blot i Danmark og i Europa, men er ligeledes et effektivitetspejlemærke globalt set. Omkostningerne har således i mange år ligget omkring 32-33 kroner per 100 kroner i indtægter – dette er omkring 20 kroner bedre end for selv de største banker i Norden på trods af, at skala i teorien burde være en fordel. I Europæisk regi er nordiske banker endda generelt omkostningseffektive. Landbobanken forrenter egenkapitalen med knap 20 procent før skat, trods en behersket udlåns gearing på mindre end fem gange egenkapitalen. Effektiviteten kommer blandt andet fra et konstant omkostningsfokus. I hovedkontoret i det vestlige Danmark er det således alene den administrerende direktør, der har sit eget kontor, mens de resterende ansatte er at finde i åbne kontorlandskaber, hvor der ydes en stor indsats for at mindske friktion og eksempelvis unødvendige møder.

Banken er yderligere kendetegnet ved stærk kreditkultur og sund virksomhedsledelse. Over de sidste 30 år har banken alene haft to administrerende direktører, og den nuværende, 55-årige John Fisker, vurderes at have mange gode år tilbage på topposten.

Størrelse er ikke i sig selv et mål for banken, og faktisk er det i fokus ikke at vokse mere, end at kulturen kan fastholdes, og at ledelsen kan have kontrol med alt, der sker. Finanstilsynet bemærkede da også ved et inspektionsbesøg i foråret 2018, at kreditstyringen er centraliseret, og at der alene er meget små decentraliserede bemyndigelser i den henseende. Det er med til at give ro i maven hos medejere.

Landbobanken er særligt fokuseret på udlån til særligt udvalgte nicheforretninger, hvor risici er mere forståelige, end i de større, uigennemsigtige bankbalancer. Før kreditansøgninger kan godkendes, skal ansøgningen forbi direktionen, hvor det skal kunne beskrives, forståeligt, på en enkelt A4-side. Dette til trods for, at Landbobanken igennem 2018 er blevet Danmarks tredjestørste bank baseret på markedsværdien, blandt andet gennem opkøbet af Nordjyske Bank, der blev overtaget i juni 2018.

Kapitalsituationen i Ringkjøbing Landbobank er samtidig særdeles sund, og egenkapitalen udgør således mere end 16 procent af de risikovægtede aktiver, konservativt opgjort ved Finanstilsynets standardmodel. Dette betyder, at der i opgørelsen ikke tages højde for, hvad der vurderes at være en balance med betydeligt lavere risiko end den gennemsnitlige bank. De største banker anvender interne risikoopgørelsesmodeller, hvor de gennem statistik og historie har opnået mere lempelige risikjusteringer. Over de seneste 30 år har Landbobanken i gennemsnit haft så godt som ingen tab på lånebogen, og vi skal helt tilbage til 1992 for at finde de sidste 50 års største årligt opgjort tab på knap 0,8 procent.

Trods dette udgør bankens samlede hensættelser omkring fire procent af udlånene i dag. Dette er med til at stille bankens aktionærer godt, skulle tiderne blive hårdere. Siden år 2000 har Landbobanken opnået et samlet aktieafkast på knap 20 procent om året, drevet af stærk og stabil indtjeningsvækst, og derfor ser vi stadig banken som værende særdeles attraktiv prisfastsat på mindre end halvanden gange bogført værdi og 11 gange indeværende års indtjening.

### **Gode forventninger baseret på robuste forretningsmodeller**

Selvom der kan være faretegn i visse markedsaktørers risikovillighed, ser vi positivt på vores selskabers mulighed for at fortsætte og øge den daglige værdiskabelse. Dette til trods for den politiske uro der er

omkring potentielle handelskrige, medlemmer der udtræder af EU eller nationalpolitiske protester i en række europæiske lande.

Kvaliteten af vores porteføljer er høj og finansieringen konservativ. Dette kan vi vurdere på baggrund af afkastet på den investerede kapital, der er omkring 36 procent i Afdeling Danske Aktier og mere end 44 procent i de globale afdelinger, og dette endda kombineret med så godt som ingen gæld. Dette er med til at skabe ro til at sove godt om natten uagtet udviklingen i pengepolitik verden over.

Vores selskaber har stabile og forudsigelige forretningsmodeller, og konkurrencemæssige fordele, der lader dem hæve priserne som minimum på linje med inflationen, og dermed inflationssikre de pengestrømme, der skaber den langsigtede, fundamentale værdi – den værdi vi som investorer vurderer selskaberne på baggrund af. Inflationssikringen af pengestrømmene betyder, at vores selskaber er særdeles godt positioneret til højere inflationsniveauer, og bør endda skabe bedre værdi i disse miljøer, end selskaber uden differentierede produkter og dermed pengestrømme, hvis reelle værdi falder.

Prissætningen af foreningens porteføljer er endda mere attraktiv, end den har været længe. Porteføljernes pengestrømsrente – de årlige frie pengestrømme i procent af markedsværdien – udgør således mere end fem procent, hvilket giver os grund til at se et godt afkastpotentiale, som understøttes af forventede vækstrater i indtjeningen og frie pengestrømme på omkring ti procent. Porteføljernes samlede udbytter og aktietilbagekøb udgør samtidig mellem fire og fem procent på nuværende markedsværdier.

Mens kvalitet og værdiskabelse bør afspejles i den langsigtede kursudvikling, påvirkes værdipapirer på kortere sigt ofte af ikke fundamentale udviklinger, som eksempelvis overvurdering af kortsigtede nyhedsstrømme, politiske valg, udviklingen i renter, råvarepriser, valutakurser eller tidligere aktiekursudvikling. Vi søger at give medinvestorer de bedste muligheder for at deltage i en langsigtet værdiskabelse, men kurser kan svinge meget over kortere perioder, og her forholder vi os til, hvilke muligheder kursudsving måtte bringe. Det er således forventningen til 2019, at porteføljernes selskaber vil fortsætte med at skabe de bedst mulige rammer for at skabe værdi for langsigtede medejere. Med disse selskaber ser fremtiden lys ud – også selv om kortsigtede kursudviklinger ikke kan forudsiges. Dette blev endnu engang bekræftet i 2018.

Slutteligt gør vi opmærksom på, at vi afholder vores traditionsrige årsmøde **onsdag den 24. april 2019 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

Anders Lund  
Partner og porteføljeforvalter

Peter Bundgaard  
Partner og porteføljeforvalter