

Halvårsbrev

Kapitalforeningen BLS Invest



Gl. Holte, august 2020

Kære medinvestor,

Første halvdel af året 2020 har på mange måder været en ekstrem periode, hvorfor vi ekstraordinært også valgte at udgive et kvartalsbrev for første gang siden opstarten af BLS. Udsvingene på aktiemarkedet var historisk store, og i det ekstreme miljø ønskede vi at kommunikere vores oplevelse af situationen og vurdering af fremtiden for vores selskaber til vores medinvestorer. Andet kvartal bød også på store udsving, om end knap så voldsomt – og kurserne var klart opadgående i dette kvartal.

Som langsigtede medejere af selskaber med stærke forretningsmodeller, robuste balancer med begrænset gæld samt langsigtet forudsigelighed ser vi fortsat lyst på, hvad fremtiden vil bringe os. Selskaberne i BLS Invest har været igennem utrolig meget i deres levetid - alt fra verdenskrige til skelsættende terrorangreb – og har i gennemsnit eksisteret mere end 100 år. Aktieinvesteringer bør altid være en fremadskuende aktivitet og ikke alene basere sig på, hvad der skete i går eller sker i dag. Vi tror fortsat ubetinget på en normalisering af verdenen og forventer, at de nøjsomt udvalgte selskaber i afdelingerne i BLS Invest samlet vil komme ud af denne periode i en konkurrencemæssigt relativt styrket position.

Igennem dette halvårsbrev vil vi komme med eksempler på, hvordan og hvorfor vi forventer, at vores selskaber vil møde en normaliseret verden på den anden side af pandemien uden at vi på nogen måde ser os i stand til at forudsige timingen af dette. Med baggrund i denne forventning, har der i løbet af årets første seks måneder, og særligt i marts, i vores optik været betydelig forskel i udviklingen i aktiemarkedets prissætning og vores forventning til indflydelsen på den fremtidige drift i vores selskaber.

Vi forventer ikke, at der vil opstå mange betydelige strukturelle udviklinger som følge af Covid-19, men vi ser, at pandemien har accelereret nogle allerede igangværende udviklinger. Det betyder også, at vi ser mange af vores selskaber som positivt eksponeret til øget online-handel, elektroniske betalinger og lignende, uden at vi er - eller nogensinde har været – investeret i kursmæssige højdespringere som Amazon, Paypal eller Netflix.

I 2020 har gårsdagens kursudvikling været en stærk indikator på dagens kursmæssige vindere, eftersom såkaldt momentum har været den stærkeste investeringsfaktor. En stærk kontrast er såkaldte "value-aktier", hvor kursudvikling har været markant lavere. Vi stiller os undrende over for denne udvikling og fastholder vores fokus på at købe selskaber med vedvarende konkurrencemæssige fordele, strukturel vækst i de frie pengestrømme og høje kapitalafkast, når vi kan erhverve ejerandele i disse på attraktive kursniveauer. I vores daglige virke går vi således ofte i modsatte retning af momentum og vil hellere købe, når aktiekurser er faldet end omvendt, med risiko for, at vi agerer for tidligt på kursudviklinger. Momentuminvesteringer er i vores optik helt anderledes end investeringer baseret på fundamentalværdier.

Kvaliteten af selskaberne i BLS Invest er fortsat høj, balancerne er stærke, og vi anser værdiansættelsen af dem som værende absolut attraktiv. Når vores selskaber er kommet på den anden side af pandemien, forventer vi, at de kan vokse indtjeningen og de frie pengestrømme per aktie i omegnen af 10 procent om året. Med baggrund i dette, ser vi det risiko-justerede afkastpotentiale i selskaberne som attraktivt på den

nuværende prissætning. De frie pengestrømme for 2021 udgør således omkring 4,5 procent af selskabernes markedsværdi, hvor vi for nuværende ser store usikkerheder i den kortsigtede udvikling i de frie pengestrømme.

Det er forretninger som vores selskabs, som vi siden opstarten har ønsket at være medejere af, og hvor vi mener, at vi har den bedste mulighed for at skabe langsigtet attraktive risiko-justerede afkast for medinvestorer i BLS Invest.

Afkastene i første halvår

For BLS Invest afdeling Globale Aktier KL var afkastet gennem årets første seks måneder negativt med 10,9 procent, efter alle omkostninger og inklusive geninvesterede udbytter. Siden opstarten d. 30. september 2008 har afkastet været 311,1 procent, svarende til 12,8 procent om året, igen efter alle omkostninger. For verdensindekset MSCI AC World har afkastet i samme periode været 174,3 procent, svarende til 9,0 procent om året. En investering på 100.000 kroner ved opstarten af afdelingen var således blevet til 411.100 kroner ved udgangen af juni, mens MSCI AC World havde forrentet den samme investering til 274.300 kroner.

Den anden globale afdeling, Globale Aktier Akk. havde i første halvår et afkast på -11,3 procent. Afdelingen er investeret i samme portefølje som den udloddende afdeling Globale Aktier KL, og afkastforskellen er således alene at tilskrive forskelle i omkostningsstrukturen. Siden opstarten d. 28. november 2014 og frem til udgangen af juni har afdelingen haft et afkast på 85,4 procent, svarende til 11,7 procent om året. I samme periode har MSCI AC World haft et afkast på 52,5 procent, svarende til 7,8 procent om året. En investering på 100.000 kroner ved opstarten af afdelingen var således blevet til 185.400 kroner ved udgangen af juni, mens MSCI AC World havde forrentet den samme investering til 152.500 kroner.

BLS Invest afdeling Danske Aktier KL var den første afdeling i foreningen med en opstart d. 26. februar 2008. Ved udgangen af juni var afkastet for afdelingen 4,4 procent for 2020, mens afdelingen siden opstart har haft et afkast på 314,4 procent svarende til 12,2 procent om året. Det danske aktiemarked, opgjort ved OMX Copenhagen Capped har i samme periode haft et afkast på 194,4 procent, svarende til 9,1 procent om året. En investering på 100.000 kroner ved opstarten af afdelingen var således blevet til 414.400 kroner ved udgangen af juni, mens OMX Copenhagen Capped havde forrentet den samme investering til 194.400 kroner.

I starten af februar i år, mere præcist d. 5. februar blev der ligeledes lanceret en afdeling Danske Aktier Akk., der følger samme strategi og portefølje som Danske Aktier KL. Siden opstarten har Danske Aktier Akk. haft et afkast på -0,8 procent. Afkastforskellen mellem de to afdelinger skyldes tidspunktet for opstarten.

Vi er glade for, at Afdeling Danske Aktier KL i halvåret har kunnet levere et positivt afkast, mens vi er mindre glade for, at de globale afdelinger i halvåret havde et negativt absolut afkast. Fokus for BLS Invest er dog ikke, og har aldrig været, den korte bane men derimod langsigtede afkast. Derfor er det fortsat vores vurdering, at BLS Invest siden opstarten har levet op til målsætningen om at skabe langsigtede attraktive, absolutte afkast, der er højere end for sammenlignelige foreninger og de mest sammenlignelige aktieindeks.

Status på vores porteføljer

Historiske afkast er ikke en garanti for fremtidige afkast. Fremtidige afkast skal komme på baggrund af vores selskabs værditilvækst og realisering af forretningsmæssige potentiale, hvilket kan yderligere forstærkes af en absolut attraktiv prissætning af aktierne, da vi kun ejer aktier i selskaber, som vi finder fundamentalt undervurderede.

For at give indblik i status på kvalitet, finansiel robusthed og prissætning har vi nedenfor angivet et par af vores centrale nøgletal.

BLS Globale Aktier	2016	2017	2018	2019	1H2020
RoIC	47,4%	42,8%	44,4%	49,1%	47,1%
Gæld / Driftsindtjening	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,8
Pengestrømsrente	4,2%	4,3%	5,1%	4,5%	4,5%

BLS Danske Aktier	2016	2017	2018	2019	1H2020
RoIC	43,0%	39,8%	36,4%	27,6%	25,2%
Gæld / Driftsindtjening	0,3	0,2	-0,1	0,2	-0,2
Pengestrømsrente	4,1%	4,7%	5,6%	4,3%	4,6%

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 før af- og nedskrivninger

Pengestrømsrenten er defineret som de forventede frie pengestrømme i forhold til selskabernes markedsværdi. Grundet usikkerheden omkring udviklingen i 2020, anvendes estimater for de frie pengestrømme for 2021, hvor det er vores forventning, at vores selskaber som helhed vil være tæt på en normaliseret verden.

Det er vores vurdering, at disse nøgletal viser kvaliteten og robustheden af vores selskaber, ligesom pengestrømsrenten indikerer, at prissætningen på vores porteføljer fortsat er absolut attraktiv og efter vores bedste vurdering har et attraktivt risiko-justeret afkastpotentiale. Afkastet på den investerede kapital, RoIC, er vores primære nøgletal for opgørelsen af kvalitet, og der kan det glædeligt ses, at porteføljerne fortsat er af betydelig høj kvalitet.

Vi forventer, at vores selskaber vil kunne vokse indtjeningen og de frie pengestrømme per aktie på niveau med tidligere vækstrater i omegnen af 10 procent om året, når verden igen er blevet mere normaliseret på den anden side af den nuværende pandemi.

Filosofien og strategien for investeringerne i BLS Invest er fortsat uændret. Vi fokuserer på forretningsmodeller, som vi kan forstå og vurdere værdierne i. Siden starten har vi haft en betydelig andel af vores globale aktieportefølje i forbrugsselskaber. Her mener vi at kunne identificere selskaber, der med baggrund i stærke brands og produktnavne har immaterielle aktiver, der giver selskaberne stærke og vedvarende konkurrencemæssige fordele og samtidig ikke kan kopieres af nye konkurrenter.

Amerikanske teknologiaktier og Danske aktier løber forrest

Amerikanske aktier har – igen – i 2020 været blandt de lande med den bedste kursmæssige udvikling sammen med blandt andet danske aktier. Det amerikanske indeks, S&P 500, faldt således med begrænsede tre procent i danske kroner, mens britiske aktier, målt ved MSCI UK i danske kroner faldt med knap 24 procent, og MSCIs Emerging Markets faldt med 10 procent. OMX Copenhagen Capped steg i første halvår med mere end fire procent.

Når vi kan skrive ”igen” ud for de amerikanske aktier, såvel som teknologiaktier, understreger det vel nok ganske godt effekten af momentum for tiden. Det var nemlig også hos de samme aktier, at de højeste aktieafkast generelt blev genereret i 2019. MSCIs indeks for teknologi steg med knap 12 procent i danske kroner i første halvår af 2020, mens finansielle aktier faldt med knap 24 procent og stabile forbrugsaktier

faldt med 6 procent. At amerikanske aktier, opgjort ved S&P 500, alene faldt med tre procent i halvåret er dermed stærkt hjulpet af de største teknologiselskaber.

Når gårsdagens kursliste giver svaret

En betydeligt anderledes tilgang til aktieinvesteringer end vores egen langsigtede tankegang baseret på fundamentalværdier er, som tidligere nævnt, de såkaldte "momentum investeringer". Momentum går helt simpelt ud på at købe aktier i de selskaber, der er steget mest inden for den seneste periode – hvad enten det er uge, måned eller år. Indeks baseret på momentum-tankegangen har igen i 2020 været den gruppe af aktier, der kan fremvise det højeste afkast, hvilket også var tilfældet i 2019.

MSCIs globale momentum-indeks steg således med mere end fem procent gennem årets første seks måneder, mens MSCIs indeks for "value" (hvor definitionen ikke stemmer overens med vores opfattelse af "value") faldt med mere end 18 procent. Vækstaktier (hvor en kombination af historisk og forventet omsætnings- og indtjeningsvækst definerer attraktiviteten), opgjort ved MSCI AC World Growth, havde et afkast på fem procent i halvåret. Der har således været ekstremt store afvigelser mellem faktorafkast, såsom momentum, vækst og value, i årets første seks måneder.

Momentuminvestering betyder, at selve investeringsbeslutningen er helt frakoblet en fundamental analyse af selskabers forretning og forventede udvikling, og derimod baseres investeringsbeslutningen ene og alene på popularitet. Med andre ord; de aktier der er steget mest er samtidig dem, der har det bedste fremtidige afkastpotentiale.

Det er intellektuelt udfordrende for os at se, hvad der skulle gøre dette til den langsigtede mest attraktive måde at allokere sin kapital på. At basere investeringer i dag på gårsdagens mest stigende aktier kan være rodfæstet i attraktiviteten i at være investeret i noget, der stiger, og dermed en søgen efter at være en del af en succeshistorie.

Momentum er isoleret set frakoblet fundamentalt baserede investeringer, som er de principper, vi arbejder og investerer efter, og momentuminvesteringer giver med garanti *ingen* beskyttelse mod permanente kapitaltab.

Som beskrevet ovenfor vil meget af aktiehandlen i vores porteføljer tværtimod gå den modsatte vej af momentum. Hvis der ikke er ændringer i vurderingen af de underliggende fundamentale værdier, vil vi meget hellere købe aktier, der er faldet, end købe de aktier, der er steget. For os er det en traditionel og logisk købmandsmæssig tilgang.

Momentum-tankegangen kan være med til at forklare nogle af de kursudviklinger, vi har set gennem de sidste seks måneder. Den amerikanske producent af elbiler, Tesla, er således steget med 260 procent over det seneste år til en markedsværdi på 300 milliarder amerikanske dollars. Vi er skeptiske over for sandsynligheden for, at Tesla kan levere fremtidige frie pengestrømme, der retfærdiggør denne markedsværdi i en konkurrencepræget og kapitalintensiv industri med lave indtjeningsmarginer og deraf lave afkast på den investerede kapital, hvor minoritetsaktionærernes herudover løbende udhules af betydelige optionsudstedelser.

At momentum har en finger med i spillet, bliver på sin vis også tydeligt, når Tesla på en dag i juli uden selskabsspecifikke nyheder oplever en stigning på 13 procent i markedsværdien – svarende til mere end 30 milliarder amerikanske dollar - eller til mere end markedsværdien på Carlsberg, der er blandt verdens fire største bryggerier. Antallet af udestående aktier i Tesla er 185 millioner, hvoraf der dagligt handles mellem 15 og 20 millioner aktier. Det vil sige, at der i gennemsnit går omkring 10 dage fra en aktie købes til den

sælges igen. Det er selvfølgelig ikke alle Tesla aktionærer, der handler med den hast – men det er i hvert fald ikke en indikation på langsigtede investeringer.

Markedsværdien på Tesla svarer til næsten to gange markedsværdien, inklusive gæld, for Anheuser-Busch Inbev, der er verdens største bryggeri. Dette til trods for, at Tesla ikke engang har kunne levere de fire kvartaler i træk med overskud, som det kræves for at blive inkluderet i det brede aktieindeks S&P 500. Tesla er til gengæld den sjette største andel af MSCI AC Worlds momentumindeks, hvilket er 36 pladser højere, end hvis der alene blev set på markedsværdi i MSCIs verdensindeks.

Mens etablerede dele af Carlsberg og Anheuser-Busch Inbev kan dateres tilbage til midten af 1800-tallet og dermed har klaret sig igennem flere økonomiske kriser og to verdenskrige, blev Tesla til sammenligning etableret i år 2003.

Det havde - igen - i 2020 været positivt for afkastet i vores globale porteføljer, hvis vi havde ejerandele i nogle af de såkaldte FAANG+ selskaber. Størstedelen af disse FAANG+ selskaber lever dog efter vores opfattelse ikke op til de strenge krav, vi stiller til selskaber i vores strategi. FAANG inkluderede oprindeligt Facebook, Amazon, Apple, Netflix og Google men er i dag blevet et synonym for en bredere gruppe af kursmæssigt højtflyvende teknologiselskaber inklusiv føromtalte Tesla. De fem oprindelige FAANG-selskaber er blandt USA's fem største selskaber opgjort på markedsværdi, og det er således i øjenfaldende, hvordan kursværdien er steget så betydeligt på dem alle igen i 2020. I parentes kan det bemærkes, at Apple er eneste FAANG, der er stiftet inden 1995.

Kursudviklingen for disse selskaber lader ikke til at tage meget højde for det nærmest evindelige minefelt af korte innovationscykluser, daglig politisk uro, en ikke ubetydelig risiko for øget beskatning og regulering, skattesager og lignende, som flere af disse selskaber forsøger at navigere igennem. Teknologiaktier har tidligere været prissat på lavere indtjeningsmultipler end aktiemarkedets gennemsnitlige prissætning, hvilket blandt andet kan tilskrives en række af førnævnte risikoområder. Dette er dog ikke tilfældet i dag, hvor markedsværdien per indtjeningskrone i teknologiselskaber er højere end aktiemarkedets gennemsnit.

Hvilke selskaber har påvirket afkastene mest

I de globale afdelinger er de bedste afkast kommet fra dataleverandøren FactSet Research Systems og de to gamle kendinger, kreditvurderingsbureauerne S&P Global og Moody's, der havde et afkast på henholdsvis 23, 21 og 16 procent, opgjort i danske kroner inklusiv geninvesterede udbytter. De laveste afkast er omvendt kommet fra kuffertproducenten Samsonite, hotelfranchisekæden Intercontinental Hotels Group (IHG) og det Macau-baserede kasino Sands China, der oplevede aktiekursfald på henholdsvis 58, 36 og 25 procent i halvåret.

For de danske afdelinger var den kursmæssige udvikling stærkest for IT-konsulenthuset Netcompany, ingrediensproducenten Chr. Hansen samt diabetesmarkedslederen Novo Nordisk. Afkastet gennem de seks måneder var henholdsvis 37, 29 og 13 procent. Den laveste kursudvikling kom fra høreapparatsproducenten Demant, forsikrings selskabet Topdanmark og bryggeriet Carlsberg, hvor kursfaldene var henholdsvis 17, 14 og 9 procent.

I årets andet kvartal var udskiftningen i selskaber betydeligt lavere end i første kvartal. For de danske afdelinger var der således ingen ændringer i kompositionen af selskaber, mens vi for de globale afdelinger frasolgte kuffertproducenten Samsonite og tilkøbte den amerikanske markedsledende elevatorproducent Otis Worldwide. Mens omlægningsaktiviteten i årets første kvartal således var historisk høj, så vi i andet kvartal et mere normalt handelsomfang.

I 2019 og 2020 har vores Hong Kong-noterede selskaber, kasinoerne Sands China og Galaxy Entertainment og syge- og sundhedsforsikringsselskabet AIA været genstand for aktiemarkedsbekymringer som følge af de politiske uroligheder mellem Kina og Hong Kong. Også britisk-noterede Prudential Plc, hvis største værdiskaber er et asiatisk syge- og sundhedsforsikringsselskab, har været genstand for disse bekymringer.

Hvad angår syge- og sundhedsforsikringsselskaberne AIA og Prudential Plc har urolighederne ramt nysalget i Hong Kong, der tidligere har stået for en stor del af præmievæksten. Kunderne har i stedet søgt andre typer af forsikring, kvalitet af sygehusvæsen og policer denomineret i amerikanske dollars, der ikke er tilgængelig på fastlandet Kina.

Værdien af forretningerne findes i høj grad i AIA og Prudential Plcs eksisterende forsikringsbøger, der står for størstedelen af indtjeningen, og hvor mere end 90 procent er løbende, årlige betalinger med lige så høje fastholdelsesgrader. Mens det markant faldende antal tilrejsende til Hong Kong har påvirket nysalget, har forsikringsagenterne kunne fokusere på eksisterende kunder, der aktuelt er den primære kilde til indtjeningsvækst. Vi er overbeviste om, at den langsigtede efterspørgsel efter forsikringer af høj kvalitet fra selskaber med høj troværdighed og adgang til det stærkere sundhedsvæsen også fremadrettet vil skabe efterspørgsel. AIA og Prudential Plcs asiatiske forretning har en tilstedeværelse i hele Sydøstasien og kan derfor håndtere, hvis efterspørgslen flytter sig geografisk. Den langsigtede vækst og efterspørgsel efter sundhedsforsikringer er understøttet af et underpenetreret forsikringsmarked med en kløft mellem den nuværende udbredelse af forsikringer og det reelle forsikringsbehov i de respektive befolkninger. Oplevelsen af Covid-19 har skabt en kortsigtet øget efterspørgsel efter sundhedsforsikringer, og der har været markant vækst i nysalget på Kinas fastland.

Fortsat mange forbrugsselskaber

Siden opstarten har vores globale portefølje haft en betydelig eksponering til forbrugsselskaber, hvor vi har identificeret en række selskaber, der har kunnet leve op til vores krav om strukturel vækst, evnen til at sætte egne priser, attraktiv indtjeningsevne samt forudsigelighed og stabilitet i væksten i de frie pengestrømme. Historisk har den betydelige eksponering til forbrugsselskaber bidraget positivt til de langsigtede afkast, men dette har ikke været tilfældet i 2020. Covid-19 pandemien har skabt et simultant fald i omsætningen inden for en lang række forbrugsrelaterede forretninger, ligesom nedlukningen af samfund enten har gjort det besværligt eller umuligt for forbrugere at tilgå forretninger. Det er vores vurdering, at vores forbrugsselskaber vil vende tilbage til at levere høj indtjeningsstabilitet og forudsigelighed, når verden er blevet normaliseret på den anden side af Covid-19.

Som det var tilfældet, da vi skrev vores kvartalsbrev for første kvartal, tror vi fortsat på, at verden vil normaliseres på den anden side af Covid-19. For os betyder det, at vi vurderer vores selskabers forventede indtjeningsevne i dette lys. På den korte bane for særligt 2020 og i visse tilfælde også 2021 er det svært, endsige umuligt, at kunne estimere med god præcision, hvornår denne normalisering forventes at indfinde sig rundt omkring i verden. Mens situationen for nogle selskaber må antages at normaliseres hurtigere end for andre, så er der også selskaber, hvor det må forventes at vi skal ind i 2021, førend en mere normal verden igen er en realitet.

Ved en gennemgang af alle vores selskaber ser vi ikke nogen tegn på forringet indtjeningsevne over en flerårig periode, og samtidig ser vi vores selskaber som værende stærkt positioneret og attraktivt prissat.

På nuværende tidspunkt forventer vi ikke, at Covid-19 har skabt mange nye langsigtede trends i samfundet. Vi nikker dog anerkendende til, at det kan have accelereret nogle allerede igangværende udviklinger. Det kan være brugen af streaming-tjenester, online-handel, elektroniske betalinger og lignende. Selvom vi, ved at

være baseret i Danmark, er i den lykkelige situation, at smittetrykket forholdsvis hurtigt kom under kontrol under en nedlukning af samfundet, er vi ikke længere fra perioden end at vi husker, hvordan så godt som alle i BLS Capital arbejdede fra hjemmekontorer og ikke kunne besøge restaurationer og lignende.

Vi har dog også oplevet, hvordan samfundet forholdsvis hurtigt er kommet tilbage til noget, der minder om normale tilstande, efter smitten kom under kontrol.

Mens en række børsnoterede virksomheder har nydt kursmæssigt godt af fokus på accelerationen af trends, er det vigtigt at holde for øje, hvorvidt der er tale om en fremrykning af noget, der forventeligt ville være sket i forvejen – eller om der er tale om en betydelig ændring i de fremtidige frie pengestrømme.

Et eksempel kunne være Netflix, der i årets første halvår havde en betydelig positiv kursudvikling på 36 procent og i dag har en markedsværdi på mere end 200 milliarder amerikanske dollars, hvilket er på niveau med Walt Disney. På den korte bane har Netflix utvivlsomt opnået en hurtigere vækst i antallet af abonnenter, end det var forventet ved årets indgang. Hvis disse nye abonnenter i forvejen var en del af selskabets prognoser i løbet af et, to eller måske tre år, kan det efter vores opfattelse være vanskeligt at se, hvordan det skulle skabe så stor en stigning i de fremtidige frie pengestrømme, at de er blevet kunder tidligere end forventet.

Det kræver ikke investeringer i populære "online-aktier" som eksempelvis Netflix eller Amazon for at opnå, hvad der i vores optik er en attraktiv eksponering til den fortsættende tendens omkring online-handel. Dette kan også være igennem investeringer i velafprøvede forretningsmodeller med dokumenterbar historik for indtjeningsmarginer mellem 60 og 70 procent og betydelig pengestrømsgenerering som betalingsnetværkene Mastercard og Visa. Andelen af digitale forbrugerbetalinger – hvad enten med betalingskort i en butik eller online – har været støt stigende og udgør i dag i underkanten af halvdelen af forbrugerbetalinger uden for Kina.

Med en voksende andel af onlinehandel vil flere betalinger overgå til digitale betalinger, og det er således understøttende for en stigende migration for Mastercard og Visa, hvilket har været med til at begrænse den negative påvirkning på omsætningsudviklingen fra et lavere globalt forbrug. Dette er understøttet af overgangen til kontaktløse betalinger, der i 2019 blot udgjorde en encifret andel af de samlede betalinger i butikker i USA, men hvor væksten er massiv og potentialet enormt.

Betalinger på tværs af lande er en af de mere profitable betalingsformer for netværkene, og der har selvsagt været et drastisk fald som følge af grænselukninger og den meget begrænsede internationale flyaktivitet. I midten af april var internationale betalinger, der krydser grænser, således nede med 55 procent men har siden da haft ugentlige forbedringer til omkring 40 procent lavere ved udgangen af juni sammenlignet med samme periode sidste år. Antallet af transaktioner håndteret af Mastercard over hele verden var faktisk tilbage i vækst ved udgangen af juni, hvilket indikerer netværkenes stærke fordel selv i perioder med udfordret forbrug.

Som nævnt mener vi ikke, at vi har et behov for eksponering til nyopstartede teknologivirksomheder, for at kapitalisere på den stigende nethandel samt digitale betalinger. Vi øgede vores position i Mastercard betydeligt i marts, da kursen faldt stærkt tilbage med 40 procent på en måned, og vi dermed så afkastrisikopotentialet betydeligt mere attraktivt - såvel absolut som relativt - til flere af porteføljens andre selskaber, der oplevede svagere kursfald i perioden.

Vi er store tilhængere af stærke "high-end" brands, hvor forbrugerne er loyale og hvor brandet og produktnavnet har stærkere tiltrækningskræfter end hvorvidt produktet købes i storcentre, egne butikker eller ved online handel.

Den samme udvikling er gavnlig for en lang række af forbrugsselskaberne i vores porteføljer, ikke kun for omsætnings- og indtjeningsvæksten, men ligeså for stigende indtjeningsmarginer og attraktive afkast på den investerede kapital.

Dette har været tydeligt for sportsmærket adidas og skønhedsproducenten Estée Lauder, hvor vækstraterne for online handel har været meget attraktive gennem første halvdel af året. Styrken af Estée Lauders brands bliver yderligere tydeliggjort ved, at selskabet havde positivt salgsvækst i Kina gennem halvåret trods de betydelige nedlukninger af indkøbsmuligheder for den voksende middelklasse i landet. Online-salg står for mere end en tredjedel af salget for Estée Lauder i Kina, og væksten var visse steder trecifret i første kvartal af 2020.

Omsætningen i Kina voksede med to cifrede vækstrater gennem kvartalet fra april til juni for den amerikanske skønhedsproducent, som tilmed havde fem-seks procents vækst i Kina gennem årets første tre måneder. Væksten i Kina er særlig drevet af hudpleje-produkter, der vokser hurtigst og mest stabilt og samtidig har den højeste indtjening per salg-dollar.

Omvendt har fysisk detailhandel det generelt svært, hvilket påvirker selskaber, der er mere afhængige af salgskanalen end af produkterne. Heller ikke dette er nogen ny udvikling men derimod en tendens, der har været set over en efterhånden lang årrække. Generelt faldende besøgstal kombineret med betydelige faste omkostninger i driften af butikker er en dårlig kombination for indtjeningssevnen i detailbutikker. Hvis dette endda også kombineres med en skrøbelig balance med betydelig gæld, kan det være opskriften på betalingsstandsninger og konkursbegæringer, hvilket der har været talrige eksempler på alene i 2020.

Ingen kriser er ens

Vores forbrugsselskaber har kortsigtet været hårdere ramt end vi selv havde forventet ved starten på Covid-19 i slutningen af januar måned. Også hårdere ramt end det var tilfældet under den finansielle krise i 2008 og 2009. Ikke nok med det har påvirkningen også været meget simultan på tværs af selskaber, og for nogle har det vel nok været tæt på den værst tænkelige kombination af begivenheder. Trods dette viser vores forbrugsselskaber god overlevelsesresistens og er forblevet indtjeningspositive.

Ingen kriser er ens, og selvom der kan findes indsigter i tidligere begivenheder og måske drages nogle paralleller, er virkeligheden, at perioderne udvikler sig forskelligt.

På det globale gældsmarked har der indtil videre alene i marts kortvarigt været manglende likviditet og udvidede kreditspænd, hvor renteforskellen på mere sikker statsgæld og mindre sikre, mere risikofyldte, virksomhedsobligationer, øges. Grunden til dette kan tilskrives centralbanker og politikeres store vilje til resolut at lancere hjælpepakker og gennemføre enorme obligationsopkøb.

Allerede tidligt efter udbruddet af Covid-19 i USA og Europa overgik størrelsen på disse obligationsopkøb, hvad der blev lanceret i finanskrisen i 2008 og 2009, ligesom den amerikanske centralbank også har indført nul-renter. Kortvarige lån er således synkront blevet så godt som gratis i udviklede vestlige lande.

Ikke nok med, at størrelsen af obligationsopkøb er vokset, så er bredden det samme. Det betyder, at der også købes virksomhedsobligationer i dag. Og det er ikke kun obligationer fra virksomheder med en god kreditsikkerhed, såkaldt "investment grade", der købes i programmerne. Det er ligeledes fra virksomheder med en lavere kreditvurdering, såfremt denne var "investment grade" før Covid-19. Under finanskrisen i 2008 og 2009 var det alene huslån og kommercielle papirer med forholdsvis kort løbetid, der blev købt.

Vi søger efter selskaber med stærke og bundsolide balancer, uagtet hvor lav prisen på gæld måtte være. Selskaber uden nævneværdig gæld drager ikke fordel af den lave pris på gæld, som de lave renter betyder, på samme vis som højt gældsatte selskaber. Mens forretningsmodellerne og pengestrømsgenereringen i en lang række af vores selskaber sagtens kunne håndtere balancer med en vis gæld, så er det ikke i gode tider, at effekten af gæld skinner igennem. Det er, når solen går ned over kreditmarkederne, at styrken ved en sund balance skinner igennem.

Grundet de meget lave renter og indsnævrede kreditspænd (hvor prisforskellen på gæld fra mere og mindre betalingsdygtige kreditudstedere er mindre) lader risikovilligheden blandt obligationsinvestorer til at være tiltagende i jagten på afkast. Dette har også resulteret i højere gældsætninger og at sikkerhedsstillelsen og den løbende overvågning af udstedere har været stærkt faldende, såkaldt "covenant lite" udstedelser, hvilket er en fortsættelse af en flerårig udvikling. Vi ser det som en bekymrende udvikling, at der i dag er en rente- og kreditboble, der er blevet til grundet massive pengepolitiske og likviditetsmæssige tiltag. Vi er om noget blevet yderligere styrket i vores tro på værdien af stærke balancer.

Kombinationen af nul-renter og større - nærmest utænkelige - pengepolitiske tiltag har som helhed begrænset uroen på gældsmarkederne gennem de første seks måneder i 2020. Det er næsten paradoksalt i en periode med stigende tabsniveauer. Det nuværende renteniveau i såvel vesten som Japan lader enten til at indikere negative inflationsjusterede renteniveauer eller forventninger om generel deflation. Vi ser fortsat en langsigtet inflationsrisiko, hvilket i moderat omfang vil være positivt for vores porteføljeselskaber.

Udviklingen i vores hotelfranchisekæde

Et eksempel, hvor kombinationen af begivenhederne i 2020 har været nær det værst tænkelige, er den britisk baserede hotelfranchisekæde IHG.

Mens der også tidligere har været fald i internationale rejsende, som i kølvandet på 11. september 2001, har Covid-19 desuden medført store fald i antallet af de nationalt og regionalt rejsende. Langt størstedelen af reservationer på IHGs hoteller kommer faktisk fra nationale eller regionale besøgende. For kædens hoteller i USA er det 95 procent af de besøgende, der er amerikanere bosat i USA. Under Covid-19 har disse besøgende heller ikke haft samme mulighed for at rejse, og derfor har den midlertidige negative effekt på hotelomsætningen været særdeles betydelig.

I kortere perioder har omkring 90 ud af 100 hoteller i IHGs franchisekæde været lukket, men vi har set stort set ugentlige forbedringer i åbninger og belægningsgrader siden slutningen af marts. At indbyggere verden over fortsat har mod på at rejse har vi ligeledes set adskillige indikationer på. Allerede i starten af marts var flere hoteller i turistområder i Kina således fuldt belagt i forbindelse med en national helligdag. Vi forventer en fortsat international rejselyst, når lande verden over igen åbner op for muligheden for det.

Forretningsmodellen i IHG har vist sin styrke gennem første halvår, hvor selskabet har haft såvel driftsoverskud som positive frie pengestrømme trods et fald i omsætningen per hotelværelse på mere end 50 procent. Dette er blandt andet muligt grundet en høj indtjeningsevne, hvor driftsindtjeningen udgjorde 53 dollars for hver 100 dollars i omsætning i 2019. Ledelsen har desuden identificeret besparelser på 150 millioner dollars i 2020, der har medført, at omsætningen kan falde med hele 70 procent førend driften bliver underskudsgivende. Dette er et eksempel på en stærk indtjeningsevne samt ledelsesmæssig vilje til at eksekvere på, hvad omstændighederne måtte bringe.

Kasinoer påvirket af fraværet af tilrejsende

Vores kasinooperatører på Macau, der er en specielt administreret region i Kina, har forretningsmæssigt haft et udfordrende første halvår, hvor vi ikke havde forventet, at vi skulle se fald på omkring 95 procent i kasinoomsætningen. Macau er det eneste sted i Kina, hvor kineserne legalt kan gamble, og selvom der har været kasino på øen i mange år, er industrien på sin vis en af de yngre i vores portefølje.

Driften på kasinoerne har historisk været ret upåvirket af uroligheder i Hong Kong. Trods noteringerne i Hong Kong og Macaus geografiske placering tæt på Hong Kong, er kasinoerne *ikke* Hong Kong-baserede. Der er god adgang til Macau uden om Hong Kong, og med åbning af broen fra Hong Kong til Macau behøver tilrejsende ikke længere at komme i nærheden af det centrale Hong Kong for at besøge Macau. Kasinoomsætningen på massemarkedet steg i 2019 knap 10 procent i forhold til året før - trods den politiske uro, store demonstrationer og et drastisk fald i antal besøgene fra det kinesiske hovedland.

Såvel Sands China som Galaxy Entertainment, der begge er i vores globale portefølje, har i perioden, som *de eneste* af vores selskaber, helt ekstraordinært haft negative driftsresultater og frie pengestrømme. For begge selskaber gælder det dog, at de har kontanter til kunne klare sig i hvert fald i to år uden omsætning. Mens Sands China har nettogæld svarende til halvandet års normaliseret driftsindtjening før af- og nedskrivninger, har Galaxy ingen gæld, men kontanter svarende til en femtedel af selskabets markedsværdi – og vil uden omsætning kunne klare sig i 3-4 år uden tilførsel af ekstern lånekapital. Dette er med til at give os ro i sindet i perioden inden, at spille-glade kinesere igen kan valfarte til øen. Vi ser ikke indikationer på en forringelse af indtjeningsniveauet eller ændringer i de flerårige indtjeningsforventninger.

Der har såvel i Kina som globalt været indikationer på, at spille-glade mennesker søger at opnå en følelse af "gambling", selv når kasinoerne har været lukkede. Et eksempel på dette er rekordhøje åbninger af handelskonti hos online investeringsplatforme, hvor private investorer i stor stil har lagt sin kapital hos selskaber med tvivlsomme forretningsmodeller. Dette var blandt andet tilfældet, da private investorer i stor stil investerede i biludlejningselskabet Hertz, selv efter der var indgået en konkursbegæring.

For de, der elsker at gamble, kan selv en nedlukning af samfundet tilsyneladende ikke fjerne deres spilletrang og de vil blot finde andre måder at gamble på. I midten af marts var hotelbelægningen på Macau blot 20 procent, men der var reservationer svarende til 30 procent i april, og igen højere med 40 procent i maj. Dette scenarie kom, desværre, ikke til at udspille sig grundet nye Covid-19 rejserestriktioner, men det er et godt eksempel på den fortsatte latente efterspørgsel.

Vi kan ikke sige med nævneværdig præcision, hvornår kasinoindustrien i Macau er tilbage på sporet igen, men vi ser os værende i stand til at vurdere, at den vil komme det.

Fokus på nu og her eller fremadrettet?

Kursreaktionerne i årets første halvår, og i særdeleshed første kvartal, bar tydeligt præg af, hvad vi anser som drevet af kortsigtet udsyn ind i en ukendt situation og en umiddelbar reaktion, hvor den kortsigtede udvikling blev anset som den nye virkelighed. Kort sagt, en forventning om, at den kortsigtede effekt ville være meget længerevarende. Aktiekursen på IHG var på et tidspunkt faldet med hele 55 procent alene i indeværende år. En sådan reaktion kan alene retfærdiggøres, hvis det var forventningen at de forventede fremtidige frie pengestrømme skulle falde i tilnærmelsesvis samme omfang. For at dette skulle blive tilfældet, ville antallet af hotelovernatninger globalt set skulle falde med op imod 40 procent i en uendelighed. Vi afviser ikke, at der i nogen tid kan være en effekt på antallet af forretningsrejser som følge af de teknologiske muligheder, som Covid-19 måske har åbnet øjnene for. Der er dog en lang vej fra dette og til førnævnte drastiske kursfald.

Det kan godt tåle en gentagelse, så derfor gentager vi gerne, at aktieinvesteringer bør være en betragtning af, hvordan en forretning og dennes frie pengestrømme forventes at se ud om en årrække, og ikke alene hvordan forretningen er i momentet. Her og nu.

I en verden med mangel på likviditet vil prissætninger på aktier og andre aktiver kunne blive skævvredet markant fra de fundamentale værdier, hvis man udelukkende køber og sælger ud fra en "her-og-nu"-betragtning.

Samme reaktionsmønster lod til at være gældende for kurserne på bryggerier. BLS Invest blev efter tilkøb i årets første kvartal medejere af verdens største bryggeri, Belgien-baserede Anheuser-Busch Inbev, samt Royal Unibrew, så vi i den danske portefølje nu ejer de to største dansk-baserede bryggerier, Carlsberg og Royal Unibrew. Som omtalt i vores kvartalsbrev for første kvartal var kursen på Royal Unibrew i løbet af marts halveret i forhold til februar. Vi så en stor afvigelse mellem umiddelbart langsigtet indvirkning på forretningens frie pengestrømme og kursudviklingen, hvorfor selskabet blev tilkøbt vores danske aktieportefølje.

Øl har generelt været anset som en af de mest stabile forbrugskategorier, selv sammenholdt med andre forbrugskategorier i aktiesektoren "stabilt forbrug". Trods dette var kursfaldet altså betydeligt. Igen indikerer en så betydelig kursreaktion, at der må have været en markant forandring i de forventede fremtidige frie pengestrømme. Det kræver umiddelbart, at man forventer et betydeligt fremtidigt fald i salget af sodavand, energidrik og øl, der er de kategorier, Royal Unibrew har fokus på.

Vores hypotese omkring dette var, at vi ikke forventer en betydelig strukturel ændring i forbrugsmønster. I juni kom ledelsen fra Royal Unibrew da også med en meddelelse om, at driftsindtjeningen i 2020 – altså året, hvor påvirkningen fra Covid-19 må forventes at være størst – alene vil falde omkring 10 procent. For Carlsberg, hvis største enkeltmarked er Kina, var der i årets andet kvartal en betydelig fremgang på det kinesiske marked, hvilket er understøttende for vores udgangspunkt i en normalisering. Carlsbergs indtjening faldt, efter omstændighederne, alene behersket med under 10 procent i første halvår.

Dog er der også geografiske områder, hvor udfordringen har været større, eksempelvis i Mexico, hvor regeringen valgte at lukke for bryggeriaktiviteter og distribution af øl i april og maj, som enkelte andre lande også har haft gjort det. Anheuser-Busch Inbev er eksponeret mod markeder, der er hårdere ramt end Royal Unibrew og Carlsberg. Dette er særligt Mexico, Sydafrika og Peru. Vi har dog også her en tro på en normalisering af disse markeder i løbet af 2021. Anheuser-Busch Inbev har den mest attraktive prissætning blandt verdens største bryggerier trods åbenlyse driftsmæssige kvaliteter, hvor indtjeningen per salgsdollar næsten er dobbelt så høj som i Heineken og Carlsberg.

Mens forbrugere mange steder af gode grunde ikke har kunnet besøge restauranter eller barer, har der flere steder faktisk været en pæn, positiv udvikling i salget af drikkevarer gennem supermarkeder og lignende. Når Covid-19 kommer under kontrol og restauranter genåbner forventer vi, at denne salgskanal også vil normaliseres, men så længe Covid-19 i områder ikke er under kontrol, så sænker det denne normaliseringsproces. Det observeres tydeligt, at besøgsfrekvensen er tilbage over normalt niveau i lande med lokalt forbrug, hvor Covid-19 er under kontrol.

Generelt ville vi forvente, at defensive aktier ville holde sig kursmæssigt relativt bedre oppe, når uroen og usikkerheden er størst. Dette har ikke været tilfældet for bryggerierne i første halvårs uro. Vi kan godt se, hvordan de på den helt korte bane blev ramt af effekterne fra Covid-19, men vi ser ikke tegn på en langsigtet forringelse af indtjeningsevne eller fundamentalværdierne. Det samme gør sig gældende for resten af vores

porteføljeselskaber, også selvom normaliserings-processen i nogle tilfælde vil vare længere end for bryggerierne og formentlig ind i 2021.

Forbrugere har fortsat købelyst

I takt med at såvel Kina som europæiske lande oplevede en genåbning af butikker, har vores selskaber og deres konkurrenter oplevet en betydelig efterspørgsel. Eksempler på dette er de franske luksusproducenter LVMH, ejer af Louis Vuitton, og Kering, der ejer Gucci. Da store dele af Kina genåbnede i slutningen af marts havde en række af de selskabsejede butikker i landet en vækst på mere end 50 procent i forhold til året før, hvilket er en tydelig indikation på den længsel, som luksussøgende kinesere har haft, efter gode produkter fra stærke brands. Louis Vuitton har i halvåret hævet sine salgspriser med omkring fem procent som vanligt, hvilket vi anser som et stærkt signal om, at ledelsen ikke ser mærkbare ændringer i forretningen.

Samme udvikling har vi set hos den tyske sportsproducent adidas. Her var der tidligt i genåbningen gode besøgstal i virksomhedens butikker, men i endnu højere grad blev det erfaret, at genåbningen ledte til en acceleration af den Covid-19-boomende online-handel med 55 procent vækst i marts og trecifret vækst i april. Vi ser derfor ikke tegn på, at efterspørgslen skulle være dæmpet og kan ikke finde stærke argumenter for, at vi skulle ændre vores langsigtede syn på mulighederne for adidas. Under administrerende direktør Kasper Rørstedts ledelse har adidas styrket kulturen og disciplinen i virksomheden, og der investeres seriøst i værdiskabende muligheder – særligt med fokus på direkte salg til slutbrugeren.

For 2020 forventes online-salget at nå 4 milliarder euros, hvilket er en årlig vækst på 46 procent siden 2015. Direkte salg til forbrugeren kan være gennem egne butikker men er primært gennem online handel, hvor adidas som tidligere omtalt står til at være betydeligt gavnet af den fortsat øgede andel af online forbrug. Her er indtjeningen per solgte produkt betydelig mere attraktiv, end når adidas sælger deres produkter gennem grossister. Trods et fald i omsætningen på 34 procent i årets andet kvartal, formåede adidas at vokse onlinesalg med hele 93 procent i perioden.

Vi har fortsat stor tiltro til værdien af stærke brands. Dette er brands, eller varemærker, hvor efterspørgslen er så stor, at slutbrugeren eller kunderne ikke i samme grad overvejer alternativer – i flere henseender kan disse brands være så stærke, at forbrugeren endda slet ikke ser nogle reelle alternativer. Det betyder, at forbrugeren vil gå længere for at identificere, hvor produkterne kan erhverves, og vores stærke brands bliver således ikke negativt påvirket af skiftet mod onlinehandel på samme vis, som mindre stærke brands potentielt bliver.

Vores afkast har i første halvdel af året været negativt påvirket af vores selskabsvalg inden for forbrugssektoren, hvor særligt IHG og de Macau-baserede kasinoer har trukket i negativ retning, ligesom det har været tilfældet med Samsonite, der blev frasolgt de globale porteføljer i andet kvartal.

Kvartalets ene frasalg

Som beskrevet i ovenstående ser vi fortsat positivt på mulighederne for IHG, Galaxy Entertainment og Sands China og vurderer selskabernes prisfastsættelse som attraktiv. Samsonite kan efter vores mening blive hårdere udfordret, hvis perioden for en normalisering af verden trækker ud. Den primære årsag til det er en højere andel af salg gennem egne butikker. Dette resulterer i en relativt større fast omkostningsbase i Samsonite og lavere indtjening i procent af salget på omkring 15 procent - sammenlignet med eksempelvis IHGs 53 procent. Derfor kan en periode med store fald i omsætningen for Samsonite resultere i driftsunderskud og negative frie pengestrømme.

IHG har en anderledes høj indtjeningsmargin, ligesom store dele af omkostningsbasen har vist sig at være forholdsvis variabel, hvorfor IHG kan stå bedre imod, når stormen rammer. Trods betydelige kursfald i Samsonite var kursværdien på andre selskaber ligeledes faldet, og vi vurderede risiko-afkast forholdet mere attraktivt andetsteds, hvorfor vi frasolgte ejerandelene i løbet af kvartalet. I bagklogskabens lys overvurderede vi styrken af Samsonites forretningsmodel og har været skuffede over driftsudviklingen i selskabet over de seneste år, som en kombination af både eksterne og interne faktorer.

Elevatorer har igen fundet sin vej til porteføljen

I vores globale aktier er den amerikanske elevatorproducent Otis Worldwide, som vi opkøbte i andet kvartal, det eneste nye selskab i porteføljen efter vi i første kvartal bød velkommen til den amerikanske leverandør af løn- og human ressource software, Automatic Data Processing, den tyske sportsproducent adidas, bryggeriet Anheuser-Busch Inbev og det nordiske forsikringsselskab Tryg.

Vi var fra opstarten af vores globale aktier-afdeling i 2008 succesfulde medejere af den finske elevatorproducent Kone, der blev frasolgt i 2019 som følge af en stærk kursudvikling og mindre attraktivt afkastpotentiale. Otis Worldwide blev i april i indeværende år skilt ud fra det amerikanske industrikonglomerat United Technologies, som Otis havde været en del af siden 1976. Otis Worldwide er verdens ledende leverandør af nye elevatorer samt ledende på det profitable marked for service opgjort på de mere end to millioner elevatorer, der er en del af Otis' servicebase.

Til sammenligning servicerer Kone, der er fjerdestørste spiller på markedet, omkring 1,2 millioner elevatorer, mens Thyssen-Krupp, der er næststørst, servicerer 1,6 millioner elevatorer. 80 procent af driftsindtjeningen i Otis Worldwide kommer fra den uhyre stabile serviceforretning.

Industrien er domineret af verdens fire største spillere og har netop de karakteristika vi søger i form af stærke indtrængningsbarrierer og høje kapitalafkast, ligesom stabiliteten og forudsigeligheden er i top. Dette styrkes af den attraktive serviceforretning. Elevatorer er underlagt lovbestemte serviceintervaller, og de fleste kunder forudbetaler deres rutinemæssige service. Otis' fastholdelsesgrad af disse årlige betalinger er mere end 93 procent. Dette er positivt for pengestrømskonverteringen, der er over 100 procent, samt kapitalafkastet, der for Otis vedkommende er på mere end 100 procent.

Da Otis Worldwide var en del af United Technologies, var der ikke det rette ledelsesmæssige fokus. Der blev ikke brugt nok kræfter og kapital på at optimere Otis Worldwide som selvstændig virksomhed, men i stedet på at optimere hele virksomhedsporteføljen i United Technologies. Trods en allerede markedsledende indtjeningssevne forventer vi, at indtjeningen i procent af salget kan øges fra de nuværende 15 procent.

En anden effekt er at se i skattebetalingerne, hvor skatteraten i Otis Worldwide i 2019 var 33 procent. Vi forventer, at denne skatterate vil være trinvist faldende i takt med, at Otis Worldwide kan fokusere på at optimere sine skatteregnskaber uden tanke på, hvordan dette spiller sammen med de øvrige divisioner i United Technologies.

Gennem vores tidligere ejerskab af finske Kone har vi længe fulgt Otis Worldwide og kan stille os undrende over for aktiemarkedets prissætning, hvor vi kunne erhverve aktier til en fri pengestrømsrente på omkring 5,5 procent justeret for selskabets gæld. Dette er en betydeligt mere attraktiv prissætning end vi tidligere havde frasolgt Kone på.

I 2019 havde Otis Worldwide en driftsindtjening før af- og nedskrivninger på 2,1 milliarder dollars, mens Kone tjente knap 1,6 milliarder dollars. Et andet perspektiv er, at Otis i dag har en markedsværdi, inklusive gæld, på 31 milliarder dollars. Kone har til sammenligning en markedsværdi på 40 milliarder dollars, justeret for en kontantbeholdning. Når man sammenligner de to serviceforretninger, der er den overskyggende indtjenings- og værdiskaber i forretningerne, på henholdsvis 2 og 1,2 millioner elevatorer, er det med til at vise, hvorfor vi ser Otis betydeligt mere attraktivt prissat.

Såvel vores globale afdelinger, som de danske afdelinger, ejer fortsat speditør-forretninger. Mens den Seattle-baserede speditør Expeditors International er at finde i de globale afdelinger, er danske DSV fortsat en del af de danske afdelinger. Speditørerne har vist sig resistensen i indtjeningen ved en positiv udvikling i indtjeningen i procent af salg trods betydeligt fald i de fragtede volumener. Kursmæssigt har speditørerne ligeledes klaret sig godt med en kursstigning på seks procent for DSV og et beskedent kursfald på to procent for Expeditors. DSVs operationelle resultater i halvåret bærer samtidig præg af en stærk eksekvering på integrationen af Schweiziske Panalpina, der blev overtaget i 2019 og har styrket området for luft- og søfragt, der udgør to-tredjedele af driftsindtjeningen i DSV. Trods lavere volumener realiserede både DSV og Expeditors vækst i driftsindtjeningen på mere end 25 procent i første halvår.

Speditørernes fleksibilitet og modstandsdygtighed samt evne til at begrænse konjunkturfølsomheden er nogle af grundene til, at vi længe har været begejstrede for forretningsmodellen. For speditørerne gælder det dog også, at de på længere sigt vil have gavn af en normaliseret verden, hvor globale handelsbaner og logistik fortsat oplever stor efterspørgsel.

I dialogen med vores speditører er det blevet tydeligt, hvordan globale logistiknetværk og værdikæder er blevet et fokuspunkt i de højere ledelseslag i virksomheder verden over. Da global logistik blev problemfyldt med færre flyafgange og lignende i foråret 2020 betød det, at noget der vel nok blev taget for givet – at varer kunne komme fra A til B – pludselig var en mangelvare. Dette har øget fokus helt oppe hos direktioner og bestyrelser, og vi vurderer, at dette kan styrke den allerede igangværende udvikling, hvor de største og dygtigste speditører vinder markedsandele fra mindre speditører. Slet og ret fordi de største speditører alt andet lige har en bedre adgang til godspladser, når udbuddet af disse er knappe.

Nøje udvalgte forretninger

Vi har det godt med vores ejerskab af hvert enkelt selskab i porteføljerne i BLS Invest. Dette vil sige, at vi nøjsomt udvælger hvert enkelt selskab baseret på vores analyse af forretningsmodellens styrke og konkurrencemæssige fordel, de forventede fremtidige frie pengestrømme samt risikoen i disse forventninger. Disse selskaber skal være stærkt ledet af en dygtig og aktionærvenlig ledelse, hvor allokeringen af de frie pengestrømme sker med et mål om at optimere den langsigtede økonomiske værdiskabelse. Vi vil oftest købe ejerandele i disse selskaber, når de har midlertidig modvind, eller når aktiekursen i en periode er steget mindre end de frie pengestrømme er vokset. Det betyder, at vi oftere vil blive set som sælgere af aktier, der er steget i den seneste periode end omvendt, hvilket er stik modsat investeringstilgangen baseret på momentum i aktiekurserne.

Finanssektoren, hvor porteføljen har en betydelig eksponering, har kursmæssigt været hårdt ramt i halvåret. Porteføljeafkastet har været positivt påvirket af vores udvalgte finansselskaber med fokus på finansielle services, som det også har været tilfældet siden opstarten af BLS Invest. Kreditvurderingsbureauerne Moody's og S&P Global har været de største bidragsydere til afkastet i 2020, ligesom de også var i 2019, og momentum lader også her til at være en del af forklaringen.

Vi ser fortsat positivt på styrken af forretningsmodellen, den "beskyttede" industri, evnen til i høj grad selv at sætte sine priser samt fortsatte mulighed for forbedringer af den allerede imponerende indtjeningsevne ved hjælp af software og automatiseringer af processer. Kreditvurderingsforretningerne har allerede i dag imponerende driftsindtjeningsniveauer på omkring 60 procent af omsætningen. Vi har dog benyttet den stærke kursudvikling til at reducere eksponeringen, da vi ser mere attraktivt afkastpotentiale i andre selskaber.

Moody's og S&P Global er aktuelt begunstigede af det lavere renteniveau og mere snævre kreditspænd (altså renteforskellen på mere og mindre risikobetonede obligationsudstedelser), da det fordrer udsteder til at udstede flere obligationer til hvad der umiddelbart må forventes at være langsigtet attraktive renteniveauer. Renteudviklingen kan være en influerende faktor for timingen af gældsudstedelser, men over tid er udviklingen i bruttonationalprodukter - altså økonomier - mere afgørende for den langsigtede udvikling i totale gældsudstedelser og refinansieringer.

De lavere renter kan derfor antages ofte at have medført en fremrykning af fremtidige udstedelser. Det er dermed et eksempel på den tidligere omtalte effekt af at investere på ekstrapolering af det, der er lige uden for vinduet og ikke situationen om et, to eller tre år. Vi er uændret langsigtet positive omkring disse fantastiske selskaber, men kursudviklingen har medført, at afkastpotentialet på kort til mellemlang sigt vurderes mere attraktivt andetsteds.

Interessant er det dog også, at hvis man reelt ekstrapolerer den nuværende udvikling og ikke forventer en normalisering af verden, kan det ende med at være negativt for gældsudstedelser. Som nævnt er udviklingen i nationaløkonomier vel nok den primære drivkraft for øgede udstedelser. Hvis det er forventningen, at økonomisk aktivitet vil være lav i en forlænget periode, og renter derfor forbliver negative, kan det i sidste ende være negativt for summen af gældsudstedelser. Vejret uden for dit vindue i dag fortæller ikke nødvendigvis meget om vejret næste år. Vi er uændret begejstrede for de stærke forretninger i Moody's og S&P Global, som har været en del af vores globale portefølje siden henholdsvis 2009 og 2012. De har været blandt de største bidragsydere til det afkast, som porteføljen har leveret i sin levetid.

Forretningen i vores britiske formuerådgiver St. James's Place Plc har stået godt imod politisk uro og pandemi i halvåret. I hver af årets seks måneder har der været tilgang af ny kapital fra eksisterende og nye kunder. Fastholdelsesgraden har samtidig fastholdt sit høje niveau på 96 procent, hvilket indikerer fortsatte kundeforhold på mere end 20 år, hvilket er tydeligt styrkende for forudsigeligheden og stabiliteten i de frie pengestrømme. Omkring hver tredje pund af formuen, svarende til omkring 40 milliarder pund, rådgivet af St. James's Place, skaber ikke pengestrømme for nuværende men vil gøre det inden for de næste seks år.

St. James's Place rådgiver formuer svarende til omkring 114 milliarder pund, hvilket er en stigning på knap 5 procent i forhold til samme tidspunkt sidste år.

Dividendekapaciteten i St. James's Place er mindst omkring 50 pence per aktie, hvilket var bestyrelsens først foreslåede udbytte for 2019, før de udviste stor forsigtighed ved at nedsætte dette marginalt i forbindelse med Covid-19. De 50 pence svarer til mere end fem procent af markedsværdien på selskabet. Det er vores forventning, at udbyttet over de kommende fem-seks år kan fordobles i takt med, at de førnævnte 40 milliarder pund bliver pengestrømsgenerende i tillæg til anden ny forretning. Øgede pengestrømme fra alene de 40 milliarder, der allerede er under forvaltning, vil kunne fordoble de frie pengestrømme sammenholdt med 2019.

I vores optik er der ikke mange negative aspekter i ovenstående. Det skulle da være, at tilgangen af ny kapital ikke har haft samme vækstrater som tidligere. Ny kapital i første halvår svarede til otte procent af formuen

under rådgivning gående ind i året, så hvis der ingen kursudvikling på investeringerne havde været, var formuen således vokset med otte procent. Dette er betydeligt over andre større børsnoterede formuerådgivere og kapitalforvaltere. St. James's Place er et godt eksempel på, hvordan der på aktiemarkedet kan være afkoblinger mellem forretningsudvikling og -udsigter og aktiekursudvikling.

Aktiekursen er således faldet med 22 procent, inklusiv geninvesterede udbytte, i 2020, og markedets prissætning er blot 75 procent af ledelsens estimerede fremtidig værdi af allerede indgået forretning. Historisk har ledelsens beregninger endda vist sig dejligt konservative med løbende positive afvigelser i opgørelsen. Denne beregning tager ikke højde for fremtidig ny kapital, hvor St. James's Place igen i 2020 har oplevet tilgang af ny kapital måned for måned, og hvor fastholdelsesgraden af nuværende kapital er fastholdt på høje 96 procent. Dette indikerer for os en attraktiv prissætning.

Den danske diabetesgigant Novo Nordisk har haft en drifts- og kursmæssigt stærk start på året. Sundhedsselskaber har som helhed haft en beskeden positiv absolut kursudvikling i 2020, opgjort ved MSCI Health Care indekset, der steg knap to procent i halvåret. Alene teknologiaktier steg som helhed mere end dette. Dette kan blandt andet skyldes, at der alt andet lige er mindre usikkerhed i forventningerne og ændringerne heri for større, etablerede sundhedsselskaber sammenlignet med andre industrier. Novo Nordisk er da også blandt et fåtal af selskaber i Danmark, der ikke på noget tidspunkt gennem pandemien har haft fjernet sine forventninger til resultaterne for regnskabsåret 2020.

Novo Nordisk er fortsat med at tage nye markedsandele på baggrund af en klinisk ledende produktportefølje og stærke lanceringer af GLP-1, et såkaldt præ-insulin, Semaglutide. I første kvartal var Novo Nordisks organiske salgsvækst 14 procent. Markedet for GLP-1 fortsætter sine stærke vækstrater med en vækst i volumen på mere end 20 procent, og er delt mellem markedsledende Novo Nordisk og amerikanske Eli Lilly, hvilket fordrer en stærk prisdisciplin.

Ved udgangen af første kvartal havde Novo Nordisk øget sin markedsandel inden for insulin med næsten et procentpoint over det seneste år til knap 29 procent. Vi ser det som et resultat af, at ledelsen under administrerende direktør Lars Fruergaard Jørgensen har øget det kommercielle fokus, således at der kommercielt eksekveres på investeringerne i forskning og udvikling i form af attraktiv vækst og vundne markedsandele.

Novo Nordisk forsætter med at leve op til potentialet i den markedsledende produktportefølje med fokus på diabetes og fedme, og der er samtidig kommet betydelig bekræftelse på nye produkter, særligt inden for behandlingen af fedme. Her har Novo Nordisk kunnet levere gode forsøgsdata på anvendelsen af præ-insulinet Semaglutide inden for fedmebehandling, hvor fase 3 studier viste vægttab på op imod 18 procent over 16 måneder. Baseret på disse fase 3 studier forventes Novo Nordisk at indsende data til en produktgodkendelse hos de amerikanske sundhedsmyndigheder i slutningen af indeværende år. Risikoen for negativt svar fra myndighederne vurderes at være lavere end normalvis, da Semaglutide allerede er et godkendt medikament til behandlingen af diabetes.

Lønningssystemer når beskæftigelsen falder

Softwareudvikleren Automatic Data Processing, der leverer systemer til behandling af løn og andre human ressource ydelser, havde i årets første 6 måneder et negativt afkast på 12 procent målt i danske kroner, men dog et positivt afkast på knap 20 procent siden vi tilkøbte selskabet i løbet af marts.

Styrken og robustheden af en forretning som Automatic Data Processing ses tydeligt i meldingerne fra konkurrenten PayChex, der tidligere har været et af vores selskaber. Dele af betalingerne til disse softwareleverandører er afhængige af antallet af ansatte hos kunderne. På trods af, at beskæftigelsen i USA

i dag er mere udfordret end den har været på noget andet tidspunkt siden "den store depression" i 1930'erne, forventer PayChex over de kommende 12 måneder alene et fald i omsætning på mellem 2 og 5 procent. Vi ser selvfølgelig altid helst, at omsætningen i vores selskaber vokser, men hvis effekten fra det nuværende store fald i beskæftigelsen ikke har en større indflydelse, er det i vores optik et tydeligt signal om en stærk og robust forretning.

Forretningsmodellen består i høj grad af gentagende, årlige betalinger med lange kundeforhold, hvor den årlige fastholdelse af omsætningen er omkring 90 procent. Eksistensen af Automatic Data Processing og PayChex kan tilskrives, at de leverer ydelser, der for mange virksomheder er at anse som et irriterende onde, som de gerne vil undgå at skulle bruge tid på i hverdagen. Kundetilfredsheden er steget pænt under pandemien, hvor Automatic Data Processing har hjulpet sine kunder med rådgivning om og ansøgninger til støtteordninger, hvor tilgængeligheden for selskabets kunder har været god trods en stor stigning i antallet af henvendelser. Afkastet på den investerede kapital er solide 50 procent hos Automatic Data Processing, hvilket understøtter vores vurdering af kvaliteten i virksomheden.

Vi ser et stærkt potentiale for, at Automatic Data Processing under administrerende direktør Carlos Rodriguez vil kunne fortsætte med at øge driftsindtjeningen i procent af salget fra de nuværende 23 procent. Vi ser ikke, at det betydelige flerårige potentiale om lav tocifret vækst i indtjeningen og frie pengestrømme per aktie er afspejlet i prissætningen, hvor vi kan erhverve aktier med en fri pengestrømsrente på omkring 4,5 procent og hvor det årlige udbytte udgør 3 procent af markedsværdien. Automatic Data Processing har hævet udbyttet hvert af de seneste 46 år.

Balancen er tæt på at være så solid, som den overhovedet kan være blandt vores selskaber med flere kontanter end gæld og en kredit-rating på AA. Dette er en forudsætning for forretningen, da selskabet midlertidigt håndterer betragtelige betalinger på milliarder af amerikanske dollars, der bliver midlertidigt parkeret hos Automatic Data Processing. Der går ofte et mindre tidsrum fra en lønseddel betales til indkomstskat og andre betalinger skal betales til myndighederne. I den mellemliggende periode kan Automatic Data Processing således investere disse pengestrømme i pengemarkedsinstrumenter.

Fremtidigt potentiale i gode selskaber

Mens bølgerne er gået højt på aktiemarkederne gennem årets første halvdel, ser vi fortsat positivt på muligheden for attraktive, langsigtede risiko-justerede afkast. De betydelige kursudsving gav os mulighed for en stor omlægningsaktivitet samt at tilkøbe ejerandele i selskaber, som vi længe har anset som højkvalitetsforretninger med stærke forretningsmodeller og konkurrencefordele, solide balancer og kompetente ledelser. Prissætningen på vores porteføljer er fortsat langsigtet attraktiv med en fri pengestrømsrente på 4,5 procent baseret på de forventede frie pengestrømme i 2021, hvor vi ser en mindre usikkerhed i indtjeningsforventninger end i 2020. En forsinkelse af normaliseringen vil dog gradvist øge usikkerheden omkring 2021-forventningerne, som det har været tilfældet for det indeværende år.

Vi mener, at vores selskaber igen vil kunne vokse indtjeningen og de frie pengestrømme med 10 procent om året, når verden igen er blevet mere normaliseret, hvilket vi fortsat er overbeviste om, at den vil. Med bundsolide balancer og en begrænset gæld svarende til under et års driftsindtjening før af- og nedskrivninger ser vi samtidig det finansielle fundament som bundsolidt. For os går kvalitetsforretninger ikke af mode, og det er en del af vores filosofi og proces, at vi køber flere, hvis ikke kursudviklingen følger forretningen. Dette ændrer sig ikke, heller ikke selvom det de sidste par år - af grunde vi ikke altid forstår - har givet resultater blindt at købe det, der steg mest i går.

Det giver os den bedste ro at fortsætte med at gøre, som vi har gjort det siden vi oprettede den første aktieafdeling i foråret 2008. Nemlig at købe kvalitetsselskaber med høje kapitalafkast, langsigtet, strukturel vækst, gode ledelser og sunde balancer – og til de rette priser. Det er opskriften på, hvordan vi sover bedst om natten.

På vegne af BLS Capital



Peter Bundgaard
Partner og porteføljeformaler



Anders Lund
Partner og porteføljeformaler

Ansvarsfraskrivelse

Dette halvårsbrev ("Skrivelsen") er udarbejdet af BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S ("BLS Capital"). Skrivelsen er alene udarbejdet som generelt informationsmateriale og skal ikke betragtes som et tilbud eller en opfordring til at handle med værdipapirer eller andre finansielle instrumenter. Skrivelsen er udarbejdet af BLS Capital på baggrund af offentligt tilgængelige informationer, samt egne synspunkter og beregninger. Kommentarer, udtalelser og fremskrivninger foretaget af BLS Capital er baseret på egne synspunkter på tidspunktet for offentliggørelse af Skrivelsen, og disse synspunkter kan ændres løbende. Alle oplysninger om eller referencer til afkast er historiske og kan ikke anvendes som en indikation på fremtidige afkast. Alle skøn om fremtidige afkast er formodninger, som kan være forkerte og dermed urealiserbare. BLS Capital påtager sig ikke ansvaret for rigtigheden af oplysningerne i Skrivelsen og kan derfor ikke drages til ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af Skrivelsen. Handel med værdipapirer og andre finansielle instrumenter er forbundet med tabrisici. Ved handel med værdipapirer eller andre finansielle instrumenter kan det investerede beløb tabes helt eller delvist.

Skrivelsen er omfattet af ophavsretslovgivningen i Danmark og må ikke gengives, citeres eller oversættes uden forudgående skriftlig tilladelse fra BLS Capital.