

Halvårsbrev

Kapitalforeningen BLS Invest



Gl. Holte, september 2018

Kære Medinvestor,

Vi i BLS Capital er glade for, at vores selskaber klarer sig godt og står stærkt positioneret til de muligheder og udfordringer, som fremtiden bringer. Vi vurderer, at deres forretninger står til at vinde markedsandele i voksende markeder, hvor stærke konkurrencefordele over for nye og gamle konkurrenter tillader dem at have stigende indtjeningsmarginer og attraktive afkast på den investerede kapital. Det er sådanne virksomheder, vi forsøger at finde gennem vores investeringsproces. Når vi køber ejerandele, er det som udgangspunkt med den hensigt at eje dem for evigt. Og som vi tidligere har citeret Warren Buffett for, synes vi ikke, man skal eje et selskab i ti minutter, hvis ikke man kan se sig selv eje det i ti år.

Afkastene i første halvår

BLS Invest afdeling Globale Aktier KL har i første halvår af 2018 opnået et afkast på 7,0 procent. Siden afdelingens opstart den 30. september 2008 har afkastet været 263,3 procent, svarende til 14,1 procent årligt. Vel at mærke efter alle omkostninger. Det globale aktieindeks, målt ved MSCI AC World inklusiv geninvesterede udbytter, er siden opstart steget med 144,6 procent – svarende til 9,6 procent årligt. En investering på 100.000 kroner ved opstarten af afdeling Globale Aktier KL ville således være blevet til 363.322 kroner efter alle omkostninger. Hvis man som investor havde lavet samme investering i MSCI AC World-indekset var de 100.000 kr. vokset til 244.551 kroner.

BLS Invest afdeling Globale Aktier AKK, hvor aktiesammensætningen er den samme som ovenstående afdeling, men hvor opstarten var godt seks år senere, opnåede et afkast på 7,2 procent i første halvår af 2018. Siden afdelingens opstart den 28. november 2014 har afdelingen opnået et afkast på 64,0 procent – hvilket svarer til 14,8 procent årligt efter alle omkostninger. Markedet - målt ved MSCI AC World, inklusiv geninvesterede udbytter – er i samme periode steget med 35,9 procent, svarende til 8,9 procent årligt.

Rykker vi til de hjemlige aktiemarkeder, så opnåede BLS Invest afdeling Danske Aktier i første halvår af 2018 et afkast på 16,0 procent. Afdelingens afkast har siden opstarten den 26. februar 2008 således været 225,2 procent – i vores øjne et yderst tilfredsstillende langsigtet afkast, svarende til et årligt afkast på 12,1 procent efter alle omkostninger. I samme periode er det danske marked indekset, målt ved OMX Copenhagen Capped, inklusiv geninvesterede udbytter, steget med 146,6 procent, hvilket svarer til et årligt afkast på 9,1 procent. Laver man samme regnestykke som med de globale aktier, med udgangspunkt i en investering på 100.000 kroner ved afdelingens start, så ville midlerne være blevet forrentet til 325.165 kroner. Til sammenligning var samme beløb vokset til 246.567 kroner ved en investering i det brede danske aktiemarked.

En anden måde at sætte afkastene i perspektiv er ved at se på, hvor stor en del af de absolutte afkast – altså netto-værdiforøgelsen af medinvestorenes formue – der er højere end hvad afkastet havde været ved en investering i de mest sammenlignelige indeks – også kaldet merafkast. Og både for de globale afdelinger og for den danske portefølje kan vi med stolthed og tilfredshed konstatere, at merafkastet udgør mere end en

tredjedel af det absolutte afkast. Og alle ovennævnte afkast for BLS Invest er beregnet efter alle omkostninger. Historiske afkast er dog ikke en garanti for fremtidige afkast.

Vi tillader os på ryggen af de resultater at holde fast i troen på, at det kan skabe attraktive afkast for vores medinvestorer, at vi aktivt forholder os til, hvilke selskaber vi finder det attraktivt at være medejere af.

I forlængelse af vores præcisering af, at foreningens langsigtede afkast selvfølgelig vurderes efter alle omkostninger, vil vi godt knytte en kommentar til et andet ganske populært aktieprodukt, som vinder frem i disse år, nemlig indeksfondene. Eller "ETF'ere" som de kaldes.

Udgangspunktet er vores klare standpunkt om, at afkast efter omkostninger er mere retvisende for det leverede produkt, end hvis det vurderes på baggrund af et isoleret syn på omkostningerne. Kobler man det synspunkt over på "ETF'erne", som har det formål at opnå et såkaldt markedsafkast, så er det værd at bemærke, at der også er omkostninger forbundet med disse. Og når det nu engang er sådan, så kan det teoretiske markedsafkast ikke opnås. I vores optik er der ikke fokus nok på denne side af de passive investeringer.

Status på porteføljerne

Kvalitet og værdiskabelse er kernen af de selskaber, som vi sammen med vores medinvestorer er medejere af i BLS Invest – men det skal være til den rette pris, således at der er fundament for langsigtet attraktive absolutte risikojusterede afkast. Hvis dette skal nedkoges til nogle få nøgletal, mener vi, at nedenstående tabel¹ er en god illustration heraf.

BLS Globale Aktier	december 2015	december 2016	december 2017	juni 2018
RoiC ²	46,0%	47,4%	42,8%	42,9%
Gældsætningsgrad ³	-0,4 x	-0,1 x	-0,1 x	0,0 x
Pengestrømsrente ⁴	4,6%	4,2%	4,3%	4,6%

BLS Danske Aktier	december 2015	december 2016	december 2017	juni 2018
RoiC	39,9%	43,0%	39,8%	36,8%
Gældsætningsgrad	0,3 x	0,3 x	0,2 x	-0,2 x
Pengestrømsrente	5,8%	4,1%	4,7%	5,0%

Vores investeringsfilosofi, der er grundlaget for alle vores investeringsbeslutninger, er den samme, som da vi startede og forbliver uændret fremadrettet. Derfor er kvaliteten (opgjort ved "RoiC") fortsat høj i begge porteføljer, ligesom balancerne er robuste (opgjort ved den meget begrænsede gæld relativt til driftsindtjeningen) og sidst mener vi, at selskaberne fortsat har betydeligt afkastpotentiale, da ejerandelene kan erhverves på attraktive prisniveauer (målt ved pengestrømsrenten).

¹Kilde: Årsregnskaber, Bloomberg og BLS Capitals beregninger

²RoiC er en forkortelse af det engelske udtryk for afkastet på den investerede kapital, som er et selskabs driftsindtjening efter skat i forhold til den kapital, der er bundet op i produktionsaktiver og arbejdskapital. En virksomheds arbejdskapital vil sige dens varelager og varedebitorer fratrukket dens varekreditorer.

³Gældsætningsgrad er defineret som selskabernes udestående gæld fratrukket kontanter i forhold til indeværende års driftsindtjening før af- og nedskrivninger

⁴Pengestrømsrenten er defineret som de forventede frie pengestrømme i forhold til selskabernes markedsværdi

Den globale portefølje

Som i tidligere år har der i perioden alene været en beskedent udskiftning af selskaber i porteføljerne.

I de globale afdelinger er den amerikanske producent af forbrugsvarer, Procter & Gamble, blevet tilkøbt porteføljen, ligesom den franske kosmetikproducent L'Oréal igen er blevet en del af vores selskaber. The Walt Disney Company er i første halvår blevet frasolgt porteføljen. Kursudviklingen i de globale afdelinger har været bredt funderet med de højeste afkast i betalingsnetværket Mastercard, sportsmærket Nike og producenten af stomi- og kontinensprodukter Coloplast. Disse tre selskaber havde i første halvår afkast på henholdsvis 34, 32 og 30 procent opgjort i danske kroner og inklusive udbytter. De laveste afkast så vi hos kuffertproducenten Samsonite, kaffekæden Starbucks og medicinalsselskabet Novo Nordisk, der faldt med henholdsvis 19, 11 og 10 procent.

Fortsat tilfredse medejere af Mastercard

Vi har i tidligere breve til medinvestorer brugt en del spaltepads på at fortælle om vores positive syn på betalingsnetværk samt elektroniske og digitale betalinger. Og vi vil her bruge lidt flere linjer på at forklare, hvorfor vi fortsat mener, at Mastercard er et attraktivt selskab at være medejere af.

Vores syn på det langsigtede potentiale har været tiltagende positivt, siden vi erhvervede de første ejerandele i Mastercard i 2011, om end prissætningen i dag afspejler, at også andre er blevet opmærksomme på selskabets kvaliteter. Over en årrække er antallet af transaktioner gennem Mastercard vokset i omegnen af 15 procent årligt, og efterspørgslen efter Mastercards kerneydelse, behandling af transaktioner, er fortsat kraftigt stigende i store dele af verden. Selvom de fleste mennesker i Nordeuropa anvender elektroniske betalinger, betaler en stor del af verdens befolkning – især i udviklingslandene – stadig med mønter og sedler. Halvdelen af betalingerne i USA er kontante, i Europa er tallet 70 procent og hele 90 procent i udviklingslandene. Så skulle det vist være slået fast, at vækstpotentialet stadig er stort. På verdensplan udgør andelen af kontante forbrugerbetalinger således fortsat mere end 55 procent.

Indtjeningsniveauet i Mastercard er imponerende højt med en driftsindtjening på omkring 55 dollar per 100 dollar omsætning – et niveau som forventes at være langsigtet stigende. Selskabets ledelse forventer, at Mastercard har mulighed for at øge indtjeningen per aktie med mere end 20 procent om året. Dette er særligt imponerende set i lyset af betydelige løbende investeringer i områder som IT- og datasikkerhed, ny teknologi samt effektiviseringer. Da de årlige frie pengestrømme svarer til indtjeningen, forventes de som indtjeningen at vokse med mere end 20 procent om året.

Vi har stor tiltro til, at ledelsen, bestående af administrerende direktør, Ajay Banga – i vores øjne en energisk, visionær og stærk kulturbærer – samt finansdirektør, Martina Hund-Mejean med sin gode forstand på kapitalallokering, vil fortsætte med at drive Mastercard disciplineret og værdiskabende. Mastercard – og for den sags skyld også Visa – er gode eksempler på, hvorfor vi finder det positivt at fastholde vores ejerskaber i gode forretninger. Vi har været medejere af Mastercard i snart syv år, og år efter år er vi blevet belønnet for at være vedholdende.

Masser af potentiale i Novo Nordisk

Kursudviklingen i Novo Nordisk i år afspejler i vores øjne ikke den langsigtede værdi, som vi finder i det danske medicinalsselskab. Novo Nordisk er markedsledende på markedet for insulin samt på markedet for præ-insulin, kaldet GLP-1. GLP-1 markedet er særdeles attraktivt grundet en fornuftig konkurrencesituation, høj markedsvækst på mere end 20 procent, samt højere - og mere stabile - priser. Mens prisdynamikken for insulin på det vigtige amerikanske marked ikke er ligeså attraktiv som for år tilbage, ser vi gode muligheder

for, at Novo Nordisk kan vokse driftsindtjeningen som minimum på niveau med ledelsens udmeldte målsætning om en gennemsnitlig årlig vækst på fem procent. Vi ser ligeledes gode muligheder for betydelige årlige aktionæruddelinger på fire til fem procent af den nuværende markedsværdi gennem udbytter og aktietilbagekøb. Der er yderligere potentiale for omkostningsreduktioner, hvor ressourcer kan frigøres fra mindre værdiskabende aktiviteter og i stedet anvendes til at øge den solgte volumen. Vi har stor tillid til administrerende direktør, Lars Fruergaard Jørgensen, og den styrkelse af kulturen, som han sammen med den øvrige ledelse er bannerfører for.

Den danske portefølje

I afdeling Danske Aktier er vores ejerandele i Københavns Lufthavne blevet frasolgt i begyndelsen af 2018, som følge af ATPs købstilbud på Lufthavnene i slutningen af 2017. Forsikringsselskaberne Tryg og Topdanmark er i perioden genkøbt til porteføljen. Vi er i stigende grad blevet optimistiske omkring konkurrencesituationen og prisdisciplinen i forsikringsindustrien. Som rationelle aktører i et konsolideret dansk og nordisk forsikringsmarked, er de løbende i stand til at hæve priserne på forsikringspolicer, ligesom tidligere indgåede policer løbende reguleres for inflationsudviklingen. Forsikringsselskaberne har i vores øjne et betydeligt potentiale for at optimere deres omkostninger gennem brug af teknologi. Som medejere, finder vi det positivt, når vores virksomheder kan anvende teknologi og automatisering til at optimere deres processer og forhåbentlig derigennem øge indtjeningspotentialet.

Topdanmark har eksempelvis siden 2016 reduceret deres arbejdsstyrke med 12 procent og dermed optimeret omkostningsniveauet. Udover medvind fra teknologi, har Tryg og Topdanmark en positiv rentefølsomhed, både i hensættelsen af reserver til dækning af fremtidig skadesdækning, samt afkastet på deres betydelige investeringsporteføljer, hvor kundernes løbende betalinger investeres som led i at skabe grundlaget for fremtidig kapital.

Det stærke absolutte afkast i afdeling Danske Aktier i halvåret var bredt funderet med positiv kursudvikling for alle porteføljeselskaber med undtagelse af medicinalvirksomheden Novo Nordisk. De højeste afkast i perioden var softwareudvikleren SimCorp, høreapparatsproducenten William Demant samt ejendomsselskabet Jeudan, der havde afkast på henholdsvis 49, 48 og 38 procent.

William Demants investeringer betaler sig

Vores medejerskab i William Demant er et eksempel på vores vilje til at acceptere kortsigtet lavere indtjening som resultat af vores selskabers investeringer i langsigtet værdi. Længe har en stor del af investorerne på børsen været skeptiske over for William Demants – for industrien – betydelige investeringer i forskning og udvikling. Disse investeringer har hovedsageligt været i udviklingen af ny høreapparatteknologi samt i opstarten af forretningsområdet for høreimplantater. Sidstnævnte påvirker i dag selskabets indtjening negativt grundet de betydelige investeringer, men vurderes at være langsigtet attraktivt. Som følge heraf lå aktiekursen nogenlunde stille i en periode på op til ti år frem til 2017.

Vi anser markedet for høreimplantater som en langsigtet attraktiv forretning. Høreimplantater har en væsentlig højere enhedsvækst og højere enhedspriser end høreapparater og er et yderst underpenetreret marked, hvorfor de høje vækstrater vurderes at kunne fastholdes. Levetidsværdien af en bruger er tilmed højere end ved høreapparater, da høreimplantater ofte indopereres hos ganske små børn. Slutbrugeren er således kunde i en meget længere periode end ved høreapparater.

Efter lanceringen af det nye høreapparat kaldet Oticon Opn har William Demant vundet betydelige markedsandele. Salgsmomentet i Opn har været i betydeligt længere tid end ved tidligere lanceringer af nye apparater, og der er efter knap to år stadig månedlig fremgang i salget, hvilket understøtter produktets

succes og ledelsens vurdering af, at Opn er teknologisk ledende. Dette illustrerer efter vores mening, at tålmodighed og disciplinerede investeringer kan betale sig.

De langsigtede investeringer har altid været en del af tankesættet hos tidligere administrerende direktør Niels Jacobsen, der stod i spidsen for William Demant i næsten 20 år frem til 2017. Vi værdsætter den måde, hvorpå han har formået at indlejre den langsigtede tankegang og kultur i virksomheden – og ikke været fokuseret på den kortsigtede indtjening og hvad der er godt for aktiemarkedet på den korte bane, men i stedet fokuseret på, hvad der har været langsigtet rigtigt for William Demant. Vi mener, at denne tankegang og kultur er glimrende båret videre af Søren Nielsen, der overtog som administrerende direktør i april 2017 efter mange år i virksomheden.

Efter at William Demants aktiekurs steg med 41 procent i 2017, har den fortsat de opadgående takter med en kursstigning på knap 50 procent gennem dette års første seks måneder.

Er selskaberne ved at blive for dyre?

Når vi vurderer, hvorvidt et selskab er attraktivt prisfastsat eller ej, forholder vi os til selskabets pengestrømsrente – hvilket vil sige værdien af de årlige frie pengestrømme i forhold til selskabets markedsværdi. Alt andet lige er en højere pengestrømsrente mere positivt.

Det er væsentligt at notere sig, at vores porteføljers gennemsnitlige pengestrømsrente ikke er lavere end for to eller tre år siden, eller siden starten af 2017. Dette til trods for at selskabernes aktiekurser er steget pænt i den mellemliggende periode. Med andre ord er der en klar rød tråd mellem kursstigningerne og de øgede pengestrømme i selskaberne.

Hvor vores globale porteføljes vægtede gennemsnitlige pengestrømsrente var 4,2 procent i starten af 2017, er den i dag 4,6 procent, og for den danske portefølje er den steget fra 4,1 procent i starten af 2017 til 5,0 procent i dag.

Den højere pengestrømsrente kan tilskrives flere faktorer, herunder at væksten i vores selskabers frie pengestrømme har været mere end ti procent sidste år - og med en forventelig ligeså flot vækst i år. Vi forventer overordnet, at vores selskabers frie pengestrømme vokser i omegnen af ti procent om året. Et fald i pengestrømsrenten kræver, at stigningerne i aktiekursen er højere end denne pengestrømsvækst.

Omlægninger i porteføljen, hvor vi sælger ejerandele i selskaber, hvis aktiekurs er steget hurtigere end fremgangen i de frie pengestrømme, og i stedet tilkøber ejerandele i selskaber, hvor aktiekursen omvendt ikke har fulgt fremgangen i de frie pengestrømme, bør ligeledes have en positiv effekt på porteføljens pengestrømsrente. Pengestrømsrenten kan dog ikke isoleret beskrive en virksomheds langsigtede afkastpotentiale. Til at vurdere dette, anvender vi en myriade af fundamentale analyseværktøjer. Vi forholder os ikke alene til, hvad der står i regnskaberne, men i lige så høj grad til kvalitative faktorer, som kultur og ledelse, som vi løbende får indblik i, når vi besøger vores selskaber år efter år og diskuterer selskabernes strategi og potentiale med lederne.

Vi tillægger det høj værdi, at vores porteføljer i gennemsnit er gældfrie. I en periode, hvor renterne i en årrække har været lave, har det ikke nødvendigvis været let at se forskel på værdien af pengestrømmene for en virksomhed med høj gæld og en virksomhed uden gæld. Dette skyldes blandt andet, at der ikke betales høje renter. Vi ser vores selskaber stå stærkt og med gode muligheder for markant værdiskabelse, også i perioder med stigende og højere renter. Vi vurderer, at konservative balancer uden betydelig gæld vil blive tillagt en højere værdi i et miljø med højere renter. At vores selskaber i gennemsnit er gældfrie er en af grundene til, at vi sover trygt om natten. Det håber vi også, at vores medinvestorer gør.

Vores investeringsfilosofi og selskabsudvælgelse betyder, at vores selskaber alene i begrænset omfang er konjunkturfølsomme. Vi anser vores selskabers forretningsmodeller som stabile og forudsigelige, forstået på den måde, at omsætning og indtjening er mindre afhængige af den kortsigtede udvikling i samfundsøkonomierne verden over. Eksempelvis var elevatorproducenten Kones indtjening ikke lavere under finanskrisen – tværtimod var den svagt voksende, på trods af, at indtjeningsniveauerne generelt var faldende i den industrielle sektor. Dette skyldes en særdeles lukrativ serviceforretning, hvor elevatorer skal inspiceres og vedligeholdes uanset om det er høj- eller lavkonjunktur. Vi forsøger at udvælge selskaber, der formår at fastholde vækst i omsætning og pengestrømme, selv i hårde økonomiske tider.

Et element, der er afgørende for selskabers konjunkturfølsomhed, er evnen til at kunne øge sine priser som minimum på niveau med inflationen. Muligheden for at øge priserne stiller dem stærkt i perioder med stigende råvarepriser, løninflation og lignende. Denne evne til at sætte sine priser ses tydeligere i perioder med højere inflation, hvor selskaber med begrænset evne til at tilpasse priserne vil have sværere ved at fastholde niveauet for de frie pengestrømme.

Løbende omlægninger

I tidligere breve har vi i flere omgange beskrevet den løbende, aktive porteføljeforvaltning, der dagligt foretages i takt med, at virksomhederne i vores øjne bliver mere eller mindre attraktivt prisfastsat. Vi tror på, at aktiv porteføljeforvaltning og løbende omlægning kan tilføre ekstra værdi for vores medinvestorer – og historisk har det bidraget med et par procentpoint om året til de opnåede afkast. Yderligere er omlægningerne med til at fastholde porteføljernes kvalitet, risiko og afkastpotentiale.

I år er et par eksempler på denne løbende stillingtagen Coloplast og Nike, der over det seneste år er gået fra at være upopulære blandt markedsdeltagerne til, igen, at være elskede. Selskabernes aktiekurs, inklusive udbytter, er således steget med henholdsvis 32 og 30 procent i indeværende år målt i danske kroner. Efter vores vurdering har der ikke været betydelige ændringer i de underliggende forretninger, og kursstigningerne lader således primært til at have været påvirket af en generelt øget entusiasme for og tro på mulighederne for disse selskaber.

Vi har tidligere kommenteret på, hvordan vi har opfattet aktiemarkedets fokus på Coloplast som kortsigtet bekymret. For halvanden år siden var det uro omkring den rapporterede omsætningsvækst som følge af en distributørs lagersammenlægninger, og i starten af november 2017 faldt markedsværdien på Coloplast over to dage med knap 15 procent som følge af øgede salgsmæssige investeringer og en justering i selskabets langsigtede finansielle mål. Fra at være 481 kroner i starten af november, var aktiekursen på Coloplast 638 kroner ved udgangen af første halvår 2018. Denne kursudvikling har i vores øjne ført til et lavere afkastpotentiale på en kort- til mellemlang horisont, hvorfor beholdningerne i Coloplast løbende er blevet reduceret i takt med en stigende prissætning. Vi ser fortsat positivt på Coloplasts muligheder for at accelerere væksten i de frie pengestrømme og vinde markedsandele, og redueringen af beholdningen skal således ses i lyset af, at vi vurderer, at kursudviklingen er gået hurtigere frem, end det er tilfældet for de frie pengestrømme.

Mens vores ejerskab i Nike og Coloplast i halvåret er blevet reduceret, har vi øget vores eksponering til kaffekæden Starbucks, som det også var tilfældet i 2017. Markedsværdien har udviklet sig negativt over tre år frem til udgangen af juni trods en tocifret årlig fremgang i de frie pengestrømme per aktie og et i vores optik stort set uændret langsigtet værdiskabelsespotentiale. Senest i juni var der betydelige kursfald for Starbucks, da et sammenspil mellem nye strategiske tiltag og ledelsesudskiftninger efter vores mening ikke blev kommunikeret på optimal vis og dermed skabte unødvendig uro om selskabet.

Stifteren af det nuværende Starbucks, Howard Schultz, meldte i starten af juni, at han fratrådte som formand. Vi sætter stor pris på Howard Schultz' mangeårige lederskab og betydelige langsigtede visioner for forretningen og brandet Starbucks. Alligevel er vi overbeviste om, at Starbucks også fremadrettet er ledet af en kompetent bestyrelse og direktion, og at den stærke virksomhedskultur vil forblive uændret.

Det er værd at bemærke, at Starbucks over det sidste år har øget sin forventede distribution af kapital til ejerne, så selskabet returnerer mere end en tredjedel af markedsværdien til aktionærene over de næste tre år. I runde termer betyder det, at selskabet tilbagekøber knap en procent af de udestående aktier – om måneden, vel at mærke. Vi ser desuden undervurderede vækstmuligheder for Starbucks i Kina og USA og glæder os således over, at vi igen har fået mulighed for at øge vores langsigtede ejerskab på attraktive kursniveauer.

At købe gårsdagens vindere

Gennem de sidste 18 måneder har kursudviklinger i højere grad kunne tilskrives gårsdagens udvikling, hvilket i fagsprog kaldes momentuminvesteringer. Dette går kort sagt ud på, at man køber gårsdagens kursvindere og sælger gårsdagens kurstabere uden at tage stilling til værdien eller prissætningen af det underliggende aktiv.

Vi finder det en anelse bekymrende, hvis aktiemarkedet i langt højere grad bliver bagudskuende i stedet for at være fremadskuende med fokus på virksomheders evne til på lang sigt at skabe attraktive og stigende frie pengestrømme. Adgangen til kapital er dog overordnet fortsat let og prisen på penge (renterne) lav, og vi ser her en sammenhæng til betydningen af momentum på aktiemarkedet.

Særligt i anden halvdel af 2017 blev dette også afspejlet i mediernes daglige, store fokus på prisen på såkaldte kryptovalutaer, og særligt den alment mest kendte, Bitcoin. Frem mod slutningen af 2017 var der daglig omtale af, hvilke høje kursniveauer disse kryptovalutaer havde nået, men ikke megen omtale om, hvad der reelt lå bag disse. Dette hænger vel nok sammen med, at der ikke eksisterer nogle reelle aktiver, og "investeringen" i en kryptovaluta er således bygget på forhåbningen om, at en anden aktør vil betale mere for denne i morgen eller en anden fremtidig dag. Trods (eller måske på grund af) markante prisfald lader kryptovalutaer ikke til at være et lige så varmt emne i dag.

Fremtidige muligheder

Ovenstående står i kontrast til vores investeringstilgang. Vi investerer i selskaber, hvor vi ikke ser nogle problemer i, at børsen eventuelt holder lukket over de næste par år, da værdien i disse selskaber efter vores mening er relateret til deres kontinuerlige værdiskabelse og fremgang i de frie pengestrømme.

Vi møder betydelig optimisme, når vi løbende er i dialog med ledelserne i vores selskaber gennem såvel fysiske møder rundt om i verden som telefonmøder og konferencer. Og vi oplever generelt højere optimisme end vi har oplevet tidligere i de ti år, BLS Capital nu har eksisteret. Dette er bundet op på en generelt højere økonomisk aktivitet. Selskaber med indtjening i USA er yderligere hjulpet af den amerikanske skattereform, der har frigjort betydelige pengestrømme til enten at investere i forretningen, men ligeså til stigende udlodninger til aktionærene, hvorfor der er potentiale for betydeligt højere udbytter og/eller aktietilbagekøb.

Upopulære forbrugsselskaber og politisk uro

Over de sidste to år har såkaldte stabile forbrugsselskaber – selskaber som Procter & Gamble, L'Oréal, Estée Lauder og Diageo – været den næstmindst populære sektor i det globale verdensindeks udtrykt ved

kursudviklingen. Kun aktier indenfor kategorien telekommunikation har i perioden haft et lavere afkast. Stabile forbrugsselskaber er således faldet med knap to procent i perioden trods generel indtjeningsfremgang, mens hele verdensmarkedet er steget med knap 25 procent i danske kroner.

I flere år frem til midten af 2016 oplevede disse selskaber generelt positive kursudviklinger, blandt andet grundet de lavere renteniveauer. Visse investorer anvendte nemlig denne sektor som alternativ til obligationer grundet de obligationslignende karakteristika i attraktive udlovningsniveauer – sammenlignet med de lave renter – fra såvel udbytter som aktietilbagekøb. I en tid med stigende renter er betydelige mængder af kapital trukket fra disse selskaber, hvilket har ført til tiltagende attraktive prissætninger. I vores globale portefølje blev eksponeringen mod disse selskaber kraftig reduceret i løbet af 2016, men er i 2018 igen blevet øget, da det sektorbrede kurspres har ført til en mere attraktiv prissætning på en række selskaber, der lever op til vores strenge kvalitetskrav.

Vores tro på den stigende efterspørgsel fra - og købekraft hos - forbrugere i såvel den vestlige verden som i Kina og andre udviklingslande er uændret og langsigtet positiv. Kinesiske forbrugere oplever fortsat pæn vækst i den disponible indkomst, hvilket bør føre til stigende efterspørgsel hos flere af vores forbrugsselskaber med en sådan eksponering, herunder producenterne af luksusvarer, LVMH og Richemont, kaffekæden Starbucks, spiritusproducenten Diageo, kosmetikgiganterne Estée Lauder og L'Oréal, samt IHG, der ejer en lang række hotelnavne. Kasinooperatørerne, Galaxy Entertainment og Sands China, er ligeledes positivt stillet over for en stigende kinesiske velstand, og de gode takter fra 2017 er fortsat i 2018 med høj vækst i kasinoomsætningen og indtjeningen.

Vi er ikke blinde for de handelsmæssige spændinger, der flourer særligt mellem USA og Kina, samt usikkerheden forbundet med Storbritanniens forestående udtrædelse af EU, Brexit. Vi anerkender, at der kan være en risiko forbundet med handelskonflikten og er opmærksomme på de påvirkninger en potentiel handelskrig kan have på international handel. Vi tror dog på, at der vil findes en løsning og at fremtidig handel er i alles interesse.

Det britiske marked har generelt været kursmæssigt præget af uroen omkring Brexit. Vi har som følge heraf øget vores beholdninger i britiske aktier væsentligt, og blandt andet købt ejerandele i IHG, St. James's Place, Diageo og Prudential Plc til - i vores øjne - fordelagtige priser. Vi mener ikke, at Brexit vil have betydelig negativ indflydelse på disse selskabers værdi. For Diageo, Prudential og IHG ligger størstedelen af indtjeningen uden for Storbritannien, og formuen, som St. James's Place rådgiver sine kunder om, har været favorabelt påvirket af det faldende britiske pund, da mere end to-tredjedele er placeret i papirer i en anden valuta.

Selskaberne er fortsat i god form

Fortsat positive vækstudsigter samt virksomhedernes kvalitet og konservative balancer holder os positive på mulighederne for langsigtet værditilvækst i vores nøje udvalgte selskaber. Over tid mener vi, at dette også bør afspejle sig i attraktive kursudviklinger, som det har været tilfældet siden opstarten af BLS Invest. I vores selskabsudvælgelse skeler vi ikke til vægte i markedsindeks. Vi investerer alene på baggrund af vores analyse og vurdering af selskabernes fundamentale værdier, kvalitet og langsigtede absolutte afkastmuligheder. Mens dette kan føre til perioder med lavere afkast end markedet, er det i vores øjne den mest sandsynlige vej til langsigtet attraktive afkast, der - efter alle omkostninger - er højere end på de oftest anvendte aktiemarkedsindeks.

Med en fortsat høj kvalitet i selskaberne, hvor afkastet på den investerede kapital er henholdsvis 37 procent for afdeling Danske Aktier og 43 procent for de globale afdelinger, og en forventet vækst i indtjeningen og

de frie pengestrømme på omkring ti procent, ser vi fortsat mulighed for betydelig langsigtet vækst i aktionærværdier. Og tilmed på prisniveauer, hvor pengestrømsrenter på 4,5 til 5 procent for porteføljerne betyder et stærkt potentiale for attraktive langsigtede, absolutte afkast.

På vegne af BLS Capital



Anders Lund
Partner og porteføljeforvalter



Peter Bundgaard
Partner og porteføljeforvalter

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.