

## Årsbrev til medinvestorerne

Gl. Holte, marts 2020

Kære Medinvestor,

2019 blev endnu et år fyldt med politiske overskrifter, hvor emner som handelskrige og Storbritanniens udtrædelse af EU trak mange overskrifter. På de finansielle markeder var det som helhed et år præget af betydelige positive kursudviklinger, hvor man skulle lede længe i de større aktieindeks for at finde markeder med negativ kursudvikling, og hvor særligt, nærmest vanen tro, amerikanske selskaber samt teknologisektoren havde en særlig stærk kursudvikling.

For selskaberne i BLS Invest kan vi generelt se tilbage på et år med god udvikling i omsætning, indtjening og de vigtige frie pengestrømme. Ligesom i de forrige år er der et par velkendte navne, som - grundet prisfastsættelse - ikke længere er en del af afdelingerne, mens et par nye selskaber er blevet føjet til porteføljerne.

Det er vigtigt for os indledningsvis at slå fast, at vi som langsigtede medejere af nøje udvalgte selskaber fortsat ser positivt på muligheden for langsigtet attraktiv værdiskabelse gennem vores selskaber.

Vi er glade for, at foreningens langsigtede afkast fuldt ud lever op til målsætningen om at skabe attraktive absolutte risiko-justerede afkast, der efter alle omkostninger er højere end såvel sammenlignelige investeringsforeninger som de mest sammenlignelige markedsindeks. Vi finder stadig, at fokus bør være på det langsigtede afkast efter alle omkostninger, gerne over en tiårig periode eller længere for at have en tilstrækkelig lang horisont at vurdere afkastet ud fra.

Afkastet efter omkostninger er det resultat, vi og vores medinvestorer modtager og favner således bredere og er mere retvisende end et isoleret fokus på omkostningerne.

### **De historiske afkast**

Alle rapporterede afkast er af samme grund opgjort efter omkostninger og inklusive geninvesterede udbytter. Vi finder afkastene for både 2019 og siden foreningens opstart - meget tilfredsstillende. Historiske afkast er som bekendt ikke en garanti for fremtidige afkast, men alligevel vil vi i de næste afsnit komme omkring, hvordan de historiske resultater har været.

Afdeling Globale Aktier KL opnåede i 2019 et afkast på 30,9 procent, mens Afdeling Globale Aktier Akk. opnåede et afkast på 32,8 procent. Investeringerne i de to afdelingerne er identiske, og afvigelserne imellem afdelingerne skyldes således primært deres forskellige omkostningsstrukturer.

Siden opstarten af Afdeling Globale Aktier KL d. 30. september 2008 og frem til udgangen af 2019 har afdelingen leveret et samlet afkast på 361,3 procent, svarende til 14,6 procent om året. I samme periode har verdensmarkedet, opgjort ved MSCI AC World, givet et samlet afkast på 193,8 procent, svarende til 10,1

procent om året. Ved en investering på 100.000 kroner ved opstarten af afdelingen, havde værdien i dag således været 461.300 kroner ved en investering i Afdeling Globale Aktier KL, mens verdensmarkedet havde forrentet dette til 293.800 kroner.

Afdeling Globale Aktier Akk. havde en senere opstart og blev lanceret d. 28. november 2014. Siden da har levetidsafkastet for afdelingen været 109,1 procent svarende til 15,6 procent om året. Verdensmarkedet, opgjort ved MSCI AC World, har i samme periode haft et samlet afkast på 63,6 procent svarende til 10,1 procent om året.

Den ældste afdeling i foreningen, Afdeling Danske Aktier KL, havde i 2019 et afkast på 30,8 procent. Siden opstarten d. 26. februar 2008 har afdelingen haft et samlet afkast på 296,9 procent, svarende til 12,3 procent om året. Over den samme periode har det danske aktiemarked, målt ved OMX Copenhagen Capped indekset, haft et afkast på 181,4 procent, svarende til 9,1 procent om året. Blev der investeret 100.000 kroner ved opstarten på afdelingen, var værdien således blevet til 396.900 kroner ved en investering i afdelingen, mod 281.400 kroner ved en investering i OMX Copenhagen Capped indekset.

Som nævnt var 2019 præget af særdeles høje afkast for langt de fleste større aktieindeks. Ser vi et år tilbage, stod vi ved udgangen af 2018, i en omvendt situation, hvor ingen større aktiemarkeder havde givet positive afkast. I vores optik bør historiske resultater ikke vurderes på kortere perioder end i hvert fald tre år.

Når vi vurderer selskaber og mulige investeringer, vurderes potentialet over længere tid, og det samme bør gøre sig gældende, når der ses på de historiske resultater. Vi informerer glædeligt vores medinvestorer med halvårlig frekvens, da det er vigtigt for os, at vores medinvestorer er informeret om udviklingen i porteføljerne og selskaberne deri. Når det kommer til afkast, er det dog i vores optik for korte horisonter at vurdere ud fra.

### Vores porteføljer

Hvad vi dog vurderer løbende og gerne taler om, er kvaliteten og prissætningen af vores porteføljer. I vores daglige søgen efter at identificere langsigtede attraktive investeringer vurderes en lang række parametre, nogle kvalitative og nogle kvantitative. Vi diskuterer gerne de kvalitative, som vi vil komme ind på senere i denne beretning, men de mere kvantitative er lettere at liste op og sammenligne med tidligere år.

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

  

<b>BLS Danske Aktier</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
RoIC	39,8%	36,4%	27,6%
Gæld / Driftsindtjening	0,2	-0,1	0,2
Pengestrømsrente	4,7%	5,6%	4,3%

Kilde: Årsregnskaber, Bloomberg og BLS Capitals beregninger.

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

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

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

Afkastet på den investerede kapital har siden opstarten været - og er stadig - vores centrale kvalitetsnøgletal. Vi har i tidligere beretninger gået mere i dybden med, hvorfor netop dette nøgletal er centralt for os, og

ligeledes hvordan det opgøres. Vi kan glæde os over, at kvaliteten af porteføljerne fortsat er høj. For de globale afdelinger er porteføljens afkast på den investerede kapital omkring 49 procent, mens det for Afdeling Danske Aktier er omkring 28 procent.

Selskaberne i afdelingerne er desuden kendetegnet ved lav eller ingen gæld og har således stærke og robuste balancer. Begge porteføljer er stort set gældfrie. Nettogælden udgør i såvel de globale afdelinger som Afdeling Danske Aktier omkring 0,2 gange driftsindtjeningen før af- og nedskrivninger svarende til omkring et kvartals frie pengestrømme. Dette kan sammenlignes med omkring to gange driftsindtjeningen før af- og nedskrivninger for MSCI AC World. I mere end en tredjedel af foreningens porteføljeselskaber overstiger de likvide beholdninger bruttogælden, hvor Galaxy Entertainment er det selskab, der skiller sig mest ud med knap 55 milliarder Hong Kong dollars i kontanter svarende til 2 års driftsindtjening før af- og nedskrivninger eller en femtedel af selskabets markedsværdi.

Den lave gældsætning giver selskaberne en stærk finansiell stabilitet og mindsker afhængigheden af tilgang til kapital i det finansielle system. Dette er i disse år, hvor vi har negative renter i Japan og Europa og lave renter i USA, muligvis ikke et problem, men vi husker fortsat tydeligt den finansielle krise i 2008 og 2009, hvor selv stærke selskaber ikke kunne tilgå deres kreditter i bankerne.

Den begrænsede gæld betyder desuden, at selskabernes frie pengestrømme i det store hele kan distribueres til aktionærene gennem udbytte eller aktietilbagekøb eller gemmes til fremtidige ekspansive forretningstiltag. I vores vurdering af prissætningen på porteføljernes selskaber anvendes den såkaldte frie pengestrømsrente. Dette tal angiver, hvad de forventede årlige frie pengestrømme i selskaberne udgør i procent af markedsværdien. For afdelingerne i BLS Invest ligger dette i omegnen af 4,5 procent for de kommende 12 måneder for såvel Afdeling Danske Aktier som de globale afdelinger.

Vurderet ud fra den frie pengestrømsrente er porteføljernes prissætning ikke meget anderledes, end den var for fem år siden. Vi finder således fortsat selskaberne attraktivt prissat. At niveauet for den frie pengestrømsrente er omtrent det samme skyldes den robuste underliggende vækst i de frie pengestrømme samt løbende omlægninger fra selskaber med mindre attraktivt afkastpotentiale – helst og oftest som følge af stærke kursstigninger – til selskaber med stærkere risiko-justeret afkastpotentiale. Vi ser fortsat et attraktivt absolut afkastpotentiale i alle foreningens afdelinger.

### **Ændringer i porteføljen**

Der har igen i 2019 været mindre udskiftninger i begge porteføljer. I de globale afdelinger er vi i årets løb blevet medejere af den franske luksusproducent Kering, den amerikanske speditør C. H. Robinson Worldwide, den amerikanske dataudbyder og -platform FactSet Research Systems samt den amerikanske bank Wells Fargo. I samme periode har vi forladt ejerkredsen hos sportsbrandet Nike, skønhedsproducenten L'Oréal og den finske elevatorproducent Kone, der alle blev frasolgt grundet en tiltagende høj prissætning. Den schweiziske luksusproducent Richemont er ligeledes frasolgt porteføljen.

Størstedelen af disse udskiftninger skete allerede i første halvdel af året, på nær elevatorproducenten Kone, der blev udskiftet i efteråret. Elevatorproducenten havde været i den globale portefølje helt siden opstarten i september 2008 og blev frasolgt, på baggrund af en stigende prissætning, som følge af pæn kursudvikling. betød, at vi vurderede det risiko-justerede afkastpotentiale større i Wells Fargo.

Den højeste afkastudvikling i 2019 var de amerikanske kreditvurderingsbureauer Moody's og S&P Global samt skønhedsproducenten Estée Lauder Companies, der havde afkast, inklusive geninvesterede udbytter, på henholdsvis 75, 66 og 64 procent i danske kroner. Eksponeringen til disse er blevet reduceret gennem året.

Omlægninger i året har særligt inkluderet, at eksponeringen til selskaber som betalingsnetværket MasterCard, kreditvurderingsbureauerne Moody's og S&P Global, samt den franske luksusproducent LVMH er nedbragt, da de stærke aktiekurstigninger løb pænt foran væksten i de frie pengestrømme. Det er værd at bemærke, at vi øgede eksponeringen i MasterCard, Moody's, S&P Global samt LVHM i fjerde kvartal 2018, hvor disse aktier blev hårdt kursmæssigt ramt uden dette efter vores vurdering var baseret på fundamentale ændringer i selskabernes forretningsmæssige kvaliteter.

Kuffertproducenten Samsonite har været det eneste selskab i de globale porteføljer, der har været en driftsmæssig skuffelse for os. Samsonite var eneste selskab med negativ kursudvikling i 2019, ligesom selskabet i 2018 også havde den ringeste kursudvikling blandt vores selskaber. Omsætningen i Samsonite har været påvirket af handelskrig og øgede toldafgifter, ligesom det har taget længere tid for ledelsen at foretage strategiske tilpasninger, end vi havde ventet.

I Afdeling Danske Aktier blev vi i 2019 medejere af det danske IT-konsulenthus Netcompany, ingrediensproducenten Chr. Hansen, der blev tilkøbt mod slutningen af året, og ALK-Abéllo, der fremstiller og udvikler allergivaccinationer. I efteråret genkøbte vi SimCorp på bagkant af kraftige kursfald, efter virksomheden var blevet frasolgt i første halvdel af året.

Afdelingens ejerandel i Danske Bank blev i efteråret afhændet. Afdelingens aktier i Danske Bank blev frasolgt, da vi blev tiltagende skeptisk omkring, hvorvidt ledelsen i Danske Bank ville agere som markedsleder og foretage de rette valg for at genoprette rentabiliteten i banken og dermed få forrentningen af egenkapitalen tilbage på et tilfredsstillende niveau over de kommende år.

Afdeling Danske Aktiers højeste afkast kom fra speditøren DSV Panalpina, softwareudvikleren SimCorp og regionalbanken Ringkjøbing Landbobank, der havde afkast på henholdsvis 80, 72 og 55 procent, inklusive geninvesterede udbytter.

Vi har i tidligere år beskrevet dybere, hvordan udsving i aktiekurserne på vores selskaber kan aflede omlægninger i porteføljen. I 2019 har vi dog oplevet lavere kursudsving mellem vores selskaber, og derfor har handelsaktiviteten i de globale afdelinger været betydeligt lavere end eksempelvis i 2018 og i de foregående år. For afdelingen danske aktier var handelsaktiviteten i 2019 på niveau med 2018.

### **Nøje udvælgelse af alle selskaber**

Porteføljerne i BLS Invest sammensættes på baggrund af vores vurdering af forretningskvalitet, forudsigelighed og robusthed i den forventede fremtidige værdiskabelse samt det absolutte afkastpotentiale i hvert enkelt porteføljeselskab. Dette kaldes en "bottom-up" tilgang, da det hele skabes fra bunden i udvælgelsen af selskaberne.

Der tages ikke højde for hverken såkaldte "benchmarks", sektorinddelinger eller popularitet. Intet selskab finder vej til foreningens porteføljer, hvis ikke vi finder, at der er et attraktivt absolut risiko-justeret afkastpotentiale i *hvert* enkelt selskab.

Dette har da også været medvirkende til, at de globale porteføljer i dag har en lavere eksponering til amerikanske selskaber, end det har været tilfældet siden opstarten af afdelingerne. I dag udgør amerikanske selskaber knap 40 procent af de globale porteføljer. Nordamerikanske aktier, og særligt aktier i USA, havde de højeste afkast i 2019, og det havde således været gavnligt for afkastet, hvis eksponeringen havde været større.

På samme vis kunne man argumentere for, at de globale porteføljer burde have haft en lavere eksponering mod selskaber noteret i Hong Kong eller London.

Men sådanne argumenter holder kun, hvis man driver en investeringsforening under navnet Hindsight Invest ("Bakspejlet Invest"), og var i besiddelse af en trylleformular, hvor man kunne sammensætte sin portefølje i bagklogskabens uendeligt klare lys.

Desværre er vi hverken alkymister eller i besiddelse af bagklogskabens klare lys, når der skal træffes investeringsmæssige beslutninger. Vi skeler aldrig til markedssammensætning i opbygningen af porteføljerne i BLS Invest, og siden opstarten er størstedelen af forskellen på afdelingernes afkast og de brede markedsafkast drevet af den velovervejede selskabsudvælgelse, mens fordelingen mellem sektoreksponeringer har haft et forholdsvis begrænset positivt bidrag.

Vores investeringer i Hong Kong-noterede virksomheder inkluderer livsforsikrings-selskabet AIA, kuffertproducenten Samsonite, samt de to kasinooperatører Sands China og Galaxy, der ligger på øen Macau, der er en specialadministreret region i Kina. Siden BLS Capital udsendte sit halvårsbrev i september 2019, er den asiatiske middelklasse vokset med omtrent 75 millioner borgere. Denne udvikling forventes at fortsætte mod en forventet asiatisk middelklasse på 2,7 milliarder mennesker i 2025, hvilket forventes at være 3 ud af 4 af den globale middelklasse.

De 75 millioner ville i sig selv være blandt verdens mest befolkede lande og næsten på størrelse med befolkningen i Tyskland, hvis de var et land. Vi ser frem til, at mange af disse vil bidrage til værdiskabelsen i en række af vores selskaber. Ikke kun i de fire Hong Kong-noterede selskaber, men også i vores mange andre selskaber, der er positivt eksponeret mod forbrug i Kina og Sydøstasien, såsom luksusproducenterne LVMH og Kering, samt skønhedsproducenten Estée Lauder Companies og kaffekæden Starbucks.

Hong Kong har i 2019 været hyppigt omtalt grundet det politiske forhold med Kina, og der har siden foråret været store demonstrationer i regionen. Vi har kun set begrænsede tegn på afmatning i væksten hos vores selskaber afledt af urolighederne. Der har været et markant fald i antallet af rejsende til Hong Kong. De tidligere tilrejsende kinesiske forbrugere lader til at have foretaget deres køb andetsteds, hvorfor der har været en fortsat pæn vækst for størstedelen af vores selskaber i området.

Kasinoøen Macau havde i 2019 en fremgang i antallet af besøgende på 10 procent, og i overkanten af 39 millioner rejste således til Kinas svar på Las Vegas. Der var en vækst på knap 10 procent i kasinoomsætning for massemarkedet. Dette segment skaber mellem 80 og 90 ud af 100 Hong Kong dollars i indtjening på øen. Vi er uændret positive omkring den fremtidige indtjeningsevne og den fortsat voksende efterspørgsel efter at besøge øen.

### **Aktiv eller passiv**

Debatten om aktiv og passiv forvaltning fortsatte igennem 2019 med historier om, hvor markant lavere omkostningerne ved passiv forvaltning er i forhold til aktiv forvaltning. Det diskuteres ligeledes ofte, hvilken andel af aktive forvaltere, der klarer sig bedre eller dårligere end et givent aktieindeks. Hvis det, som det ofte beskrives i medierne af diverse såkaldte "eksperter", kan lade sig gøre systematisk at klare sig værre end et givent aktieindeks, må det jo også kunne lade sig gøre at klare sig bedre, også efter omkostninger. Aktieindeks må jo alt andet lige være gennemsnittet af så godt som alle noterede selskaber.

BLS Capital er stiftet grundet en overbevisning om, at der kan skabes langsigtede afkast, der efter alle omkostninger er højere end det/de generelle markedsindeks. I vores optik er dette også blevet bevist gennem foreningens levetid. Der er i vores optik en række aspekter, der oftest bliver overset i debatten om aktiv og passiv forvaltning.

Som deltagere ved vores årsmøde vil kunne genkende, har vi i en række år rapporteret, hvad der kaldes "active share". Active share beskriver i korte termer, hvor meget en portefølje afviger fra et givent aktieindeks. Jo lavere active share, jo mere minder sammensætningen af porteføljen om aktieindekset.

Det betyder samtidig, at blot en mindre del af porteføljen kan skabe afkastafvigelser fra markedsafkastet, hvad enten det er positivt eller negativt. Hvis en porteføljes active share er omkring 40 procent, skal disse 40 procent skabe afkast til at dække omkostningerne og mere til, hvis porteføljens afkast efter omkostninger skal være højere end markedets.

Beregningen kan således føres videre, og hvis porteføljens omkostninger er omkring 1,5 procent, skal de 40 procent af porteføljen for sig selv skabe et afkast, der er knap 4 procent højere end markedsafkastet alene for at dække omkostningerne. Hvis active share i stedet var 60 procent, skal merafkastet på denne andel af porteføljen være omkring 2,5 procent.

Det er således klart, at jo mindre aktivt en portefølje er forvaltet, jo sværere er det at opnå et højere afkast end et aktieindeks. Lave active shares og høje omkostninger er således en særdeles skidt kombination i jagten på langsigtede merafkast. For de globale afdelinger i BLS Invest er active share mere end 96 procent, mens det er omkring 60 procent i BLS Invest Afdeling Danske Aktier. Dette er højest blandt alle bredere danske foreninger med fokus på danske aktier. Grundet et koncentreret dansk aktiemarked er mulighederne for en højere active share begrænset. Alene tilvalget af Novo Nordisk til en portefølje vil mindske active share til 91 procent, grundet selskabets vægt på knap 10 procent i det brede OMX Copenhagen Capped indeks.

Mens passive investeringer opnår et markedsafkast, inden der bliver fratrukket et mindre honorar, er der ingen stillingtagen til, hvilke aktiver der investeres i. Dette er som sådan en del af ordet passiv – man investerer bredt i den sammensætning, et indeks har. Der kan findes flere eksempler på virksomheder med åbenlys værdidestruktion, der grundet deres høje markedsværdi og omsætning har været en del af større markedsindeks.

Passive investeringer er i sin natur baseret på historiske kursudviklinger. En højere prissætning vil alt andet lige betyde en højere markedsværdi, og en højere markedsværdi relativt til et indeks' resterende medlemmer vil betyde en højere andel af indekset. Denne højere andel vil betyde, at det højere prissatte selskab vil udgøre en større andel af markedsvægtede indeksfonde og såkaldte ETF'er.

Fremgangen i kapital investeret i ETF'er har taget særlig fart over det seneste årti. Med tanke på, hvordan virksomheder med stigende prissætning gradvist udgør mere af markedsindekset, ville det være interessant, hvilken effekt den stigende indeksering ville have haft på IT-boblens brist ved indgangen til dette årtusinde. Det er vel ikke uden hold i virkeligheden at tænke, at det kunne have forværret situationen, hvis passive investeringer havde kontrolleret større dele af kapitalen.

En stigende andel af passive investeringer forekommer at være inkonsistent med stigende fokus på miljørigtige eller bæredygtige investeringer og aktivt ejerskab. Ved at købe revl og krat gennem ETF'er erhverves også betydelige ejerandele i olie- og gasselskaber, mineselskaber, og lignende. Vi moraliserer ikke, men vi ønsker at investere i ansvarlige selskaber, der driver, og vil fortsætte med at drive, langsigtede og værdiskabende forretninger, også om 10 og 15 år. Dette vil i sin natur være selskaber af en vedvarende karakter og med en strategi om vedvarende, systematisk værdiskabelse. BLS Invest er eksempelvis ikke investeret i selskaber inden for olie og gas, våben, tobak eller minedrift.

Investeringer bør være en fremadskuende aktivitet, og hvordan investeringer skal fordeles mellem selskaber, bør afhænge af, om markedsværdien afspejler den fremtidige værdiskabelse eller ej, og ikke alene være baseret på om kursudviklingen har været hurtigere eller langsommere end de resterende selskaber. Ved at

investere passivt forholder man sig således ikke til, hvad man egentlig køber – og man køber derfor i realiteten revl og krat.

Når der foretages en investering i MSCI Europe bliver omkring 10 ud af 100 kroner investeret i europæiske banker, hvilket ikke som helhed er en sektor med dokumenteret evne til værdiskabelse. Siden 2009 har den gennemsnitlige forrentning af egenkapital blot været lige over fem procent, og banksektorens årlige afkast har alene været 0,6 procent, hvilket kan holdes op mod 8,4 procent for Europa som helhed, opgjort ved MSCI Europe, og 11,4 procent for det brede verdensmarked, opgjort ved MSCI AC World, i danske kroner.

At den europæiske banksektor er prisfastsat markant under sektorens bogførte egenkapital, er der efter vores vurdering en rigtig god grund til – set i lyset af den systematiske værdidestruktion. Den lave prisfastsættelse er næppe et udtryk for et godt tilbud i form af en attraktiv ”uopdaget” langsigtet mulighed for betydelige fremtidige afkast.

Ringkjøbing Landbobank, som i mange år har været en del af vores danske afdeling, har en egenkapitalforretning på 14 procent og har i samme periode skabt et årligt aktieafkast på knap 18 procent.

Når det kommer til passive obligationsinvesteringer, er det næsten værre endnu, så at sige, og måske mere illustrativt. Andelen af et obligationsindeks, der udgøres af et selskab eller land, afhænger af summen af de udestående obligationer. Dette betyder, at selskaber med størst obligationsgæld kan udgøre en større andel af indekset, end virksomhedens størrelse opgjort på indtjening, omsætning eller aktiemarkedsværdi. Vægtningen i indekset beror således ikke nødvendigvis på udstedernes betalingsevne. Der kan derfor opnås en uønsket, større eksponering mod selskaber og sektorer, hvis løbende drift er underskudsgivende og derfor har brug for gældsfinansiering. Da ETF'er kan sammensættes på forskellig vis, kan det specifikke valg af obligations ETF betyde en utilsigtet lav vægtning imod teknologi eller andre kontantrige selskaber, og samtidig en betydelig høj vægtning indenfor energiselskaber og selskaber som er kontrolleret af kapitalfonde eller selskaber med større gældfinansierede opkøb.

### **Farma-industrien under pres**

Farmaceutiske virksomheder – målt ved MSCIs indeks – havde i 2019 et afkast på knap 24 procent i danske kroner og kunne således kursmæssigt ikke følge med verdensmarkedet. Der er mange grunde til dette, men et amerikansk fokus på medicinalpriser og valgkampsretorik har efter alt at dømme været en påvirkende faktor. Den danske diabetes- og fedmebehandler Novo Nordisk, der er at finde i begge foreningers porteføljer, havde dog i 2019 en kursudvikling, der flugtede med det globale aktiemarked og var således bedre end farmasektorens kursudvikling.

Prispresset har da også ramt en betydelig del af produktporteføljen hos Novo Nordisk og har været stærkt begrænsende for væksten på det Nordamerikanske marked. Volumenvækst og pæne erobringer af markedsandele i de produktsegmenter, som Novo Nordisk konkurrerer i, har stort set neutraliseret et godt 15 procents prispres indenfor insulin. Væksten i lokale valutaer på det Nordamerikanske marked, hvilket er så godt som lig USA i denne sammenhæng, var i 2018 og 2019 begrænset til at være henholdsvis tre og én procent.

Dette skjuler dog de underliggende udviklinger, hvor Novo Nordisk i disse år går fra at være en insulinkæmpe til i stedet at have de største vækstmuligheder på det hurtigt voksende og interessante marked for præ-insulin kaldet GLP-1. De solgte mængder på dette marked vokser godt 25 procent om året, og markedsdynamikken med to stærke aktører, hvor amerikanske Eli Lilly er den anden, er befordrende for en god værdiudvikling. Novo Nordisk sidder på omkring 52 procent af markedet og vinder markedsandele grundet den ugentlige behandling kaldet Ozempic, der har en ledende klinisk profil kombineret med det belejlige i alene at skulle stikke sig en gang om ugen fremfor dagligt. Ozempic har i starten af 2020 fået

dokumentation for at kunne reducere risikoen for hjertekarsygdomme, som er en ofte opstået følgesygdom til diabetes.

Den aktive farmaceutiske ingrediens i Ozempic er også kernen bag det ny-lancerede orale GLP-1 kaldet Rybelsus, der glædeligt blev godkendt af de amerikanske myndigheder i september 2019. Ved at lancere en tablet opnår Novo Nordisk adgang til omkring 60 procent af det amerikanske marked, som de ikke er til stede på i dag. Dette er Novo Nordisks første tabletbaserede GLP-1 behandling. Vi har store forventninger til Rybelsus. GLP-1 franchiset forventes efter alt at dømmes at stå for klart størstedelen af de kommende års salgs- og indtjeningsvækst hos den danske markedsleder.

Foruden den blodsukkerdæmpende effekt af GLP-1 har såvel den tidligere markedsledende præ-insulin Victoza samt føromtalt Ozempic interessante muligheder i behandlingen af fedme. Victoza, under produktnavnet Saxenda, er allerede i dag markedsledende i fedmebehandlingen, hvor brugerne kan opnå vægttab i omegnen af seks til otte procent af kropsvægten. Typisk ses dog et forløb, hvor patienterne stopper behandlingen efter fire måneder, fordi vægtreduktionen er aftagende. Med den farmaceutiske ingrediens fra Ozempic kan der ses vægttab på omkring 16 procent af kropsvægten, og progressionen i vægttabet er længerevarende og som minimum over 52 uger, baseret på de til dato offentliggjorte data. Der er særdeles langsigtede attraktive muligheder på dette behandlingsområde, hvor Novo Nordisk voksede med mere end 40 procent i 2019.

Novo Nordisk er ligeledes begyndt at realisere en større andel af potentialet uden for Nordamerika, hvilket i virksomheden køres under en paraply kaldet International Operations, IO. IO har i mange år haft stabile vækstrater på omkring fire til seks procent om året, men denne vækst har accelereret gennem de to seneste år, først med syv procent i lokale valutaer i 2018 efterfulgt af 11 procent i 2019. Denne brede geografiske region forventes i de kommende år at vokse i højeste ende af målsætningen om seks til ti procent om året og udgør allerede i dag godt halvdelen af gruppens omsætning. Vi ser de højere vækstrater i IO som resultatet af en ændring i den strategiske tilgang under administrerende direktør Lars Fruergaard Jørgensen. Bagsværdvirksomheden har nu en mere decentraliseret og tilpasset markedsstrategi, hvilket vi anser som positivt for Novo Nordisk, da ledelsen i højere grad lader de markedsansvarlige udnytte potentialet i produktporteføljen.

Vi ser en begrænset risiko for drastiske ændringer i det amerikanske system, således at det kommer til at minde om eksempelvis det danske system med offentlige sygesikringer og stærkt regulerede priser. Vi forventer dog, at insulinpriserne på det amerikanske marked fortsat vil være under pres, men at Novo Nordisks stærke position inden for præ-insulin bør have en tilpas stærk vækst til mere end at udligne presset på insulinforretningen, således at Nordamerika igen vil have solide positive vækstrater.

Produktionsomkostninger per solgt enhed er forholdsvis lave og udgør for hele Novo Nordisk omkring 17 procent af omsætningen, hvilket betyder en såkaldt bruttomargin på omkring 83 procent. Med udsigt til at Novo Nordisk kan levere en høj encifret omsætningsvækst om året kombineret med det omtalte indtjeningsniveau, ser vi gode muligheder for stærk vækst i driftsindtjeningen, der udgør omkring 43 procent af omsætningen.

Dette høje niveau er endda på et tidspunkt, hvor Novo Nordisk er i en investeringsfase. Investeringerne i forskning og udvikling forventes at vokse en tand hurtigere end omsætningen de kommende år, og med lanceringen af Rybelsus investeres der betydeligt i salgsorganisationen og andre markedsføringsaktiviteter. Når dette kombineres med, hvad vi anser som en yderst konservativ omkostningsindregning og ingen opgørelse af ekstraordinære omkostninger, afspejler det nuværende indtjeningsniveau ikke til fulde selskabets indtjeningssevne.

Anlægsinvesteringer har de seneste tre år været øget, blandt andet grundet opbygningen af øget GLP-1 produktion i USA, men de forventes at falde tilbage til et niveau i underkanten af fem procent af



omsætningen. Novo Nordisks chef for produktion, Henrik Wulff, kæmper endda med at skulle finde projekter at investere i, da produktionen er så effektiv, at han ikke kan se et scenarie, hvor der skal investeres i opbyggelsen af nye produktionsbånd. Novo Nordisk har et afkast på den investerede kapital på imponerende 85 procent.

Vi forventer, at Novo Nordisk i de kommende år vil kunne være tilbage til at have en høj encifret vækstrate i omsætningen og driftsindtjeningen, hvilket kombineret med løbende aktietilbagekøb kan resultere i to cifrede vækstrater i indtjeningen per aktie. Novo Nordisk konverterer så godt som hele indtjeningen til frie pengestrømme, der udgør 4,5 procent af markedsværdien. Disse pengestrømme returneres til medejerne gennem udbytter og aktietilbagekøb, svarende til et direkte udbytteafkast på godt to procent og yderligere to procent i aktietilbagekøb.

### **Negative renter**

I Europa lever vi i dag i et pengepolitisk eksperiment. Dette mener vi bedst beskriver de negative renter, der er indført af centralbanker i eksempelvis Danmark og Schweiz samt den europæiske centralbank, ECB. Indlånsrenten i ECB blev første gang negativ i juni 2014, og renten er siden da kun sat yderligere ned, uden at der indtil videre er indikationer på, at det har ført til øget økonomiske aktivitet eller højere inflation, hvilket har været formålet. Tilbage i august var der globalt set obligationer med negative renter til en samlet værdi af 17 billioner amerikanske dollars, og ingen tyske statsobligationer havde positive effektive renter. Dette tal er en smule lavere i dag men estimeres fortsat at være mere end 13 billioner dollars. For at sætte det i perspektiv svarer det nogenlunde til størrelsen på Kinas årlige bruttonationalprodukt.

Helt rationelt er det da også svært at forholde sig til motivationen bag negative renter. Hvis man forholder sig alene til udlånmekanismen, svarer negative renter til, at man låner sin kapital til andre og endda betaler dem for det. Pengene er altså mindre værd for långiveren, end det beløb, der står. Hvornår dette økonomisk set kan betale sig, står vi undrende over for. Det er for os svært at forstå, hvilket rationelt privat individ som vil allokere egne midler til en europæiske obligation med et negativt forventet afkast, når det i princippet er en bedre forretning at grave kontanter ned i baghaven. Den meget lempelige rentepolitik er efter alt at dømme med til at skabe en mere irrationel allokering af kapital, hvilket på mange måder svarer til, hvad vestlige nationer gennem en årrække kritiserede kinesiske selskaber for.

### **Konsekvenser for bankerne**

For det finansielle system er konsekvenserne betydelige. Den europæiske banksektor er under særdeles hårdt pres for blot at fastholde indtægterne, da kombinationen af meget lave renter og begrænset økonomisk aktivitet betyder lav eller ingen vækst i udlån og nettorenteindtægterne. I Danmark og andre europæiske lande er der ligeledes politisk diskussion om, hvorvidt bankerne skal have lov til at føre de negative indlånsrenter videre til privatkunder. Hvis ikke bankerne kan skubbe de negative renter over på deres kunder, vil det ødelægge transitionsmekanismen fra centralbanker til banker og videre til bankens kunder. Det er afgørende, at bankerne kan tilpasse renteniveauerne til, hvordan renterne i centralbankerne udvikler sig og hvad indeståender i centralbanken koster dem.

Det svarer til, at det for et produktionsselskab ikke skulle være tilladt at hæve sine priser som følge af stigninger i råvareomkostningerne.

I Danmark er den gennemsnitlige forrentning af egenkapitalen i de større banker helt nede omkring seks procent, hvilket er lavere end kapitalomkostningerne, og dermed destruerer banksektoren som helhed værdi. Vi ser systemiske problemstillinger, hvis ikke banksektoren formår at hæve rentabiliteten til som minimum ikke at være værdi destruerende.

Den samlede eksponering mod selskaber i finanssektoren er høj i foreningens porteføljer, hvilket dog ikke skyldes eksponeringen til banker. Foreningens finansielle eksponering er hovedsageligt mod finansielle services og forsikring, hvor forrentningen af kapitalen er høj ligesom stabiliteten og forudsigeligheden i indtjeningen og de frie pengestrømme.

Trods de sektorbrede udfordringer er Ringkjøbing Landobank fortsat en succeshistorie i den danske og europæiske banksektor. Fra sit hovedsæde i det vestjyske formåede Landbobanken gennem sin kompetente ledelse og fokuserede bankdrift at skabe fortsat udlånsvækst på seks procent i 2019, der har ført til stigende nettorentindtægter trods et fald i nettorentemarginalen. Yderligere formår ledelsen at drive banken mærkbart mere omkostningseffektivt, hvor omkostningerne for hver 100 indtægtskroner er mellem 15 og 20 kroner lavere end for de øvrige største danske banker.

Banken har længe været en del af Afdeling Danske Aktier og blev i efteråret 2018 ligeledes tilkøbt de globale porteføljer. Mens europæiske banker, opgjort ved MSCI Europe Banks, over de seneste tre år har haft et negativt afkast på tre procent, har Landbobanken i samme periode haft et afkast på 24 procent – om året, vel at mærke, inklusive et afkast på 55 procent i 2019.

Vi er generelt skeptiske omkring investering i banker men har over de seneste år set øgede muligheder for attraktive investeringer i industrien. Vi finder, at det generelle sektorpres, som følge af ovenstående faktorer, skygger for nogle af de værdiskabende banker, der trods alt findes i markedet. Landbobanken er et eksempel i Danmark. Vi havde ligeledes tidligere tiltro til, at Danske Bank ville kunne opretholde en acceptabel rentabilitet grundet positionen som markedsleder. Ledelsen i banken har dog ikke formået at agere på denne position, og banken er derfor ikke længere at finde i porteføljen, som tidligere nævnt.

Den amerikanske banksektor er som helhed i betydeligt bedre form, end det er tilfældet i Europa. Der blev i 2019 tilkøbt ejerandele i den amerikanske bank, Wells Fargo. Prissætningen på Wells Fargo er blevet tiltagende attraktiv, da en bankskandale efter vores vurdering har ført til et midlertidigt overnormalt omkostningsniveau, hvorfor det egentlige værdiskabelsespotentiale ikke stråler igennem. I 2019 udgjorde driftsomkostningerne exceptionelle 67 procent af bankens indtægter, hvilket er pænt over den tidligere målsætning om et niveau mellem 55 og 59 procent, og hvor Wells Fargo for tre år siden lå forholdsvis stabilt på 58 procent. Vi kan ikke se tegn på, at der skulle være langsigtede ændringer i omkostningsambitionerne i banken, hvor en stor andel af detailbank er positivt for den potentielle omkostningseffektivitet.

Det er forventningen, at Wells Fargo vil komme tilbage til en forrentning af kerne-egenkapital på mere end 17 procent, som de også tidligere har leveret igennem en årrække. Til sammenligning var dette nøgletal omkring 19 procent for den største amerikanske bank, J.P. Morgan Chase, i 2019. Typen af bankforretninger i Wells Fargo er fordrende for en sammenlignelig rentabilitet, hvortil banken er overkapitaliseret med en kernekapitalsprocent på omkring 11,5 procent mod ledelses mål på omkring 10-10,5 procent.

Alene ved at udlodde overkapitaliseringen til medejerne gennem aktietilbagekøb vil Wells Fargo komme et procentpoint nærmere kapitalafkast-målsætningen. Trods det nuværende overnormale omkostningsniveau var forrentningen af egenkapital, eksklusiv immaterielle aktiver, 13 procent i 2019, og dermed fortsat værdiskabende. Wells Fargo er i dag prissat omkring 1,3 gange kerne-egenkapitalen, og vi finder, at den langsigtede værdiskabelse og stabilitet er mærkbart undervurderet på dette niveau. Det årlige udbytte udgør omkring fire procent af markedsværdien, hvortil banken tilbagekøbte ti procent af egne aktier gennem det forløbne år, og hvor aktietilbagekøbene også i 2020 vil være massive.

Mens skandalen i vores optik var et udtryk for en ukontrolleret salgskultur, findes værdierne i Wells Fargo i et stærkt privatbank-brand, og en balance med industriledende detail-indeståender. Indeståender fra privatkunder er en attraktiv finansieringskilde til udlån, da renten på disse er betydeligt lavere end ved kapitalmarkeds-finansiering eller indestående fra virksomheder. Wells Fargo betalte under 0,1 procent for

disse 600 milliarder dollar i detailindeståender indtil for knap to år siden, hvilket er en meget attraktiv pris for finansiering.

Yderligere er der ikke tegn på, at kreditkulturen i Wells Fargo har lidt knæk, og det er værd at bemærke, at selv gennem den finansielle krise i 2008 og 2009 havde Wells Fargo overskud, som de har haft det i alle år siden 1987.

### **Jagten på højere risiko**

De lave renter har ligeledes ført til, at der er sket betydelige skift i aktivallokeringen hos særligt europæiske fonde og pensionskasser, da det forventede afkast på obligationsinvesteringer er utilfredsstillende lavt. I jagten efter højere afkast ses der tegn på, at investorerne bevæger sig længere ud på risikokurven for at finde afkastpotentiale, herunder voksende allokeringer til mere illikvide og uigennemsigtige papirer som private debt og private equity, samt alternative investeringsfonde og såkaldt venture capital, hvor der investeres i virksomheder i den helt spæde opstart.

I sidste års beretning beskrev vi i denne sammenhæng den japanske SoftBank-kontrollerede Vision Fund og de umiddelbart forestående børsnoteringer af transporttjenesterne Uber og Lyft. Vi redegjorde for, at vi havde svært ved at se de reelle værdier, der skulle understøtte markedsværdier på op mod 100 milliarder amerikanske dollars hver, vel og mærke opgjort på det noterede marked.

Det er værd at notere sig, at den kombinerede markedsværdi af de to selskaber i dag er under 65 milliarder dollars. Det er selvfølgelig lavere end tidligere værdier opgjort ud fra transaktioner før børsnoteringerne, men i vores optik er det også i dag svært at relatere markedsværdierne og den manglende underliggende værdiskabelse i virksomhedernes nutidige drift.

Den stærkt underskudsgivende kontorudlejningsplatform WeWork er et andet eksempel herpå. Japanske Soft Bank, der står bag den omtalte Vision Fund, har sidste år indskudt kapital i WeWork, på hvad der svarede til en værdiansættelse på 45 milliarder dollars. Herefter ejede denne Vision Fund mere end 30 procent af WeWork. WeWork stod i 2019 over for en børsnotering. Denne børsnotering blev dog aldrig til noget, da der end ikke kunne opnås en børsnoteret markedsværdi på 15 milliarder dollars.

Et andet af SoftBanks porteføljeselskaber er indiske OYO, der er en hotelplatform, hvor mindre, uafhængige low-end hoteller kan kobles på platformen i et forsøg på at øge rentabiliteten. Hotellerne bliver omdøbt til OYO uden at foretage større ændringer i selve hotellerne. Baseret på rapporter indgår OYO oftere og oftere aftaler, hvor der garanteres et årligt minimumsbeløb til ejerne af hotelejendommene, hvilket skaber en betydelig finansiell risiko for OYO og usikkerhed, når markederne er absolut mest udfordret. Vi følger udviklingen i OYO, da det britiske hotelnetværk InterContinental Hotels Group (IHG) er en del af de globale porteføljer i BLS Invest.

Baseret på seneste transaktioner er markedsværdien på OYO omkring 10 milliarder amerikanske dollars – vel og mærke baseret på handler på det noterede marked.

En sammenligning er her interessant, da den offentlige markedsværdi på IHG, der som nævnt er en del af vores globale portefølje, er knap 12 milliarder dollars. Der er således alene en forskel på to milliarder dollars på de to selskaber.

Det er ikke kun på markedsværdien, at der er en forskel på to milliarder dollars. For mens driftsindtjeningen i IHG i 2019 var omkring 850 millioner dollars, havde OYO et underskud på 1,3 milliarder dollars. Den indiske platform tjente altså to milliarder dollars mindre end det britiske hotelnetværk og uden en tydelig vej til overskud. Finansieringen af disse umiddelbart vedvarende underskud skal findes et eller andet sted, hvorfor der fortsat vil være brug for kapital fra risikosøgende investorer.

Det er ikke fordi, at vi ikke kan se latente værdier i dele af hotelindustrien. BLS Invest er fortsat glade medejere af den britiske hotel-franchisegiver IHG.

### **Hotelnetværket IHG**

Godt nok er det et britisk domicileret og noteret selskab, men IHG henter mere end 70 procent af de frie pengestrømme fra USA og har en markedsledende position i Kina. Der er knap 900.000 værelser og omtrent 5.000 hoteller i IHGs netværk. Ingen af dem bærer dog navnet IHG. Gæster vil i stedet se genkendelige brands som Holiday Inn Express, Holiday Inn, Crowne Plaza, Avid, Kimpton, Six Senses eller InterContinental.

IHG ejer alene 12 af disse hoteller, hvorimod resten er baseret på franchisekontrakter. Franchisetagerne er således ejere af de hotelbygninger, der udgør IHGs netværk. Omsætningen i IHG består af franchisegebyrer, der udgør omkring fem procent af hotelomsætningen i netværket. Mens hotelejerne har svært ved at opnå afkast på den investerede kapital på mere end 10 procent, er dette kvalitetsnøgletal mere end 100 procent hos IHG.

Årsagen til den høje rentabilitet skal findes i, at vækst for IHG ikke kræver anlægsinvesteringer. Faktisk er der i dag udviklingsprojekter for mere end 50 milliarder dollars i IHGs pipeline, der over de kommende fire til fem år vil bidrage til højere indtjening i IHG, bogstaveligt talt uden at dette kræver en dollar i anlægsinvesteringer fra selskabet. I tillæg til franchisegebyrerne betaler hotelejerne i IHGs netværk omkring tre procent om året til en såkaldt "systemfond". Denne systemfond finansierer forretningsudvikling, markedsføring samt IT-udvikling.

Resultatet af dette er faktisk, at IHG så godt som intet skal betale for at opbygge brands, udvikle IT-systemer eller åbne nye hoteller. Når disse er bygget på baggrund af andres finansiering, bidrager det til indtjeningen og værdiskabelsen i IHG. Det er da fantastisk.

Men hvorfor ønsker uafhængige hotelejerne at blive franchisetager hos IHG eller de to andre store, globale kæder Marriott og Hilton? Der er betydelige økonomiske fordele, og afkastet på den investerede kapital for hotelejerne vil typisk kunne fordobles eller mere fra et mindre tilfredsstillende niveau på 3-5 procent. Som en del af kæderne vil andelen af udlejede værelser typisk være højere, hvilket er betydende for en hotelejer, hvor driftsomkostningerne er domineret af faste omkostninger og hver ekstra dollar i omsætning fører til stigende indtjeningsniveauer. Økonomien forbedres ligeledes af kædernes mulighed for at udnytte størrelsen i forhandlinger med såkaldte online rejseagenter, for eksempel Hotels.com. For uafhængige hoteller kan disse rejseagenter ofte kræve op mod 30 procent af den værelsespris, hotellerne sælger reservationer for, og disse agenter kan udgøre op mod halvdelen af hotellernes reservationer.

Ved at være en del af IHG kan denne omsætningsdeling i gennemsnit nedbringes til 10 procent, og andelen af værelser gennem portalerne kan nedbringes til omkring 15 procent af de udlejede værelser. Det er en økonomisk forskel, der kan mærkes hos franchise-tagerne.

Stabiliteten og forudsigeligheden i IHG er høj. Ved at udbyde franchisekontrakter er de variable omkostninger meget begrænsede, og indtjeningen vil vokse hurtigere end omsætningen, når netværket vokser som i IHG. Mens driftsindtjeningen i dag udgør omkring 53 dollars for hver 100 dollars i omsætning, forventes dette niveau at stige med omkring 1 dollar om året de kommende ti år.

Kontrakterne i IHG er lange, typisk omkring 20 år. Når et hotel er åbnet, er det forholdsvis lige til at beregne den forventede fremtidige indtjening. Antallet af nye værelser forventes at vokse godt fem procent om året som følge af en hastigt voksende pipeline af allerede indgåede aftaler om kommende åbninger. Denne pipeline består af 260.000 værelser, der skal supplere de allerede knap 900.000 åbne værelser, hvilket svarer til 30 procents vækst. Grundet de lange kontrakter på omkring 20 år kan nutidsværdien af hotellerne i

pipelinen opgøres med forholdsvis stor sikkerhed, og vores udregninger viser, at indtjeningen fra de uåbnede værelser kan være i omegnen af 250 millioner dollars om året, hvilket i sig selv vil øge indtjeningen i IHG med knap 30 procent. Grundet fraværet af kapitalbindinger bliver hele indtjeningen til frie pengestrømme. De årlige frie pengestrømme udgør i underkanten af fem procent af markedsværdien på IHG.

Det kan godt være, at føromtalte OYO en dag vil være indtjeningsgivende og værdiskabende, men vores filosofi er at identificere velafprøvede forretninger med en veldokumenteret evne til at skabe værdi. Denne test kan OYO ikke bestå, men det kan IHG i høj grad.

Ledelseskvalitet står højt på vores liste over mindre målbare faktorer, som definerer kvalitetsselskaber. IHG har en stærk kultur, hvor ledelsen er fremadskuende med fokus på de centrale værdidrivere. Administrerende direktør Keith Barr har været i IHG i mere end 20 år, mens finansdirektør Paul Edgecliffe-Johnson har været i gruppen i 15 år. Det minder om Hotel California fra Eagles: You can check out any time you like, but you can never leave!

Teknologi er en drivkraft bag øget effektivitet i hotelreservationer og et fokuspunkt for ledelsen. IHG har et loyalitetsprogram med 100 millioner medlemmer, hvilket giver et særdeles attraktivt datasæt, som franchisetagerne i IHG kan udnytte gennem algoritmer, der kan assistere i at estimere forventet efterspørgsel og yderligere hjælpe hotelejerne til at fastsætte sine priser. Hvornår skal et værelse forsøges at sælges til fuld eller nedsat pris, og hvilke salgskanaler skal det gå igennem.

### **Vores selskaber gavnes af teknologi – også uden at udvikle det**

Virksomhederne i vores porteføljer har i gennemsnit eksisteret i mere end 100 år. Det er således velafprøvede forretningsmodeller, der har bestået tidens prøvelser og vist sig i stand til at skabe markante og forudsigeligt voksende frie pengestrømme. Det er dog også virksomheder, som løbende tilpasser sig deres omgivelser – hvad enten det er i form af strukturelle ændringer på de markeder, hvor de opererer, eller mere interne forhold som kunne være et konstant fokus på at optimere driften og de tilknyttede kapitalbindinger.

Vores selskaber kan generelt drage fordel af mulighederne ved forbedret teknologi og automatiserede processer. Vi har en stor tro på, at en øget anvendelse af teknologi, herunder software og IT, for en lang række selskaber kan forstærke de konkurrencemæssige fordele og styrke indtrængningsbarriererne for nye konkurrenter. Det betyder dog ikke, at teknologiselskaber fylder en stor del af vores porteføljer. Det hænger sammen med, at vi ved mange segmenter inden for teknologi enten ikke ser os i stand til at udpege fremtidens vindere, eller ikke ser attraktivt afkastpotentiale grundet en høj prissætning. Vores investeringsfilosofi sætter mere pris på én fugl i hånden end ti på taget.

Der ses dog store muligheder for, at vores selskaber kan nyde godt af øget anvendelse af data, kunstig intelligens, ”machine learning” samt software-”robotter” og forudsigende analyseværktøjer.

Det er mange år siden, at foreningens porteføljer har haft så lav en teknologieksposering, som det er tilfældet i dag. Afkastpotentialet har været vurderet mere attraktivt i andre af porteføljens selskaber. En højere eksponering havde ellers været gavnligt for porteføljernes afkast i 2019, hvor teknologisektoren, målt ved MSCI AC World Information Technology, havde et afkast på knap 50 procent, hvilket var markant højere end alle andre sektorer. Vi har ikke investeringer i de såkaldte FAANG-aktier (Facebook, Amazon, Apple, Netflix og Google) eller de kinesiske BAT-aktier (Baidu, Alibaba, Tencent).

FAANG udgør i dag omkring en femtedel af det brede amerikanske S&P 500 og drev en endnu højere andel af kursudviklingen for indekset i 2019. Disse selskaber er de fem største selskaber i indekset opgjort på markedsværdi. Vi er dog ikke historieforldte, og selvom de generelle indtjeningsforventninger til disse

selskaber er gode hos analysehuse, så er det værd at bide mærke i den betydelige historiske udskiftning, der har været blandt de største selskaber i verden målt på markedsværdi.

Den lavere eksponering mod teknologi i de globale porteføljer kan tilskrives, at en stærk kursudvikling i betalingsnetværkerne Visa og MasterCard har været hurtigere end væksten i deres frie pengestrømme. Som følge af den lavere pengestrømsrente har vi vurderet afkastpotentialet lavere trods en uændret positiv opfattelse af selskabernes muligheder for en langsigtet og meget attraktiv værdiskabelse i form af stigende pengestrømme og begrænsede investeringsbehov.

Afdeling Danske Aktier kunne i efteråret glædeligt generhverve andele i SimCorp, der var afhændet i første halvår som følge af betydelige kursstigninger og hermed en meget høj prissætning. SimCorp har siden afdelingens opstart været den største positive bidragsyder, og vi ser fortsat positivt på forretningsmodellen i den globale markedsleder. SimCorp havde i 2019 en god vækst i antallet af kontrakter, hvor 12 nye kunder tilkøbte SimCorp Dimension, et porteføljestyringssystem, der udvikles og sælges af SimCorp. Fokus hos SimCorp er i stigende grad på kapitalejere, såsom pensionskasser, der udgør omkring halvdelen af det definerede marked for SimCorp. Vi ser gode muligheder for, at SimCorp kan levere på ledelsens målsætning om to cifrede årlige vækstrater i omsætningen og stigende indtjeningsmarginaler over længere perioder.

Hvad der betales for et selskab, er et vigtigt element i at skabe attraktive afkast. At identificere gode selskaber af høj kvalitet danner et godt fundament for dette, men prislelementet bør aldrig overses. Uagtet kvaliteten og forventet vækst i de frie pengestrømme kan alt købes for dyrt.

Den øgede anvendelse af teknologi i alle virksomheder er dog ikke uden bekymringer. Vi har i senere år set flere eksempler på selskaber, hvor fjendtlige kræfter har hacket netværk og hele virksomheder og derigennem haft indflydelse på, og endda lukket, hele virksomheder i flere dage. Senest i september 2019 gik dette udover den danske høreapparatsproducent Demant, og dette påvirkede årets indtjening negativt med 550 millioner kroner, som følge af 575 millioner kroner i estimeret tabt omsætning og 75 millioner i ekstra omkostninger, hvortil forsikringer dækkede omkring 100 millioner kroner. IT-nedbruddet i Demant kunne næppe være kommet på et værre tidspunkt, da virksomheden netop var startet på lanceringen af sit nye high-end høreapparat, hvilket blev stærkt påvirket af nedbruddet.

Der har været flere eksempler gennem de seneste år, hvor store virksomheder som A. P. Møller-Mærsk og britiske Reckitt Benckiser har haft systemnedbrud som følge af såkaldt "ransom-ware". Desuden har der været sager om betydelige læk af følsomme forbrugerdata fra amerikanske selskaber som Marriott, Yahoo!, Target og Equifax. Cybersikkerhed står utvivlsomt højt på agendaen til direktions- og bestyrelsesmøder verden over, og det er svært at vurdere risikoen.

Hvis der er brug for udvikling af nye, og eventuelt mere sikre, systemer, kan virksomheder i Danmark, Norge, Storbritannien eller Holland ringe til IT-konsulenthuset Netcompany, der i 2019 blev en del af Afdeling Danske Aktier. Netcompany er en udfordrer på det danske marked, men har i løbet af sine 20 år siden opstarten vundet betydelige markedsandele. Forretningsmodellen bygger på, at det er de samme IT-ingeniører, der sælger projektet, som der leverer det, hvilket er med til at øge sandsynligheden for, at projekter leveres til tiden, til aftalt pris og i aftalt kvalitet.

Modsat softwareudvikleren SimCorp sælger Netcompany således ikke et stykke software, en applikation eller et særligt program. Der sælges løsninger, som skræddersyes den enkelte kundes behov. Der er en performancedrevet kultur i Netcompany, hvor 8 ud af 10 nyansættelser sker direkte fra universitetet, og hvor gennemsnitsalderen i virksomheden er omkring 30 år. En del af muligheden for værdiskabelse er da også, at disse unge og arbejdsomme konsulenter ikke udgør en lige så høj omkostning, som mere erfarne konsulenter, og at ambitionsniveauet er med til at holde produktiviteten oppe. Netcompany oplever stærk vækst og var i 2018 eksempelvis nødt til at holde igen på nyansættelser og undgå deltagelse i udvalgte projektudbud for at

kunne fastholde den særlige kultur, som de fire stiftere, der fortsat er aktive i enten driften af selskabet eller bestyrelsen, har skabt i Netcompany.

Netcompany voksede i 2019 omsætningen med 18 procent foruden opkøb og har en driftsindtjening svarende til omkring hver fjerde omsætningskrone. Ledelsens målsætning er at vokse toplinejen med 20 til 25 procent om året uden opkøb samt gradvist at øge indtjeningsniveauet fra de nuværende 25 kroner for hver 100 kroner i omsætning, hvilket er markedsledende indtjeningsmarginaler. De første aktier til Afdeling Danske Aktier blev erhvervet i februar 2019 på en kurs omkring 205-215 kroner per aktie, og denne sluttede året i en kurs på 317 kroner. Vi vurderer, at der er langsigtet absolut afkastpotentiale i selskabet, hvorfor selskabet fortsat er en del af den danske aktieportefølje.

### **Sover dog roligt om natten**

Cybersikkerhed er et eksempel på, hvad vi kan kalde for en kendt risiko. Risikoen er der, det ved vi, men vi kan ikke vurdere eller kvantificere den eller hvad udfaldet eventuelt vil være. Vi har dog stor tiltro til vores selskabers ledelser og deres løsninger på området. Det er derfor ikke noget, der holder os vågne om natten.

En af fordelene ved at investere i gode selskaber er, at de altid arbejder for dig. Hvad enten man er vågen eller sover, skaber de værdi. Vi søger ikke at identificere højdespringerne i enkelte år men derimod at identificere selskaber, der besidder de kvaliteter og egenskaber, der i vores optik danner rammerne for god kvalitet.

Vi måler kvalitet gennem afkastet på den investerede kapital, og som tidligere omtalt er dette fortsat på et højt niveau for porteføljerne. Mens det for Afdeling Danske Aktier er 28 procent, er det omkring 49 procent for de globale afdelinger. Indtjeningsvæksten for de globale selskaber var i 2019 aftaget i forhold til 2018, hvor den amerikanske skattereform var understøttende for en attraktiv vækstrate. Indtjeningen per aktie voksede med omkring 20 procent i 2018. Der var ikke samme høje fart på væksten i 2019, men der ses ikke anderledes på vores forventning om, at væksten i indtjening og frie pengestrømme per aktie vil være omkring ti procent om året for begge porteføljer over flerårige perioder.

Balancestyrken i begge porteføljer er fortsat god med næsten ingen gæld og derfor mulighed for attraktive udbytter. Den frie pengestrømsrente er omkring 4,5 procent i begge porteføljer, hvilket er samme niveau som for tre og fem år siden. Trods generelt stærke kursudviklinger ser vi således ikke, at prissætningen som helhed har ændret sig. Dette skyldes en kombination af væksten i selskabernes frie pengestrømme, samt løbende omlægning fra mindre til mere attraktivt prissatte selskaber. Det er en del af den porteføljepleje, som vi overvåger hver dag, og som skal være med til hele tiden at sikre, at der er gode muligheder for fortsat langsigtede, attraktive absolutte risikostjerede afkast.

Der vil være udsving undervejs, og hvert år på aktiemarkedet er anderledes end det foregående. Dette var også tilfældet i 2019. Vi forsøger således ikke at forudsige, hvordan det kommende år vil se ud på aktiemarkeder verden over. Som det har været tilfældet siden opstarten af BLS Invest i 2008, så forsøger vi at identificere gode selskaber til gode priser. Vi glæder os til også fremover at deltage i vores selskabers løbende, stærke værdiskabelse.

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 tabsrisici. 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.