

Halvårsbrev

Kapitalforeningen BLS Invest



Gl. Holte, august 2021

Kære Medinvestor,

Det er naturligt at fokusere på, hvilke langsigtede konsekvenser vi kommer til at se som følge af coronavirussen, som trods en massiv indsats fra sundhedsvæsener, regeringer, centralbanker og private virksomheder har vist sig sværere end ventet at få bugt med.

Vi kan også godt forstå, hvis nogle undrer sig over, hvorfor aktiekurserne er fortsat med at stige midt under en global sundhedskrise uden fortilfælde i nyere tid.

Siden starten af pandemien har vi dog været overbeviste om, at menneskers fundamentale sociale behov nok skal føre os tilbage til et samfund og et adfærdsmønster, der ikke adskiller sig væsentligt fra det, vi kendte før pandemien, og i takt med at restriktionerne lempes, ser vi flere tegn, der styrker vores overbevisning. Desuden er det glædeligt at kunne konstatere, at pandemien i mange industrier har afstedkommet yderligere digitalisering af forretningsmodeller og betalinger og yderligere styrkelse af markedsledernes markedspositioner - allesammen trends, som vores markedsledende selskaber allerede før pandemien var velpositionerede til at drage nytte af.

Vi er trygge ved fremtiden for såvel vores danske som vores globale aktieporteføljer, og vores filosofi om langsigtet medejerskab i stærke, profitable, forudsigeligt voksende, markedsledende og veldrevne selskaber, har vi ikke ændret på siden, vi etablerede BLS Capital i 2008 – et tidspunkt, hvor verden i øvrigt også stod midt i en uventet og stor krise, nemlig den globale finanskrisen.

Coronavirussen er en udfordrende stresstest for det globale erhvervmiljø, og porteføljeselskabernes driftsresultater siden pandemiens udbrud understreger fordelene ved at eje robuste og gennemtestede forretningsmodeller af høj kvalitet med begrænset brug af gæld. Vi ser optimistisk på fremtiden og vurderer, at porteføljeselskabernes konkurrencemæssige position og deraf afledte finansielle fremtidsudsigter samlet set er styrket under pandemien.

Det aktuelle meget lave renteniveau har ikke blot reduceret afkastkravet på aktier og herigennem ledt til aktiekursstigninger. Aversionen mod en lav eller ligefrem negativ rente har også medført øget risikovillighed, og investeringsbeslutninger træffes i mindre grad end normalt på baggrund af velovervejede underliggende analyser af aktivers fremtidige indtjeningsevne.

I januar blev modeordet ”meme-aktier” (aktier i nødlidende selskaber hvis aktiekurser manipuleres, typisk gennem chatfora) eksempelvis en del af den daglige finansdebat, og efter GameStop-aktiens værdimæssigt ubegrundede himmelflugt, blev meme-aktier føjet til listen af populære spekulative investeringer, som vi ikke forstår os på, og derfor ikke deltager i.

Øjensynligt kan det for nogen være svært ikke at lade sig rive med på den spekulative rejse, når venner og kollegaer beretter om de lette penge, de har tjent på investeringer i dette og hint, men overbevisningen ved

kaffemaskinen i BLS er uforandret, at det bedste langsigtede afkast genereres ved at være tålmodige aktionærer i stærke selskaber med voksende frie pengestrømme. Mere herom senere i brevet.

Regeringer bekæmper de økonomiske konsekvenser af pandemien ved at pumpe penge ud i økonomierne, i form af blandt andet hjælpepakker og investeringer, mens centralbanker i hidtil uset tempo trykker penge og opkøber offentlige og private obligationer for at presse renterne i bund.

Det er måske nok den rette samfundsøkonomiske medicin, men det giver nogle bemærkelsesværdige følgevirkninger. Eksempelvis blev den effektive rente på femårige græske statsobligationer den 14. juli 2021 for første gang nogensinde negativ¹.

Pensionskasser, banker og privatinvestorer ønskede altså for første gang at betale den græske stat, der i 2012 var på kanten af en statsbankerot, som stadig økonomisk lammer landet, for at bruge deres penge. Nu om stunder er negative renter ikke noget særsyn (hvor mærkværdigt det end kan synes), men når et dybt forgældet land, i midten af en verdensomspændende pandemi, pludselig bliver betalt for at bruge andres penge, vidner det om, at vi netop nu investerer i en ganske særlig kontekst af pengeregighed og risikovillighed.

For at undgå en simultan sundheds- og finanskriser har regeringerne og centralbankerne verden over påtaget sig at øge likviditeten i det finansielle system gennem lempelig penge- og finanspolitik samt via diverse direkte økonomiske stimuli. Udover de førnævnte negative renter og forhøjede afkast på aktivinvesteringer, oplever forbrugerne derfor en betydeligt øget likviditet, og med den påførte følelse af øget velstand strømmer de til markedet og driver efterspørgslen på råvarer, varer og tjenester op.

Dette sker samtidig med, at verdens produktions- og forsyningskæder er besværet af reduceret mobilitet og samværsbegrænsninger som følge af pandemien. Kombinationen af høj efterspørgsel og begrænsninger i udbuddet udmønter sig derfor i den eneste parameter, der kan give sig, nemlig priserne, og "inflation" er således tilbage på investoraendagen. Vi har tidligere omtalt inflation i relation til vores porteføljer og investeringsfilosofi, og genbesøger emnet med en uddybende gennemgang senere i brevet.

Afkastene i første halvår

BLS Invest afdeling Globale Aktier KL opnåede i første halvdel af 2021 et afkast på 17,9 procent. Siden opstart den 30. september 2008 har afdelingen således opnået et afkast efter alle omkostninger på i gennemsnit 14,5 procent om året. I samme periode har det globale aktiemarked, opgjort ved MSCI AC World, haft et gennemsnitligt årligt afkast på 10,6 procent. En investering i afdeling Globale Aktier KL på 100.000 kroner ved afdelingens opstart ville således være blevet til 559.773 kroner ved udgangen af juni, mens det globale aktiemarked ville have forrentet investeringen til 361.722 kroner. Alle afkast opgøres inklusiv geninvesterede udbytter, og for BLS Invest opgøres alle afkast efter alle omkostninger.

BLS Invest afdeling Globale Aktier Akk., hvor porteføljesammensætningen er den samme som i ovenstående afdeling, opnåede gennem årets første 6 måneder et afkast på 19,3 procent. Afdelingen blev etableret senere end den før omtalte afdeling Globale Aktier KL, og havde således første handelsdag den 28. november 2014. Siden da har afdeling Globale Aktier AKK opnået et afkast på i gennemsnit 15,3 procent om året, mens det globale aktiemarked i samme periode har haft et afkast på 11,2 procent om året.

BLS Invest afdeling Danske Aktier KL var den første afdeling i foreningen med opstart d. 26. februar 2008. Ved udgangen af juni var afkastet for afdelingen 13,7 procent for 2021, mens afdelingen siden opstart har haft et gennemsnitligt årligt afkast på 13,3 procent om året efter alle omkostninger. Det danske aktiemarked, opgjort ved OMX Copenhagen Capped, har i samme periode haft et afkast på 11,3 procent om året.

¹ <https://www.ft.com/content/db66bcb9-65d0-4671-a77f-928b88490fa2>

En investering på 100.000 kroner ved opstarten af afdelingen var således blevet til 532.062 kroner ved udgangen af juni, mens OMX Copenhagen Capped havde forrentet den samme investering til 416.377 kroner.

Den 5. februar 2020 lancerede vi afdelingen Danske Aktier Akk., der følger samme strategi og portefølje som Danske Aktier KL. I første halvår var afkastet i afdelingen 14,0 procent, og siden opstarten har Danske Aktier Akk. haft et afkast på 28,5 procent svarende til 19,6 procent om året.

Historiske afkast er ikke en garanti for fremtidige afkast, men det er vores overbevisning, at der kan genereres merværdi gennem en aktiv investeringstilgang med fundamental fokus på langsigtet investering i stærke selskaber med gode muligheder for reinvestering af overskud til høje afkast på investeret kapital.

Status på porteføljerne

Når vi analyserer og måler børsnoterede selskaber, har vi en holistisk tilgang, hvor vi vurderer selskabernes markedsposition, ledelse og økonomiske nøgletal. I forhold til nøgletallene, lægger vi især vægt på, om selskaberne har en dokumenteret evne til at tjene penge til deres ejere, aktionærerne.

De beregninger vi foretager, når vi vurderer et selskab, er omfattende, men kan basalt set opsummeres i tre nøgletal. Det første er det, som på engelsk kaldes Return on Invested Capital, eller RoIC. Det sætter virksomhedens afkast i forhold til de penge, der er investeret i virksomheden. Eksempelvis kan vi bedre lide en virksomhed, der kan tjene 500 millioner kroner på sin forretning, som der i alt er investeret 1 milliard kroner i, end vi kan lide en virksomhed, der tjener 1 milliard kroner på en forretning, der er investeret 10 milliarder kroner i.

Det andet nøgletal vi ser på, er gælden i en virksomhed. Vi har ikke et problem med, at en veldrevet virksomhed låner penge for at ekspandere, men for høj gæld kan skabe problemer, især hvis de økonomiske vinde vender. Her ser vi på gælden i forhold til den enkelte virksomheds årlige driftsindtjening.

Endeligt er der den såkaldte pengestrømsrente. Den beregner vi ved at sætte den pengestrøm, som virksomheden skaber via sin forretning, i forhold til virksomhedens samlede markedsværdi.

Man kan sige, at de første to nøgletal siger noget om forretningens kvalitet, mens det sidste nøgletal siger noget om, hvad kvaliteten koster.

Nedenfor er de tre nøgletal samlet for vores to grundporteføljer, BLS Globale Aktier og BLS Danske Aktier:

BLS Globale Aktier	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1H2021
RoIC	48.1%	46.0%	47.4%	42.8%	44.4%	49.1%	45.6%	41.3%
Gæld / Driftsindtjening	-0.1	-0.4	-0.1	-0.1	0.1	0.2	0.7	0.7
Pengestrømsrente	4.4%	4.6%	4.2%	4.3%	5.1%	4.5%	4.3%	4.1%

BLS Danske Aktier	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1H2021
RoIC	31.3%	39.9%	43.0%	39.8%	36.4%	27.6%	23.7%	28.6%
Gæld / Driftsindtjening	1.2	0.3	0.3	0.2	-0.1	0.2	0.0	-0.7
Pengestrømsrente	4.7%	5.8%	4.1%	4.7%	5.6%	4.3%	4.5%	4.0%

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

Stigningen i gældsætningsgraden i BLS Globale Aktier skyldes primært investeringen i bryggeriet Anheuser-Busch InBev i marts 2020. Selskabet har et højere gælds niveau, end vi normalt foretrækker, men vores komfort med selskabets kapitalstruktur og evne til at nedbringe gældsætningsgraden betragteligt er høj. En samlet gældsætningsgrad på under 1 års driftsindtjening før af- og nedskrivninger på vores globale portefølje kan sammenlignes med selskaberne inkluderet i indekset MSCI World, som har en gennemsnitlig gældsætningsgrad på cirka 2 års driftsindtjening før af- og nedskrivninger ved udgangen af første halvår 2021.

For BLS Danske Aktier ses det, at gældsætningsgraden faktisk er negativ. Det skyldes, at selskaberne i porteføljen samlet set ikke har nettogæld, men derimod ligger med nettolikvider.

Ændringer i porteføljerne

Første halvår af 2020 bød på ekstreme kursudsving – og markante kursfald – på børsmarkedet afledt af coronavirusen. Dette skabte attraktive muligheder for os til at købe os ind i flere store solide markedsledere såsom det amerikanske softwareselskab ADP, bryggeriet Anheuser-Busch InBev og sportsmærket adidas. Første halvår af 2021 har været mere normalt, set i et historisk perspektiv, og porteføljeaktiviteten er derfor også tilbage på det historiske lavere niveau.

Gennem årets første seks måneder har vi reduceret porteføljernes andel af finansielle aktier ovenpå en gunstig kursudvikling i sektoren, mens svag kursudvikling og således mere attraktiv prissætning har givet anledning til en øget eksponering mod forbrugsaktier.

I den globale portefølje har vi efter næsten ni års ejerskab frasolgt vores position i kreditkortselskabet American Express. Dette skyldes på ingen måde utilfredshed med udviklingen i selskabets drift – nærmere det modsatte. Markedet har dog også anerkendt forretningens styrke og med en kursstigning på 41,8 procent i løbet af halvåret, tilbød markedet at betale historisk høje godt 18 amerikanske dollar for hver forventet overskuddsdollar i American Express i 2021. Vi valgte at takke ja til markedsprisen og solgte vores aktier for at allokere kapitalen mod andre selskaber.

Vi har ligeledes frasolgt vores position i livs- og sundhedsforsikringsselskabet Prudential efter fem års ejerskab og reduceret vores position i private wealth selskabet St. James's Place ovenpå en særdeles stærk kursudvikling.

I den globale portefølje har vi i marts tilføjet en gammel kending til porteføljen, nemlig forbrugsselskabet Procter & Gamble. Efter en svag kursmæssig udvikling trods et solidt organisk vækstmomentum og massive frie pengestrømme handler Procter & Gamble til en attraktiv pengestrømsrente på knap fem procent. Generelt mener vi, at markedet undervurderer styrken og vækstpotentialen i Procter & Gambles frie pengestrømme. Med en defensiv global markedsledende portefølje af anerkendte dagligvarebrands såsom Tide, SK-II, Gillette, Pampers og Always er vi nu igen glade medejere og deltagere på selskabets værdiskabende rejse.

De største kursudviklinger i halvåret i den globale afdeling kom fra American Express (41,8 procent), St. James's Place (41,0 procent) og speditøren Expeditors (37,9 procent), mens vores Macau-kasino Sands China (-1,1 procent), Coca-Cola (+3,4 procent) og Tryg (+4,7 procent) havde de laveste kursudviklinger. Udover Sands China ejer vi også Macau-kasinoet Galaxy Entertainment Group, og selvom begge stadig genererer positive pengestrømme, så er de fortsat hårdt ramt af indrejsebegrænsninger og andre negative effekter af pandemien. Vi vurderer dog fortsat, at vores kasinoer er stærkt positionerede til en genåbning af Macau samt til langsigtet, profitabel vækst drevet af spillelystne og stadigt rigere kinesere.

I vores danske afdeling har vi mod slutningen af halvåret beklageligvis solgt aktier i skadesforsikringsselskabet Alm. Brand, og de sidste aktier i selskabet blev solgt fra i starten af juli.

Frasalget af Alm. Brand skete efter annonceringen af opkøbet af skadesforsikringselskabet Codan Danmark, som har samme størrelse som Alm. Brand målt på årlige præmier, men betydeligt lavere profitabilitet målt over de seneste tre år. Hvor Alm. Brand har haft erstatninger og andre omkostninger på mellem 85 og 90 procent af præmieindtægterne, så har de tilsvarende tal for Codan Danmark ligget omkring 100 procent.

I runde tal var markedsværdien af Alm. Brand cirka 10 milliarder danske kroner inden annonceringen af opkøbet. Fratrullet selskabets overkapitalisering på cirka 1,5 milliard danske kroner, som Alm. Brand ville have kunnet udbetale til sine aktionærer, vurderede markedet således værdien af Alm. Brands skadesforsikringsforretning til cirka 8,5 milliarder danske kroner. Inklusiv forventede restruktureringsomkostninger på cirka 1 milliard danske kroner betalte Alm. Brand 13,6 milliarder danske kroner for Codan Danmark - altså en betydelig overpris for et åbenlyst ringere aktiv. Fra et kapitalallokeringsperspektiv er vi således langt fra overbeviste om, at handlen og sammenlægningen er en god og værdiskabende idé, og samtidig finder vi købsprisen for høj til, at der kan realiseres tilstrækkelig værdi for aktionærerne. På den baggrund besluttede vi at allokere kapitalen til vores øvrige porteføljeselskaber.

Vores begejstring for dansk og nordisk skadesforsikring er dog intakt efter frasalget af Alm. Brand, og vi glæder os over, at Tryg, som sælger af Codan Danmark, blev begunstiget af den høje salgspris. Tryg nyder sammen med vores andet danske skadesforsikringselskab, Topdanmark, fortsat en særdeles gunstig positionering i det nu yderligere konsoliderede og finansielt attraktive danske og nordiske skadesforsikringsmarked med udsigt til yderligere forbedringer i indtjeningen fra forsikringsdrift.

Halvårets højeste kursudviklinger i de danske afdelinger kom fra DSV Panalpina (43,9 procent), Topdanmark (32,1 procent) og Novo Nordisk (24,8 procent), mens Alm. Brand (-24,8 procent), SimCorp (-12,2 procent) og Boozt (-0,1%) havde de laveste kursudviklinger.

Ny i den globale portefølje er Boozt, der allerede var at finde i den danske aktieportefølje. Mens vores selskaber i gennemsnit har eksisteret i 105 år, så er dét Boozt, der findes i dag, blot ti år gammel. Men topchef Hermann Haraldsson driver efter vores mening en digital salgskanal efter de samme principper som store erhvervsfolk som Harrods' Charles Harrod og stifterne af Magasin, Theodor Wessel og Emil Vett.

Selv om 75 procent af al tøjhandel i Norden stadig foregår i fysiske butikker, så er 25 procent nu rykket online. Og det er en tendens, der kun er blevet forstærket under pandemien. Eksempelvis fik Boozt sidste år 26 procent flere kunder, og kundetilgangen er fortsat, så Boozts markedsledende forretning nu har 2,3 millioner aktive kunder i Norden.

Som andre dygtige detailforretninger fokuserer Boozt ikke kun på at sælge de rigtige varer til den rigtige pris. God markedsføring og gode kundeoplevelser er også en del af opskriften på godt købmandskab. Faktisk bruger Boozt 11 procent af sin omsætning på at skaffe nye kunder og få dem til at forblive loyale. Det skal ses i forhold til, at indtjeningsmarginalen er på 7 procent.

Boozt har blandt andet investeret i et centralt robotstyret lager, der kan levere over 80 procent af kundernes ordrer næste dag og samtidig sikre en smidig returproces. Det kan konkurrenterne ikke hamle op med, og kunderne værdsætter det. På Trustpilot får Boozt 4,6 ud af 5 stjerner, hvilket er klart bedre end konkurrenterne.

Selv om Boozt i 2021 ikke har været populær på aktiemarkedet, så har vi stor tiltro til virksomhedens langsigtede potentiale. En stærk markedsposition, en energisk og kompetent ledelse og et marked i strukturel vækst er noget, vi godt kan lide. Mellem 2015 og 2020 steg omsætningen i gennemsnit 40 procent om året, og efter 2 opjusteringer i løbet af årets 2 første kvartaler forventer ledelsen nu, at omsætningen vokser med mellem 27,5 og 32,5 procent i 2021, hvilket vi stadigvæk anser for konservativt, blandt andet på grund af ekspansion af produktudbuddet med blandt andet produkter til hjemmet og parfumer. Hertil kommer, at

Boozt har en bundsolid balance med en kontantbeholdning på 1,5 milliarder svenske kroner, svarende til 12-13 procent af markedsværdien.

Vi ser en mangeårig attraktiv vækstrejse, hvor Boozt fortsat kan vinde nye kunder og øge sin omsætning betydeligt i det umodne og strukturelt voksende nordiske marked. Initiale investeringer i denne vækstmulighed påvirker naturligvis den kortsigtede profitabilitet, men vi bifalder, at det strategiske fokus for nærværende holdes på at øge salget, hvorefter vi forventer at størrelsesfordele over en årrække vil løfte driftsoverskuddet per omsætningskrone fra de nuværende seks-syv procent til over ti procent.

Det er den langsigtede indtjeningsevne det drejer sig om

Generelt har de fleste aktieinvestorer haft meget at glæde sig over de senere år. I 2019 gav BLS Invest Globale Aktier KL et afkast efter alle omkostninger på 30,9 procent. I 2020 blev det til 2,9 procent, mens afkastet i første halvår 2021 som sagt var på 17,9 procent. For BLS Invest Danske Aktier KL er de tilsvarende tal på 30,5 procent i afkast for 2019, 17,9 procent for 2020 og så yderligere 13,7 procent i afkast efter omkostninger for første halvdel af 2021.

De markante kursstigninger har fået flere investorer, herunder også nogle af vores medinvestorer, til at blive bekymrede for, om aktiemarkedet simpelthen er steget for meget. Om vi er på vej ind i en kursboble, der vil punktere og føre til store kursfald.

Vi skal ikke komme med kortsigtede bud på, hvad aktiekurserne vil gøre i den nære fremtid. Vi kan dog konstatere, at der for selskaberne i vores porteføljer er en tæt sammenhæng mellem langsigtet indtjeningsvækst og langsigtede stigende aktiekurser.

Hvis et selskab stabilt kan vise, at man tjener flere penge over tid, er der for os at se intet underligt ved, at selskabets aktiekurs også stiger.

Lad os som et enkelt eksempel tage porteføljeselskaberne Moody's og S&P Global, der tilsammen udgør et globalt duopol for kreditvurderinger, med en samlet markedsandel på 90 procent.

Kreditvurderinger er en industri med enorme adgangsbarrierer og en stærk evne til at kontrollere egne salgspriser, da man ikke kan komme udenom en kreditvurdering fra en af de to førende kreditvurderingsinstitutter, såfremt man vil betale så lav en rente på sine virksomhedsobligationer som muligt.

Vi har været glade medejere af Moody's siden 2009 og har på denne rejse oplevet en årlig vækstrate i Moody's omsætning på cirka 10 procent, mens den lave marginalomkostning ved mersalg har afledt et løft i driftsmarginerne i perioden fra 39 procent til næsten 50 procent. Dette har afledt vækst i driftsindtjeningen på 13 procent årligt, mens aktietilbagekøb har været med til at øge den årlige vækst i indtjening per aktie til i alt 18 procent.

Moody's fantastiske evne til år efter år at generere indtjeningsvækst er helt essentiel for den kursudvikling, aktien har givet os. Gennem 12 års ejerskab er vi blevet belønnet med ikke mindre end 24 procent i gennemsnitligt årligt afkast i ejerskabsperioden sammenlignet med 16 procent i årligt afkast for S&P 500-aktieindekset. At Moody's fortsat stræber efter mindst 10 procent i årlig vækst i indtjening per aktie, gør os kun endnu mere komfortable medejere.

Sammenhængen mellem den imponerende indtjeningsvækst og aktiekursudvikling i Moody's er alt andet end tilfældig. Siden markedstoppen på Halloween den 31. oktober 2007 har indtjeningsvækst været den mest dominerende faktor i forhold til kursudvikling på aktiemarkedet.

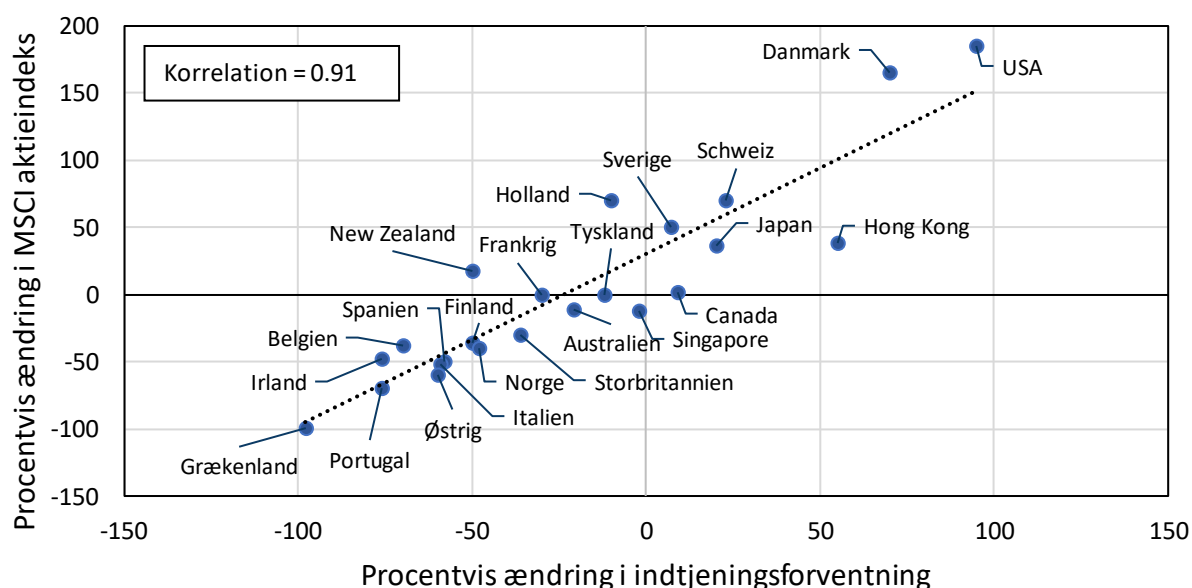
Nedenfor er en graf der, over den angivne periode, viser sammenhængen mellem den procentvise ændring i en række nationale aktieindeks, sammenholdt med den procentvise ændring i analytikernes indtjeningsforventninger for selskaberne i aktieindeksene. I grafen angives en korrelationskoefficient, der er et mål for styrken af denne sammenhæng.

I et rationelt aktiemarked bør forventninger om en højere indtjening, alt andet lige, føre til en højere aktiekurs. Og det er præcis, hvad der ses. Faktisk er den såkaldte korrelationskoefficient på 0,91. Det betyder, at 91 procent af ændringen i aktiekurserne kan forklares med ændrede indtjeningsforventninger.

Med andre ord har indtjeningsvækst været lig med aktiekursstigning over perioden, mens det modsatte også har været tilfældet.

Indtjeningsvækst og aktieafkast er stærkt korrelerede

(periode: 31. oktober, 2007 til 24. juni, 2021)



Kilde: Leuthold Group

Som det fremgår, skiller USA og Danmark sig positivt ud med høj indtjeningsvækst og flotte stigninger i indeks, mens størstedelen af de europæiske lande ligger med indtjeningsniveauer under 2007-niveauet og med dertilhørende udvikling i indeksværdierne.

Over den relativt lange periode fortæller grafen også noget om betydningen af det politisk bestemte makroøkonomiske miljø og samfund, som alverdens selskaber driver deres forretninger i. Bortset fra Schweiz, Danmark og Sverige har ingen europæiske lande kunnet mønstre indtjeningsvækst for deres børsnoterede selskaber over den 14-årige periode, og ikke overraskende finder vi Grækenland som det dårligst performende land af alle.

I økonomisk forstand har Europa i bedste fald stået stille. Til sammenligning har indtjeningsvæksten i USA været markant på en baggrund af rettidige pengepolitiske og finanspolitiske indgreb, der har stimuleret forbrugere og virksomheder, når der var behov for det - og aktiekurserne er fulgt efter.

I vores danske afdeling glæder vi os over, at vi som danskere startede BLS med at fiske i en dam med relativt få, men til gengæld fantastiske fisk. I den noget større globale dam har vores amerikanske og danske selskaber også bidraget solidt til performance, men over perioden har vi også - med behørig iagttagelse af de forskellige politiske forhold - kastet vores snøre ud i andre afkroge af dammen, og fanget fantastisk

indtjeningsvækst og aktiekursperformance i for eksempel britiske private wealth manager St James's Place, finske elevatorproducent Kone og Hong Kongs kosmetikkæde Sa Sa International Holdings.

I den lille dam er udvalget mindre, men til gengæld er det lettere at få øje på de lækre fisk - hvis de altså er der. I den store dam er der flere lækre fisk, men også længere imellem dem og flere middelmådige fisk, der konstant forstyrrer billedet. Vi konstaterer med glæde, at vores investeringsfilosofi, som blandt andet indebærer at lede efter god stabil indtjeningsvækst, indtil videre har været en succesfuld fiskestang i begge damme.

AutoZone har sort bælte i indtjeningsvækst per aktie

20 procent i årligt aktionær afkast siden 2000 med 20 procent årlig vækst i indtjening per aktie igennem samme periode. De fleste ville nok forvente, at disse bedrifter må stamme fra en teknologivirksomhed med tocifrede vækstrater.

Man ville næppe tro, at selskabet bag disse bedrifter, autoreservedelsforhandleren AutoZone, har opnået dette med "blot" 5 og 8 procents årlig vækst i henholdsvis salg og driftsoverskud siden 2000. AutoZone har med andre ord 38-doblet deres aktiekurs siden 2000 sammenlignet med en 4-dobling for aktieindekset S&P 500.

Vi tilføjede AutoZone til den globale portefølje i december 2020, og var også aktionærer fra juni 2011 til december 2018. Det er ikke kun selskaber, der øger salg og indtjening med tocifrede vækstrater årligt, som kan levere solide langsigtede afkast til aktionærer. AutoZone er et eksempel på, hvorfor kontrolleret og forudsigelig vækst kombineret med god kapitalallokering er en særdeles effektiv strategi, hvis man vil optimere det langsigtede aktionær afkast.

Tilgangen har siden starten i 1979 været at tilbyde bilejeren et bredt udvalg af reservedele til deres biler i pæne velholdte omgivelser med fremragende kundeservice. AutoZones vækststrategi har været at øge salg og driftsindtjening gennem kontrolleret profitabel vækst, afledt af en kombination af åbning af nye forretninger og lav encifret årlig salgsvækst blandt eksisterende forretninger.

I dag er AutoZone den største reservedelsforhandler i USA med cirka 6.500 forretninger, 100.000 ansatte og knap 13 milliarder amerikanske dollar i årligt salg. AutoZone åbner omtrent 200 nye forretninger årligt, og som den største aktør udgør AutoZone omtrent 16 procent af markedet.

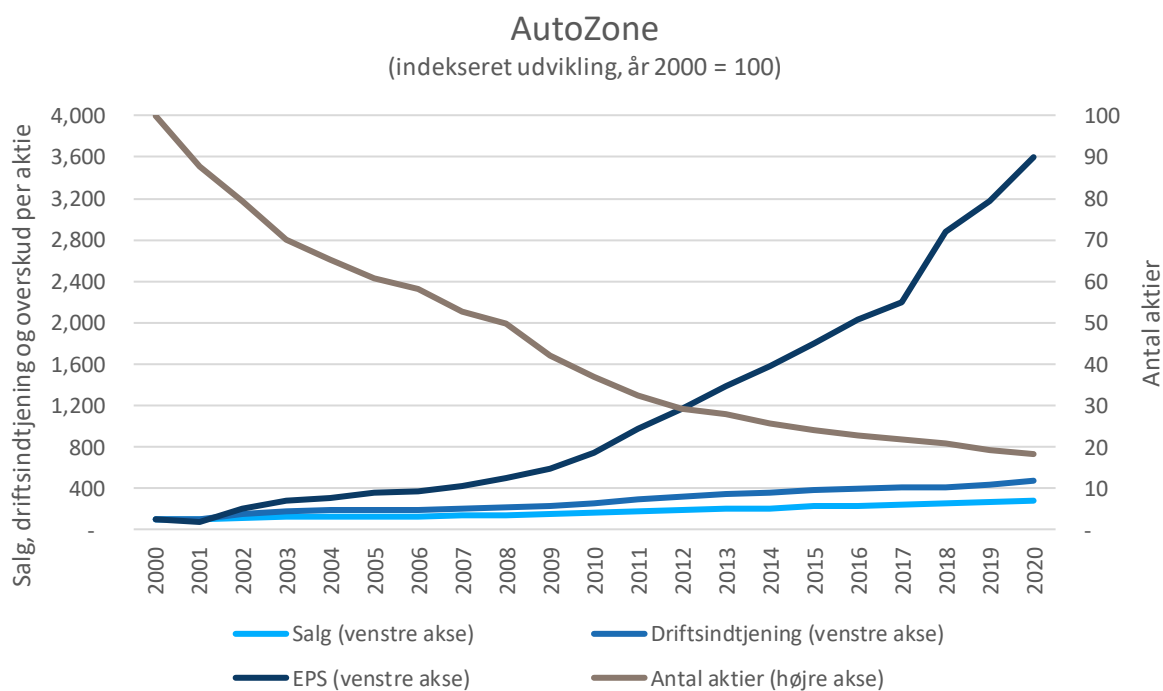
Ud af de næsten 300 millioner biler på vejene er 200 millioner af disse mindst 7 år gamle, hvilket er kernen i AutoZones målgruppe, da biler med mindst 7 år på bagen kører uden garanti og kræver vedligehold. Næsten tre fjerdedele af salget realiseres gennem egne forretninger, hvor produkter sælges direkte til bilejere, mens den sidste fjerdedel udgøres af salg til mekanikere – et forretningsben som vokser tæt på 10 procent årligt eller dobbelt så hurtigt som salget direkte til bilejere. Vækstbanen er lang, da AutoZone løbende vinder markedsandele fra små uafhængige familiedrevne forretninger, som udgør over halvdelen af markedet, alt imens markedet for salg til mekanikere er endnu mere fragmenteret - og her har AutoZone kun fire procents markedsandel.

Størrelsen giver AutoZone væsentlig styrke i forsyningskæden, og de kan derfor forhandle gode priser med leverandører og opnå lange kredittider på op til 140 dage. Dette gør, at leverandørgælden overstiger værdien af varelageret. AutoZones kunder betaler ved kassen, og uden kundetilgodehavender er AutoZones pengebinding i driften, den såkaldte arbejdskapital, markant negativ. Dette gavner afkastet på investeret kapital, som har været over 30 procent i en lang årrække, hvilket vi forventer kan fortsætte, i takt med at AutoZone vokser og styrker sin markedsposition.

Stabiliteten i forretningen er beundringsværdig med driftsmarginer omkring 20 procent, da biler skal vedligeholdes uanset økonomien. Under recessioner tenderer bilejere endda at udskyde køb af nye biler og i stedet vedligeholde deres nuværende, hvilket også gavner AutoZone på sigt. Coronavirussen viste sig at have gevaldig positiv indvirkning på AutoZone, da folk fik mere tid hjemme til at ordne bilen, og med økonomiske stimuli samt begrænsede muligheder for at bruge penge på sociale aktiviteter, så brugte amerikanerne i stedet flere penge på at vedligeholde deres biler.

Salget gennem fysiske forretninger er i betydelige grad beskyttet mod online handel som udgør cirka ti procent af det samlede reservedelsmarked. Eftersom problemer med bilen ofte skal ordnes i en fart, har kunden sjældent lyst til at vente dagevis på levering og risikere at reservedelen alligevel ikke passer. Dette gør tidsperspektivet mere vigtigt for kunden end prisen, hvorfor kunden oftest foretrækker at købe delen hos en reservedelsforhandler og få værdifuld hjælp af en ansat med ekspertviden, eller at sende bilen forbi mekanikeren. Der er samtidig en lang række varer, som eksempelvis bilbatterier, der ikke må leveres til hjemmeadresser af sikkerhedsmæssige årsager. Som nævnt i starten har AutoZone fokus på fremragende kundeservice, og en ansat – også kaldet en ”AutoZoner” – vil både gå og køre langt for at hjælpe kunderne, da kundeservice er en essentiel parameter i bilejeres valg af reservedelsforhandler. Historierne er talrige, hvor en AutoZoner er kommet ilende ud til en strandet bilejer med nedbrud.

Skeptikere kan også påpege, at elbilernes udbredelse vil fjerne en væsentlig del af forretningsgrundlaget for reservedelsforhandlere. Dette har man varslet i mange år, uden effekten har været at se, og både kulturelle og strukturelle udfordringer gør, at vi ikke er bekymrede for AutoZones forretningsmodel. Hvis alle elbiler, der nogensinde er blevet solgt i USA, kørte på vejene i dag, ville de udgøre under en halv procent af det samlede antal biler på vejene. Den langsomme fornyelse af bilparken i USA har afledt en gennemsnitlig bilalder på 12 år, og AutoZone har således lang tid til at tilpasse deres varesortiment og servicemodell til en ændret sammensætning af den amerikanske bilpark. Desuden er USA et stort land, og det vil kræve gigantiske investeringer i infrastruktur at udbygge elnettet til at understøtte, at en elbil kan køre 4.000 kilometer fra Californien til New Jersey - og investeringer af den størrelsesorden kommer til at tage tid.



Kilde: AutoZones årsregnskaber

Selv om AutoZone har været uhyre profitabel, så har selskabet faktisk aldrig udbetalt udbytte. AutoZone har i stedet købt næsten 85 procent af deres aktier tilbage siden 1998 svarende til at aktionærer, der ikke har deltaget i tilbagekøbsprogrammerne, har syvdoblet deres ejerskab af virksomheden i perioden uden at røre en finger.

AutoZones CEO, Bill Rhodes, har været en drivende kraft bag selskabets succes, og siden hans tiltræden i 2005 har AutoZone øget indtjeningen per aktie med næsten 17 procent årligt, driftsmarginen er løftet 2 procentpoint, og afkastet på investeret kapital er steget fra 24 til 38 procent.

AutoZone køber aktuelt deres egne aktier tilbage til en pengestrømsrente på seks procent. Det, synes vi, er god kapitalallokering på baggrund af den fortsat lange vækstbane og en forretningskvalitet i den absolutte top, og vi er derfor glade langsigtede aktionærer i AutoZone.

Om at gøre "ingenting" når alle andre gør en masse

"Aktivitetstilbøjelighed" eller den menneskelige præference for at "gøre noget" når forskellige handlemuligheder præsenteres, er et velbeskrevet kognitivt fænomen, der viser sig i mange forskellige situationer.

Forestil dig for eksempel, at du er en af verdens bedste fodboldmålvogetere. Dit hold er i Champions League finalen, og kampen skal afgøres på straffespark. Den første modstander lægger bolden til rette, træder et par skridt tilbage, og begynder at løbe mod bolden - hvad gør du? Baseret på en undersøgelse fra 2008 af 286 straffespark foretaget i verdens førende ligaer vil du med 95 procent sandsynlighed springe til en af siderne, og med cirka 13 procent sandsynlighed redde straffesparket. Når du ligger på græsset i den ene side af målet, kan du med 33 procent sandsynlighed konstatere, at modstanderen sparkede lige midt i målet - præcis det sted du ville have stået, hvis du havde valgt ikke at gøre noget.

Eller forestil dig at du er en højtuddannet læge. Foran dig sidder en patient og fortæller om sine symptomer. Baseret på symptomerne og de undersøgelser du kan foretage, kan du ikke umiddelbart påvise sygdom eller opstille en plausibel sygdomshypotese - hvad gør du? Ifølge en undersøgelse fra University of Michigan fra 2017 vil du i 37 procent af tilfældene tilbyde patienten yderligere eksamination og/eller behandling, der er dokumenteret formåls- og virkningsløs og i bedste fald ikke-skadelig i forhold til patientens symptomforklaring.

Begge er eksempler på aktivitetstilbøjelighed, som vi finder interessante. Den dygtige målmand ville øge sandsynligheden for at redde straffesparket ved at blive stående midt i målet. Den dygtige læge ville bedre udnytte begrænsede sundhedsbudgetter ved ikke at igangsætte nytteløse initiativer. At gøre "ingenting" er i begge tilfælde både klogest og lettest, men alligevel gribes der i begge tilfælde resolut til handling. Sammenligningen til, hvad der for øjeblikket foregår i aktiemarkedet, er til at få øje på.

Opmuntret af ekspansiv finans- og pengepolitik, økonomisk tanket op med Corona-hjælpepakker, tilskyndet af familie, venner og kolleger og drevet af kognitiv aktivitetstilbøjelighed, kunne vi i første halvår 2021 konstatere, at mange investorer fortsat og måske endda i stigende grad opførte sig som målmænd og forsøgte sig med usandsynlige, men spektakulære TV-redninger.

Vi har i tidligere års- og halvårsbreve skrevet om tulipanløg, kryptovalutaer og andre aktiver som vi ikke ser nogen som helst økonomisk berettigelse i at kaste sig efter. I starten af 2021 tog vanviddet nye højder, da begrebet "meme-aktier" pludselig blev tilføjet vores vokabularium. Meme-aktier er kort fortalt populære chat-forum-aktier, typisk i nødlidende selskaber, hvis kurser ændres voldsomt, ikke på grund af selskabernes værdiskabende bedrifter (snarere tværtimod), men simpelthen fordi en gruppe investorer kollektivt beslutter sig for at købe eller sælge aktierne af emotionelle årsager.

Den første meme-aktie, der stjal rampelyset, var GameStop, som i løbet af januar måned steg 1.625 procent, efter at chat-forum brugere besluttede sig for at købe op i aktien for at straffe hedgefonde, der havde bygget short-positioner i aktien, fordi de vurderede, at forretningsmodellen var så svag, at aktiekursen kun kunne falde.

Bedømt på aktiekursstigningen skulle man tro, at GameStop havde opfundet en måde at skabe guld på, men det er os bekendt ikke tilfældet. GameStop er en amerikansk kæde, der sælger fysiske computerspil, og i takt med at handlen med computerspil er rykket online, har GameStop tabt styrkende med penge i årevis - med ringe eller ingen udsigt til forbedring. Ikke desto mindre, er markedsværdien af GameStop i løbet af første halvår 2021 gået fra 1,2 milliarder amerikanske dollar ved halvårets begyndelse til 14,8 milliarder amerikanske dollar ved udgangen af juni. På den dyreste handelsdag rundede GameStops markedsværdi 22,6 milliarder amerikanske dollar, svarende til halvanden gange markedsværdien af stærkt profitable, markedsledende og velpositionerede Tryg. Vi er målløse.

Efter GameStop kastede investorerne sig efter endnu en meme-aktie, den amerikanske biografkæde AMC. Ligesom GameStop har AMC i en årrække været en underskudsforretning, og pandemien har selvfølgelig gjort ondt værre - i 2020 leverede AMC et resultat på minus 4,6 milliarder amerikanske dollar, og udsigterne til overskud fra driften er lange. Ikke desto mindre steg aktien kraftigt gennem første halvår af 2021, og på 2 uger i maj var markedsværdien pludselig oppe med 418 procent. Ved årets begyndelse var markedsværdien af AMC 0,5 milliarder amerikanske dollar, da meme-effekten var på sit højeste i maj, var markedsværdien af selskabet 28,2 milliarder, og ved udgangen af halvåret var markedsværdien af det uprofitable selskab faldet en anelse tilbage til stadigt uforståelige 25,5 milliarder amerikanske dollar.

Listen af meme-stocks blev hurtigt lang, og i løbet af første halvår 2021 gav meme-fænomenet anledning til stigninger på mere end 150 milliarder amerikanske dollars i 30 af de mest eftertragtede meme-aktier, svarende til cirka 3 gange deres markedsværdi ved årets begyndelse.

Samlet svarer stigningerne næsten til markedsværdien af hele Novo Nordisk. Som lægen, der ikke kan opstille en plausibel sygdomshypotese, og dermed ikke kan ordinere et meningsfyldt behandlingsforløb, kan vi ikke med finansielt og økonomisk rationale retfærdiggøre, hvordan meme-aktierne kan give anledning til pengeanbringelse. I vores optik svarer investering i meme-aktier til at kaste sig til siden velvidende, at det klart vil være at foretrække at blive stående. Aktivitetstilbøjelighed, muligvis krydret med andre uproduktive kognitive tilbøjeligheder, synes at være eneste mulige forklaring.

I BLS følger vi opmærksomt med i de investeringsmuligheder, som markederne hver dag tilbyder os, men når vi præsenteres for en liste af muligheder som ovennævnte, så kaster vi os ikke efter dem. Vi kaster os heller ikke efter selskaber af lav kvalitet, der af og til bliver tilbudt til lavere priser, når markederne er urolige. I den slags situationer gør vi faktisk absolut ingenting. Vi bliver stående, tålmodigt, midt i målet og venter på at kunne gribe investeringsmuligheder i de selskaber, vi forstår, som passer i vores filosofi, og som vi kan købe til attraktive priser. I vores optik er det bedste råd for langt de fleste at forholde sig i ro og holde godt fast i det man har, hvis depotet er fyldt med solide kvalitetsaktier. I BLS har vi holdt godt fast i de kvalitetsaktier vi har grebet gennem årene. I BLS Danske Aktier er der i gennemsnit gået 9,4 år, siden vi første gang købte aktier i porteføljeselskaberne, mens tallet for BLS Globale Aktier er 5,6 år.

I BLS' globale portefølje er fire af de længst ejede selskaber kreditvurderingsselskabet Moody's, luksusvareproducenten LVMH, autoreservedelsforhandleren AutoZone og betalingsnetværket MasterCard. Vi greb dem første gang i henholdsvis maj 2009, december 2010, maj 2011 og december 2011, og de har siden givet afkast på henholdsvis 1.438 procent, 642 procent, 537 procent og 1.070 procent.

Afkast og indtjening siden første køb

BLS Globale Aktier	Gns. årlig EPS-vækst	År med faldende indtjening	Gns. årligt afkast	Gns. årligt markedsafkast
AutoZone	20.7%	Ingen	20.1%	11.8%
Moody's	18.2%	Ingen	25.2%	13.0%
LVMH	17.1%	2015, 2020	20.9%	11.2%
MasterCard	21.8%	2020	29.4%	13.3%

Kilde: BLS, Bloomberg og selskabers årsrapporter

I alle 4 selskaber har bestyrelsesformanden og den administrerende direktør været med i over 10 år, og for LVMH har Bernard Arnault som 46,4 procent aktionær, administrerende direktør og bestyrelsesformand siddet ved roret i 32 år. Lav udskiftning i topledelsen giver langsigtet strategisk fokus og forudsigelighed, som dokumenteres af de tilsammen næsten 40 års indtjeningshistorik hvoraf 37 har budt på stigende indtjening og kun 3 på fald.

Desuden har selskaberne nydt godt af deres markedsledende positioner i voksende brancher med nærmest uigennemtrængelige adgangsbarrierer. Det har afledt høje afkast på den investerede kapital samt voksende frie pengestrømme. Moody's fortsætter, sammen med kreditvurderingsselskabet S&P Global, som vi også er medejere af, med at dominere branchen for kreditvurderinger, med deres samlede markedsandel på cirka 90 procent, og væksten understøttes både af den økonomiske udvikling i samfundet, udvikling af tilstødende analyseservices og sidst men ikke mindst af årlige realprisstigninger på 3-4 procent.

LVMH har en unik portefølje af nogle af verdens mest eksklusive og ældste brands inden for mode, smykker og alkohol, og med voksende global velstand, byder fremtiden på fortsat vækst for LVMH, som også nyder godt af løbende at kunne sætte priserne op på deres eftertragtede brands.

Sidst men ikke mindst er der Mastercard, som sammen med Visa også udgør et duopol på det voksende marked for kontantløse betalinger, alt imens tilstødende services inden for analyse, cybersikkerhed og forebyggelse af svindel bidrager til tocifrede vækstrater i frie pengestrømme per aktie.

I BLS' danske portefølje er 4 af de længst ejede selskaber speditøren DSV, softwareselskabet SimCorp, medikoselskabet Coloplast og farmaselskabet Novo Nordisk, som siden de første investeringer i 2008 har givet henholdsvis 1.483 procent, 986 procent, 1584 procent og 983 procent i afkast.

De danske selskabers ledelser er også kendetegnede ved kontinuitet, og deres bestyrelsesformænd, CEOs og CFOs har i gennemsnit været i selskaberne i henholdsvis 12 år, 21 år og 15 år. Eksempelvis, startede Novo Nordisk's CEO, Lars Fruergaard Jørgensen, i selskabet i 1991, og leder nu, med særdeles erfaren og sikker hånd, den fortsatte acceleration af indtjeningsevnen fra en stadigt stærkere markedsposition. Efter halvårets afslutning annoncerede SimCorp, at CEO, Klaus Hølse, primo september vil overdrage ledelsesansvaret til COO, Christian Kromann.

I de 12 år vi har været medejere af Novo Nordisk, har selskabet år efter år leveret stigende indtjening og over de 4 gange 12 år, der er gået, siden vi første gang købte aktier i DSV, Novo Nordisk, SimCorp og Coloplast, har kun 3 af årene budt på faldende indtjening. Som for selskaberne i den globale portefølje konstaterer vi, at lav udskiftning i topledelsen giver langsigtet strategisk fokus og forudsigelighed, og det er nogle af de dyder, vi værdsætter allermost.

Afkast og indtjening siden første køb

BLS Danske Aktier	Gns. årlig EPS-vækst	År med faldende indtjening	Gns. årligt afkast	Gns. årligt markedsafkast
DSV	16,8%	2009	23,0%	11,3%
Novo Nordisk	16,3%	Ingen	19,8%	11,3%
SimCorp	11,4%	2009, 2010	19,6%	11,3%
Coloplast	22,0%	Ingen	23,6%	11,3%

Kilde: BLS, Bloomberg og selskabers årsrapporter

DSV er fortsat på en lang og konsistent rejse, hvor fantastisk operationel eksekvering kombineret med en sjældnen evne til at skabe værdi ved opkøb, har positioneret selskabet stadigt stærkere.

Novo Nordisks forretning bliver ved med at imponere. Med den stærke lancering af fedmemidlet, Wegovy, som supplerer allerede markedsledende Saxenda, er Novo Nordisk nu også særdeles attraktivt positioneret på det enorme marked for fedmebehandling. Et marked med meget lav penetration og kun én konkurrent.

SimCorp har sat sig på tronen som verdens førende udbyder af software-løsninger til kapitalforvaltning og styrker for øjeblikket sin særdeles attraktive kapitallette, voksende og profitable forretningsmodel med abonnementsbaserede salgsløsninger, der på sigt vil øge profitabiliteten og fastholdelsesgraden per kunde fra høje niveauer.

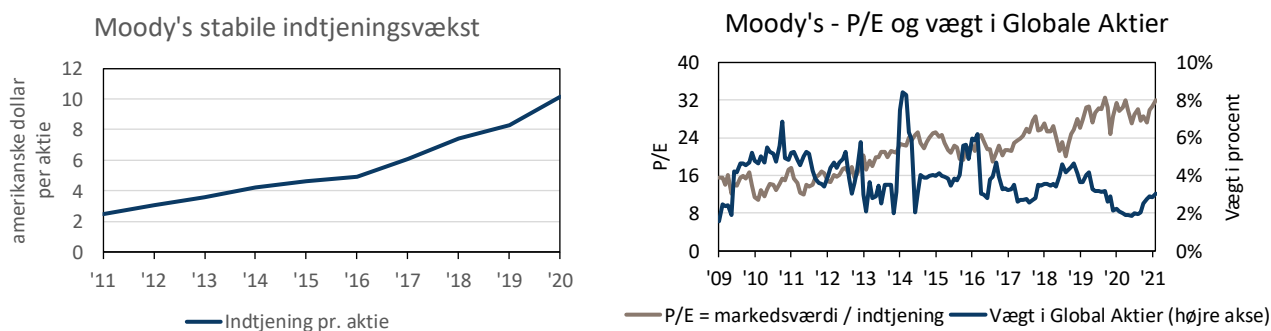
Hos Coloplast går skalafordele, effektiviseringer, produktinnovation og langsigtet strategisk fokus forsat op i en højere enhed, og for alle fire selskaber gælder, at fremtiden ser mindst lige så lys ud, som den medejersperiode vi har bag os.

Generelt er vi optimistiske i forhold til markedsvæksten og den fremtidige værdiskabelse i vores porteføljeselskaber. Vores porteføljeselskaber er som sagt i gennemsnit stiftet for mere end 100 år siden, og deres vedholdende eksekvering af deres langsigtede strategier for værdiskabelse inspirerer os hver dag til at blive stående midt i målet og lade andre om at kaste sig til siden og gribe efter uprøvede, uforståelige og risikofyldte investeringsmuligheder.

Det er en menneskelig præference at ville "gøre noget", og når mulighederne for handling er mange, kan det være ekstra svært at lade være. Men når den mest attraktive mulighed er at gøre "ingenting" og blive ved sin læst, så er det den mulighed, vi vælger.

Bytte købmand

Mens boldene i siderne får lov at passere, så afleverer vi af og til nogle af de reddede bolde tilbage og giver straffesparksskytterne en tur mere. Jo bedre vi kender boldene, og jo bedre vi kender skytterne, jo mere komfortable er vi ved at give en ekstratur, når tidspunktet og situationen er rigtig.



Som det ses af grafen ovenfor til højre, så har vi løbende afleveret nogle af vores Moody's aktier tilbage til markedet (når porteføljevægten falder). Det har vi gjort, når aktiekursen var løbet lidt for langt foran udviklingen i indtjeningen, for så at gribe aktierne igen (ses når porteføljevægten stiger), når markedet sparkede dem mod midten af målet med et mere attraktivt forhold mellem aktiekurs og indtjening.

Som langsigtede medejere af vores selskaber, og gennem vores vedholdende og grundige studier af deres forretningsmodeller samt den markeds kontekst og de industridynamikker de opererer i, kender vi vores selskaber og deres stabile indtjeningsudsigter særdeles indgående. På den baggrund føler vi os trygge ved løbende at kunne vurdere, om den gældende aktiekurs er rimelig i forhold til selskabets fundamentale værdi. Sælger man, når prisen er høj, og køber man, når prisen er lav, vil ens handelspriser (P/E i grafen til højre) være modsat korrelerede med ens porteføljevægt med en negativ korrelationskoefficient til følge. Med en korrelationskoefficient på -0,41 kan vi med tilfredshed konstatere, at vi har formået at drive godt købmandskab og gribe og returnere Moody's aktier værdiskabende over vores lange ejerperiode.

I porteføljesammenhæng betyder det en løbende omfordeling af vores positioner i forhold til de gældende markedspriser, velvidende at selskaberne underliggende holder deres langsigtede fokus og støt og roligt forløser deres værdipotentialer. Når vi bytter rundt mellem aktierne i porteføljerne, er det således blot et udtryk for købmandskab baseret på et dybdegående kendskab til varerne og i modsætning til reglen i den gamle børneleg, så bytter vi som købmænd løbende om igen.

Inflation på agendaen

Med uvant lave renter, betydeligt forhøjet pengemængde, pandemiskabte begrænsninger i produktions- og forsyningskæderne og høj forbrugerefterspørgsel er inflation igen kommet på alles læber.

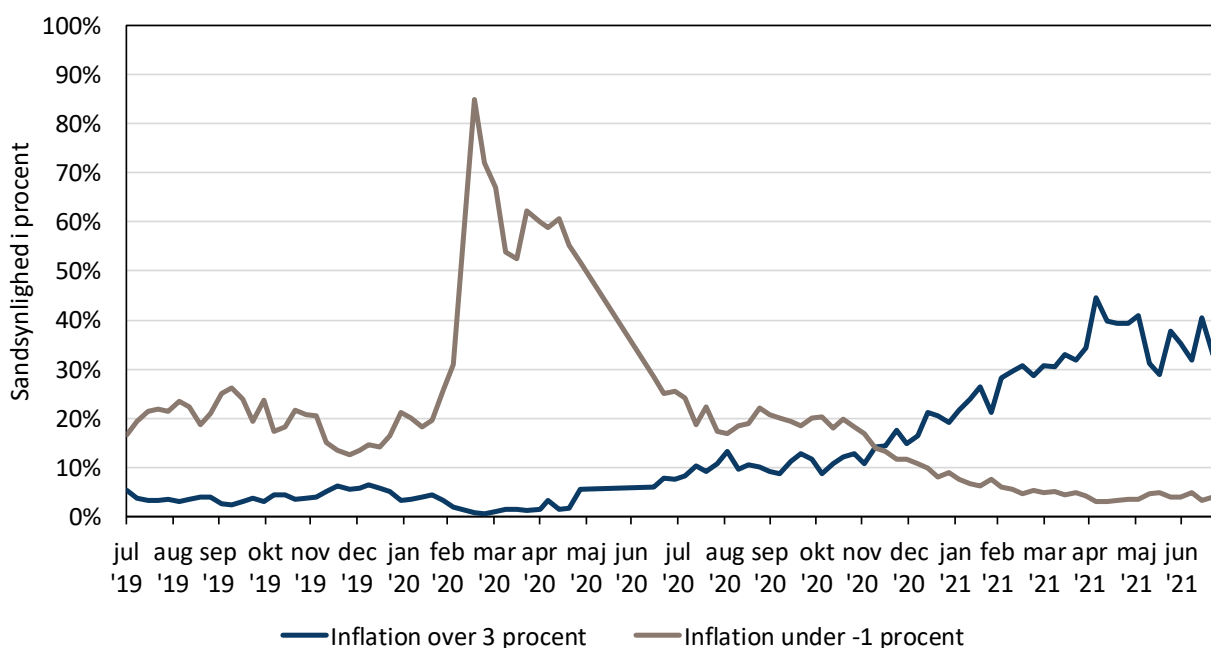
En række essentielle råvarer er steget markant i pris i 2021, og stigninger i diverse forbrugsprisindeks vidner om, at priserne på almindelige varer følger efter. Mange selskabsledelser kommenterer løbende på den inflation de oplever på tværs af både lønninger og råvarer. Eksempelvis bemærkede Warren Buffett til Berkshire Hathaways årsmøde at: *“We’re seeing very substantial inflation [...] We’re raising prices, people are raising prices to us. And it’s being accepted.”*

Det seneste år er prisen på basale råvarer såsom jern, kobber, aluminium, sojaolie og majs steget med mellem 40-150 procent. I juni måned steg det generelle amerikanske forbrugerprisindeks med 5,4 procent og

i juli måned lå stigningen på samme niveau - betydeligt over den amerikanske centralbanks langsigtede målsætning på 2 procent.

Debatten, om hvorvidt opgørelsesmetoderne bag forbrugerprisindeksene underspiller den reelle inflation, og om år-mod-år-sammenligninger er relevante givet pandemiens effekt på sammenligningsgrundlaget for 2020, vurderer vi mest til at være af akademisk interesse. De aflæselige priser i markedet og selskabernes beretninger om hvad de oplever i deres dagligdag, vidner om markant øgede prisniveauer på tværs af mange input- og varekategorier. Inflation, på et niveau der ligger markant over, hvad vi har været vant til, er lige nu et faktum, og ser man på, hvad finansmarkederne indregner for fremtiden, så ses en stigende forventning om, at inflationsniveauet i USA de kommende år fortsat vil ligge over den amerikanske centralbanks målsætning.

Aktiemarkedets implicitte vurdering af sandsynligheden for gennemsnitlig amerikansk inflation over 3 procent hhv. under -1 procent de næste 5 år



Kilde: Minneapolis Fed

Om finansmarkederne får ret i deres inflationsforudsigtelse, ved vi ikke. Mange faktorer spiller ind, og usikkerheden per faktor er betydelig. Men langtidslæsere af vores års- og halvårsbreve vil vide, at vores investeringsproces altid har tilgodeset porteføljeselskabernes evne til fortsat at levere positive realafkast, også i inflationære miljøer. Helt tilbage til afdelingernes første årsbrev fra 2008, har vi taget stilling til porteføljens positionering i forhold til inflation, og i 2012 skrev vi:

”Inflationsbeskyttelse handler om at kunne overføre stigende inputomkostninger til salgspriserne. Vi ser det som et væsentligt element i vurderingen af brancher og det enkelte porteføljeselskabs forretningsmodel, hvor inflationsbeskyttelse er afgørende. BLS Invest har en stor andel af forbrugsaktier, som i høj grad besidder ”pricing power”. Selskabernes ”pricing power” beskytter den reelle værdi af selskabernes frie pengestrømme - i modsætning til for eksempel udbetalinger fra fastforrentede obligationsfordringer.”

Betragtningerne ovenfor er stadigvæk gældende. Pricing power er fortsat et væsentligt element i vores vurdering af selskabernes niveau for inflationsbeskyttelse og udover pricing power, vurderer vi også selskabernes muligheder for at håndtere inflation ved deres evne til at kontrollere inputpriser og deres niveau og type af gældsfinansiering.

I forhold til pricing power er situationen i porteføljerne uændret. Porteføljeselskabernes pricing power er fortsat stærk, og selskabernes evne til at hæve priserne overfor deres kunder tager en række forskellige former.

Nogle forretningsmodeller har ligefrem indbyggede prisstigninger. Det er eksempelvis gældende for vores skadesforsikringsselskaber, Tryg, Sampo og Topdanmark, hvor kundernes policer indeholder klausuler om automatisk prisregulering i henhold til stigninger i forbrugerprisindekset. I tilgift påvirkes investeringsresultatet positivt af stigende nominelle renter. Automatiske prisstigninger finder vi også i de af vores selskaber, som har forretningsmodeller baseret på nominelle gebyrstrukturer, eksempelvis Moody's, S&P Global og St. James's Place samt hos kreditkortudbydere Visa og MasterCard.

Andre af vores selskaber bygger deres pricing power på årelange, massive investeringer i opbygningen af stærke brands med dertilhørende stærke forbrugerpræferencer og -loyalitet. Selskaber som LVMH (Louis Vuitton, Moët & Chandon, Hennessy, Marc Jacobs, Dom Perignon, med flere), adidas og Coca-Cola kan qua deres stærke brands hæve deres priser uden at miste markedsandel og konkurrencekraft.

I starten af pandemien i foråret 2020 øgede LVMH's modemærke, Louis Vuitton, deres priser med godt fem procent imens andre tøjmærker forsøgte at komme af med deres restlager. Coca-Cola har ligeledes for nyligt bevist, at de kan videregive forøgede inputomkostninger ved at øge prisen på Cola og efterfølgende aflægge et særdeles solidt kvartalsregnskab for andet kvartal i 2021 med stærk omsætningsvækst byggende på både pris- og volumenvækst på et niveau, hvor selskabet øgede sin markedsandel.

En tredje væsentlig kilde til pricing power blandt vores porteføljeselskaber er deres ledende markedspositioner kombineret med innovationskraft. For forbrugsvareselskabet Procter & Gamble giver selskabets størrelse mulighed for løbende at præsentere yderligere forbrugerfordele via produktinnovation, som introduceres til øgede salgspriser i de ti produktkategorier, der er selskabets fokus. I april annoncerede Procter & Gamble's COO og kommende CEO, Jon Moeller, at Procter & Gamble i efteråret 2021 vil øge priserne i flere af deres produktkategorier med 5-9 procent, med en forventning om at kunne fastholde deres markedsandele baseret på produkternes allerede attraktive værditilbud. For det kommende regnskabsår forventer Procter & Gamble at kunne modstå øgede råvare-, fragt- og andre omkostninger svarende til 18 procent af deres indtjening i det netop afsluttede regnskabsår, og stadigvæk vokse deres indtjening - endnu et stærkt vidnesbyrd om selskabets pricing power.

Tilsvarende har Coloplast en lang tradition for at udvikle førende produkter med tilstrækkelige brugerfordele til, at selskabet stødt og roligt har kunnet lancere deres nyeste produkter på højere prispunkter i deres respektive kategorier.

Vi vurderer ligeledes, at porteføljeselskaberne står stærkt i forhold til at kunne fastholde/kontrollere deres inputpriser i et inflationært miljø.

Nogle forretningsmodeller opererer med meget høje dækningsbidrag og er derfor kun i meget begrænset omfang eksponeret mod inputomkostninger. For eksempel vurderer vi, at bruttoindtjeningen for mange af Novo Nordisks nyere produkter ligger på 90 procent eller mere af salgspriserne, og derfor vil selv store stigninger i inputomkostningerne ikke have en væsentlig effekt på selskabets indtjening.

Porteføljeselskaberne MasterCard og Visa modtager et procentvist gebyr af den samlede transaktionsvolumen på deres kortnetværk. Hvis forbrugerne køber samme mængde varer, men til højere priser, stiger størrelsen af transaktionerne også på netværket. MasterCard og Visa modtager derfor en øget betaling, men uden at skulle investere yderligere i netværket.

En væsentlig del af porteføljeselskaberne er beskyttet mod produktions- og distributionsprisstigninger gennem en kombination af kontraktuelle forhold og deres generelle forhandlingsstyrke som markedsledere. Igen kan vores skadesforsikringsselskaber fremhæves, idet de alle har meldt ud, at deres fastprisaftaler med

entreprenører og værksteder rækker 12-18 måneder ud i fremtiden. Desuden er vores bryggerier godt positioneret gennem hedgingkontrakter og længerevarende fastprisaftaler med deres underleverandører, lige som de også kan opveje noget af omkostningsinflationen gennem kontrollerede indfasninger af øgede salgspriser.

I forhold til porteføljeselskabernes balancer er det også værd at bemærke, at de stort set er gældfrie. I en periode med inflation og deraf følgende stigende nominelle renter vil langt de fleste af vores selskaber således ikke blive negativt påvirkede. Det eneste porteføljeselskab med betydelig gæld er bryggerigruppen Anheuser-Busch InBev, og her er 96 procent af gælden fastforrentet, uden misligholdelsesbetingelser og uden refinansieringsbehov de næste 5 år. Stiger de nominelle renter som følge af inflation, vil Anheuser-Busch InBev således opleve en reduktion i værdien af selskabets rentebærende gæld, uden at renteudgifterne vil stige.

Lægger man det hele sammen, ser vi os altså som medejere i kvalitetsselskaber med pricing power, omkostningskontrol og stort set ingen gældsætning, og vi er derfor ikke bekymrede over risikoen for perioder med både midlertidig og længerevarende moderat inflation. I begge tilfælde vil vores selskaber ikke blot klare skærene men efter vores vurdering faktisk kunne forbedre deres konkurrencemæssige og finansielle position.

Solidt positioneret - både nu og for fremtiden

På trods af de fortsatte konsekvenser af den globale pandemi, udsigten til en periode med højere inflation end normalt samt en penge- og finanspolitik der fordrer stadigt faldende risikoaversion blandt investorerne på aktiemarkedet, så sover vi trygt om natten. Porteføljerne består af selskaber af høj kvalitet der, som gennemgået ovenfor, er gennemtestede i stort set al slags vejr og velpositionerede i forhold til den nuværende ekstraordinære situation.

På den anden side af pandemi og offentlige stimuli er vi ligeledes overbeviste om, at vores investeringsfilosofi vil fortsætte med at generere attraktive langsigtede afkast for os og vores medinvestorer. Pricing power, vækst, omkostningskontrol, høje marginer, stærke markedsledende positioner, kapitallette forretningsmodeller, lav gældsætning, fornuftig kapitalallokering og dygtigt langsigtet lederskab er nemlig hverken tids- eller situationsbestemte dyder for langsigtede investorer.

For os går kvalitetsselskaber aldrig af mode, og med afkast på den investerede kapital på henholdsvis 28,6 procent for de danske afdelinger og 41,3 procent for de globale, ser vi fortsat kvaliteten af vores selskaber som værende særdeles høj. Vores forventning, om at vores selskaber i en normaliseret verden og på lang sigt kan vokse indtjeningen og de frie pengestrømme per aktie med gennemsnitligt 10 procent årligt, er uændret, hvorfor vi fortsat ser os som solidt positioneret til attraktive fremtidige afkast til vores medinvestorer.

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.