

## Kvartalsbrev til Medinvestorerne

Gl. Holte, april 2020

Kære Medinvestor,

Første kvartal har på mange planer været en usædvanlig og ekstrem periode, og vi har derfor også valgt at lave en, for os, usædvanlig kvartalsvis opdatering på perioden siden vores årsbrev, da skriveprocessen af årsbrevet sluttede, inden corona-virus blev et globalt eskalerende problem. Vores verden ændrer sig hastigt i disse tider, og indholdet i dette kvartalsbrev er derfor et udtryk for, hvordan vi i skrivende stund analyserer og vurderer udviklingen.

Mod slutningen af første kvartal har kursfaldene været større og koncentreret over en kortere periode end på noget andet tidspunkt siden vores opstart i 2008. Tilsvarende kursfald er vel næppe set siden 1930'erne.

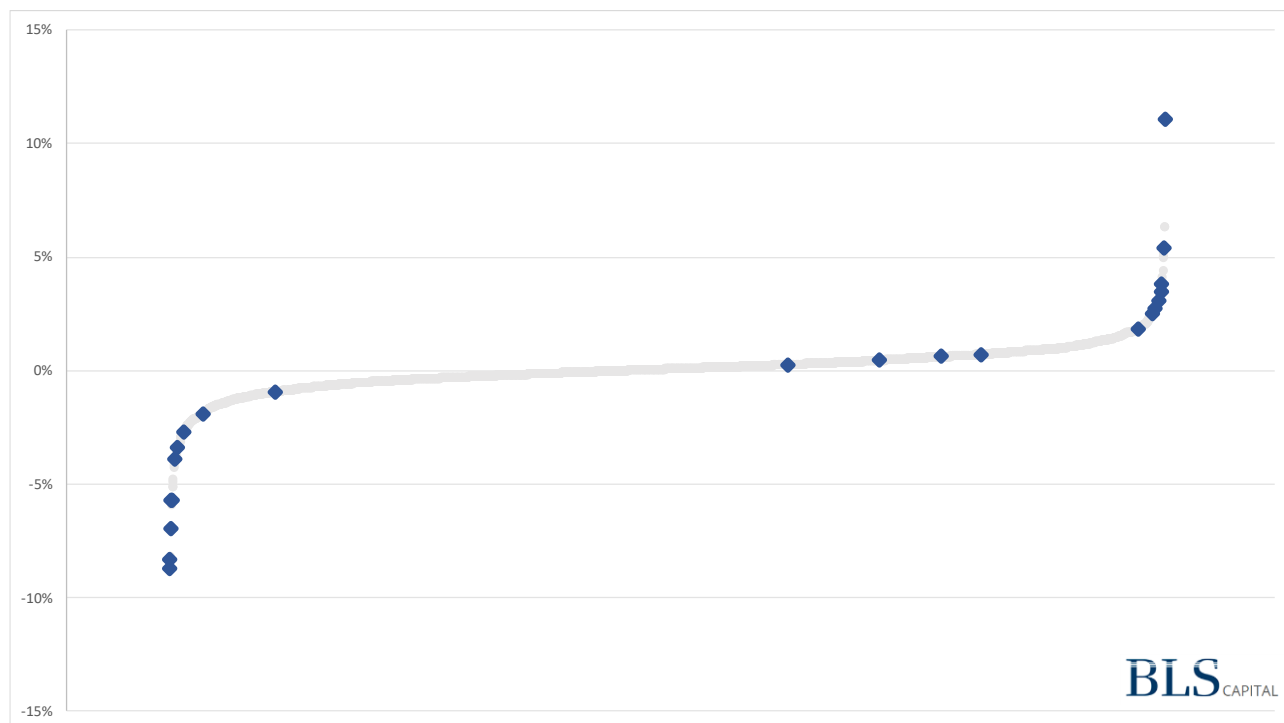
Hvis vi tager udgangspunkt i vores globale aktier, så har fem ud af de ti største daglige kursfald, siden vi startede afdelingen den 30. september 2008, fundet sted i marts måned i år. De øvrige fem var alle i fjerde kvartal af 2008, og det står dermed tydeligt, at faldene i marts 2020 har været over en betydeligt mere koncentreret periode.

Ligeledes har vi i marts i år set to ud af fire af de højeste daglige stigninger, hvoraf den ene dag skilte sig ganske markant ud.

Bund 10			Top 10		
#	Dato	Afkast	#	Dato	Afkast
1	03/16/20	-8,7%	1	03/24/20	11,1%
2	03/12/20	-8,3%	2	11/24/08	6,4%
3	10/15/08	-8,2%	3	10/13/08	6,3%
4	03/09/20	-6,9%	4	03/25/20	5,4%
5	12/01/08	-5,9%	5	12/08/08	5,2%
6	03/18/20	-5,7%	6	03/10/09	5,1%
7	03/23/20	-5,7%	7	10/28/08	5,0%
8	10/22/08	-5,1%	8	10/29/08	4,4%
9	11/06/08	-5,1%	9	11/04/08	4,1%
10	11/20/08	-4,9%	10	01/02/09	3,9%

Kilde: baseret på den daglige kursudvikling i Afdeling Globale Aktier KL siden opstart d. 30. september 2008 til og med 31. marts 2020

Nedenstående kurve viser fordelingen af daglige afkastudviklinger bestående af knap 2.900 observationer for afdeling Globale Aktier KL. De blå markeringer viser den daglige udvikling fra marts 2020 og yderligheden af disse observationer viser tydeligt, hvor store udsvingene har været i måneden i forhold til de historiske observationer.



Kilde: baseret på den daglige kursudvikling i Afdeling Globale Aktier KL siden opstart d. 30. september 2008 til og med 31. marts 2020

Om end det er en uendelig kort periode, følte første kvartal af 2020 mentalt som en lang periode. Det er en betydeligt kortere periode, end vi mener, at afkast meningsfuldt skal vurderes på baggrund af. De ekstraordinære begivenheder betyder dog, at vi finder det relevant for vores medinvestorer at få indsigt i, hvad vi har foretaget os i årets første tre måneder.

For afdeling Globale Aktier KL var afkastet i året første tre måneder -21,7 procent, mens det for afdeling Globale Aktier Akk. var -21,9 procent. For afdeling Danske Aktier KL var afkastet -9,3 procent, mens afdeling Danske Aktier Akk., der blev lanceret 5. februar 2020, havde et afkast på -13,8 procent. Alene i marts måned faldt kursværdien for de globale afdelinger omkring 13,8 procent, mens de danske afdelinger faldt i omegnen af 5,5 procent. Afkastforskellen på de danske afdelinger forårsages af lanceringstidspunktet for afdeling Danske Aktier Akk. i starten af februar, hvorefter de to danske afdelinger har udviklet sig afkastmæssigt så godt som identisk.

Afkast er efter *alle* omkostninger, og inklusive geninvesterede udbytter. Historiske afkast er ikke en garanti for fremtidige afkast.

Siden opstarten af afdeling Globale Aktier KL d. 30. september 2008 og frem til 31. marts 2020 har afkast været 261,2 procent, svarende til et årligt afkast på 11,8 procent. I samme periode har MSCI AC World haft et afkast på 144,7 procent, svarende til 8,1 procent om året. En investering på 100.000 kroner ved opstarten af afdeling Globale Aktier KL ville således være blevet til 361.200 kroner, mens MSCI AC World ville have forrentet investeringen til 244.700 kroner.

Siden opstarten af afdeling Globale Aktier Akk. d. 28. november 2014 og frem til 31. marts 2020 har afkastet været 63,4 procent, svarende til et årligt afkast på 9,6 procent. I samme periode har MSCI

AC World haft et afkast på 31,3 procent, svarende til 5,2 procent om året. En investering på 100.000 kroner ved opstarten af afdeling Globale Aktier Akk. ville således være blevet til 163.400 kroner, mens MSCI AC World ville have forrentet investeringen til 131.300 kroner.

Siden opstarten af afdeling Danske Aktier KL d. 28. februar 2008 og frem til 31. marts 2020 har afkast været 259,8 procent, svarende til et årligt afkast på 11,2 procent. I samme periode har KAXCAP haft et afkast på 145,4 procent, svarende til 7,7 procent om året. En investering på 100.000 kroner ved opstarten af afdeling Danske Aktier KL ville således være blevet til 359.800 kroner, mens KAXCAP ville have forrentet investeringen til 245.400 kroner.

### **Hvordan klarede selskaberne sig afkastmæssigt**

I de globale afdelinger havde diabeteskæmpen Novo Nordisk, den amerikanske dataleverandør FactSet og kreditvurderingsbureauet S&P Global de bedste afkast i første kvartal, hvor Novo Nordisk igennem perioden havde et positivt afkast på knap otte procent i de meget udfordrede aktiemarkeder. De laveste afkast i kvartalet kom fra kuffertproducenten Samsonite, den amerikanske storbank Wells Fargo og den britiske formuerådgiver St. James's Place Plc. Aktiekurserne på porteføljens gruppe af speditører, bestående af amerikanske Expeditors International, C.H. Robinson og schweiziske Kuehne + Nagel holdt sig pænt oppe i kvartalet, og aktiebeholdningerne blev således i flere tilfælde anvendt til finansiering af køb og tilkøb i robuste kvalitetselskaber som oplevede betydeligt større kursfald.

For afdeling Danske Aktier kom de bedste afkast fra Novo Nordisk, IT-konsulenthuset Netcompany og enzymproducenten Chr. Hansen, mens høreapparatproducenten Demant, regionalbanken Ringkjøbing Landbobank og ejendomsselskabet Jeudan havde de svageste aktiekursudviklinger i perioden. Den forholdsmæssigt stærke kursudvikling i Chr. Hansen – efter betydelige tilkøb i slutningen af januar - blev i perioden udnyttet til at erhverve mere attraktivt prissatte ejerandele i bryggeriet Royal Unibrew og til at øge ejerandelen i softwareselskabet SimCorp.

De brede kursfald har ramt alle aktiemarkeder og sektorer, og det massive aktieudsalg forekommer ikke at være primært forankret i de enkelte selskabers fundamentale udvikling eller kvalitet, men ser derimod ud til at komme fra paniklignende reaktioner og behov for frembringelse af likviditet. Den massive udbredelse af børsnoterede indeksfonde, ETF'er, har ganske givet bidraget til markedsvolatiliteten, hvor handelsaktiviteten fra ETF'er på nogle af de mest volatile handelsdage i starten af marts udgjorde omkring 40 procent af aktiehandlen i USA.

Vi finder, at der er en grad af likviditetsillusion i ETF'er. Selv en 55 milliarder dollar stor obligations-ETF fra Vanguard baseret på "hele" obligationsmarkedet, sluttede handlen den 12. marts mere end 6 procent under den seneste markedsværdi af de underliggende obligationer. Mens der ligeså kan være dele af aktiemarkedet, hvor likviditeten er mindre og samme situation kan opstå, glæder vi os over, at vores porteføljer er, og hele tiden har været, likvide.

### **"Panikindekset"**

Det er med likviditet og omsættelighed for værdipapirer, som det er med brandforsikring på et hus. For de 999 ud af 1.000 dage, hvor du ikke skal handle (eller hvor der ikke er brand i huset), er likviditeten i og for sig ligegyldig. Men hvis likviditeten ikke er der, den dag du vil handle, kan indflydelsen pludselig være stor. På samme vis er det først, når huset brænder, at værdien af en brandforsikring viser sig.

At der har været panikagtige tilstande, illustreres også af volatilitetsindekset, VIX, der populært betegnes som "panikindekset", hvor indeksniveauet i midten af marts i år var højere end under selv de mest paniske perioder under finanskrisen i 2008 og 2009.

I de her uger og måneder ser man sandheden i det gamle investor-mundheld, at *"det eneste, markedet frygter mere end dårlige nyheder, er usikkerhed."*

Vores forvaltningsmæssige fokus er igennem en periode som denne uændret. Vi fokuserer fortsat på vores selskabers forudsigelige og robuste forretningsmodeller, som vi med en rimelig præcision kan vurdere værdien af. Vores fokus på balancemæssig styrke og likviditetsmæssigt beredskab i tillæg til forretningsmodellernes robusthed er yderligere skærpet.

Med de brede aktiekursfald ser vi betydeligt flere attraktive investeringsmuligheder blandt selskaber, der fuldt ud lever op til vores ufravigelige og stringente kvalitetskrav. Den forventede indtjeningsudvikling i 2020 er genstand for stor usikkerhed, men det er vores forventning, at 2021 vil være nærmere en normal tilstand i de robuste og solide selskaber i vores porteføljer, hvorfor der er fokus på vores vurdering af prissætningen på nuværende og potentielle porteføljeselskaber.

Det er fortsat vores holdning, at aktiekursudsving skaber muligheder for forvaltere med en langsigtet og fundamentalt baseret investeringstilgang med nøje udvælgelse af hver enkelt investering. Vi har ingen bekymringer ved at handle ind i investeringer, hvad enten i nye selskabsnavne eller øget eksponering i eksisterende selskaber, hvor vi vurderer, at der er et mere attraktivt, risikojusteret absolut afkastpotentiale, uagtet om det potentielt er med større kortsigtet aktiekursudsving i vores portefølje.

Dette kan være at foretage en betydelig omlægning fra stabile, forudsigelige og defensive Novo Nordisk, der har haft et positivt absolut afkast i årets tre første måneder, over i kursmæssigt hårdt straffede aktier som hotelfranchisekæden IHG, eller verdens største bryggeri, Anheuser-Busch Inbev, i de globale afdelinger.

Vores ageren i markeder som dette er på sin vis ikke anderledes, end hvad det er på andre tidspunkter. Dette er vel nok bedst beskrevet af den amerikanske investor, Seth Klarman fra Baupost Group, i et interview fra september 2008, omkring hvad der skiller fårene fra bukkene blandt fundamentale, langsigtede investorer.

*"Jeg har tænkt meget over det. Deres fokus vil sandsynligvis ikke være at bekymre sig om, hvor noget vil handle i morgen eller i næste uge. Du skal bekymre dig om, hvor et selskab og dets aktiekurs vil være om tre til fem år. Hvis du kan købe noget i dag med alene en begrænset risiko for varige kapitaltab og en betydelig sandsynlighed for at fordoble dine penge over de næste fem år, så bør du købe det."*

### **Dialogen med selskaberne intensiveret**

Dialogen med vores porteføljeselskaber og potentielle selskaber har været betydeligt intensiveret i den seneste tid på trods af, at vores rejseaktivitet af gode grunde har været begrænset. Vores analyseproces og intensive dialog med selskaber den seneste tid har haft et styrket fokus på selskabernes balancer. Gældsætningen for vores porteføljer er fortsat behersket, og ved indgangen til året var selskaberne samlet set så godt som gældfrie. Formålet med dette har været at få genbekræftet og yderligere styrket indsigten i selskabernes likvide beredskab, strukturen på tilbagebetalingsprofilen af eventuel gæld, samt hvilke finansielle betingelser, såkaldte covenants, som selskabets drift skal opfylde.

Vi finder en betydelig tryghed i, at vores porteføljer ved indgangen til året var gældfrie, og at de globale porteføljer, efter betydelige omlægninger i marts, fortsat er beskedent gældsatte svarende til et halvt års driftsindtjening før af- og nedskrivninger i de globale afdelinger, og gennemsnitligt *helt uden gæld* i de danske porteføljer. Den nuværende situation med et markant og pludseligt fald i forretningsaktiviteten vil påvirke de rapporterede resultater og den kortsigtede udvikling i frie pengestrømme for så godt som alle virksomheder.

Vi har stor tillid til, at vores robuste, velafprøvede, markedsledende og meget profitable virksomheder vil komme styrkede ud af den nuværende økonomiske nedtur. Vores selskaber blev i gennemsnit stiftet for mere end 100 år siden, og har således klaret tidligere perioder med udfordrende rammebetingelser, såsom to verdenskrige, oliekrisen i 1970'erne og meget andet.

Det er afgørende, at vores selskaber ikke kommer til at foretage kapitaludvidelser og udvanding af eksisterende ejere på de lavere kursniveauer, som det blev set over en bred stribe af banker og højt gældsatte selskaber i 2008 og 2009.

### **Historiebøgerne fundet frem – hvad gjorde selskaberne egentlig i 2008?**

Det er vores vurdering, at svagere selskaber kan have udfordringer med at komme helskindet gennem denne periode, hvor al ledelsesfokus således vil være på kortsigtet overlevelse og ikke langsigtet værdiskabelse. Dette vil efter alt at dømme ligeledes påvirke ikke-afprøvede forretningsmodeller med negativ pengestrømsgenerering, hvis overlevelse allerede i forvejen er afhængig af tilføjelsen af ekstern kapital, hvor det bratte skifte i lempelig global likviditet vil skabe finansieringsudfordringer.

I tillæg til det grundige syn på balancerne og likviditetsberedskabet, har vi genbesøgt vores selskabers udvikling i finanskrisen i 2008 og 2009, trods denne krise vil være anderledes og af markant mere abrupt natur. Formålet med dette har været at opfriske hukommelsen for, hvordan den driftsmæssige påvirkning var i denne periode, samt at udfordre, om der er sket nogle tilpasninger i selskabernes strategi og tilgang samt deres markeder, der kunne påvirke stabiliteten og pengestrømsgenereringen negativt i en ny forestående økonomisk nedtur.

Som led i dette har vi fokus på, at vores ledelser ikke agerer i panik og foretager forhastede reduktioner af investeringer i fremtidige vækstmuligheder.

Vi tror fortsat ubetinget på, at selskaber med relativt forudsigelig og robust omsætningsudvikling, fleksible omkostninger, høje indtjeningsmarginer, begrænsede materielle anlægsaktiver og deraf høje og attraktive afkast på den investerede kapital, samt med bundsolide balancer, må være absolut stærkest positioneret til at komme styrkede ud, når verden igen normaliseres på den anden side af de nuværende begivenheder. Det er vores vurdering, at selskaberne i BLS passer som fod i hose på denne beskrivelse. Vi har ingen investeringer i energisektoren eller tunge cykliske selskaber, ligesom vi har en meget behersket eksponering til banker i porteføljerne.

Mens kollapset i olieprisen bør være stimulerende for den disponible indkomst i en lang række olieimporterende lande, er det oplagt negativt for økonomier som Brasilien, Rusland og i Mellempøsten. Den markant lavere oliepris skaber dog en klar bekymring i kreditmarkeder, hvor en stor andel af den udestående gæld blandt den lavere ratede andel af "investment-grade" obligationer netop er i energisektoren. Den dårligere betalingsevne kan derfor også have en afledt effekt på banker.

At foretage de rigtig gode investeringer, når markedet er i panik, kræver, at man har mod til at gå imod den generelle, paniske markedsstemning. Som Warren Buffett har sagt, så er markedet her for at tjene os, ikke guide os.

Vi ser det som en uvurderlig styrke og et stabilt kompas i hård sø at kende vores nøje udvalgte kvalitetsselskaber helt i dybden. Dette dybdegående, detaljekendskab er opbygget gennem mange års løbende analyser, dialog og opfølgninger. Dette giver os mulighed for at kunne agere agilt og med overbevisning på de muligheder, som aktiemarkedet tilbyder, når panik og irrationalitet tager over i aktiemarkedets prisdannelse.

### **Ikke bange for at ”handle for tidligt”**

Når investeringsbeslutninger som disse tages, er der selvsagt en ”risiko” for, at vi handler ”for tidligt”, og får tilkøbt aktier, inden kursværdien falder yderligere. Vi vurderer klart, at porteføljeomlægningerne i det seneste kvartal har styrket porteføljens absolutte, risikojusterede afkastpotentiale, ligesom robustheden af porteføljens forretningsmodeller er forstærket.

At agere ”for tidligt” er for os ikke ubekendt, men at løbe i andres fodspor kan umuligt have bragt nogen i en vindende position. Så i stedet for blindt at følge andre, så er vores langsigtede, fundamentale og pengestrømsbaserede værdifastsættelse et kompas gennem såvel rolige som urolige vande. Vi finder, at den største risiko for eventuelle fejl er i vores vurdering af forretningsmodellernes robusthed.

Når der dannes forventninger til den fremtidige udvikling, hvad enten det er i en ekstraordinær og uforudsigelig periode, som den nuværende, eller i et mere normaliseret økonomisk miljø, ses der ofte en tendens til at ekstrapolere kortsigtede udviklinger til længere horisonter. Det er dog sjældent, at verden udvikler sig lineært – og vel nok endnu mere sjældent, når der sker markante uventede hændelser. Når kortsigtede udviklinger ekstrapoleres, tillægges øjebliksbilledet en alt for stor, langsigtet betydning.

Vi tror stærkt på, at verden igen vil normaliseres, men vi kan ikke med troværdighed eller særlig indsigt sige noget om, hvornår en normalisering vil vise sig.

Som forfatteren Hans Rosling beskriver det i sin bog Factfulness, er intet barn vokset med samme hastighed i resten af sit liv, som det gjorde i de første seks måneder. Og ingen forældre har ej heller forventet det.

Et eksempel på en sådan ekstrapolering kan findes i vores hotelfranchisekæde InterContinental Hotels Group, IHG, hvor markedsværdien i midten af marts var faldet med hele 55 procent alene siden årsskiftet. IHG ejer mindre end 0,1 procent af hotelværelserne i kæden, og netværket består i stedet af en lang række hoteller, der løbende betaler franchisegebyrer til IHG for at være en del af det globale netværk. Disse kontrakter varer typisk mellem 15 og 20 år, og selv under den finansielle krise i 2008 og 2009 var der så godt som ingen hoteller, der forlod netværket. Den langsigtede stabilitet i IHG er således betydelig og med indtjeningen på franchisegebyrer svarende til 53 procent af omsætningen, er der robusthed til at modstå betydelige omsætningsfald.

### **Værdifulde, langsigtede muligheder i hotelnetværk**

Det er anderledes oplagt, at ejere af betydelige materielle aktiver inden for fritids- eller rejseindustrier bliver udfordret af den nuværende situation med store fald, og i visse områder ingen, rejseaktivitet, hvilket udfordrer krydstogtsvirksomheder, flyselskaber og givetvis også ejere af hoteller. En antagelse om, at værdien af IHGs (eller Hilton og Marriott for den sags skyld) langsigtede frie pengestrømme skulle være mere end halveret, må været baseret på, at den generelle fremtidige rejseaktivitet skulle være betydelig forringet. Dette har vi svært ved at tro.

De lavere kursværdier på IHG-aktien blev udnyttet til at øge eksponeringen til franchisegiveren betydeligt, hvor de "billigste" aktier vurderes at være tilkøbt på en normaliseret fri pengestrømsrente på mere end 11 procent baseret på estimater for 2021. Og IHG er langtfra en enestående historie.

Massive, synkrone lempelser fra centralbanker og politikere vil efter vores vurdering være understøttende for udviklingen i forbruget, når verden normaliseres på den anden side af tiltagene for at inddæmme omfanget af Covid-19. Dette kommer dog ikke uden, at vores tidligere langsigtede bekymringer, og en stor og tiltagende global gældsætning, består. Det stigende forbrug kan føre til stigende renter trods de uhørt store ekspansive tilbagekøbsprogrammer fra en lang række centralbanker.

De store kursudsving og den store handelsomsætning i aktiemarkedet har givet os muligheder for at foretage betydelige porteføljeomlægninger, uden at det vurderes at vores handelsaktivitet har haft væsentlig indflydelse på handelspriserne. Vi finder det glædeligt bekræftende, at det ikke har ledt til forbigående markedsmuligheder, at vores kapital under forvaltning var steget pænt over de seneste år. Mængden af omlægninger og re-balanceringer i første kvartal har været historisk høj, og vi har kunnet tilkøbe robuste og forudsigelse virksomheder efter store kurskorrektioner på helt op imod 50-55 procent i indeværende år.

### **Stabilt, rentabelt og defensivt - skadeforsikring**

Vi ser store kvaliteter i veldrevne skadesforsikringssselskaber, hvor den meget defensive karakter af driften betyder, at udviklingen i de forsikringsrelaterede resultater i det store hele vil være uafhængige af udviklingen i nationaløkonomien. Den danske skadesforsikringsindustri er velkonsolideret, hvor de fem største spillere sidder på samlet omkring 50 procent af præmieindtægter. Omkring hver femte krone i BLS Invest Danske Aktier er investeret i skadeforsikring gennem medejerskab i de to ledende spillere, Tryg og Topdanmark. Tryg er ligeledes tilkøbt de globale afdelinger efter betydelige kursfald i marts måned.

Forsikringsdisciplinen i relation til prisudvikling og risikoindregning i den danske skadesforsikringsindustri har betydet, at der har været en solid - og svagt forbedret - forsikringsteknisk rentabilitet. Forsikringsselskabernes strategiske fokus er skarp rettet imod at optimere langsigtet værdiskabelse og er ikke kortsigtet fokuseret på at flytte markedsandele gennem priskonkurrence. På den korte bane ser vi faktisk mulighed for, at den forsikringstekniske indtjening kan være begunstigede af den danske (og norske) regerings tiltag for inddæmning af virusudbruddet. Det kan være i form af færre erstatningskrav på biler, hvor vi ikke finder det usandsynligt, at der kan være et fald på i hvert fald 60-70 procent gennem perioden, hvori Danmark og Norge i det store hele har været lukket ned. Yderligere er erstatningskrav som følge af indbrud utvivlsomt faldende, når alle indbyggere er hjemme og uden mulighed for udrejse, mens andre forsikringstyper kan have større krav i perioden, hvorfor det af gode grunde ikke er helt firkantet. Dog er vi overbeviste om en samlet positiv effekt på de forsikringstekniske resultater.

Mens investeringsresultaterne i forsikringsselskaber vil være negativt påvirket af udviklingen, ser vi solide høje udbytter til aktionærerne og en stor dividendesikkerhed i begge forsikringsselskaber.

Med en verdensledende driftsomkostningsprocent på 14 procent er Tryg særdeles veldrevet og effektiv i sin daglige drift, hvilket er understøttende for den gode combined ratio, der systematisk har ligget midt i 80'erne over det seneste årti. Vi ser dog mulighed for, at Tryg kan fortsætte med at forbedre sine forsikringstekniske resultater gennem optimering af præmier, risikoselektion og yderligere effektiviseringer, i såvel driften som i opgørelsen og behandlingen af skadeshensættelser. Tryg har en velafprøvet administrerende direktør i Morten Hübbe, der har et klart langsigtet fokus.

Der tages alene behersket investeringsrisiko med lav aktieeksponering og ingen private equity, ligesom fraværet af livsforsikring er med til at styrke robustheden af Tryg.

### **Stabilitet og forudsigelighed i øl**

Øl er historisk set en af de mest stabile forbrugskategorier, og stabile forbrugsgoder er ofte anset som en sikker havn i usikre vande. Dette har ikke sparet bryggeriaktierne for betydelige aktiekursfald i løbet af marts måned. At øl er en stabil forbrugsvarer, tydeliggøres af produktets status som "en nødvendighed" i USA, hvorfor øl selv i disse tider med massive butikslukninger grundet Covid-19 kan leveres til butikker.

Carlsberg er en gammel kending i vores danske portefølje, og vi ser fortsat betydeligt potentiale for en fortsættelse af den langsigtede værdiskabelse i bryggeriet. Vi finder det betryggende, at ledelsen under administrerende direktør Cees t' Hart og finansdirektør Heine Dalsgaard fortsætter sit skarpe omkostningsfokus gennem denne periode, og endda accelererer dele af omkostningstilpasningerne, således at Carlsberg vil stå styrket, når der igen kan skænkes øl på barer og værtshuse i Europa og Asien.

Den styrkede balance i Carlsberg med en nettogæld begrænset til godt et års driftsindtjening før af- og nedskrivninger er med til at give os ro i sjælen, og med ledelsens beslutning om at fortsætte aktietilbagekøbsprogrammet, og et udbytte for 2019 svarende til knap tre procent af markedsværdien der er udbetalt, har vi ingen tvivl om, at det likvide beredskab stiller Carlsberg stærkt gennem denne anderledes tid. Ved at fastholde aktietilbagekøbet efter et aktiekursfald på 20 procent gennem første kvartal, kan Carlsberg endda glædeligvis tilbagekøbe endnu flere aktier, og dermed øge den forholdsmæssige ejerandel for fortsættende aktionærer.

I de danske afdelinger blev det danske bryggeri Royal Unibrew tilkøbt i løbet af marts måned på et tidspunkt, hvor aktiekursen var faldet med knap 40 procent i indeværende år og knap halveret på under en måned. Royal Unibrew har en stærk balance med en behersket gældsætning. Afkastet på den investerede kapital er godt 30 procent og således solidt værdiskabende, ligesom indtjeningsmarginalerne har været stigende og i 2019 udgjorde pæne godt 18 procent. Royal Unibrew har haft en disciplineret kapitaldistribution til aktionærene, hvor kombinationen af udbytter og aktietilbagekøb udgjorde mere end fem procent af kursværdien på de danske afdelingers erhvervelsestidspunkt.

Royal Unibrew har en solid og attraktiv forretning i COVID-19's europæiske epicenter Italien, som ganske givet aktuelt er hårdt ramt driftsmæssigt. Vi vurderer dog, at Royal Unibrews italienske forretning vil være uændret langsigtet attraktiv, når tilstanden i Italien normaliseres efter virusepidemien. Royal Unibrew har en fleksibel italiensk struktur med betydelige variable omkostninger, og er fortsat overskudsgivende samt positivt pengestrømsgenererende trods de aktuelle driftsmæssige udfordringer. Ved udgangen af kvartalet har de danske afdelinger opbygget en betydelig position i Royal Unibrew.

Det er dog ikke kun i danske regi, at de drastiske kursfald på bryggerier har ført til omlægninger og tilkøb til porteføljen. Verdens største brygger Anheuser-Busch Inbev er blevet tilkøbt de globale porteføljer. Anheuser-Busch Inbev har haft markant kursmæssig underperformance set i forhold til såvel stabile forbrugsselskaber som aktiemarkedet generelt. Aktiekursen var således halveret fra juli 2019 til tilkøbstidspunktet i marts i år.

Anheuser-Busch Inbev har dominerende markedspositioner på en stribe store ølmarkeder, hvilket er befordrende for markedernes profitpulje og kan være med til at sikre prisdisciplin blandt de ledende spillere.



Knap to-tredjedele af omsætningen i Anheuser-Busch Inbev kommer fra udviklingslande, hvor Anheuser-Busch Inbev er dominerende i Sydamerika gennem et 62 procents ejerskab af det børsnoterede AmBev, Afrika samt har en robust position på det asiatiske marked. Det er dog med stor sandsynlighed modvinden i udviklingslandene, blandt andet den svage brasilianske real, samt selskabets gældssætning, der har været med til at skabe uro og bekymring omkring Anheuser-Busch Inbev på aktiemarkedet.

Som i mange industrier ser vi, at de markedsledende selskaber typisk har de højeste indtjeningsmarginer, og Anheuser-Busch Inbev er ingen undtagelse. Anheuser-Busch Inbev har industriledende effektivitet, og leverer en driftsindtjening på mere end 35 procent af omsætningen, mens andre globale bryggerier, såsom Heineken, Carlsberg, Asahi og Kirin, alle leverer under 20 procent.

### **Dyrt opkøb – men ledelsen nedbringer gælden hastigt**

Det betydelige kursfald på Anheuser-Busch Inbev har ført til en markant lavere prissætning, hvor vi i dag kan erhverve en aktie i selskabet på en u-gearet fri pengestrømsrente på syv til otte procent baseret på et estimat for et normaliseret års pengestrømme i 2021.

Anheuser-Busch Inbev har et afkast på den investerede kapital i underkanten af 40 procent, justeret for den regnskabsmæssige goodwill fra historiske opkøb. Det industriledende kapitalafkast kommer som en kombination af de høje indtjeningsmarginaler samt en betydelig negativ arbejdskapital.

Vi er skeptiske over for værdiskabelsen ved det tidligere Interbrews opkøb af amerikanske Anheuser-Busch og sydafrikanske South African Breweries, SAB-Miller. Opkøbet af SAB-Miller i 2016 førte til en betydelig gæld, hvor gældsætningen i Anheuser-Busch Inbev fortsat er højere end, hvad vi normalvis søger i vores porteføljeselskaber med et niveau lige over 4 års driftsindtjening før af- og nedskrivninger.

Ledelsen har et massivt fokus på nedbringelsen af denne gæld, hvor de har en bevist evne til at nedbringe gæld *uden* udstedelse af nye aktier, som ville udvande de eksisterende ejere. Et eksempel er opkøbet af Anheuser-Busch, der blev foretaget i efteråret 2008, hvor finanskrisen var i sin begyndelse og kreditmarkederne frosne. Den nuværende ledelse under administrerende direktør Carlos Brito stod således med en større gældsætning under finanskrisen, end det er tilfældet i dag.

For at nedbringe gælden har Anheuser-Busch Inbev i andet halvår 2019 blandt andet frasolgt sine aktiviteter i Australien, Carlton & United Breweries (CUB), til en værdi af 11 milliarder amerikanske dollars til japanske Asahi, svarende til 15 gange driftsindtjening før af- og nedskrivninger, hvilket er højere end prissætningen på Anheuser-Busch Inbev. Anheuser-Busch Inbev forventes at modtage dette provenu i andet kvartal af 2020, og det vil være en god mulighed for Anheuser-Busch Inbev til at nedbringe sin gæld ved at tilbagekøbe gæld til priser under hovedstolen. Hvis det koster 90 dollars at få nedbragt gælden med 100 dollars, er det umiddelbart en god handel.

Udover salget af CUB har Anheuser-Busch Inbev børsnoteret sit asiatiske datterselskab, Budweiser Asia, hvor selskabet modtog et provenu på 5,75 milliarder amerikanske dollars for et salg af knap 13 procent af aktierne i selskabet, og ligesom ved frasalget af CUB er det sket på højere prissætningsmultipler end Anheuser-Busch Inbev er prissat på. Der har været en "lock-up" på Anheuser-Busch Inbevs beholdning i Budweiser Asia, der snart udløber, og således åbnes muligheden for at afhænde yderligere andele i Budweiser Asia på attraktive prissætningsniveauer.

I august 2019 foretog Anheuser-Busch Inbev en, i vores øjne, fornuftig halvering af udbyttet fra 3,6 euros per aktie til 1,8 euros, hvilket forbedrede likviditeten til gældsnedbringelse med 4 milliarder dollars. I vores optik vil det ligeledes være fornuftig kapitalallokering at suspendere udbyttet for hele

2019 på yderligere 1 euro, hvilket vil spare yderligere godt tre milliarder amerikanske dollars, der i stedet kan anvendes til at tilbagekøbe gældsudstedelser på niveauer under hovedstolen. Anheuser-Busch Inbev har en stærk driftsmæssig likviditet, *ingen betydelige gældsforfald inden for fem år* og der er *ingen covenants* på gælden. Covenants er en række betingelser, som gældsgivere kan pålægge gældstagerens drift.

Vi sætter pris på stabile og voksende udbytter, men udbyttepolitik er blot et af flere valg i kapitalallokeringen, og vi finder ikke, at vores ledelser skal være unødigt bundet af signalværdien i udbytter. Vi er større tilhængere af fornuftige finansielle beslutninger, der styrker robustheden og styrken af såvel forretningen som balancen. Udbyttet per aktie udgør knap fem procent af markedsværdien i dag.

### **Dansk topchef og god kapitaldisciplin hos Adidas**

Det tyske sportsmærke Adidas blev tilkøbt vores globale porteføljer i marts på et tidspunkt, hvor aktiekursen var faldet med mere end 40 procent fra kursniveauet blot to måneder tidligere. Adidas er verdens næststørste producent af sportsprodukter, og er i en branche, som vi kender, og tidligere har haft god succes med gennem vores tidligere ejerskab af amerikanske Nike. Vi frasolgte Nike i foråret 2019, hvor prissætningen pressede vores tærskel om en fri pengestrømsrente på 3 procent. Vi har nu tilkøbt Adidas på en normaliseret fri pengestrømsrente på seks procent baseret på år 2021, og uden at de driftsmæssige kvaliteter af Adidas er betydeligt anderledes end Nike.

Afkastet på den investerede kapital i Adidas er knap 30 procent, og er som nævnt næststørste spiller i en strukturelt voksende industri med attraktive indtjeningsniveauer og dermed stigende indtjeningsmarginaler, og hvor immaterielle aktiver som brand og kundeloyalitet er med til at skabe voldgrave om de ledende spillere. Den svage aktiekursudvikling har efter alt at dømme været fra forventningen om en betydelig lavere forretningsaktivitet i Kina, der udgjorde 20 procent af omsætningen i 2019, og er den mest profitable region i hele Adidas. Vi forventer, at Adidas fortsat vil være et eftertragtet brand, når verden nærmer sig normale tilstande, hvor salgsudviklingen i Kina allerede i dag er i bedring. Den betydelig nedlukning af samfund over hele verden har betydelig indflydelse på Adidas' kortsigtede rapporterede resultater, men vi har svært ved at se nogle indikationer på langsigtet forringelse af brandet og selskabet Adidas.

Adidas er uden gæld og med en kontantbeholdning på 900 millioner euros, svarende til 3 procent af markedsværdien. Ledelsen under administrerende direktør Kasper Rørsted har en god kapitaldisciplin med en kombination af udbytter og aktietilbagekøb, der svarede til fem procent af markedsværdien på erhvervelsestidspunktet. Den robuste og konservative balance giver os ro i maven.

### **Stærk værdiskabelse i lønudbetalinger**

Til de globale porteføljer er den amerikanske leverandør af IT og serviceydelser inden for lønningssystemer og Human Resources, Automatic Data Processing, ADP, tilkøbt i marts. ADP er markedsleder i et særdeles attraktivt marked, som vi længe har fulgt, og hvor vi fra 2011 til 2015 var medejere i PayChex, der ligeledes er en af de spillere, dog med fokus på mindre til mellemstore virksomheder. ADP står for betalingen af 26 millioner, eller hver sjette, ansatte i USA. Vi har længe haft et godt øje til ADP, og har kommunikeret jævnlige med selskabet. Det er således glædeligt, at vi har kunne tilkøbe denne højkvalitetsvirksomhed på, hvad vi vurderer som, attraktive kursniveauer.

Forudsigeligheden i toplineudviklingen nærmer sig præcisionen i et schweizisk urværk med seks til syv procents årlig omsætningsvækst. Der vil dog unægtelig være en kortsigtet modvind i en betydeligt lavere amerikansk beskæftigelse, da en del af betalingen fra kunderne til ADP afhænger

af antallet af lønsedler, der køres i systemet. Under finanskrisen i 2008 og 2009 rapporterede ADP en kontinuerlig positiv omsætningsvækst. Det er vores vurdering, at faldet i ADPs markedsværdi har været drevet af frygten for denne udvikling i arbejdsløsheden og en økonomisk recession. Tidligere er ADP kommet styrket ud af sådanne perioder.

Foruden den kortsigtede modvind forventer vi, at ADP vil fortsætte med at have en stabil og forudsigelig voksende topline samt kontinuerlig stigende indtjeningsmarginer. De øgede indtjeningsmarginer bliver drevet af standardisering og yderligere omkostningsreduktioner over i hvert fald det næste årti. Under administrerende direktør Carlos Rodriguez har ADP øget indtjeningsmarginerne med knap 5 procentpoint til omkring 23-24 procent over de seneste 5 år. Toplinjevæksten, øgede marginer samt løbende aktietilbagekøb vil være understøttende for en lav to-cifret vækst i indtjeningen og frie pengestrømme per aktie. ADP har ingen gæld og har en AA-rating fra kredit-rating bureauet S&P Global.

Efter kursfald på mere end 30 procent fra årsskiftet har vi kunne tilkøbe ADP på kursniveauer, hvor et forventeligt normaliseret års frie pengestrømme, baseret på 2021, vil betyde en pengestrømsrente i underkanten af 6 procent af markedsværdien. ADP har hævet sit udbytte per aktie gennem hvert af de seneste 45 år, og vi modtager omkring 3 procent af markedsværdien i udbytte, hvortil selskabet over hvert af de seneste år har tilbagekøbt aktier svarende til knap 2 procent af den nuværende markedsværdi. De samlede aktionærdistributioner udgør således knap fem procent af markedsværdien.

Ved hver lønbetaling er ADPs systemer med til at sikre, at der fra betalingen fra arbejdsgiver til ansatte eksempelvis bliver tilbageholdt, hvad der skal betales i skat. Skattebetalingen falder dog ikke simultant, da den først skal indbetales til skattemyndighederne en kort periode derefter, ligesom der er andre betalinger, som ADP kortvarigt opbevarer på vegne af kunderne og lønmodtagere. I mellemtiden har ADP et betydeligt "float" på gennemsnitlig 25 milliarder amerikanske dollars, der kan investeres, primært i rentebetalende statsobligationer, og dermed skabe en indtjening til ADP.

Det er unægtelig ikke positivt for den forventede indtjening på denne del af ADPs forretning, når renterne er sat til nær nul af den amerikanske centralbank. I det seneste fulde regnskabsår, der sluttede 30. juni 2019, var renteindtægterne i overkanten af 500 millioner amerikanske dollars, svarende til 4 procent af omsætningen i ADP.

At vi i de globale porteføljer har udskiftet hele fire selskaber på en måned, er en tydelig indikation på netop, hvor store udsving der har været i måneden, hvilket har betydet, at vi har set flere attraktive investeringsmuligheder, hvor aktiemarkedets reaktioner virker afkoblet fra den forventede forretningsmæssige påvirkning

Vi forbliver altid fuldt investeret, og der skal være absolut afkastpotentiale i hver enkelte, nøje udvalgte porteføljeselskab. Dette betyder da også, at tilføjelsen af de fire ovenstående kvalitetsselskaber har betydet, at vi har måtte reducere eksponeringen til en række andre porteføljeselskaber, og i visse tilfælde afhænde hele positionen. Konkurrencen omkring kapital er således hård. Det er ikke en konkurrence, der bliver lettere i perioder med større diskrepans mellem forretningskvalitet og aktiemarkedsværdi, hvor udvalget af særdeles, absolut attraktivt prissatte verdensklasse selskaber er øget. Vi har stor tro på, at porteføljeomlægningerne har styrket porteføljens absolutte afkastpotentiale.

### **Frasalg af succesfulde investeringer i Landbobanken og Kuehne + Nagel**

Dele af finansieringen af første kvartals tilkøb er kommet fra frasalgs af regionalbanken Ringkjøbing Landbobank i de globale porteføljer samt den schweiziske speditør Kuehne + Nagel. Vi har frasolgt

beholdningen i Kuehne + Nagel fra de globale porteføljer efter pæne positive bidrag til afkastet i 2019, men hvor vi fandt prissætningen relativt til andre investeringsmuligheder mindre attraktiv. Vi er uændret positive omkring forretningsmodellen og virksomhedskulturen i Kuehne + Nagel.

Ringkjøbing Landbobank havde i 2019 et totalafkast på 55 procent, hvilket medførte en højere aktiemarkedsprissætning, og afledt deraf mere attraktivt afkastpotentiale i andre selskaber. Dertil er vi forbeholdende over for banker som helhed i et miljø med en hastig makroøkonomisk afmatning, og en risiko for markant øgede tabsniveauer. Vi er dog overbeviste om, at Landbobanken driftsmæssigt vil være blandt de bedst performende banker grundet en fokuseret bankforretning, stærk ledelse, lav omkostningsprocent og særdeles robust kreditbog og kapitalbase. Mens Landbobanken er frasolgt de globale porteføljer, er banken fortsat en del af afdeling Danske Aktier, om end i et betydeligt lavere omfang end ved indgangen til året.

Den amerikanske speditør C.H. Robinson er ligeledes blevet frasolgt de globale porteføljer, efter aktiekursen har forholdt sig robust i meget negative markeder, hvilket betød, at prissætningen, og afkastpotentialet, relativt til vores investeringsalternativer blev mindre attraktivt. Vi har fortsat stor tiltro til forretningsmodellen i C.H. Robinson, om end det er svært at tro, at selskabet ikke vil blive mærket af en drastisk makroøkonomisk afmatning.

Lavere korte renter vil presse nettorenteindtægterne, ligesom en dybere samfundsmæssig- og økonomisk nedtur vil betyde stigende tab og tabshensættelser i banksektoren, og dermed mindske kapitalgenereringen og i sidste ende udbytter og aktietilbagekøb. De igangværende aktietilbagekøb i Wells Fargo og Ringkjøbing Landbobank blev begge suspenderet i marts.

Den amerikanske super-regionale bank Wells Fargo blev efter en kort ejerskabsperiode afhændet fra de globale porteføljer. I bagklogskabens klare lys skulle Wells Fargo ikke være tilkøbt porteføljen, og kapitalen blev således om-allokeret til selskaber med svag kursmæssig udvikling og med betydelig mindre balancemæssige risiko, herunder den britiske formuerådgiver St. James's Place, betalingsnetværket Mastercard, Anheuser-Busch Inbev samt IHG. Efter vores vurdering var der, som minimum, samme afkastpotentiale i disse, men med en mere gennemsigtig balancerisiko og lav risiko for varige kapitaltab.

Vi har aldrig tidligere haft så stor rebalanceringsaktivitet, som i marts måned, afledt af de muligheder som de dislokerede markeder og den betydelige kursvolatilitet har givet. Om-allokeringen af særligt de globale porteføljer har generelt været i en retning af selskaber med højere markedsværdi og deri generelt større omsættelighed og likviditet i aktierne. Kursfaldene blandt likvide papirer indikerer, at der har været en jagt på kontanter og dermed et salg af de lettest omsættelige værdipapirer som eksemplificeret ved den tidligere pris-divergens mellem ETF'er og markedsværdien af de underliggende aktiver.

Udover frasalgene fra de globale porteføljer har vi ligeledes reduceret eksponeringen i en række af de bedre kursmæssigt performende selskaber. Novo Nordisk var de globale porteføljers største position på knap ti procent ved indgangen til året, og den driftsmæssige udvikling har været god som forventet. Omsætningen i Novo Nordisk ventes alene i begrænset omfang at blive påvirket af virusudbruddet med salg af produkter til kronisk lidende. Novo Nordisk har været porteføljens kursmæssigt bedst performende selskab i indeværende år, og bytteforholdet til selskaber med kursfald på 40 til 50 procent har således været attraktivt. Eksponeringen til kreditvurderingsselskaberne Moody's og S&P Global, den amerikanske speditør Expeditors og den amerikanske leverandør af finansielle data FactSet er ligeledes blevet nedbragt på baggrund af såvel forholdsvis robust kursudvikling og prissætning relativt til vores resterende investeringsmuligheder.

Vi har særligt øget vores eksponering mod Mastercard, IHG, St. James's Place, kaffekæden Starbucks og skønhedsproducenten Estée Lauder, der alle længe har været en del af vores portefølje, og hvor vi så prissætningen markant mere attraktiv.

### **Reaktioner, og kursfaldene, kom tidligst i Kina**

Virusudbruddet mod slutningen af januar ramte vores porteføljeselskaber med eksponering til Kina over en bred kam. Dette var tilfældet for en lang række selskaber som de Macau-baserede kasinoer Galaxy og Sands China, Estée Lauder, luksusproducenterne LVMH og Kering, de asiatiske fokuserede syge- og sundhedsforsikringsselskaber AIA og Prudential Plc, Starbucks og kuffertproducenten Samsonite. Vi undervurderede, at dette virusudbrud kunne blive en global pandemi, og hvad de kortsigtede konsekvenser af, at der er mellem 120 og 130 millioner kinesere, der i dag rejser rundt i verden i løbet af et år.

Kina blev naturligvis ramt først af de brede nedlukninger, hvor hoteller, restauranter og butikker blev lukket, ligesom kasinoaktiviteterne hos vores Macau-baserede operatører, Galaxy og Sands China, blev lukket i 2 uger i februar efter aftale med lokalregeringen. Kasinoomsætningen faldt således med 89 procent i februar. På kasinoernes hoteller var belægningen i midten af marts øget til 20 procent. I midten af marts kunne vi se fremadrettede reservationer svarende til 30 procents belægning i midten af april og yderligere op til 40 procent i maj, hvilket indikerer en fortsat efterspørgsel. Disse reservationer ser ud til at blive udskudt grundet bekymringer for en anden bølge af smitte.

Det vurderes, at omsætningen i den kinesiske del af Starbucks, IHG og Adidas vurderes at være faldet i omegnen af 80 procent i februar. Vi ser dog et lys forude, og det er tydeligt positivt, at Kina ser ud til at have fået virussen under kontrol. Eksempelvis er mere end to-tredjedele af IHGs lukkede hoteller, og Starbucks butikker, genåbnet ved udgangen af marts. Visse markedsdeltageres kortsigtede ekstrapolering har givet gode muligheder for at addere på særdeles attraktive niveauer i hvert af disse forbrugsrelaterede selskaber.

Vi er fortsat ret positive på middelklassens forbrug i Kina, og virusudfordringen i andre geografiske områder kan for en tid lede til et større lokalt forbrug, hvilket givetvis vil gavne vores Kina-eksponerede selskaber.

Kina var første inde i problemerne, og ser klart ud til at være første ude. Porteføljen blev kursmæssigt ramt i slutningen af januar, men vi ser vores selskaber og porteføljen som værende velpositioneret til Kinas begyndende genopretning.

Det er lang tid siden, at vi har været så langsigtet optimistiske omkring den absolutte prissætning af vores porteføljer, og vi har fortsat svært ved at finde attraktive og troværdige langsigtede investeringsalternativer til høj kvalitetsselskaber med robuste balancer og forudsigeligt voksende frie pengestrømme. Vi er ej blinde over for de potentielle effekter af lavere forbrugertillid, stigende arbejdsløshed eller "regningen" for den betydelige gældsætning i samfundet og erhvervslivet overordnet set.

Mens markedsværdierne af vores selskaber er faldet betydeligt, ser vi ingen tegn på tilsvarende forringelse af selskabernes fundamentale værdier. En stor del af værdien i vores selskaber findes i den langsigtede pengestrømsgenerering, og selvom 2020 vil være et betydeligt bump på vejen for en lang række selskaber, inklusiv flere af vores selskaber, ser vi ikke noget tegn på, at vores nøje udvalgte kvalitetsselskaber vil have betydeligt forandrede langtidsudsigter. I denne sammenhæng har vi svært ved at indregne, hvordan lavere pengestrømsgenerering i 2020 skulle føre til fald på mere end 20 procent i fundamentalværdierne.

Vi finder tryghed i vores selskabers beherskede gældsætning på alene et halvt års driftsindtjening før af- og nedskrivninger i vores globale selskaber, og vores gældfrie Danske Aktier, stærke likviditetsberedskab og betydelige årlige frie pengestrømme, der baseret på år 2021 svarer til en fri pengestrømsrente på 5-6 procent. Kvaliteten af vores selskaber er fortsat høj med et gennemsnitligt afkast på den investerede kapital på knap 48 procent i de globale porteføljer og 25 procent i afdeling Danske Aktier. Hvis vi ser bort fra opkøbt goodwill, er forrentningen mere end henholdsvis 40 og 60 procent for de danske og globale porteføljer.

Vi har en stor forståelse for, at vores selskabers højeste prioritet lige nu er at sikre sine ansattes ve og vel, og maksimering af økonomisk værdiskabelse for nuværende kommer i anden række. Vores forventning om 10 procents årlig vækst i indtjeningen og frie pengestrømme per aktie over en middel-lang horisont er ikke blevet forringet på baggrund af udviklingen i 2020, og vi ser vores selskaber komme styrkede ud af den nuværende situation.

På vegne af BLS Capital



Anders Lund  
Partner og porteføljeforvalter



Peter Bundgaard  
Partner og porteføljeforvalter

#### **Ansvarsfraskrivelse**

Dette kvartalsbrev ("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.