

## Årsbrev 2021

Klampenborg, marts 2022

Kære Medinvestor,

Ganske utraditionelt indleder vi vores Årsbrev for 2021 med vores refleksioner på den kontekst, vi investerer i her i begyndelsen af 2022.

To måneder inde i 2022 påbegyndte Rusland en invasion af Ukraine. Allerede inden invasionen havde bekymringer om inflation og renteforøgelse skabt uro på de finansielle markeder, og med krigens udbrud har året haft en begyndelse med kursfald drevet af frygt.

I perioder præget af uro og frygt finder vi tryghed i at være medejere af kvalitetsselskaber, som i gennemsnit har eksisteret i over 100 år, og som i deres levetid er kommet styrket gennem krige, finanskriser, pandemier og mere til. Vores vedholdende fokus på god selskabsledelse mindsker risikoen i vores porteføljer og er medvirkende til, at vi *ikke* er medejere af selskaber i hverken Rusland eller Ukraine. Desuden er vores indirekte eksponering til disse lande behersket, da beskedne én til to procent af vores porteføljeselskabers omsætning og indtjening stammer derfra.

På kort sigt vil uroen forventeligt påvirke driften i vores selskaber, men på lang sigt forventer vi ikke, at uroen afleder varige effekter på forbrugertilliden og forbrugsvilligheden, og vi forventer derfor ikke, at den langsigtede fundamentale værdi af vores selskaber bliver nævneværdigt negativt påvirket af de geopolitiske spændinger. For os at se er uroen ikke en væsentlig langsigtet risiko, men dens kortsigtede påvirkning af markedets risikopfattelse er selvsagt betydelig.

Når vi ser tilbage på 2021, blev det på mange måder endnu et atypisk år, hvor det altoverskyggende tema forblev pandemiens indflydelse på samfund, økonomier og virksomheder verden over.

Gennem 2021 sikrede ekspansive penge- og finanspolitikker samt økonomiske hjælpepakker fortsat høje likviditetsniveauer og lave renter. Dette resulterede i betydelig vækst i privatforbruget og en fortsat større risikovillighed end normalt på de finansielle markeder.

Mens nedlukninger og restriktioner reducerede forbruget af en række ydelser såsom rejser og underholdning, steg efterspørgslen efter andre varige og ikke-varige forbrugsgoder markant. Forskellige strategier til bekæmpelse af coronavirus verden over ledte til store geografiske forskelle i, hvor hårdt virksomhederne blev ramt af pandemien. Med sin nultolerance over for coronavirus stod Kina utvivlsomt for nogle af de skrappeste tiltag, mens USA og Europa havde en forholdsvis mindre restriktiv tilgang.

I et år, hvor de positive og negative følger af pandemien var ujævnt fordelt på tværs af industrier og regioner, kunne vi samlet set konstatere en betydelig global indtjeningsvækst. Vi så

tilfredse til, da vores nøje udvalgte selskaber i afdelingerne i BLS Invest forsat leverede langsigtet strategisk eksekvering, stærk operationel eksekvering og solide økonomiske resultater gennem hele 2021. Pandemien understregede de fordele, der følger med ejerskab af velafprøvede høj kvalitetsselskaber med kompetente ledelser og begrænset gæld.

I mange industrier gav pandemien anledning til en accelererende digitalisering af forretningsmodeller samt en yderligere styrkelse af allerede robuste markedslederes konkurrencemæssige positioner. Vores selskaber var gunstigt positioneret til at drage fordel af disse tendenser, selv før pandemien, og som det vil blive beskrevet senere i dette årsbrev ser vi mange spændende muligheder for øget indtjeningsvækst og styrkede konkurrencemæssige positioner som følge af digitalisering i porteføljerne.

I en situation, hvor de globale produktions- og forsyningskæder var ramt af pandemirelaterede forstyrrelser, resulterede kombinationen af høj efterspørgsel og begrænset udbud i varemangel, længere leveringstider og markante prisstigninger inden for en lang række produktkategorier. Vores porteføljer forbliver solidt positionerede til en tid med højere inflationsniveauer, og som opfølgning på tidligere års kommentarer vedrørende inflation genbesøger vi emnet senere i dette brev.

De finansielle markeders fokus på bæredygtighed nåede nye højder i 2021. Hos os i BLS har intet ændret sig. Vi forbliver tro mod vores investeringsfilosofi, som vi har været det lige siden vores opstart i 2008, og som vi vil fortsætte med at være det fremover. Vi investerer i ikke-kapitalintensive selskaber af høj kvalitet med stærke brands, en lang historie og et kompetent og ansvarsfuldt ledelsesteam med fokus på at skabe langsigtet værdi for sine aktionærer. Som nærmere beskrevet i årsbrevets sidste afsnit er en stærk bæredygtighedsprofil en positiv afledt effekt af vores investeringsfilosofi.

### **Tilfredsstillende absolutte afkast**

Vores filosofi har altid været, og vil altid være, at holde os inden for vores kompetenceområder og at identificere selskaber med stærke og velafprøvede forretningsmodeller, gode vækstperspektiver, kompetente ledelser, en høj konvertering af overskud til pengestrømme og generelt betydelige frie pengestrømme. At identificere sådanne selskaber og købe ejerandele når prisen er attraktiv og forfølge en langsigtet investeringstilgang, er efter vores opfattelse den bedste opskrift på vedvarende værdiskabelse, kapitaltilvækst og rolig nattesøvn.

Skønt historiske afkast ikke er nogen garanti for fremtidige afkast, er det i vores branche blevet kutyme at rapportere på afkastudviklingen efter udgangen af et kalenderår. Vi finder større interesse i udviklingen i vores selskaber og deres fremtidsudsigter, og derfor er det da også kernefokus i vores årsbrev, som det altid har været tilfældet.

Alle afkast for BLS Invest opgøres efter *alle* omkostninger, og inklusive geninvesterede udbytter, ligesom aktiemarkedsindeks også inkluderer geninvesterede udbytter, men ikke indeholder omkostninger.

BLS Invest Afdeling Danske Aktier KL havde i 2021 et afkast på 23,7 procent. Siden opstarten den 28. februar 2008 og til slutningen af 2021 har afkastet således været 479 procent svarende til et årligt afkast på 13,5 procent. I samme periode har aktieindekset OMX Copenhagen Capped givet et afkast på 335 procent svarende til 11,2 procent årligt. En investering på 100.000 kroner ved

opstarten vil således være forrentet til 579.000 kroner i afdelingen mod 435.000 kroner ved en investering i OMX Copenhagen Capped i samme periode.

BLS Invest Afdeling Danske Aktier Akk. havde i 2021 et afkast på 23,9 procent, og afdelingen har siden opstarten den 5. februar 2020 haft et afkast på 40 procent svarende til 19,2 procent årligt.

For BLS Invest Afdeling Globale Aktier KL var afkastet i 2021 på 23,1 procent. Siden opstarten den 30. september 2008 og til udgangen af 2021 har afkastet dermed været 484 procent svarende til årlige afkast på 14,3 procent. I samme periode har det brede verdensindeks, MSCI AC World, givet et afkast på 297 procent i danske kroner svarende til 11,0 procent årligt. En investering på 100.000 kroner ved afdelingens opstart vil således være forrentet til 584.000 kroner i afdelingen mod 397.000 kroner ved en investering i det brede verdensindeks.

Afdeling Globale Aktier Akk. havde i 2021 et afkast på 24,5 procent, og har siden sin opstart den 30. november 2014 leveret et afkast på 166 procent svarende til 14,8 procent om året. Gennem samme periode har det brede verdensindeks MSCI AC World haft et afkast på 121 procent eller 11,8 procent om året.

Vi er glade for, at de langsigtede afkast fortsat lever op til vores målsætning om positive, absolutte, langsigtede afkast, der efter *alle* omkostninger er højere end de mest sammenlignelige markedsindeks og foreninger. Dette endda med hvad vi vurderer til at være en lavere investeringsrisiko grundet vores stålsatte fokus på at identificere forretningsmodeller af høj kvalitet, stabil og forudsigelig pengestrømsvækst og konservative balancer med ingen eller lav gæld.

Som vi også konstaterede sidste år, så er det ikke et enkelt år, der er afgørende for, om afkastene kan leve op til de langsigtede målsætninger. Derfor er vores fokus på at have porteføljer af selskaber, hvor vi ser attraktive, forventede risiko-justerede afkast for hvert enkelt nøje udvalgte selskab. Vores fokus i kommunikationen med vores medinvestorer er da også netop fokuseret omkring selskaberne, da det på lang sigt er selskabernes driftsmæssige kvaliteter og resultater, der skaber fundamentet for afkastgenereringen.

Vores primære overvejelse i forhold til risiko er en forringelse af de fundamentale værdier i vores porteføljeselskaber som følge af permanent lavere fremtidige frie pengestrømme. Vi overvåger dagligt denne risiko gennem analyser og samtaler med vores selskaber, konkurrenter og potentielle investeringer.

## **To nye selskaber i vores globale portefølje**

Hvor vores strategi uændret er at identificere kvalitetselskaber med kompetente ledelser, et lavt gælds niveau og en attraktiv prisfastsættelse, så foretager vi løbende omlægninger mellem selskaberne i vores porteføljer, da kursudvikling påvirker vores opfattede afkastpotentiale i det enkelte selskab.

I anden halvdel af 2021 blev det asiatiske bryggeri Budweiser APAC en del af vores globale portefølje. Budweiser APAC er et børsnoteret datterselskab af den globale bryggerigigant Anheuser-Busch InBev, som ejer 87 procent af datterselskabet efter dets børsnotering i 2019. I 2021 blev vi også medejere i det kinesisk-eksponerede selskab Yum China. Selskabet er noteret i USA og driver en kæde af fastfoodrestauranter i Kina. Vi har et indgående kendskab til Yum China, da vi fra 2011 til 2016 var medejere af dets tidligere moderselskab, Yum! Brands, hvor den kinesiske-eksponerede virksomhed for os at se var kronjuvelen. For begge tilkøbte selskaber så vi, at prissætningen

indregnede kortsigtede udfordringer, hvilket gav udslag i en svag aktiekursudvikling, tiltagende attraktiv prissætning og derfor, i vores optik, attraktiv risiko-justeret afkastpotentiale. Som altid forsøger vi at identificere langsigtede, attraktive investeringsmuligheder, når i øvrigt sunde virksomheder står over for udfordringer, som vi anser for at være kortvarige bump på en lang værdiskabelsesrejse. Begge disse investeringer beskriver vi nærmere i årsbrevet. Vi foretog ingen frasalg i andet halvår af 2021.

I de globale afdelinger kom årets højeste afkast, inklusive geninvesterede udbytter, fra bilreservedelsforhandleren AutoZone (90 procent opgjort i danske kroner), Novo Nordisk (76 procent) samt fra den britiske formuerådgiver St. James's Place (65 procent). De laveste afkast i porteføljen kom fra vores Macau-baserede kasinoer Sands China (-43 procent) og Galaxy Entertainment Group (-28 procent) samt sportsbrandet adidas (-14 procent).

Skønt vi i årets løb reducerede vores eksponering i St. James's Place betragteligt på baggrund af den imponerende kursudvikling, har vi fortsat stor tiltro til selskabets forretningsmodel og resultatforventninger for de kommende år. St. James's Place var i vores globale portefølje den største enkeltinvestering ved indgangen til 2021 efterfulgt af Novo Nordisk, som vi også reducerede vores beholdning af i årets løb, dog udelukkende med henblik på at holde os under den lovmæssige eksponeringsgrænse på 10 procent.

I BLS Invest Danske Aktier kom årets højeste afkast, inklusiv geninvesterede udbytter, fra diabetes- og fedmeselskabet Novo Nordisk (76 procent), Ringkjøbing Landbobank (60 procent) og speditøren DSV (50 procent), mens de laveste aktieafkast var at finde hos softwareudvikleren SimCorp (-20 procent), ingrediensfabrikanten Chr. Hansen (-16 procent) og onlinestormagasinet Boozt (-3 procent).

Den svagere kursudvikling hos såvel SimCorp som Chr. Hansen udnyttede vi i løbet af året til at øge vores ejerskabspositioner i selskaberne betydeligt. Kursudviklingen fulgte i vores optik ikke, hvad vi vurderer som værende udviklingen i selskabernes fundamentale værdier og attraktive langsigtede værdiskabelsesmuligheder. Vi finansierede blandt andet dette ved at nedbringe vores ejerandel i DSV i lyset af den stærke kursudvikling, selvom vi fortsat ser særdeles høj kvalitet i forretningen, virksomhedskulturen og den agile forretningsmodel, men hvor kursudviklingen løb foran udviklingen i de, for os, afgørende frie pengestrømme.

Set på regioner leverede amerikanske aktier solide afkast i 2021, hvor S&P 500-indekset steg med 38 procent og MSCI USA-indekset steg med 36 procent. Dette stod i skarp kontrast til en begrænset stigning på 5 procent i MSCI Emerging Markets-indekset, som var kraftigt påvirket af MSCI Kina-indekset, som faldt med 16 procent. Med et afkast på 25 procent klarede MSCI Europa sig nogenlunde på niveau med MSCI AC World.

På sektorniveau klarede energiselskaber sig bedst med et afkast på 46 procent, mens IT- og finansselskaber havde et afkast på henholdsvis 37 procent og 34 procent, og de bidrog dermed også væsentligt til stigningen i MSCI AC World. Med et afkast i underkanten af 20 procent leverede forbrugsselskaberne (både forbrugsgoder og konsumentvarer) de svageste afkast skarpt efterfulgt af forsynings- og telekommunikationsselskaberne.

Vi har ingen ejerandele i energi, forsyning eller kommunikation, da vi ikke har kunnet identificere selskaber inden for disse sektorer, der opfylder vores investeringskriterier. Endvidere er vores eksponering mod teknologiaktier på nuværende tidspunkt ganske begrænset, og vi har ingen positioner i de såkaldte FAANG+-selskaber, som blandt andre inkluderer Facebook (nu Meta),

Amazon, Apple, Netflix og Google (nu Alphabet). Vi har omkring ti procent af vores globale portefølje investeret i teknologiselskaber, nærmere bestemt betalingsnetværkene Mastercard og Visa samt softwareselskabet Automatic Data Processing, der laver løn- og HR-løsninger.

I de seneste årsbreve har vi beskrevet, hvordan momentum, som defineret i MSCI-faktorindeksene, har været den primære investeringsfaktor gennem den seneste årrække. Dette var dog ikke tilfældet i 2021, hvor momentum viste sig at være den mindst succesfulde af de 4 mest omtalte investeringsfaktorer (Value, Vækst, Kvalitet og Momentum). Momentum gav et afkast på cirka 16 procent i 2021 sammenlignet med 29 procent for Value, 26 procent for Vækst og 31 procent for Kvalitet. I BLS udvælger vi ikke vores investeringer, og sammensætter ej heller vores porteføljer på baggrund af faktorer. Det kommer ikke som nogen overraskelse for os, at Momentum ikke kunne fortsætte stimen af overlegne resultater i det uendelige. Trods tusindvis af års forsøgen, er det ikke lykkedes alkymister at forvandle sten til guld. Hvis investering blot var et spørgsmål om at allokere flest midler til de aktier, der gennem det seneste år har klaret sig bedst, hvad skulle formålet så være med at følge en stringent "bottom-up"-filosofi baseret på at udvælge undervurderede kvalitetsselskaber?

I løbet af de sidste fire år har vi set en koncentration af markedsafkast omkring amerikanske selskaber med højere markedsværdi, hvilket tydeliggøres af, at MSCI AC World-indekset, som er vægtet efter de indeholdte selskabers markedsværdi, klarede sig bedre end det tilsvarende indeks hvor de indeholdte selskabers vægt er ligeligt fordelt. Koncentrationen i MSCI AC World-indekset har været stigende, og de 5 største selskaber udgør nu 12 procent af indekset. Hvis vi går tilbage til 2011, udgjorde de 15 største selskaber en tilsvarende andel. Selvom vi anerkender kvalitetene ved nogle af disse store selskaber, er det ikke i en grad, hvor vi anser dem som attraktive investeringer. Vi ser ingen logisk begrundelse for, at relativ markedsværdi i sig selv skulle være afgørende for fremtidige afkast.

I løbet af 2021 reducerede vi vores eksponering mod selskaber i finanssektoren betragteligt, idet vi i første halvår realiserede gevinster i St. James's Place og derudover solgte livs- og sundhedsforsikringsselskabet Prudential Plc og kreditkortselskabet American Express fra i vores globale portefølje. Til gengæld øgede vi vores beholdninger inden for forbrugsselskaber, hvilket samtidig øgede vores indirekte eksponering til Kina. Vi har alene en indirekte eksponering til Kina gennem ejerskab af selskaber, der er børsnoteret i lande med ordentlig aktionærbeskyttelse i lovgivningen, og hvor vi kan stole på kvaliteten af, samt ikke mindst læse og forstå, årsregnskaberne. Vi øgede blandt andet vores positioner i Sands China, Galaxy Entertainment Group samt i Anheuser-Busch InBev, idet vi udnyttede sidstnævntes svage kursudvikling, som vi tilskriver markedets kortsigtede fokus.

Vi er uændrede i vores investeringstilgang og -strategi, hvor vi nøje vurderer og udvælger hver enkelt investering på baggrund af selskabernes individuelle kvaliteter, samt at selskabet skal bidrage positivt til vores forventede absolutte, risikjusterede afkast. I bagklogskabens lys er der ingen tvivl om, at vores sektor- og regionale allokering havde negativ indvirkning på den globale porteføljes afkast i forhold til verdensmarkedet i 2021. Vores eksponering var åbenlyst for lav mod amerikanske selskaber og for høj mod selskaber, der driftsmæssigt er eksponeret mod Kina.

Samtidig med dette havde vi for mange forbrugsselskaber og for få teknologiselskaber i vores globale portefølje. Vi har imidlertid ikke fordel af bagklogskabens uendeligt klare lys, når vi forvalter vores porteføljer. Vi allokere derfor vores kapital med blikket skarpt rettet mod fremtiden og vores nuværende og potentielle selskabers muligheder for at skabe langsigtet økonomisk aktionærværdi. Vi har en disciplineret tilgang til investering, og vi tilstræber at holde os inden for vores

kompetenceområder. Dette indebærer, at vi værdiansætter vores selskaber på baggrund af den frie pengestrømsrente og afholder os fra at lancere nye værdiansættelsesmål, som følger markedets luner.

### **Godt positioneret til normale tilstande**

Pandemien har påvirket selskabernes drift og økonomiske resultater meget forskelligt i de enkelte industrier og regioner. Mens nedlukninger og restriktioner lagde en dæmper på forbruget af visse ydelser, som eksempelvis rejser og underholdning, så steg efterspørgslen markant efter mange andre typer af varige og ikke-varige forbrugsgoder samt efter digitale tjenester. Der var stor forskel på, hvilke tiltag de statslige myndigheder i de forskellige geografiske områder tog i anvendelse for at bremse smitten, og restriktionerne spændte fra Kinas nultolerancepolitik over for coronavirusen til den mindre restriktive tilgang i Norden.

Det var kun vores speditører, DSV og Expeditors, der var entydigt positivt påvirket af pandemien. De positive effekter af pandemien for vores samlede porteføljer var derfor begrænsede i 2021. Da mange af vores selskaber er afhængige af global mobilitet og velfungerende forsyningskæder, og da 20 til 25 procent af den globale porteføljes samlede omsætning stammer fra Kina, blev 2021 i stedet et år, hvor de kortsigtede påvirkninger af pandemien havde mere negativ end positiv tyngde.

Hyppige nedlukninger af hele byer i Kina, som reaktion på pludselige udbrud af coronavirustilfælde, havde en væsentlig negativ indvirkning på omsætningen i Yum China og Budweiser APAC, og Kinas nultolerancepolitik over for coronavirus reducerede besøgstillene betydeligt på vores Macau-kasinoer igennem det meste af året. Samtidig faldt belægningsprocenten i hotelnetværket InterContinental Hotels Group med omkring 17 procent sammenlignet med niveauet fra før pandemien grundet de globale rejserestriktioner. Mastercard og Visa oplevede, at en stigning i de indenlandske betalinger ikke kunne opveje tilbagegangen i de internationale betalinger, som normalt udgør hele 20 til 25 procent af selskabernes indtjening. Adskillige corona-relaterede nedlukninger af produktion i Vietnam barberede omkring 1 milliard euro af adidas' 2021-omsætning, svarende til omkring fem procent af selskabets årlige salg, og forstyrrelser i de globale forsyningskæder sendte fragtomkostningerne i vejret, da selskabets sneakers lejlighedsvis måtte transporteres med fly i stedet for skib.

På trods af en større negativ end positiv effekt af pandemien leverede vores porteføljeselskaber solide driftsresultater, og 24 ud af 27 selskaberne i vores globale portefølje opnåede en højere omsætning i 2021 end før pandemien. Det er endvidere værd at hæfte sig ved, at vores selskaber, trods usikkerhed og forstyrrelser på den korte bane, fortsatte implementeringen af deres langsigtede strategiske tiltag for at styrke deres markedspositioner. Under pandemien har Galaxy Entertainment Group og Sands China investeret i opgraderinger af deres konference- og hotelfaciliteter, og de har desuden udvidet deres samlede hotelkapacitet målt i kvadratmeter med mere end 15 procent.

Budweiser APAC øgede under pandemien sin produktionskapacitet med 20 millioner hektoliter, svarende til cirka 25 procent. Yum China åbnede nye restauranter i et hurtigere tempo end oprindeligt planlagt og havde omkring 12.000 restauranter ved udgangen af 2021 – en forøgelse på omkring 20 procent sammenlignet med begyndelsen af 2020.

I takt med at pandemien ebber ud, og verden atter vender tilbage til normale efterspørgsels- og forbrugsmønstre, vil disse omfattende kapacitetsudvidelser begynde at generere omsætning. Det samme gælder den betydelige ledige kapacitet hos InterContinental Hotels Group, adidas,

Mastercard, Visa og andre af vores porteføljeselskaber. Vi anslår konservativt, at selskaberne i vores globale portefølje i et coronavirusfrit scenarie ville have opnået en gennemsnitlig årlig omsætningsvækst på 7 til 8 procent i perioden fra 2019 til 2021, hvilket er betydeligt over den faktisk opnåede vækst. Når pandemien er overstået, forventer vi således, at der frigives en betydelig opsøret omsætningsvækst blandt selskaberne i vores portefølje, og tager man operationel gearing med i betragtningen, bør stigningen i væksten påvirke indtjening og pengestrømme i endnu større grad.

## **De danske selskaber kom også stærkt gennem pandemien**

Mens selskaberne i vores globale portefølje i vores optik står stærkt positioneret til en normalisering af verden, så har selskaberne i vores danske portefølje faktisk leveret så stærke resultater gennem 2020 og 2021, at man baseret på udviklingen i omsætning og indtjening ikke i sig selv ville se årene som unormale eller påvirket af en global pandemi. Selskaberne i vores danske portefølje har således leveret omkring 20 procent *årlig* vækst i indtjeningen per aktie gennem de to år, og selskaberne leverede højere omsætning og indtjening i 2021, end de gjorde det i 2019, og for langt de fleste var det faktisk tilfældet allerede i 2020.

2021 var et særdeles stærkt driftsmæssigt år for vores danskbaserede selskaber. Dette tydeliggøres af mængden af opjusteringer foretaget af lederne i vores selskaber igennem året, hvor eksempelvis Boozt opjusterede fire gange, imens Novo Nordisk opjusterede tre gange i løbet af året – og det endda af betydelig karakter. Vi kan faktisk ikke erindre, hvornår Novo Nordisk sidst har opjusteret et indeværende års forventninger så mange gange. Lederne i 13 ud af 14 selskaber i vores danske portefølje gav i 2021 omsætnings- og/eller indtjeningsforventninger til året, og 12 ud af disse 13 selskaber opjusterede disse forventninger i løbet af året, og opjusterede i gennemsnit faktisk mere end to gange hver. Ingen af selskaberne nedjusterede i årets løb sine udmeldte forventninger.

Den danske markedsleder indenfor online jobannoncer, Jobindex, leverede det stærkeste realiserede regnskab sammenlignet med den første udmeldte ledelsesforventning. Den realiserede indtjeningsvækst for året endte omkring 6 gange højere, end ledelsens udmelding ved rapportering for regnskabsåret 2020. Det synes vi er særdeles stærkt, og vi sætter stor pris på vores leders og deres medarbejders daglige eksekvering, særligt gennem denne anderledes tid.

Pandemien har generelt understreget de fordele, der er forbundet med ejerskab af langtidstestede, høj kvalitetsvirksomheder med begrænset gæld og en ledelse, der evner at levere på langsigtede forretningsstrategier. Vi skylder en stor tak til de knap 2 millioner medarbejdere i vores 37 selskaber for deres utrættelige arbejde, imponerende engagement og langsigtede fokus under nogle af de vel nok værste tænkelige forhold. De driftsresultater og den strategiske eksekvering der er opnået under pandemien, lover godt for fremtiden, og vi ser fortsat lyst på fremtidsudsigterne for vores porteføljeselskaber. De har i løbet af pandemien styrket såvel deres konkurrencekraft som deres finansielle fremtidsudsigter, og vi ser frem til, at vores selskaber kan vende tilbage til normale tilstande, hvor de har udsigt til en kraftig forbedring af deres indtjeningsevne.

## **Danske aktier er, stadig, en attraktiv aktivklasse**

Vi har tidligere i bogen "Danske Aktier i BLS' Perspektiv" beskrevet, hvordan Danske Aktier som en aktivklasse har præsteret særdeles attraktive afkast over lange horisonter på mere end 20 år sammenlignet med en lang række globale og nationale aktieindeks. Over de sidste 5, 10, 15 og 20 år har afkastet på OMX Copenhagen Capped således været højere end for verdensmarkedet (MSCI AC World), udviklede lande (MSCI World), udviklingslande (MSCI Emerging Markets) samt MSCI's europæiske indeks (MSCI Europe). På 5, 10 og 20 års horisont har afkastet ligeså været højere end for amerikanske selskaber opgjort ved S&P 500. Afkastet for danske aktier som helhed kan dermed vel nærmest klassificeres som verdensklasse.

Over længere perioder vil aktieafkast oftest afspejle den underliggende værdiskabelse, og det er vores opfattelse, at der trods et færre antal børsnoterede selskaber i Danmark, sammenlignet med lande som USA, Tyskland og Storbritannien, stadig er et attraktivt antal af høj kvalitetsselskaber. Vi oplever ikke, at dette har ændret sig i Danmark, og vi ser derfor stadig meget lyst på fremtiden for vores Danske Aktie-strategi, hvor forudsætningerne for at skabe langsigtede, attraktive afkast i vores optik ikke har ændret sig – i hvert fald ikke til den negative side.

I en analyse, som vi foretog i forbindelse med den førnævnte bog, så vi på fælles kendetegn blandt de danske selskaber, der havde leveret de stærkeste aktieafkast over den foregående 20-årige periode. Blandt disse var kendetegn som: pæn omsætningsvækst, men vigtigere endnu, overordnet set skalerbar omsætningsvækst, hvormed indtjeningen voksede hurtigere end omsætningen. Dette resulterede også i stigende kapitalafkast, og altså højere indtjening per krone investeret i forretningen. Dertil havde selskaberne generelt begrænset gæld og sidst, men ikke mindst, lav udskiftning i øverste ledelseslag, hvor antallet af administrerende direktører over de 20 år i gennemsnit var under 3. Disse kendetegn forekommer os ikke overraskende, og trofaste læsere vil da også nikke genkendende til, at disse kendetegn i høj grad er integreret i vores analyser af vores selskaber.

## **Vores porteføljer er fortsat attraktivt prissætsat og holder en høj kvalitet**

Vi overvåger selvsagt kvaliteten af vores selskaber samt deres prissætning på de respektive børser med henblik på at vurdere deres langsigtede absolutte afkastpotentiale. Det gør vi ved hjælp af en række variable, hvoraf nogle er mere kvantificerbare end andre. Nogle af de mere kvantificerbare nøgletal er afkastet på den investerede kapital, som måler kvaliteten, samt gældsætningen med henblik på at vurdere, hvor stærk en balance et givet selskab har. Vi er kun medejere af et selskab, så længe vi finder værdiansættelsen attraktiv i absolutte termer på baggrund af en analyse af den frie pengestrømsrente.

Afkastet på den investerede kapital er fortsat det centrale nøgletal, når vi skal vurdere et selskabs kvalitet, og som det fremgår af nedenstående tabel, ligger dette nøgletal fortsat højt for vores porteføljer. Det er ikke nogen tilfældighed. Afkastet på den investerede kapital er et grundlæggende kriterie i vores vurdering af alle selskaber, og hvis et selskab ikke kan fremvise et tilfredsstillende kapitalafkast, har det ikke interesse for os. Et højt afkast på den investerede kapital er et udtryk for kvalitet og selskabets evne til at levere en attraktiv driftsindtjening i forhold til, hvor stor en kapital et selskab behøver, eller ikke behøver, for at holde driften kørende. Netop grundet inkluderingen af driftskapitalen, er der en stor sammenhæng med selskabets evne til konsistent og stabilt at generere



høj pengestrømskonvertering, altså andelen af regnskabsmæssig indtjening der bliver til frie pengestrømme, samtidig med at forretningen vokser.

Som det fremgår af tabellen, ligger afkastet på den investerede kapital for de globale porteføljer en smule lavere end tidligere, hvilket skyldes ændringer i sammensætningen af porteføljen. Det normaliserede afkast på den investerede kapital ligger stabilt for de enkelte selskaber i vores globale portefølje. Det hører også med til historien, at pandemien har forhindret nogle af vores selskaber i at høste frugterne af deres nuværende strategier og investeringer. For vores danske selskaber har afkastet på den investerede kapital været stigende, og det skyldes primært øget rentabilitet i selskaberne, da selskabssammensætningen som tidligere beskrevet er forholdsvis uændret gennem perioden.

Ikke alene er kvaliteten af vores selskaber høj, men deres balancer er også fortsat sunde med en begrænset gældsætning. De globale porteføljeselskabers gæld justeret for kontanter er 0,4 gange driftsindtjeningen før af- og nedskrivninger. I lægmandstermer betyder det at al gælden vil kunne afvikles på under et år. Gældsætningen i porteføljen stammer primært fra ejerandelen i verdens største bryggeri, Anheuser-Busch InBev. Hvis der ses bort fra denne, er porteføljen stort set gældfri. Selvom bryggeriet skiller sig ud på gældsfronten, er vi trygge ved selskabets gældsætning af årsager, vi i tidligere investorbreve har beskrevet. Blandt andet er der *ingen* finansielle klausuler tilknyttet selskabets lån, som har en gennemsnitlig løbetid på 16 år, og alle er fastforrentede uden nogle nævneværdige gældsforfald inden for de næste fem år.

Anheuser-Busch InBev har likvide midler til at dække disse gældsforfald, og selskabet har derudover betydelige årlige pengestrømme til løbende at nedbringe gælden fra det nuværende niveau på fire gange driftsindtjeningen før af- og nedskrivninger mod målsætningen om under to gange. For vores danske selskaber har de i gennemsnit faktisk flere kontanter i banken, end de har gæld, og disse kontanter svarer til mere end 0,5 gange driftsindtjeningen før af- og nedskrivninger.

På porteføljeniveau afspejles de attraktive værdiansættelser og det tilfredsstillende absolutte afkastpotentiale i frie pengestrømsrenter på 4,0 procent for vores danske portefølje og på 4,3 procent for vores globale portefølje, hvilket i høj grad er på linje med porteføljernes historiske værdiansættelse.

BLS Globale Aktier	2019	2020	2021
RoIC	49,1%	45,6%	43,1%
Gæld / Driftsindtjening	0,2	0,7	0,4
Pengestrømsrente	4,5%	4,3%	4,3%

BLS Danske Aktier	2019	2020	2021
RoIC	27,6%	23,7%	30,7%
Gæld / Driftsindtjening	0,2	0,0	-0,7
Pengestrømsrente	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.

## Forbigående eller ej, vi er forberedt på inflation

Vi har altid inddraget betragtninger omkring inflation i vores investeringsbeslutninger og -analyser, da et selskabs evne til at overføre stigende omkostninger til salgspriserne, altså dets *pricing power*,

er en af de ting, vi kigger efter, når vi bedømmer et selskabs kvalitet. Inflation er dermed et emne, vi gennem længere tid har forholdt os til. Ikke i et forsøg på at forudsige inflationsudviklingen men som en overvejelse af, hvordan vores selskaber er stillet, hvis inflationen skulle stige i forhold til de seneste mange års meget lave inflationsniveauer.

Inflation var et særdeles omdiskuteret emne i 2021, særligt i løbet af foråret og igen mod slutningen af året, hvor forbrugerprisindeksene steg voldsomt (cirka 7 procent i USA i december 2021). Ligesom vi ikke forsøger at forudsige inflationsudviklingen, afstår vi også fra at gisne om, hvorvidt de nuværende tendenser er et forbigående eller et vedvarende fænomen, noget som mange markedsdeltagere verden over kaster sig ud i næsten dagligt. Uanset om den stigende inflation er et forbigående fænomen eller ej, er vores porteføljer fortsat godt rustet til at håndtere et sådant scenarie, idet flere af vores selskaber, herunder luksuskonglomeraterne LVMH og Kering, har en iboende evne til at modstå inflation grundet blandt andet deres pricing power, eller har høje marginer, som eksempelvis Novo Nordisk. Selv meget store stigninger i råvarepriserne vil kun have begrænset indvirkning på Novo Nordisk, da selskabet med bruttomarginer på omkring 83 procent vil være i stand til at absorbere et sådant slag.

Vi berørte også inflation i vores investorbrev for første halvår af 2021, og vores betragtninger på daværende tidspunkt er fortsat yderst relevante. Pricing power er særdeles relevant, når vi taler inflation, og det er noget, vi løbende drøfter med vores selskaber. Pricing power beskrives ofte som evnen til at hæve priserne som minimum i takt med inflationen og dermed inflationssikre de frie pengestrømme, som vi beskrev i det seneste investorbrev, hvor vi anførte LVMH, Procter & Gamble og Coca-Cola som eksempler sammen med en række andre stærke brands. Dette bekræftes af meldinger fra både Procter & Gamble og Coca-Cola, som har hævet priserne med 3 til 5 procent og dermed demonstreret sine kunders lave prisfølsomhed, da det har resulteret i øgede markedsandele og fortsat volumenvækst.

For vores bryggerier Carlsberg, Royal Unibrew, Anheuser-Busch InBev og Budweiser APAC kan stigende råvarepriser videreføres til forbrugerne gennem såvel prisstigninger som i salget af produkter med højere prispunkter. Dertil har særligt de to sidstnævnte en konkurrencemæssig fordel af, at driftsmarginerne også er højere end konkurrenternes.

Andre faktorer, der kan bidrage til at afbøde effekterne af inflation, er sunde balancer og en generelt lav gældsætning, der gør selskaber mindre sårbare over for de potentielle afledte effekter af stigende renter.

### **Højere omsætning i kølvandet på inflation**

En anden form for inflationssikring af indtjeningen og de frie pengestrømme ses i selskaber, hvis omsætning stammer fra betalinger, der flyder gennem deres systemer. Dette gælder eksempelvis vores betalingsnetværk Mastercard og Visa, hvor en stor del af omsætningen udgøres af en lille procentdel (under 0,5 procent) af den nominelle værdi af de betalinger, der går gennem netværket. Da de beløb, der håndteres i netværkerne, stiger som følge af inflationen, medfører inflationen altså omsætningsvækst.

Det samme gælder både vores hotelnetværk InterContinental Hotels Group og vores HR-softwaresekskab Automatic Data Processing, hvis primære forretning er lønningssystemer. Næsten hele InterContinental Hotels Group's omsætning udgøres af en procentdel af hotellernes omsætning, som bestemmes på baggrund af antallet af solgte værelser og den gennemsnitlige daglige pris,

mens en væsentlig del af Automatic Data Processing's omsætning er baseret på værdien af de lønninger, der håndteres gennem systemet.

Denne form for inflationssikring, hvor omsætningen per konstruktion følger inflationen, bliver ofte overset. Diskussionen drejer sig i stedet ofte om, hvorvidt kundernes prisfølsomhed tillader prisstigninger. Forretningsmodeller, hvor omsætningen opgøres som en del af andres omsætning, fungerer ofte som en platform for samarbejdspartnere eller kunder, og hvis koncernen skal øge indtjeningen, skal ledelsen derfor fokusere på at foretage de rigtige investeringer, så selskabet fortsat er attraktivt for kunderne, samtidig med at der er styr på driften, så indtjening og pengestrømme kan vokse i mindst samme takt som omsætningen. Det er tilfældet for de af vores selskaber, der hører til denne kategori.

### **Inflationssikring i forsikringsbranchen**

Inflationssikring tager en anden form i vores nordiske skadesforsikringsselskaber, danske Topdanmark og Tryg, samt finske Sampo. Privatkundesegmentet, hvor selskaberne årligt foretager prisjusteringer med baggrund i udviklingen i forbrugerprisindekset, udgør mellem 60 og 70 kroner (eller euro) for hver 100 kroner (euro) i præmieindtægter. Disse årlige prisjusteringer sikrer naturligvis, at præmierne mindst følger udviklingen i inflationen. Derudover har forsikringsselskaberne mulighed for at krydssælge forsikringsprodukter eller tilpasse prisen for den enkelte forsikringsrisiko og dermed øge præmieindtægterne.

Dertil kommer, at Tryg, Topdanmark og Sampo samtidig har flerårige fastprisaftaler med mange af sine leverandører, hvilket medfører, at den potentielle indvirkning fra skadesinflation forsinkes (skadesomkostninger udgør cirka 80 procent af driftsomkostningerne eller næsten 70 procent af præmieindtægterne). Dette afbøder inflationens indvirkning på omkostningerne, i det mindste på kort sigt, mens præmierne årligt justeres på baggrund af udviklingen i forbrugerprisindekset. Dette forbedrer vores skadesforsikringsselskabers inflationsjusterede indtjening, og dermed dividendekapaciteten.

At en overvejende andel af præmieindtægterne kommer fra privatkunder, eller mindre erhvervs-kunder, er positivt for disse forsikringsselskabers forrentning af egenkapitalen, da den betydelige diversifikationseffekt, der følger med en mindre gennemsnitlig kundestørrelse sammenlignet med store erhvervsforsikringer, medfører et lavere hensættelsesbehov. Såvel Topdanmark og Tryg som If P&C (som står for størstedelen af Sampos driftsaktiver og værdi samt er Nordens største skadesforsikringsselskab) har konsekvent leveret en egenkapitalforrentning på over 20 procent. I den globale portefølje øgede vi i begyndelsen af 2021 vores medejerskab i begge forsikringsselskaber betragteligt i kølvandet på deres svage aktiekursudvikling, men vi reducerede efterfølgende vores beholdninger efter kursstigninger i særligt Sampo.

Hvor den samlede eksponering i store dele af 2021 var på mere end 10 procent af den globale portefølje, er den ved indgangen til 2022 nedbragt til cirka 8 procent. Den ændrede eksponering afspejler kursstigninger, både absolut og i forhold til alternative investeringsmuligheder, og den skyldes på ingen måde en ændring i vores positive syn på disse robuste selskaber, deres kompetente ledelser og deres muligheder for værdiskabelse.

Kundefastholdelsesgraderne i de nordiske skadesforsikringsselskaber er særdeles attraktive på over 90 procent, hvilket skaber et bundsolidt grundlag for stabilitet og rentabilitet. Den høje kundefastholdelse er en stor del af forklaringen på, at vores skadesforsikringsselskaber formår at

fastholde en høj rentabilitet med combined ratios<sup>1</sup> på 83 til 85 procent. Det gør dem til markedsførende i en region med de nok laveste combined ratios globalt set, og her skal det nævnes, at jo lavere combined ratio jo bedre. Skadesforsikring tiltrækker sig generelt ikke den store interesse hos forbrugerne, og medmindre de oplever et negativt kundeforløb, afsøger kunderne sjældent markedet for konkurrerende produkter. Dette styrker forsikringsselskabernes rentabilitet, da priskonkurrencen begrænses, og kunderne bliver mere rentable med tiden, i takt med at forsikringsselskaberne får øget indsigt i skadestendenser og kundeforførelse. Det forbedrer forsikringsselskabernes muligheder for at differentiere præmierne.

Dette har været en fordel for vores førende nordiske forsikringsselskaber i forhold til at opnå og fastholde en god rentabilitet, allerede inden at de førende nordiske forsikringsselskaber har realiseret de store fordele som bedre brug af data inden for risikoudvælgelse (eksempelvis beslutningen om hvad man vil forsikre for hvilke kunder) og prisoptimering vil bringe. Anderledes ser det ud på eksempelvis det britiske forsikringsmarked, hvor Sampo er gået ind med overtagelsen af skadesforsikringsselskabet Hastings. I første omgang erhvervede Sampo 70 procent af aktierne i august 2020, hvorefter de købte de resterende 30 procent af den sydafrikanske medejer Rand Merchant Investment Holdings i december 2021.

Det britiske forsikringsmarked er karakteriseret ved lavere fastholdelsesrater og dermed kortere kundeforhold, hvor kunderne "pris-shopper" i langt højere grad, end vi ser det i Norden. Hvis forsikringsselskaber skal lykkes med at fastholde både præmier og rentabilitet på det britiske marked, er det derfor endnu mere afgørende at foretage de rigtige investeringer i brugen af data til nøjsom prisdetaljering af de enkelte risikoindikatorer hos policeholdere, altså såkaldt mikrotarifering.

Vi forventer på ingen måde, at Sampo vil ændre sin konkurrencemæssige tilgang på det nordiske marked. Torbjörn Magnusson, Sampos succesfulde administrerende direktør, kom til sin nuværende direktørpost i 2020 efter at have været administrerende direktør for det særdeles succesfulde og værdiskabende datterselskab If P&C siden 2002. Da både If og de øvrige førende aktører i Norden har en klar interesse i at beskytte og forøge branchens profitpulje, forventer vi ikke, at prissætningen af forsikringer ændrer sig hen imod noget, der kan kategoriseres som priskonkurrence. Mikrotarifering og brug af data kan sikre, at de største aktører ikke konsoliderer markedet organisk ved at snuppe de mindst attraktive kunder fra de mindre spillere.

## Større høstakke

Vi skal ikke langt tilbage i tiden, før udfordringen i anvendelsen af data lå i at finde nålen i høstakken. Den effektive markedsføringskampagne, det populære produktdesign og det rigtige prispunkt lå gemt hulter til bulter i forbrugernes præferencer og adfærd. I de store, rodede og undertiden spredte høstakke af information var det nærmest umuligt at finde nålene, og når man af og til stak sin finger, var det ikke altid nemt at afgøre, om man rent faktisk havde fundet en nål eller blot et tilfældigt lille stykke spidst hø.

Alt dette har ændret sig. Takket være den enorme computerkraft, der ligger nemt tilgængelig i "skyen", og de supereffektive algoritmer, der frit kan tilgås via Open Source, er udfordringen ikke

---

<sup>1</sup> Combined ratio angiver hvor stor en andel af præmieindtægterne, der enten går til hensættelser til erstatninger, driftsomkostninger til opgørelsen af erstatningshensættelser, salgsstyrken og administration. Jo lavere combined ratio, desto større en andel af præmieindtægterne bliver til det forsikringstekniske resultat. Det forsikringstekniske resultat kan sammenlignes med et driftsresultat.

længere at finde nålen. Enorme mængder af data kan hurtigt, og stort set omkostningsfrit efter en opstartsinvestering, analyseres, så afvigelser og sammenhænge kan opdages og fremhæves i realtid. Konkurrencefordelen består ikke længere i at have en metaldetektor, den drejer sig nu om at øje den største høstak.

Big Data, digitalisering og kunstig intelligens driver værdiskabelsen og sender mange teknologiske virksomheders værdiansættelser i vejret. I betragtning af vores begrænsede direkte eksponering mod teknologiske virksomheder forekommer vores porteføljer muligvis ikke umiddelbart at være gunstigt positioneret over for disse effektive værktøjer. Vores udvalgte brancheførende selskaber, som har en gennemsnitsalder på mere end 100 år, kan måske endda ses som værende eksponeret mod den ofte fremhævede risiko for digital omvæltning, som har sendt engang så stolte markedsledende selskaber som Polaroid, Kodak og Blockbuster i graven.

Skønt vi ikke har nogen Big Tech-selskaber eller teknologiske startup-virksomheder i vores porteføljer, samt at vores primære direkte teknologiske eksponeringer udgøres af Mastercard, Visa, Automatic Data Processing og SimCorp, mener vi ikke desto mindre, at vores selskaber er godt positioneret til at drage fordel af digitaliseringen.

Grundet deres markedsledende positioner og mangeårige erfaring sidder vores selskaber på nogle af de største og mest interessante datahøstakke inden for deres respektive brancher. Uanset om det er prisdata, forbrugsdata, produktionsdata, effektivitetsdata, forbrugeradfærdsdata eller en hvilken som helst anden form for data, der kan udledes af deres daglige drift, har vores selskaber eksklusiv adgang til rigelige og voksende mængder af unikke data.

Kommerciel udnyttelse af disse dataaktiver kræver betydelige IT-investeringer og fokus fra ledelsens side på at forfølge langsigtede strategiske værdiskabelsesmuligheder. Med de betydelige årlige pengestrømme, som vores selskabers nuværende aktiviteter genererer, og solide, gældfri balancer er vores selskaber godt klædt på til, og indstillet på, at allokere den nødvendige kapital til flerårige IT-investeringer uden at slække på deres nuværende aktiviteter.

I vores porteføljer ser vi mange spændende data- og digitaliseringsmuligheder, hvor vores selskaber kan udnytte, at deres data- og IT-udviklingsbudgetter er større end de flestes. Med baggrund i det store fokus på langsigtet værdiskabelse blandt ledelserne i vores selskaber er vi overbeviste om, at digitaliseringen vil skabe vækst og en forbedret rentabilitet for os som aktionærer.

Vores bryggerier, Anheuser-Busch InBev og dets børsnoterede asiatiske datterselskab, Budweiser APAC, investerer i disse år i en digital transformation gennem deres markedsførende business-to-business-platform, BEES. BEES-appen fungerer som bindeled mellem barer og andre mindre detailkunder på den ene side og bryggeriet på den anden. Platformen er dermed med til at sikre en effektiv daglig drift, da kunderne kan placere ordrer på BEES-appen, når det passer dem, samt bestille levering, så det passer ind i programmet, og styre lager, betalinger og bogføring med mindst mulig indsats. Hver uge bruger mere end to millioner aktive brugere mere end en halv time på appen og giver på den måde vores bryggerier en unik indsigt i forbrugsmønstre samt enkeltkunders adfærd og muligheder. Ved hjælp af data indsamlet på tværs af alle brugere og suppleret med andre lokale statistikker som eksempelvis vejrudsigter, sportsbegivenheder og helligdage kan vores bryggerier lancere skræddersyede kampagner, der kan hjælpe kunderne med at optimere salget og vokse deres forretning. Hvis man dertil lægger en forbedret logistik fra levering til bogføring, har udrulningen af BEES været en stor succes.

Platformen blev lanceret i december 2019 og kan nu bruges på 13 markeder verden over, og selvom det endnu er for tidligt at tale om modne BEES-markeder, står platformen allerede for hele 70 til 90 procent af vores bryggeriers samlede salg på den håndfuld markeder, hvor den først blev lanceret. Vi anslår, at bruttoomsætningen via BEES i 2021, blot 2 år efter lanceringen, udgjorde omkring 20 milliarder dollars, svarende til cirka 40 procent af Anheuser-Busch InBevs samlede estimerede omsætning.

Skønt flertallet af BEES-kunder er eksisterende kunder, ser vi flere positive effekter af udviklingen. For det første tyder de første data på, at de kunder, der konverterer til BEES, køber mere. I Brasilien er antallet af øl-varenumre per leverance blandt fuldt konverterede BEES-kunder steget med 10 procent, antallet af leverancer er øget med 2 procent, og nettoordreværdien per leverance er vokset med 26 procent. For det andet forventer vi en øget kundefastholdelse på BEES grundet de ovenfor nævnte fordele.

Over 2 millioner kunder, hvilket svarer til cirka en tredjedel af Anheuser-Busch InBevs 6 millioner globale mindre forretningsdrivende kunder, er nu aktive brugere af BEES, hvor de i gennemsnit bruger mere end 30 minutter om ugen. For blot to år siden eksisterede appen ikke, hvilket vidner om BEES-plattformens hurtigt voksende popularitet. Endelig er de samlede leveringsomkostninger lavere for BEES-ordrer, hvilket indebærer, at væksten i indtjeningen vil overstige omsætningsvæksten i takt med den fortsatte konvertering af eksisterende kunder til BEES og erobring af nye markedsandele.

I vores elevatorselskab, Otis, sikrer 40.000 teknikere, der tegner sig for omkring 70 procent af selskabets samlede produktionsomkostninger, at de mere end 2 millioner elevatorer og rulletrapper, som selskabet servicere og vedligeholder, holdes i driftsmæssig sikker stand. Inden for de seneste år er Otis begyndt at installere digitale Internet-of-Things (IoT) enheder i deres elevatorer, som overvåger driften i realtid og fodrer en central analyseenhed med data. Alle mekaniske, elektriske og elektroniske komponenter i elevatorerne overvåges, herunder anordninger, som kan forudsige et vedligeholdelsesbehov, før der opstår et faktisk driftsmæssigt problem. Ved funktionssvigt er det afgørende at vide, hvordan og hvor problemet er opstået, så kvaliteten kan opretholdes og effektiviteten sikres i en akut situation.

I den daglige drift er det også af stor betydning for kvaliteten og effektiviteten at kunne planlægge almindelige servicebesøg ved hjælp af fuldstændige historiske driftsdata og forudsigende analyse. Otis anslår, at IoT-enhederne vil reducere antallet af nødvendige servicebesøg per elevator med 30 procent og den tid, der bruges på hvert besøg, med 10 procent. Dette betyder, at selskabet kan lægge en væsentligt forbedret rentabilitet oven i den forbedrede kundetilfredshed og -fastholdelse. Derudover vil IoT-enhederne bidrage til at øge omsætningen fra serviceaktiviteterne, da Otis kan indføre en mere finmasket prisfastsættelse og udvide reparations- og vedligeholdelsesforretningen med overvågnings- og effektivitetsabonnementer. Otis anslår det potentielle mersalg per IoT-elevator til hele 30 procent af den nuværende serviceomsætning per elevator. Digitale overvågningsenheder dækker nu omkring 25 procent af selskabets globale serviceportefølje, og effekten på kundetilfredshed, kundefastholdelse, serviceomkostninger og omsætning fra serviceaktiviteterne er betydelig. Den igangværende IoT-udrulning lover godt for os som aktionærer.

Boozt er både nordens førende online stormagasin og en topmoderne teknologivirksomhed, hvor alle dele af driften følges og styres digitalt med udgangspunkt i data. Indkøb, lagring, salg, pakning, levering og returnering afføder data, der giver unik og værdifuld indsigt i forbrugsmønstre, trends, priser og efterspørgsel. Mængden af data vokser i takt med Boozts hastige vækst, der for øjeblikket ligger på mellem 25 og 30 procent om året. I løbet af 2020 og 2021 har Boozt fået over 900.000 flere

kunder og med over 2,5 millioner aktivt handlende kunder, bruger omkring 10 procent af den nordiske befolkning Boozt. Fra sin allerede markedsledende position og med sit brede produktsortiment, der spænder over modetøj, kosmetik, skønhedspleje, legetøj, sportsartikler og boligudstyr, forventer vi, at Boozt i de kommende år vil udbygge sin føring som den mest indsigtsfulde detailforretning i Norden. En unik indsigt som vi vurderer særdeles værdifuld for både fremtidig omsætningsvækst og profitabilitet.

Med udgangspunkt i den aktuelle lagersituation og anden data planlægges og eksekveres salgskampagner, så de rigtige varer sælges til de rigtige priser og med den ønskede profit. Baseret på data kan Boozt planlægge sine salgskampagner så præcist, at indtjeningen per 100 kroners omsætning på forhånd kan estimeres ned til en nøjagtighed på mellem 10 og 20 øre. Vi finder det særdeles betryggende, at Boozts jagt på vækst, med praktisk talt garanti, bliver profitabel på det ønskede niveau.

Ved at følge kundernes adfærd og forbrugsmønstre over tid skabes en detaljeret indsigt i den forventede fremtidige indtjening per kunde. Denne indsigt gør Boozt i stand til at vurdere livstidsværdien af en kunde og dermed tilrettelægge markedsføringsbudgettet, så det giver det ønskede langsigtede økonomiske afkast.

I tillæg til Boozts egen driftsoptimering udgør selskabets hastigt voksende database også et værdifuldt aktiv i samarbejdet med leverandørerne. Hvad enten det er etablerede globale brands som adidas, Tommy Hilfiger eller Calvin Klein, mindre nordiske brands med vækstambitioner som for eksempel Les Deux eller Boozts egne brands, Rosemunde og Svea, så kan Boozt med baggrund i data tilbyde målrettet markedsføring mod de forbrugersegmenter, hvor sandsynligheden for salg er størst. Indsigten i nordiske forbrugsmønstre kan desuden være med til at danne grundlag for fremtidige lanceringer både hvad angår design og pris. I takt med at Boozts markedsandel vokser, vil værdien af et samarbejde med Boozt endda løbende øges for leverandørerne. Boozt er naturligvis opmærksom på den kommercielle mulighed for at profitere på sine data, og under konceptnavnet "Boozt Media Partnership" deler Boozt værdiskabelsen med sine partnere. På sigt anser vi Boozts data som et af de potentielt mest værdifulde aktiver i selskabet, om end det på konservativ vis ikke fremgår af selskabets balance.

De gode eksempler står i kø blandt vores selskaber og tæller blandt andet Yum Chinas datadrevne forsyningskædemodel, som beskrives senere i dette brev, og de i sagens natur datadrevne forretninger i Mastercard, Visa, Automatic Data Processing, SimCorp, Jobindex, Tryg, TopDanmark, Sampo, adidas, S&P Global og Moody's. Når vi ser på det store data- og digitaliseringspotentiale blandt selskaberne i vores porteføljer, står det klart, at der ligger en betydelig og hurtigt voksende konkurrencemæssig fordel i at anvende almindeligt tilgængelige digitale værktøjer på vores selskabers markedsførende forretninger og store mængder afledte data – en fordel, som kommer til at udgøre en væsentlig faktor i forhold til at skabe værdi for aktionærerne.

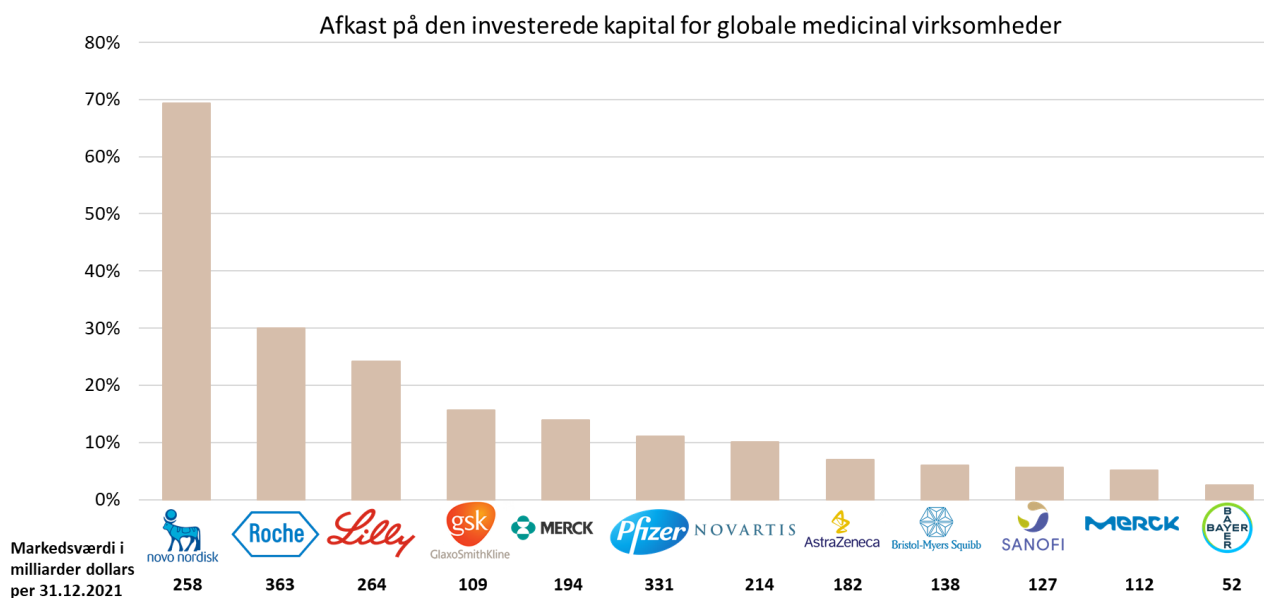
I 1913 introducerede Henry Ford samlebåndet og revolutionerede dermed masseproduktionen af biler. Ford opfandt ikke samlebåndet, han introducerede blot teknologien inden for sit felt og tjente stort på det. Vi kan med stor tilfredshed konstatere, at vores markedsførende selskaber udnytter deres unikke dataaktiver ved hjælp af de tilgængelige digitale værktøjer, og vi forventer, at deres digitale strategier vil give sig udslag i forbedrede markedsdata, produktinnovation af høj kvalitet, stigende kundetilfredshed, øget pricing power og styrkede forretningspositioner, øgede markedsandele og omkostningsbesparelser. Digitaliseringen og data vil bidrage til at styrke vores markedsledende selskabers allerede stærke konkurrencepositioner, og vi ser frem til, at de dermed skaber yderligere værdi for os som medejere.

## Paradigmeskifte inden for fedmebehandling

Novo Nordisk var den største bidragyder til afkastene for såvel vores danske som globale porteføljer i 2021, med et afkast på 76 procent inklusive udbytter. Novo Nordisk var den næststørste position i vores globale portefølje ved udgangen af 2020 og den største investering ved indgangen til 2022. Novo Nordisk er ligeledes blandt de største investeringer i vores danske portefølje, som det har været tilfældet størstedelen af tiden siden opstarten i 2008.

Skønt kursstigninger har medført en højere prissætning per indtjeningskrone af verdens førende aktør inden for diabetes og fedme, ser vi fortsat et attraktivt langsigtet absolut afkastpotentiale drevet af øget omsætnings- og indtjeningsvækst. Selskabets frie pengestrømsrente ligger fortsat på over 3,5 procent af markedsværdien, og vi forventer en årlig vækst i indtjeningen og de frie pengestrømme per aktie på op mod 15 procent. Novo Nordisk leverede en organisk omsætningsvækst på 14 procent i 2021, og selskabet opjusterede resultatforventningerne markant tre gange i årets løb.

Novo Nordisk opfylder alle vores kriterier for et høj kvalitetsselskab med gode muligheder for langsigtet værdiskabelse og en attraktiv værdiansættelse og dermed et særdeles positivt langsigtet risikojusteret afkastpotentiale. Selskabets afkast på den investerede kapital overstiger niveauet for større medicinalvirksomheder, hvilket delvist kan forklares med selskabets fokuserede produktportefølje, hvilket skaber mere skalerbarhed i såvel produktion som i forskning og udvikling. Novo Nordisk er det eneste medicinalsselskab, vi konsistent har været investeret i igennem de sidste ti år, og siden opstarten af den første danske afdeling i BLS Invest. Novo Nordisk kan endvidere fremvise en yderst stabil, forudsigelig vækstrate for både omsætning, indtjening og frie pengestrømme takket være sin markedsførende position på strukturelt voksende markeder og sin stærke pengestrømskonvertering.



Mens Novo Nordisks markedsførende position inden for diabetes, og selskabets fremtrædende position inden for insulin længe har været anerkendt, så har selskabet gennemgået et paradigmeskifte siden lanceringen af dets første GLP-1-molekyle i 2010. GLP-1 er et præ-

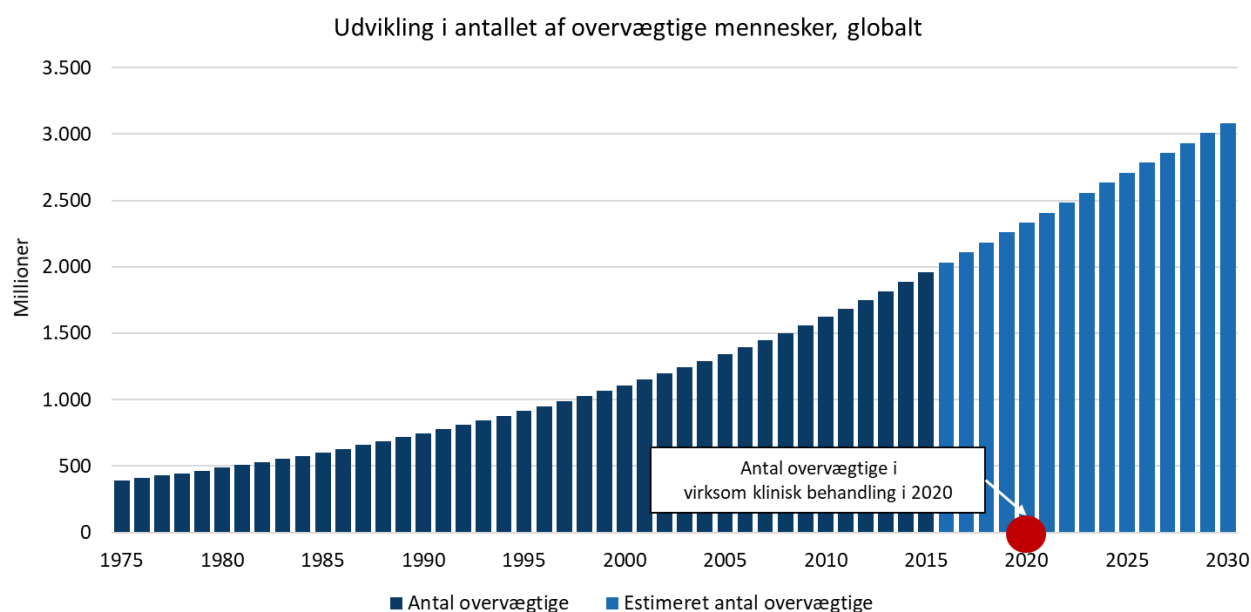


insulinprodukt, som bruges på et tidligere trin end insulin i behandlingen af diabetes, og produktet oplever fortsat en markant global vækst, 28 procent i 2021, og som vi forventer varer ved.

Væksten inden for GLP-1-præparater understøttes af de lave penetrationsrater på blot 8 procent af de behandlede diabetikere på trods af en værdiandel på 25 procent. GLP-1-produkter til behandling af diabetes udgør i dag omkring 40 procent af Novo Nordisks omsætning og bidrager med cirka 75 procent af koncernens omsætningsvækst. Derudover har GLP-1-produkter estimerede bruttomarginer på omkring 90 procent, hvilket bidrager positivt til koncernens allerede høje bruttomarginer på cirka 83 procent.

Det fortsat ungdommelige marked for fedmebehandling udgør en voksende og stadigt vigtigere del af Novo Nordisks forretning. Parallelt med de gode resultater inden for behandling af diabetes benyttes GLP-1-præparater også inden for fedmebehandling, hvor Novo Nordisk har en klart markedsførende position. Selskabet har været til stede på det amerikanske marked for fedmebehandling siden lanceringen af GLP-1-produktet, Saxenda, i 2015. Præparatet kan give et vægttab på 6 til 8 procent, og patienter forbliver i gennemsnit på behandling i 3 til 4 måneder, da vægttabseffekten herefter er stærkt aftagende. Nedenstående graf illustrerer en vigtig faktor bag Saxendas potentiale: den historiske og forventede udvikling i antallet af overvægtige personer på verdensplan. Allerede før coronavirussen gjorde ordet *pandemi* til en del af vores daglige ordforråd, blev fedme betragtet som en pandemi, og Novo Nordisk står med sine klinisk afprøvede præparater og deres dokumenterede effekt på fedme i spidsen for fedmebehandling.

GLP-1 vil således efter alt at dømme indgå som en del af det nye paradigme inden for fedmebehandling, og vi ser potentiale for en mere kronisk behandling, hvilket vil betyde højere, mere forudsigelige og mere stabile vækstrater inden for dette behandlingsområde.



I 2021 lancerede Novo Nordisk Wegovy, som er anden generation af det tidligere lancerede Saxenda. Som sin forgænger er Wegovy et GLP-1-præparat, der også bruges til behandling af diabetes i form af en ugentlig indsprøjtning. Molekylet i Wegovy, Semaglutid, er det aktive farmaceutiske stof i både den ugentlige indsprøjtning, Ozempic, og i den orale behandling, Rybelsus.

Hvor patienter der tog Saxenda kunne opnå et vægttab på cirka 6 til 8 procent i løbet af de første 3 til 4 måneder, kan Wegovy give et vægttab på omkring 18 procent i løbet af det første år. Behandlingstiden forventes således at være betragteligt længere for Wegovy, hvilket blot er til gavn for patienterne, Novo Nordisks omsætning og os som aktionærer. Wegovys potentiale synes åbenlyst, men hvordan markedet kommer til at udvikle sig, og hvor hurtigt andre nye lægemidler kan penetrere det, er fortsat vanskeligt at forudsige - selv for Novo Nordisk, som til at begynde med ikke kunne følge med efterspørgslen. Det skyldes til dels, at Wegovy er en af de mest succesfulde produktlanceringer i medicinalhistorien, og det overgår endda Pfizers lancering af Viagra i 1998, der ellers er kendt som en af historiens mest succesfulde lægemiddelslanceringer. Selvom der i forbindelse med lanceringen af Wegovy har været produktionsrelaterede bump på vejen, ser vejen fremad ud til at blive noget mere jævn.

Inden for diabetesbehandling har Novo Nordisk primært fokus på at øge sin markedsandel og sigter mod en andel på mindst en tredjedel målt på værdi inden 2025. Inden for fedmebehandling ligger fokus derimod på at forøge markedet, da Novo Nordisk har været næsten ene om at have stærke og klinisk afprøvede produkter på markedet. Eli Lilly, som er Novo Nordisks primære og heldigvis disciplinerede konkurrent og den anden aktør på det, der godt kan betegnes som et duopol inden for GLP-1-præparater, gennemfører i øjeblikket fase 3-studier inden for fedmebehandling med sit ugentlige GLP-1-produkt, som allerede bruges mod diabetes.

Eli Lillys GLP-1-præparat forventes at komme på fedmebehandlingsmarkedet i løbet af 2024, hvor markedet så vil have 2 stærke og langsigtede aktører, der kan drive markedet og profitpuljen fremad. Vi ser dette som positivt for både Novo Nordisk og Eli Lilly. Novo Nordisk forventes på det tidspunkt at have tre potentielle behandlinger, herunder oral behandling og et højeffektivt kombinationspræparat, og dermed være godt rustet til konkurrencen fra Eli Lilly.

Hvor GLP-1-præparaterne tegnede sig for cirka 20 procent af Novo Nordisks koncernomsætning i 2015, bidrog de med omkring 50 procent af koncernens vækst i 2016. I perioden fra 2017 til 2021 var GLP-præparaterne koncernens primære vækstlokomotiv og udgjorde 100 procent af omsætningsvæksten inden for både diabetes- og fedmebehandling. I dag bidrager GLP-1-præparaterne med omkring 40 procent af koncernens omsætning, og vi forventer, at de fortsat vil være den primære drivkraft bag omsætning og indtjeningsvækst grundet deres yderst attraktive marginprofil med bruttomarginer, der ligger over koncernens gennemsnit på 83 procent. Denne forøgelse af bruttomarginen vil understøtte Novo Nordisks driftsmargin, som i øjeblikket er 42 procent. Mange års prispres på koncernens førende position på insulinmarkedet på grund af stigende rabatter i USA har haft en gradvist faldende effekt på resultaterne, da stigningen i rabatterne er aftaget, og andelen af omsætningen er faldet i takt med rabatterne og ikke mindst GLP-1-præparaternes succes.

Det aktive farmaceutiske stof, Semaglutid, anvendes i øjeblikket til behandling af diabetes og fedme men synes at have potentiale for en langt bredere anvendelse. Molekylet har således vist positive indikationer overfor hjerte/kar- og kredsløbslidelser og afprøves desuden i forhold til Alzheimers og betændt fedtlever. Der er lavere klinisk risiko i disse forsøg, da Semaglutid allerede er godkendt til andre behandlinger, hvilket begrænser risikoen for eventuelle negative bivirkninger betragteligt. Hvor andre er bekymret over Novo Nordisks afhængighed af dette molekyle, ser vi ét-molekyletilgangen som en styrke.

Vi forventer frie pengestrømme på over 50 milliarder kroner i 2022, som vil komme aktionærerne til gode via et direkte udbytteafkast på 1,5 procent samt via aktietilbagekøb svarende til en yderligere udlodning på 2 procent.

Ovenstående spænder vidt og bredt, men det samme kan siges om det potentiale, vi ser i Novo Nordisk. I lyset af selskabets fastforankrede positioner inden for diabetes og fedme samt yderligere klinisk potentiale fra godkendte molekyler ser vi Novo Nordisk som en markant spiller i behandlingen af livsstilssygdomme, idet molekylet Semaglutid, ud over den klinisk beviste effekt i forhold til kontrol af blodsukker og vægttab, også har en betydelig dokumenteret kardiovaskulær virkning. Dette kan udvikle sig til endnu et nyt paradigme, hvor Novo Nordisk kan blive en førende aktør. Kort sagt kan vækstmulighederne her være lige så dynamiske som for de allerede godkendte og lancerede produkter med en udviklingsrisiko, der efter vores mening er under gennemsnittet.

Dette potentiale er ikke fuldt ud indregnet i den aktuelle markedsværdi, og vi mener fortsat, at selskabet er undervurderet i forhold til dets kommercielle og kliniske muligheder.

### **Vi er fortsat trygge ved vores eksponering mod Kina trods regulativ indblanding**

Kina var et varmt samtaleemne blandt investorer i 2021, primært på grund af landets fortsatte nultolerance over for coronavirussen og de statslige myndigheders indblanding i flere sektorer. Omkring 20 til 25 procent af vores globale selskabers omsætning kommer fra Kina, og denne forholdsvis store omsætningseksponering lagde en dæmper på porteføljeafkastene i 2021. MSCI China-indekset sluttede året med et fald på 16 procent, mens MSCI AC World-indekset steg med 27 procent, begge i danske kroner.

Kinas nultolerancepolitik over for coronavirussen og de deraf følgende regionale nedlukninger var en del af forklaringen på det kinesiske aktiemarkeds svagere kursudvikling. De regionale nedlukninger tvang Yum China, som driver en kæde af fastfoodrestauranter i Kina, til midlertidigt at lukke mange restauranter, og vores kasinoer i Macau led under lavere besøgstal sammenlignet med 2019. En anden faktor var den statslige indblanding, som Kinas præsident Xi Jinping igangsatte, da han genintroducerede begrebet "common prosperity", eller fælles velstand, i Folkerepublikkens politiske program i august 2020. Xi Jinpings ambition om common prosperity ved at rydde op i de skævheder og uligheder, som kapitalismen ifølge partiet havde skabt, gav sig udslag i en række tumultskabende indgreb i politisk følsomme industrier i 2020 og 2021.

Som et af de første indgreb blev den planlagte børsnotering af den digitale betalingsvirksomhed, Ant Group, aflyst i november 2020, efter virksomhedens grundlægger, Jack Ma, offentligt havde kritiseret den kinesiske regering. Dette var blot det første tiltag i en lang række af nye monopol- og datareguleringer rettet mod teknologivirksomheder. Kort efter den aflyste børsnotering blev der indført indgreb og givet bøder til blandt andre e-handelsgiganten Alibaba og konglomeratet Tencent, der blandt andet er verdens største computerspilproducent og dertil gør sig inden for sociale medier og meget andet.

Den kinesiske regering anklagede computerspil for at være "åndeligt opium", og de forbød børn at spille computerspil i mere end tre timer om ugen á en time samt at spille på hverdage. Staten gjorde også privatundervisning af skolebørn til en non-profit-branche og ændrede dermed den 120 milliarder dollar store industri drastisk fra den ene dag til den anden. Dernæst fulgte øget overvågning og regulering af data og indførelsen af persondatabeskyttelseslovgivning, som fik regeringen til at beordre delekøretjenesten DiDis app, som er Kinas svar på amerikanske Uber, fjernet fra smartphones af hensyn til tjenestens angiveligt utilfredsstillende datasikkerhed. Dette skete blot fire dage efter DiDis børsnotering på New York Stock Exchange i juni 2021.

Vi føler os trygge ved vores relativt store indirekte eksponering mod Kina. Vi anerkender den forhøjede politiske risiko i dele af landet men betrygges af, at vores selskaber opererer efter vestlige standarder for selskabsledelse og ikke er struktureret i tvivlsomme såkaldte *variable interest entity* (VIE), eller kinesiske A-aktier. Vi afstår fra at spå om politiske og makroøkonomiske begivenheder, men vi føler os trygge ved de stærke driftsresultater fra vores porteføljeselskaber, som er baseret på den voksende middelklasse og i tråd common prosperity. Vi mener, at vores Kina-eksponerede selskaber er kommet styrket gennem pandemien og med en forbedret indtjeningssevne takket være deres betydelige investeringer i vækst og øget tilstedeværelse.

### **Forslag til ny kasinolovgivning i Macau er positivt for vores kasinoer**

Med den øgede statslige indblanding i frisk erindring udløste igangsættelsen af processen vedrørende fornyelse af tilladelserne til at drive kasino i Macau i september bekymringer om, at den autonome region skulle blive næste mål for øget regulering. Efter at kasinoerne blev tvunget i knæ af de strenge coronavirus-restriktioner og de deraf følgende lave besøgstal, gik mange i panik og solgte ud af deres beholdninger i en grad, der fik Sands China-aktien til at falde med 43 procent og barberede 28 procent af Galaxy Entertainment Groups aktiekurs i 2021. Mens andre måske tabte hovedet og frasolgte ejerandele i panik, bevarede vi fatningen og koncentrerede os om at forholde os til den faktiske situation.

Det var kendt, at de nuværende tilladelser for kasinodrift på Macau, som blev udstedt i 2002, ville udløbe i juni 2022, og igangsættelsen af denne proces ni måneder før udløb udløste ikke panik hos os. De seks nuværende koncessionshavere, heriblandt kasinoerne Galaxy Entertainment Group og Sands China er en yderst vigtig skatteindtægtskilde for den Specielle Administrative Region Macau, da 70 til 80 procent af Macaus indtægter stammer fra spilafgifter fra de seks kasinoer.

Kasinoerne i Macau lejer grundarealer gennem aftaler, som udløber cirka ti år efter de nuværende kasinotilladelser. Vi har svært ved at forestille os større forandringer blandt de seks koncessionshavere, da de har lejerettighederne på jorden og tilsammen har investeret mere end 50 milliarder amerikanske dollars i ejendomsudvikling og i Macau generelt.

Dette blev vi bekræftet i, da Macaus regering den 14. januar 2022 offentliggjorde detaljer om de foreslåede ændringer i kasinolovgivningen. De foreslåede lovændringer var, som vi forventede, særdeles begrænsede og grundlaget for markedets øgede bekymring vedrørende regulatoriske usikkerhed på Macau blev dermed reduceret betragteligt. Den primære usikkerhedsfaktor er nu, hvornår besøgstallene på Macau vil normaliseres oven på pandemien og med Kinas strenge nultolerancepolitik over for coronavirussen in mente. Vores langsigtede forventninger til Macau er uændrede gennem perioden, og vi er fortsat overbeviste om, at der vil skabes betydelige økonomisk værdi hos vores kasinooperatører. Vi har været medejere i kasinooperatører på Macau siden 2011, og medejere i Galaxy Entertainment Group og Sands China siden henholdsvis 2013 og 2014.

Vi benyttede lejligheden ved det store kursfald i september til at øge vores positioner i vores Macau-kasinoer betydeligt på attraktive kursniveauer. Kasinoernes markedsværdi faldt til et niveau tæt på den investerede kapital, en yderst attraktiv værdiansættelse, når det årlige afkast på den investerede kapital er på over 30 procent. Takket være de betydelige kapacitetsinvesteringer forventer vi, at de frie pengestrømme vil nå op over niveauerne fra før pandemien, når rejserestriktionerne bliver ophævet, hvilket betyder yderst attraktive tocifrede, normaliserede, frie pengestrømsrenter for begge kasinoer ved de nuværende markedsværdier.

## **Øget eksponering mod den kinesiske middelklasse via Yum China og Budweiser APAC**

Noget overraskende fastholdt Kina sin nultolerance over for coronavirussen i 2021, og de regionale nedlukninger satte deres spor i vores selskabers driftsresultater. Coronarestriktionerne svækkede dele af den indenlandske og den internationale rejseaktivitet, og de regionale nedlukninger tvang en af vores seneste investeringer, Yum China, til midlertidigt at lukke nogle af sine restauranter, hvilket medførte besøgstal under normalen og tabt omsætning.

Yum! Brands udskilte sine kinesiske aktiviteter, Yum China, og børsnoterede dem som et separat selskab i oktober 2016. Som medejere af Yum! Brands fra 2011 til 2016 har vi fulgt Yum China tæt igennem længere tid. Vi er glade for nu at være medejere af den mest interessante del af denne forretning, som er eksponeret mod Kina.

Under en 100-årig masterfranchiseaftale med Yum! Brands driver Yum China flere restaurantkæder i Kina, herunder KFC, Pizza Hut og Taco Bell. Med en omsætning på lige under 10 milliarder dollars i 2021 fra sine omkring 12.000 restauranter i 1.600 byer er Yum China langt den største kæde af fastfoodrestauranter i Kina. Til sammenligning har McDonald's 3.900 restauranter og Starbucks 5.500 butikker i Kina.

Siden åbningen af den første restaurant i Kina i 1987 har Yum China i gennemsnit åbnet én restaurant om dagen. Ledelsen sigter mod at udvide tilstedeværelsen yderligere, og målet er 20.000 restauranter inden for den nærmeste fremtid. Med et afkast på den investerede kapital på knap 33 procent og en tilbagebetalingstid før skat på to år for investeringer i nye KFC-restauranter synes Yum Chinas plan om at geninvestere cirka 5,0 til 6,5 milliarder dollars i sin egen drift over de kommende fem år at være en fornuftig økonomisk disposition.

Digitalisering er et omdrejningspunkt for Yum Chinas aktiviteter, og de deraf følgende effektiviseringsgevinster kan tydeligt aflæses i de senere års uændrede medarbejderantal. Takket være disse digitale effektiviseringstiltag har Yum China kunnet åbne 4.500 nye restauranter i perioden fra 2016 til 2021 uden mærkbart at øge antallet af medarbejdere, hvilket betyder, at der nu er 30 procent færre medarbejdere per restaurant. En del af disse effektiviseringsgevinster kommer fra investeringer i digitalisering af forsyningskæden, hvilket vil sige oplagring, logistik, fødevarerikkerhed og optimering af kapacitetsudnyttelsen i restauranterne. Af andre betydelige digitale tiltag kan nævnes Yum Chinas online kundeklub, med intet mindre end 330 millioner medlemmer i KFC-klubben alene, som giver et solidt udgangspunkt for direkte promovning af nye Yum China-kampagner. Kundeklubberne tegner sig for 60 procent af salget i KFC, mens knap 90 procent af ordrerne lægges digitalt.

Yum China var ramt af Kinas nultolerancepolitik over for coronavirussen og de regionale nedlukninger i 2021. Selskabets udsigter på mellemlang og lang sigt er dog fortsat lovende takket være Kinas hastigt voksende middelklasse med stigende disponible indkomster. Den kinesiske middelklasse forventes at vokse med 300 millioner mennesker inden 2030, hvilket svarer til størrelsesordenen på hele USA's befolkning. Fastfoodbranchen er endnu ikke blevet underlagt nogen reguleringer som led i Xi Jinpings ambition om common prosperity, og vi ser ingen grund til bekymring for, at fremtidige indgreb vil ramme Yum Chinas middelklasseorienterede forretning betydeligt.

Vi er fortsat yderst tilfredse med at være medejere af denne blomstrende forretning, som vi forventer vil øge indtjeningen per aktie med 15 til 20 procent om året i de kommende år, og en tilsvarende vækst i de frie pengestrømme. Vi ser et betydeligt absolut afkastpotentiale i lyset af den frie

pengestrømsrente på knap 4,5 procent. Yum China har ingen gæld, og selskabet har en likvid kontantbeholdning på 4 milliarder dollars, hvilket svarer til næsten 20 procent af selskabets markedsværdi.

I 2021 tilføjede vi desuden Budweiser APAC, et datterselskab af et andet porteføljeselskab, Anheuser-Busch InBev, til vores portefølje, og vi øgede dermed vores eksponering mod kinesiske forbrugsgoder. Budweiser APAC har eksklusive distributionsrettigheder til mere end 50 brands i moderselskabets produktportefølje på tværs af Asien, og selskabet er regionens største bryggeri målt på omsætning og driftsindtjening.

Globalt set sælges hver tredje øl i Asien, hvilket gør den til verdens største ølregion, mens Kina alene står for hver fjerde solgte øl. Budweiser APAC er til stede på 39 markeder i Asien, men Kina er langt det største marked og udgør 70 procent af selskabets driftsresultat.

Budweiser APAC er den ubestridte markedsleder inden for premium- og super-premium-øl med en markedsandel på cirka 50 procent i Kina. Disse to segmenter realiserede en samlet årlig vækst i mængden af solgt øl på 6 procent og årlige stigninger i prisen per hektoliter på 5 procent i perioden fra 2013 til 2019, og vi forventer, at væksten fortsætter. Premium- og super-premium-segmenterne er fortsat underpenetrerede i Kina sammenlignet med eksempelvis Sydkorea, og vi ser ingen grund til, at markedspenetreringen i Kina ikke skulle kunne stige fra de nuværende 15 procent til omkring 30 procent som i Sydkorea i løbet af de kommende år. I takt med at den kinesiske middelklasse vokser, forventer vi, at efterspørgslen efter de dyrere ølmærker følger trop, og Budweiser APAC er det selskab i Kina, der er bedst positioneret til at udnytte denne mulighed.

Premium-segmenterne er ikke kun attraktive grundet vækst, de er også langt mere rentable. I Kina er forskellen i pris mellem almindelige øl og premiumøl større end i resten af verden, og super-premium-øl som eksempelvis Corona sælges til seks gange prisen for de mere almindelige ølmærker. Produktionsomkostningerne er imidlertid ikke seks gange højere, og det betyder, at bruttoindtjeningen for premium- og super-premium-øl er fem til ti gange højere end for de mere almindelige ølmærker. Budweiser APAC har mere end fordoblet sin driftsmargin siden 2012 til 22 procent i 2021 og vi forventer, at marginen vil vokse yderligere i takt med den fortsatte migration mod de dyrere mærker, hvilket vil øge omsætningen per hektoliter. Budweiser APAC bruger i øjeblikket 20 procent af omsætningen på salgs- og markedsføringsaktiviteter, og i takt med at selskabet modnes, ser vi et potentiale for, at det kan forbedre sine marginer yderligere ved at salgs- og markedsføringsomkostningerne ikke vil vokse i samme takt som omsætningen, og dermed udgøre en faldende andel af salget.

Vi forventer, at kombinationen af kraftig vedvarende vækst, marginforbedringer via højere gennemsnitlige salgspriser og generelle driftseffektiviseringer, et afkast på den investerede kapital på over 100 procent eksklusive goodwill og en stadigt stærkere markedsførende position vil materialisere sig i en særdeles givtig langsigtet investering for os. Mere konkret forventer vi, at indtjeningen per aktie og i de frie pengestrømme vil vokse med cirka 15 procent om året, og vi finder selskabet attraktivt prisfastsat med en fri pengestrømsrente på 4 procent. I modsætning til moderselskabet, som har en ikke ubetydelig gæld, har Budweiser APAC to milliarder dollars i kontanter svarende til næsten otte procent af markedsværdien.

## SimCorp - på tærsklen til en ny guldalder

SimCorp har siden vores opstart i 2008 været et af vores selskaber, og selskabet har gennem denne periode været blandt de 3 største bidragsydere til afkastet i BLS Invest Danske Aktier. Som markedsleder i den attraktive og voksende nicheindustri for porteføljestyrringssystemer er SimCorp med til at sætte den teknologiske standard gennem vedholdende og betydelige investeringer i selskabets markedsledende softwareløsning, SimCorp Dimension. Fra sin ledende position tager SimCorp løbende markedsandele, alt imens salget til den eksisterende loyale kundebase øges støt. Profitabiliteten er høj, kapitalbindingen er lav, og de frie pengestrømme vokser derfor stabilt og forudsigeligt. SimCorp er på mange måder et selskab lige efter vores drejebog. Sådan har det været i mange år, og i de kommende år forventer vi mere af samme skuffe - faktisk væsentligt mere. Vi ser således både et stort potentiale for mersalg til eksisterende kunder og for nysalg til de 84 procent af det adressérbare marked, der endnu ikke er kunder hos SimCorp, og hvor størstedelen arbejder på egenudviklede løsninger, der kommer under pres fra generelt stigende reguleringskrav.

Det stærke udgangspunkt for vores optimisme er SimCorps mangeårige og betydelige investeringer i udviklingen af ny og forbedret funktionalitet i SimCorp Dimension. SimCorps udviklingsafdeling har 600 ansatte svarende til 30 procent af det samlede antal ansatte, og SimCorp investerer årligt mere end 90 millioner euro i udvikling svarende til hver femte omsætningseuro.

I tillæg til løbende funktionalitetsforbedringer har SimCorp gennem de seneste ti år investeret betydeligt i at kunne imødekomme kundernes stigende efterspørgsel efter outsourcing af IT-funktioner. Hvor SimCorps, og konkurrenternes, software førhen blev driftet af kundens IT-medarbejdere fra en server placeret i kundens kælder, så ønsker flere og flere i dag at gøre brug af SimCorps tilbud om at overtage driften af systemet med softwaren lagret i "skyen" (cloud). I løbet af 2021 kom yderligere 8 SimCorp Dimension kunder på SimCorps cloud-løsning, så det samlede antal på cloud-løsningen nu er 34 ud af den samlede SimCorp Dimension-kundebase på lidt over 200 kunder.

Et skift til SimCorps cloud-løsning inkluderer mange fordele for kunden herunder reducerede omkostninger til IT-investeringer, besparelser på drift og vedligeholdelse af IT-systemer, hurtigere og sikrere implementering af ny funktionalitet og reduceret data- og driftsrisiko. Disse fordele kan SimCorp tage sig betalt for, og de årlige betalinger fra en fuld cloud-kunde kan således være op til tre gange større end for en tilsvarende kunde, der selv drifter sin SimCorp Dimension løsning, og med en profitabilitet, der efter vores vurdering sandsynligvis ikke afviger væsentligt fra SimCorps øvrige forretning. De mere end 170 kunder, der fortsat benytter SimCorp Dimension fra egen server, repræsenterer således et særdeles betydeligt mersalgs- og profitpotentiale, som vi gerne ser SimCorp realisere en betydelig del af over de kommende år.

I tillæg til det forventede betydelige mersalg til den eksisterende kundebase forventer vi også en periode med acceleration i salget af SimCorp Dimension til nye kunder. På grund af pandemien har SimCorp ikke i samme omfang som normalt kunnet mødes med potentielle nye kunder og afholde gruppeseminarer med præsentation af og uddannelse i selskabets løsninger. Det har forsinket de allerede lange salgsprocesser, og i 2021 var kundetilgangen på 7 nye SimCorp Dimension kunder under den historiske gennemsnitlige tilgang på omkring 10 nye kunder om året.

På trods af den lavere kundetilgang i 2021 ser vi flere grunde til optimisme. Dels vandt SimCorp alle de kontrakter, de havde budt ind på og som nåede frem til underskrift, hvilket bekræfter selskabets stærke langsigtede konkurrencekraft. Dels kom 3 af de nye kunder via den nye salgskanal gennem depotbanker, som dermed allerede nu viser lovende takter i forhold til at udvide SimCorps

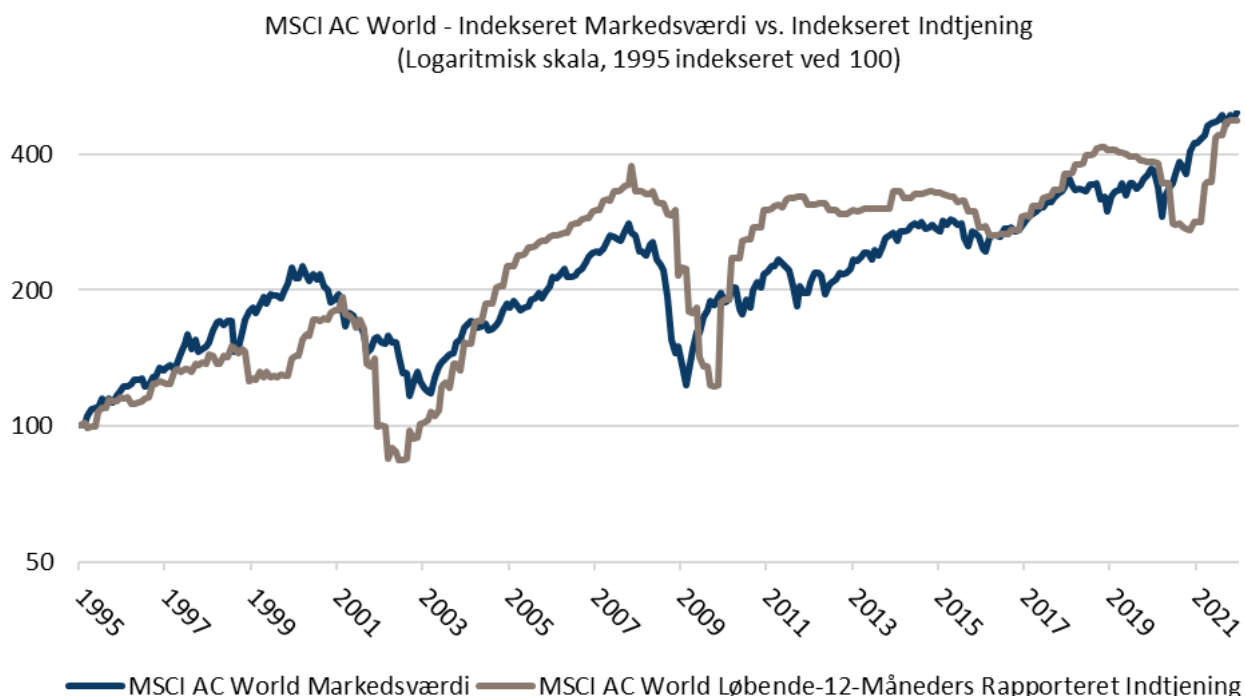
kommercielle rækkevidde - potentielt også udenfor det historiske kernemarked. Alle nye SimCorp Dimension kunder i 2021 på nær 1 tilvalgte SimCorps front office modul, som før en betydelig udviklingsindsats var den mindst konkurrencedygtige del af systemet - specielt på det nordamerikanske marked. Ligeledes tilvalgte alle på nær én SimCorps cloud-løsning, hvilket bestyrker os i vores optimisme om det kommercielle merpotentiale.

I takt med verdens genåbning efter pandemien, og med udgangspunkt i SimCorps stærke konkurrencekraft som teknologileder, vurderer vi, at SimCorp står særdeles stærkt positioneret til for alvor at kunne tage kampen op om nye kunder i en periode som måske endda vil bære præg af en ketchup-effekt, hvis de mange salgsprocesser, der blev sat på standby under pandemien, genåbnes.

Når først en kunde er kommet ombord på SimCorps teknologiledende platform er det yderst sjældent, at SimCorp mister kunden igen. Med udsigt til accelererende vækst i nysalg og med det betydelige mersalgspotentiale til den eksisterende kundebase in mente, ser vi flere grunde til optimisme omkring SimCorps finansielle udsigter de kommende år. Samlet set forventer vi, at SimCorp vil kunne levere pæn tocifret vækst i indtjeningen efter skat i en årrække akkompagneret af selskabets sædvanlige stabile og voksende frie pengestrømme. I vores optik står SimCorp på dørtærsklen til en guldalder, vi som langsigtede medinvestorer ser frem til at tage del i.

### Fokus på indtjeningsvæksten vendte tilbage i 2021

I en usædvanlig tid med megen kortsigtet tumult finder vi det særligt vigtigt at holde fokus på det, der på lang sigt betyder noget. Og når det kommer til selskabers langsigtede aktiekursudvikling, så er det den langsigtede indtjeningsvækst, der er den absolut mest betydningsfulde faktor.



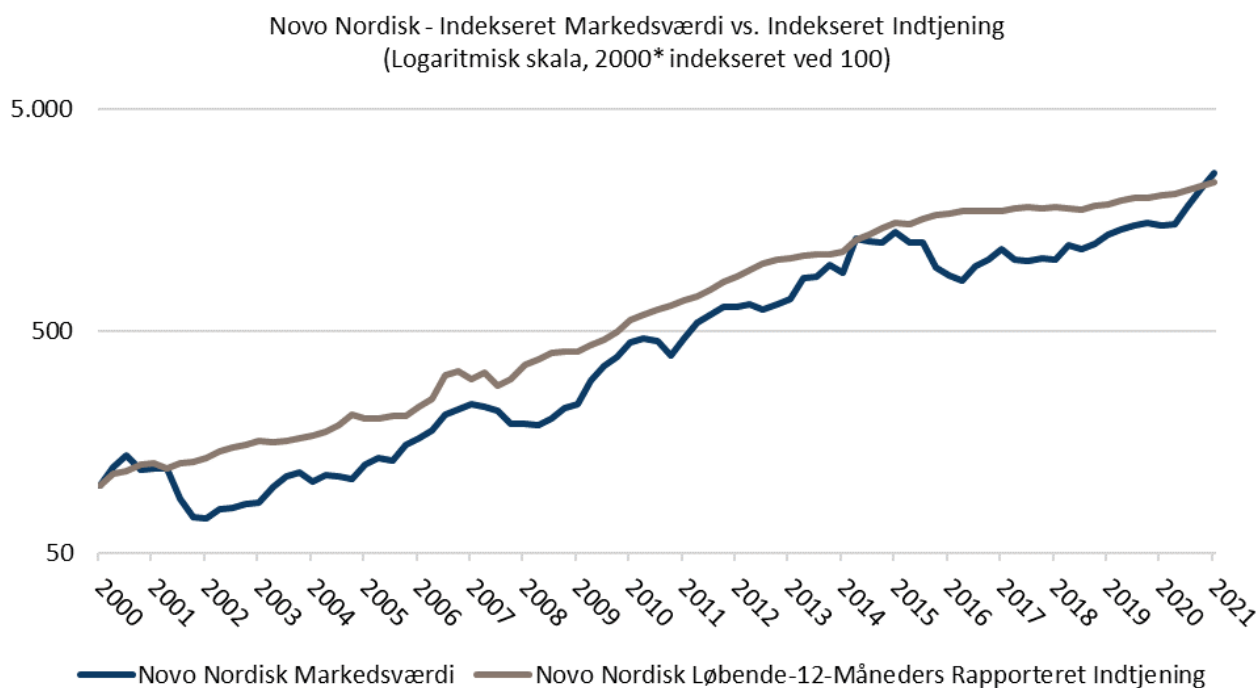
Efter pandemien havde sendt chokbølger gennem det globale marked i 2020, vendte indtjeningsvæksten tilbage i 2021. Med en årlig indtjeningsvækst på 38 procent i 2021 overgik selskaberne i MSCI AC World-indekset endda indeksets værdistigning på 27 procent. Som det ses



af ovenstående figur, nåede den absolutte indtjening nye højder i 2021 og oversteg niveauet fra både 2018 og 2019, og på markedsniveau er forholdet mellem selskabernes markedsværdi og deres indtjening nu tilbage på 1995-niveau.

Som tidligere nævnt leverede begge porteføljers selskaber også solide driftsresultater i 2021. I den globale portefølje opnåede vores porteføljeselskaber en indtjeningsvækst på 37 procent sammenlignet med 2020 og en gennemsnitlig årlig indtjeningsvækst på mere end 8 procent sammenlignet med 2019. Alle selskaber bortset fra Macau-kasinoerne og InterContinental Hotels Group leverede en omsætning, der oversteg niveauet fra 2019. I den danske portefølje opnåede selskaberne en indtjeningsvækst på 22 procent sammenlignet med 2020 og en gennemsnitlig årlig indtjeningsvækst på 20 procent sammenlignet med 2019. Alle selskaber i den danske portefølje leverede en 2021 omsætning, der oversteg niveauet fra 2019.

Blandt selskaberne med den mest interessante indtjeningsudvikling kan vores største investering i 2021, Novo Nordisk, nævnes. Novo Nordisk leverede endnu et solidt resultat med en indtjeningsvækst på 13 procent i forhold til 2020, på niveau med selskabets gennemsnitlige årlige indtjeningsvækst på omkring 16 procent siden 2000. Takket være selskabets kraftigt voksende diabetes- og GLP-1-forretning og en efterspørgsel efter selskabets fedmepræparat, der overstiger produktionskapaciteten, fortsatte Novo Nordisk i 2021 sin lange og stabile rejse med endnu en indtjeningsrekord.



\*Seneste 12 måneders indtjening fra 2000, hvor Novozymes blev udskilt fra Novo Nordisk

Den tydelige sammenhæng mellem indtjeningsvækst og kursudvikling over tid der ses for det generelle marked, gør sig også gældende for Novo Nordisk. Med afsæt i selskabets fremragende langsigtede indtjeningsudsigter ser vi frem til fortsat at være en del af dets værdiskabende vækstrejse.

Som altid fortsætter vi med at investere i langsigtet, langtidstestet og forudsigelig indtjeningsvækst med høj konvertering til frie pengestrømme som genereres af selskaber, der skaber høje afkast på

den investerede kapital på baggrund af robuste balancer og beslutsom ledelse. Vi investerer, når vi har mulighed for at købe os ind i sådanne bemærkelsesværdige selskaber med rabat set i forhold til de langsigtede indtjeningsudsigter, og vi forventer at blive belønnet over tid, mindst på niveau med den realiserede indtjeningsvækst. På tværs af vores langsigtede investeringshorisont holder vi øje med, om indtjeningsvæksten og kursen harmonerer og, hvis det modsatte er tilfældet, så handler vi på det. Vi er disciplinerede og venter tålmodigt på, at gevinsten viser sig.

## Money for nothing

Sidste års aktiekursstigninger, som var drevet af indtjeningsvækst, var en bekræftelse af vores grundlæggende opfattelse af værdiskabelse, men 2021 var også et år, hvor vi ofte blev mindet om den forvrængede risikoopfattelse og den appetit på "afkastfri risiko", der stadig hersker blandt mange markedsdeltagere.

Hvis vi definerer "investering" som "*allokering af kapital til risikofyldte aktiver i rationel forventning om passende økonomiske afkast over tid*", så bød 2021 på en perlerække af eksempler hvor "allokering af kapital til risiko" var i centrum, mens "rationel forventning om passende økonomiske afkast over tid" trådte i baggrunden. Mest iøjnefaldende var stigningen på 50 procent i den samlede værdi af bitcoins til 900 milliarder dollars, men stigningen på flere hundrede milliarder dollars i markedsværdien af de såkaldte meme-aktier og de rekordhøje kapitalrejsninger via såkaldte SPACs, børsnoteringer og udstedelser af nye aktier, var ligeledes spektakulære eksempler fra året der gik.

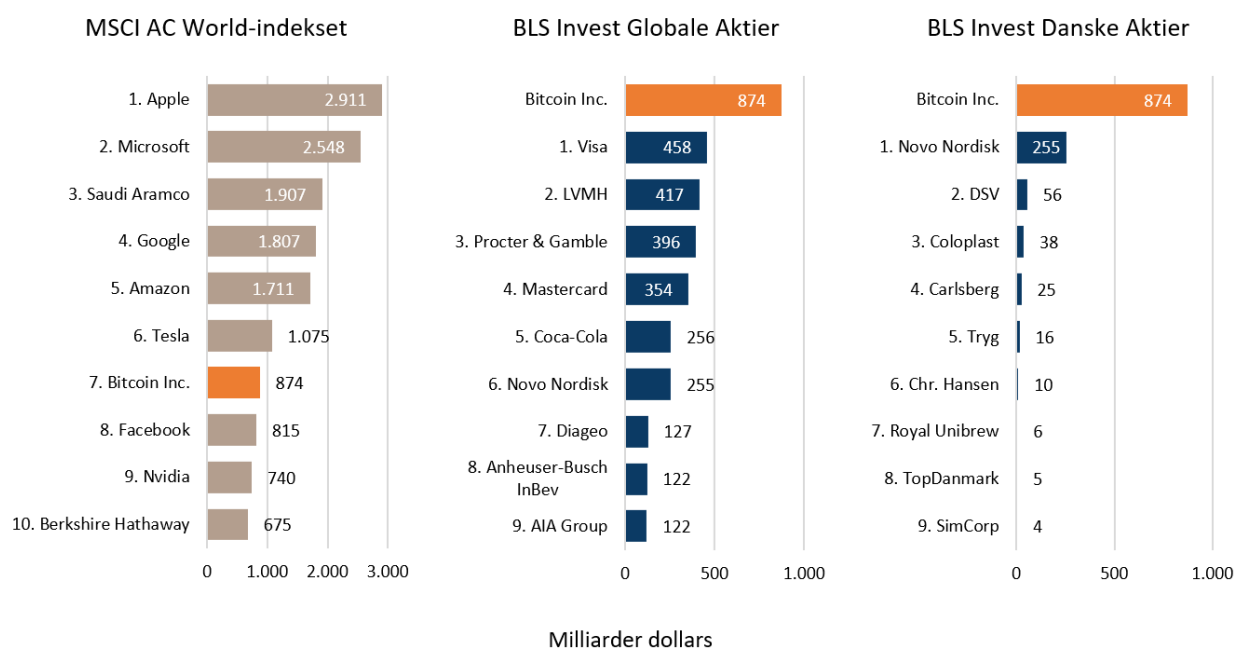
I 1985 skrev Mark Knopfler teksten til Dire Straits-hittet "Money for Nothing" i en elektronikforretning i New York, hvor han blev inspireret af kommentarer fra et varebud, der så MTV og højlydt undrede sig over, hvorfor nogen ville betale MTV-optrædende så mange penge for ingenting.

Skønt vi med glæde ville betale for at lytte til de legendariske Dire Straits, kan vi sagtens forstå spørgsmålet om, hvorfor nogen betaler "penge for ingenting". Bitcoins er fortsat det tydeligste eksempel herpå, idet kryptovalutaen er baseret på den irrationelle opfattelse, at immaterielle, ikke-produktive investeringsobjekter, der er ude af stand til at generere pengestrømme, kan have en positiv fundamental økonomisk værdi. Hvad angår bitcoins, vil nogen måske endda hævde, at valutaens værdi er negativ, når man tager omkostningerne til den strøm, der skal bruges til at fremstille og lagre den digitale valuta, med i betragtning. Det anslås, at bitcoins årligt forbruger dobbelt så meget energi som alle 5,8 millioner indbyggere i Danmark tilsammen forbruger.

Ved udgangen af 2021 udgjorde det samlede antal cirkulerende bitcoins 18,92 millioner med en samlet markedsværdi på 874 milliarder dollars (baseret på vekselkursen ultimo 2021 på 46.196 dollars per bitcoin). Det var en stigning i antallet af bitcoins på mindre end 2 procent i forhold til de 18,6 millioner, der var i omløb ved udgangen af 2020 og 2,1 millioner under den grænse på 21 millioner, der er fastsat i bitcoin-protokollen (hvis den fastholdes). Til gengæld var den samlede værdi af alle bitcoins i omløb steget med mere end 50 procent i forhold til året før.

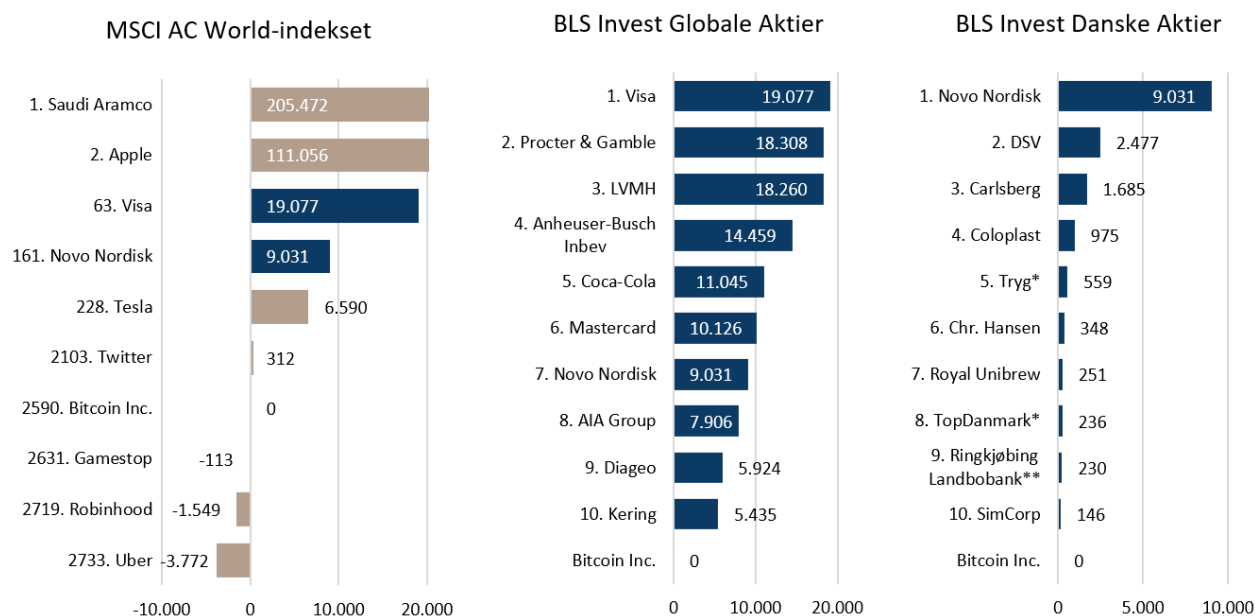
For at sætte dette i kontekst kan man forestille sig et selskab, lad os kalde det Bitcoin Inc., der ejer alle bitcoins i omløb. Ved udgangen af 2021 ville dette selskab have været verdens syvende største børsnoterede selskab målt på markedsværdi med en værdi, der var dobbelt så høj som værdien af vores globale betalingsnetværk Visa, og mere end tre gange så høj som værdien af vores globale markedsleder indenfor diabetes og fedmebehandling, Novo Nordisk - de to selskaber med højest markedsværdier i henholdsvis vores globale og danske portefølje.

## Bitcoin Inc. vs. MSCI AC World Indekset og BLS Invest porteføljerne - Markedsværdier ultimo-2021



Med aktiver, der udelukkende består af uproduktive bitcoins, ville Bitcoin Inc. dog aldrig være i stand til at generere et driftsoverskud. Målt på denne parameter ville selskabet således rangere sidst over for vores portefølgers overskudsgivende selskaber og som nummer 2.592 af de 2.966 selskaber, der indgår i MSCI AC World-indekset med kun de 374 underskudsgivende selskaber under sig.

## Bitcoin Inc. vs. MSCI AC World Indekset og BLS Invest porteføljerne - Estimeret driftsresultat ultimo-2021



\* Det forsikringstekniske resultat er anvendt i stedet for driftsresultat

\*\* Basisresultat er anvendt i stedet for driftsresultat

Hvordan markedsdeltagerne kan værdiansætte Bitcoin Inc. tre til fire gange højere end Novo Nordisk, vores største investering, som forventes at generere frie pengestrømme på mellem 50 og 55 milliarder kroner i 2022, går over vores forstand. Bitcoin Inc.'s balance har en fundamental værdi på nul, selskabet vil aldrig kunne sende kapital retur til sine aktionærer, og med bitcoin-kursens voldsomme udsving og manglende statslige opbakning vil kryptovalutaen ikke kunne bruges som et medium for værdiudveksling (beklager, El Salvador).

De mere end 1 milliarder hits der kommer frem ved en søgning på "bitcoin investing" på Google, indikerer, at allokering af kapital til bitcoins af mange betragtes som "investering". Efter vores mening er dét at betale "money for nothing", udelukkende spekulation, ikke investering, og med sin udbredelse er bitcoin-valutaen det mest iøjnefaldende eksempel på den spekulative tankegang, der lå bag allokeringen af betydelig kapital i 2021. Og så har vi endda slet ikke nævnt de omkring 8.800 øvrige kryptovalutaer, hvoraf Ethereum med en markedsværdi på 438 milliarder dollars (baseret på vekselkursen ultimo 2021 på 3.683 dollars per Ethereum) er den mest "værdifulde". Det er en forskel på blot 5 procent op til Visas markedsværdi.

### **Penge for noget andet**

I vores halvårsbrev for 2021 beskrev vi postyret omkring meme-aktierne, som er endnu et bemærkelsesværdigt eksempel på investeringer, der foretages på et andet grundlag end en "rationel forventning om økonomiske afkast". Meme-aktiernes markedsværdi skød i vejret, da aktier blev opkøbt til obskure priser for at straffe hedgefonde for deres forsøg på at tjene penge på nødlidende selskabers ulykke. Ud over hævn var der i 2021 mange andre eksempler på ikke-økonomiske bevæggrunde for allokering af kapital, herunder følelser, underholdning og/eller omtale.

Non-Fungible Tokens (NFT'er), som er beviser for ejerskab af ikke-ombyttelige dataenheder, der er lagret i en såkaldt blockchain, steg i både popularitet og værdi i 2021. Ifølge det britiske finansmedie, Financial Times, oversteg den samlede transaktionsværdi 40 milliarder dollars i 2021. Til sammenligning udgjorde værdien af det globale kunstmarked i 2021 ifølge den schweiziske bank, UBS, omkring 50 milliarder dollars. Hvor NFT'er er unikke rækker af kode, er koden i sig selv uproduktiv, og vi ville derfor klassificere NFT'er som en investering foretaget af "følelsesmæssige, underholdningsmæssige og/eller omtalemæssige årsager".

Et eksempel på en populær NFT er digitale tegninger af hoveder, de såkaldte "punks". Den dyreste "punk" i 2021 blev solgt for et beløb, der svarer til mere end 10 millioner dollars (vi fraråder læseren at søge på "CryptoPunk 4156").

Som med bitcoins er vi splittet i forhold til, om vi overhovedet skal nævne en sådan kapitalanbringelse i vores årsbrev, men eftersom der blev allokert mere end 40 milliarder dollars til NFT'er i 2021, mener vi, det kan bidrage til at forklare, hvorfor vores investeringsfilosofi undertiden forekom særligt kontrær i 2021. Sidste år udvidede vi med glæde vores globale portefølje med Yum China, den markedsførende kæde af kinesiske fastfoodrestauranter, som har omkring 12.000 restauranter og forventes at generere frie pengestrømme på mere end 900 millioner dollars i 2022. Sammenlignet med de mere end 40 milliarder dollars, der blev investeret i NFT'er, lå Yum Chinas markedsværdi ved udgangen af året på cirka 20 milliarder dollars, eller 16 milliarder dollars eksklusive selskabets kontantbeholdning.

## Penge for noget fjernt og risikabelt

De største globale teknologiaktier, heriblandt Facebook (nu Meta), Amazon, Apple, Netflix og Google (nu Alphabet), betegnes sommetider "FAANG" og et udbredt investormantra igennem den seneste lavrenteperiode synes at have været: "Når det går godt, køb FAANG-aktier; når det går dårligt, køb FAANG-aktier". Adspurgt om virkningerne af de lave renter i forbindelse med Berkshire Hathaways årsmøde i 2021 sagde Warren Buffett klogt:

*"Interest rates basically are to the value of assets what gravity is to matter"*

Oversat betyder Warren Buffetts ord "renten er grundlæggende for værdien af aktiver, hvad tyngdekraften er for materie" og når tyngdekraften forsvinder stiger materie som bekendt til vejrs og ud i det uendelige. Lave renter øger således aktivernes værdi, og det gælder særligt aktiver med begrænsede kortsigtede pengestrømme, høje vækstforventninger og som følger deraf fjernere og mere usikre pengestrømme.

Tesla er efter vores mening et godt eksempel på et selskab med begrænsede kortsigtede pengestrømme, meget høje vækstforventninger og en aktiekurs, som for længst har mistet tyngdekraften. I 2021 solgte Tesla knap 1 million biler, opnåede en omsætning på 54 milliarder dollar, genererede frie pengestrømme på omkring 3,5 milliarder dollar (inklusive et omsætningsbidrag på 1,6 milliarder dollar fra salg af udledningskreditter og et bitcoin-bidrag, som kunne tælles i flere hundrede millioner dollars) og sluttede året med en markedsværdi på 1 billion dollars (altså 1.000 milliarder). Med en rente på nul og uden vækst i pengestrømmene ville Tesla skulle bruge 285 års samlede pengestrømme for at matche sin nuværende markedsværdi.

Da Teslas frie pengestrømsrente var tæt på 0 i 2021, afspejler selskabets markedsværdi 2021-markedets risikovillighed over for fjerne og usikre pengestrømme. Som antydning af den gennemsnitlige ejerperiode på blot 35 dage (eksklusive Elon Musks aktier) og selskabets position som aktien med næstflest handlede optioner i 2021, tiltrak Tesla spekulativ kapital snarere end investorer (og tilsyneladende spekulativ kapital der ikke synes at bekymre sig om en potentiel udvanding på mere end 10 procent fra ledelsens udestående optioner). I vores årsbrev for 2020 beskrev vi, at den gennemsnitlige ejerperiode for Tesla-aktier var 18 dage, og selvom antallet af aktionærer, der beholder deres Tesla-aktier længe nok til at modtage en kvartalsrapport, er steget fra "en femtedel" til "en tredjedel", er den kortsigtethed, der præger allokeringen af kapital til Tesla, fortsat iøjnefaldende.

Ikke overraskende tiltrækker Teslas markedsværdi lignende aktiver til aktiemarkedet. I 2021 lod Rivian og Lucid Motors, to andre elbilproducenter, sig notere på Nasdaq-børsen. Ved årets udgang havde de samlet solgt 1.045 elbiler og tabt frie pengestrømme på samlet 6,5 milliarder dollars, men akkumuleret en markedsværdi på 155 milliarder dollars.

Selv hvis renten i al evighed forbliver lav, hvilket er svært at forestille sig, har vi svært ved at se, hvordan sådanne værdiansættelser skal kunne fortsætte, og skulle den intellektuelle og økonomiske tyngdekraft vende tilbage, som vi forventer, så vil fjerne og usikre pengestrømme rammes relativt hårdere.

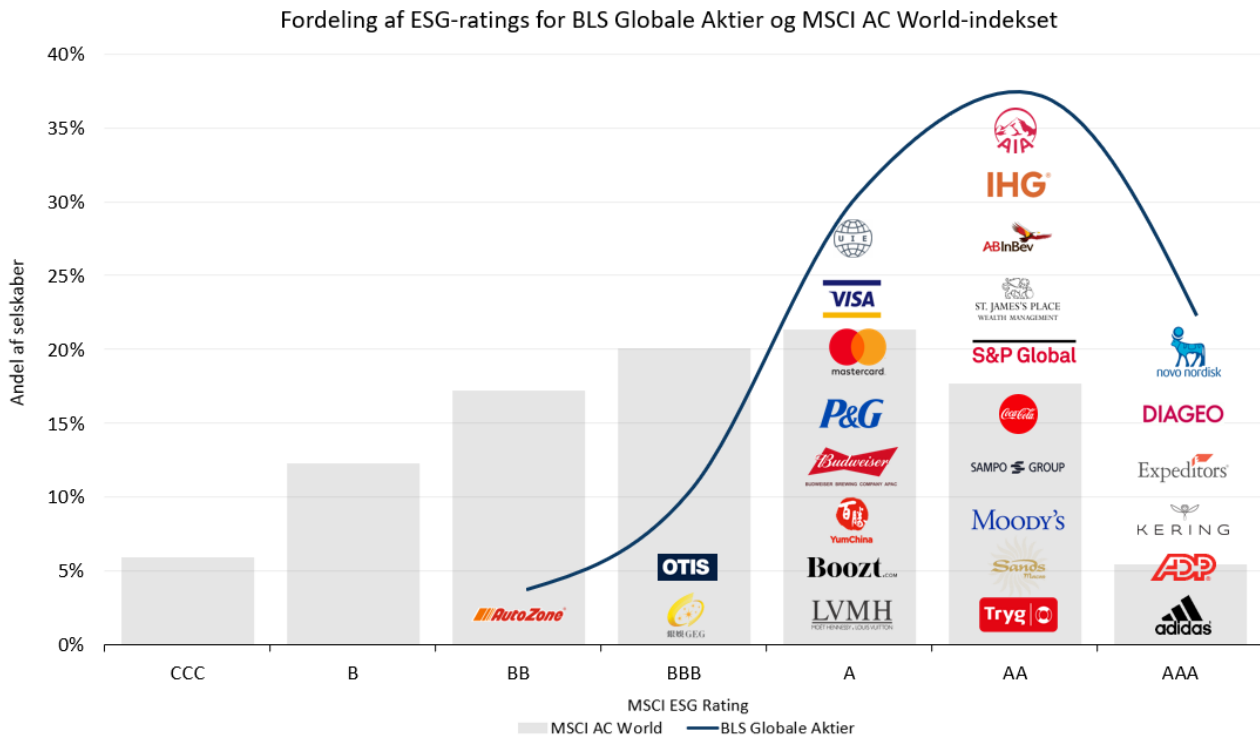
Vores selskaber har velafprøvede forretningsmodeller og leverer allerede i dag betydelige frie pengestrømme med stabile og forudsigelige vækstrater, og skønt nære pengestrømme med lav risiko har haft mindre gavn af de lave renter, er vi trygge ved at være positioneret til den intellektuelle og økonomiske tyngdekrafts tilbagevenden.

## **ESG er en indbygget del af vores investeringsfilosofi**

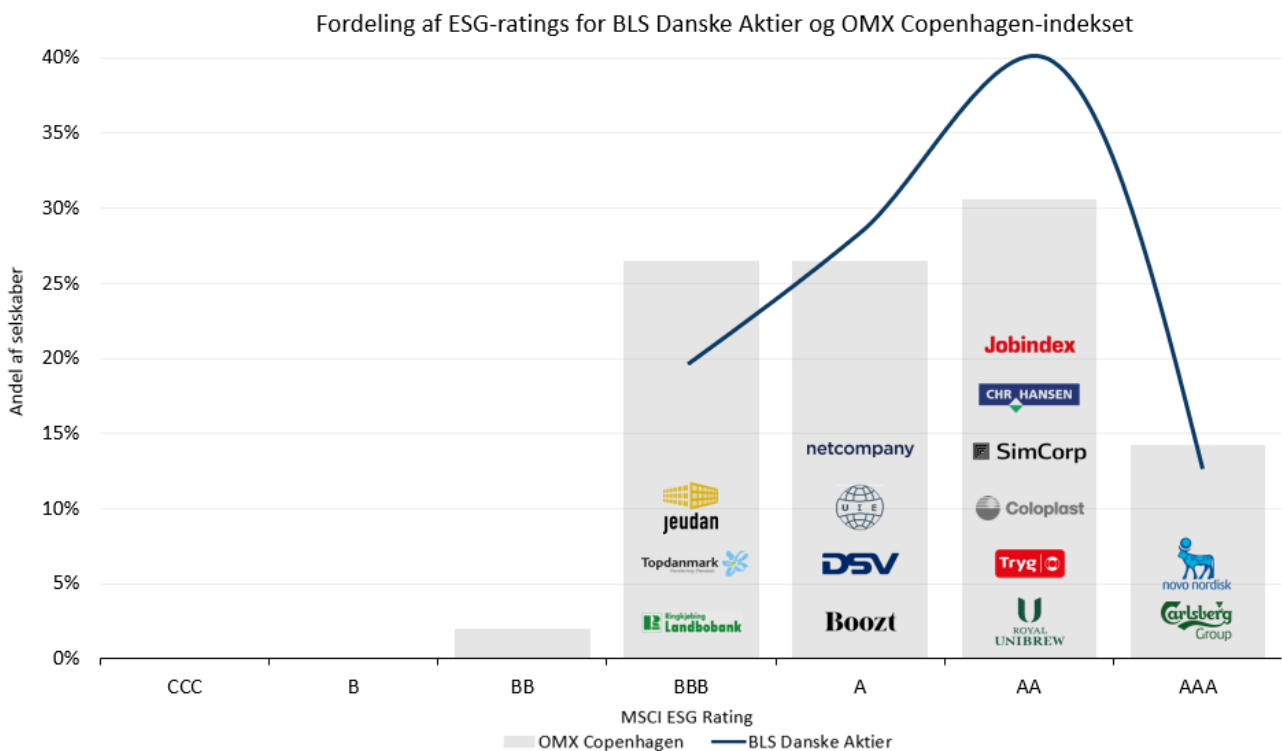
ESG er en forkortelse, der dækker over de engelske termer Environment, Social og Governance. Et selskabs ESG-profil er derfor et udtryk for, hvordan selskabets drift klarer sig på de miljømæssige, sociale og selskabsledelsesmæssige aspekter. Emner som global opvarmning, ligestilling og anti-korruption får stigende opmærksomhed, og mange investorer og forbrugere stiller i stigende grad krav til, at selskaber skal være miljøbevidste, socialt ansvarlige og have en velfungerende selskabsledelse – med andre ord, at de skal opføre sig anstændigt, med integritet og med en langsigtet tilgang.

Siden 2019 har bæredygtige fonde fået tilført en betydelig mængde kapital, svarende til at de har tredoblet værdien af sine globale aktiver til nu 3.900 milliarder dollars. Mens ESG er på alles læber for tiden, så har intet ændret sig hos os i BLS. Vi fastholder den investeringsfilosofi, som har været grundlaget siden vores opstart i 2008, og det vil vi fortsætte med. Vi investerer i højkvalitetsselskaber med kompetente og ansvarlige ledelser, der fokuserer på at skabe langsigtet økonomisk værdi. Vi mener, at ESG er indbygget i denne investeringsfilosofi, og vi ser vores ESG-rating fra MSCI på AAA for vores globale portefølje og på AA for vores danske portefølje som bevis herpå, til trods for vores til tider skeptiske holdning til kvaliteten af MSCI's data.

Ved årsskiftet opjusterede MSCI seks af vores selskabers ESG-rating, hvilket naturligvis kun er glædeligt. Med opjusteringerne ligger selskabernes ratings nu på et niveau, som vi vurderer, afspejler deres ESG-profiler, og vi ser således opjusteringerne som et udslag af forbedringer i MSCI's datakvalitet og metodologi snarere end som et resultat af selskabernes ageren, da vi ikke har set nogle ændringer i selskabernes opførsel og / eller strategi. ESG-ratings er et område i udvikling, og vi forventer at kvaliteten og brugbarheden af ESG-ratings over tid vil modnes og forbedres anseeligt. Vi kan eksempelvis undre os over, at Topdanmark i MSCI's optik er væsentlig bagefter Tryg hvad angår ESG, når det ikke er vores indtryk baseret på vores analyse af selskaberne og møder med selskabernes ledelse. Ligeledes stilles vi undrende overfor Ringkjøbing Landbobanks BBB-rating, og forklaringen givet af MSCI er vag og ikke overbevisende. Vi forventer at disse ratings vil ændres i positiv retning i takt med, at MSCI's datakvalitet og vurderingsgrundlag forbedres, som det har været tilfældet for mere end en håndfuld af vores andre selskaber.



Figur 1. De grå bjælker viser fordelingen af ESG-ratings på selskaberne i MSCI AC World-indekset. Figuren viser, at vores selskaber generelt har bedre ratings end selskaberne i MSCI AC World-indekset med en større andel af selskaber med A-, AA- eller AAA-ratings og ingen selskaber med CCC- eller B-ratings.



Figur 2. De grå bjælker viser fordelingen af ESG-ratings på selskaberne i OMX Copenahagen-indekset. Figuren viser, at vores selskaber generelt har bedre ratings end selskaberne i OMX Copenahagen-indekset med en større andel af selskaber med A- og AA-ratings og ingen selskaber med CCC-, B- eller BB-ratings. MSCI tilbyder ikke ESG-rating af Jeudan, hvorfor selskabets BBB-rating er vores eget estimat, som er fremkommet ved at benytte industrigennemsnittet tillagt én for at reflektere en bedre end gennemsnitlig ESG-performance.

Vi beskriver vores investeringsfilosofi ved hjælp af fem grundpiller: langsigtet, kvalitet, vækst, koncentration og disciplin. Vi mener, at selvsamme fem grundpiller er en del af forklaringen på vores særdeles gode ESG-rating.

Det har altid været et grundlæggende element i vores investeringsproces at vurdere selskabernes ledelse, også før ESG blev populært. Vi værdsætter ledelser med et langsigtet perspektiv og søger aktivt efter dette træk, når vi vurderer investeringsmuligheder. Vi foretrækker ledelser, som har lang anciennitet, og som tager ansvar. Vi vurderer incitamentsordninger med henblik på at identificere selskaber, hvor ledelsens incitamenter er knyttet til langsigtet aktionærværdiskabelse.

Vores selskaber har i gennemsnit eksisteret i mere end 100 år, og vi mener, at disse lange levetider kan tilskrives en evne til at klare sig igennem kortsigtet tumult og fokusere på at skabe en langsigtet holdbar forretning. Det indebærer, at selskabet opfylder kundernes og medarbejernes krav, og nutidens kunder og investorer kræver i stigende grad miljøbevidsthed, social ansvarlighed og en velfungerende selskabsledelse.

Vi ser det som en kvalitet, når et selskab kan geninvestere overskydende kapital i sin egen forretning og skabe et højt afkast på denne investering. Et højt afkast på den investerede kapital indebærer, at der skal færre materielle aktiver til at generere 1 dollar i driftsindtægt. Kvalitetselskabernes færre materielle aktiver betyder, at deres udledning af drivhusgasser og andre miljøproblematikker typisk er lavere, idet produktionsfaciliteterne og -maskinerne bruges mere effektivt eller slet ikke. Selskaber med færre produktionsfaciliteter og -maskiner oplever typisk også færre alvorlige arbejdsulykker.

Brandværdi er en væsentlig del af langsigtet bæredygtig vækst. Den omdømmerisiko, der er forbundet med manglende opfyldelse af kunders og investorers krav, kan bremse enhver virksomheds vækst, og det samme gør sig gældende for ESG-forhold. Nutidens forbrugere går i stigende grad op i miljøet, og flere og flere ændrer forbrugsvaner til fordel for mere miljøvenlige og socialt ansvarlige selskaber. Den økonomiske fordel af stærke brands stadfæstes typisk ved bedre muligheder for at hæve priserne for deres produkter og dermed vokse indtjeningen uden at øge deres eget forbrug.

Med to koncentrerede porteføljer af samlet færre end 40 selskaber har vi indgående viden om vores investeringer. Vi analyserer indgående nye investeringsmuligheder, og vi følger vores eksisterende porteføljeselskaber tæt, hvilket gør os i stand til hurtigt at opfange faresignaler og med det samme indgå i dialog med ledelsen.

Vores medinvestorer kan være forvissede om, at langsigtede økonomiske afkast fortsat er vores pejlemærke, og de kan desuden være sikre på, at vores porteføljeselskaber er ansvarlige virksomheder. ESG har altid været og vil altid være en fastforankret del af vores investeringsfilosofi.

### **Lyse fremtidsudsigter på trods af den kortsigtede uro**

Til trods for pandemiens fortsatte greb om verdenen, markedets stigende bekymring om højere inflation og renter og krigen mellem Rusland og Ukraine, så sover vi roligt om natten. Vores porteføljer består af høj kvalitetsselskaber, som i gennemsnit har eksisteret i over 100 år, og som i deres levetid er kommet styrket gennem krige, finanskriser, en pandemi og mere til. Vores selskaber har vist deres værd under snart sagt alle slags forhold, og vi vurderer at de står særdeles godt rustet til fremtiden. Vores investeringsfilosofi har ikke ændret sig, siden vi i 2008 stiftede BLS Capital, og



vi er fortsat langsigtede medejere af stærke, rentable, veldrevne og forudsigeligt voksende markedsledende selskaber.

Siden pandemien brød ud, har vi været overbeviste om, at menneskets basale sociale behov vil sikre, at samfundet atter vender tilbage til adfærds- og forbrugsmønstre svarende til dem, der gjaldt før udbruddet af coronavirussen. Krigen mellem Rusland og Ukraine har ikke ændret på vores overbevisning. Vores porteføljer er godt rustet til en tilbagevenden til normale tilstande, og når disse indtræffer, vil vores investeringsfilosofi fortsætte med at generere attraktive, langsigtede afkast til os og vores medinvestorer.

Pricing power, vækst, omkostningsstyring, stærke marginer, markedsledende positioner, ikke-kapitalintensive forretningsmodeller, lav gældsætning, fornuftig kapitalallokering og kompetente ledelser vil altid være i højsædet hos os. Med porteføljernes nuværende afkast på den investerede kapital på henholdsvis 43 procent for den globale portefølje og 31 procent for den danske portefølje har vi stor tiltro til kvaliteten af vores selskaber. Det er vores opfattelse, at vores selskaber i en normaliseret verden vil fortsætte med at øge deres indtjening og frie pengestrømme med gennemsnitligt 10 procent om året på langt sigt. På den baggrund tror vi fuldt og fast på, at vi er stærkt positioneret til at fortsætte med at skabe attraktive afkast til vores medinvestorer.

Slutteligt gør vi opmærksom på, at vi afholder vores traditionsrige årsmøde **onsdag den 27. april 2022 kl. 16.30**, efter den årlige generalforsamling i kapitalforeningen BLS Invest. Det finder i år, ligesom sidste år, sted i Moltkes Palæ. Vi håber meget, du møder op, lige som du er velkommen til at medbringe gæster. Her vil du få mulighed for at komme i direkte dialog med os, hvilket vi som altid ser meget frem til.

På vegne af BLS Capital



Anders Lund  
Partner og porteføljeforvalter



Peter Bundgaard  
Partner og porteføljeforvalter

## **Ansvarsfraskrivelse**

Dette årsbrev ("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.