

Halvårsbrev 2023 Kapitalforeningen BLS Invest

Klampenborg, august 2023

Kære Medinvestor

Vores selskaber fortsatte med at levere solide driftsresultater gennem de første 6 måneder af 2023 og understregede dermed deres stærke og attraktive evne til at øge indtjeningen i et langsigtet, stabilt og forudsigeligt tempo. Vi skylder en stor tak, til de mere end to millioner ansatte i vores knap 40 selskaber på tværs af vores globale og danske porteføljer, for deres dedikerede indsats for at beskytte og øge værdien af vores og vores medinvestorers kapital. Vi ser optimistisk på vores selskabers muligheder for også fremadrettet at skabe værdi til os som aktionærer. Vi er fortsat tilfredse, langsigtede, medejere af vores markedsledende kvalitetsselskaber i velkonsoliderede industrier med høje indtjeningsevner, kapitallette forretningsmodeller, kompetente ledelser og begrænset eller ingen gæld. Samlet danner disse kvaliteter et solidt grundlag for fortsat stabil og forudsigelig vækst i de frie pengestrømme.

Da Silicon Valley Bank, Signature Bank og Credit Suisse måtte dreje nøglen om i marts, udløste det bekymring for, at en ny finanskriser kunne være under opsejling. Den systemiske påvirkning fra disse bankkrak viste sig dog at være meget begrænset, og bekymringerne forduftede snart igen. Da vores porteføljer har en begrænset eksponering til banksektoren, var den direkte påvirkning meget begrænset og vi så ingen ligheder mellem problemerne i førnævnte banker og bankerne i BLS Invest Danske Aktier. Bankerne i den danske portefølje er de af vores selskaber, der nyder størst gavn af de stigende renter, men også vores bankfrie globale portefølje påvirkes positivt. Dette skyldes selskabernes lave gælds niveauer samt rentestigningernes direkte positive påvirkning på blandt andre Automatic Data Processing, St. James's Place og Sampo.

Begejstringen omkring generativ kunstig intelligens og teknologiens langsigtede muligheder udløste betydelige kursstigninger blandt de største amerikanske teknologivirksomheder mod slutningen af halvåret – dette til trods for at der er begrænset udsigt til indtjeningsgevinster på kort sigt. Aktiekurserne på vores softwareselskaber, Microsoft og SimCorp, fulgte tendensen, og vi solgte vores aktier i begge selskaber efter markante kursstigninger. Mens vi således har reduceret vores direkte teknologi-eksponering, er vi fortsat overbevist om, at vores markedsledende selskaber – i kraft af de enorme datamængder de har indsamlet gennem deres i gennemsnit mere end 100 års levetid – er i en gunstig position til at drage fordel af kunstig intelligens på den lange bane. I takt med at kunstig intelligens bliver mere integreret i driften, vil den bidrage til at styrke vores selskabers

konkurrenceevne gennem øget produktivitet og effektivitet og dermed understøtte fortsat vækst i selskabernes frie pengestrømme.

Grundet de politiske spændinger mellem USA og Kina og en langsommere tilbagevenden til normale tilstande efter genåbningen af det kinesiske samfund, var det ikke populært at investere i Kina i første halvår af 2023. Vi anerkender, at forholdet mellem Kina og USA er anstrengt, men bemærker også, at begge lande har stor interesse i at bevare et samarbejde, som gavner begge økonomiske velstand. Denne gensidige interesse bliver, efter vores vurdering, afgørende for forholdets udvikling på længere sigt, og vi forventer, at de to lande når frem til konstruktive løsninger på de aktuelle udfordringer. Vi finder det fortsat attraktivt at være eksponeret mod den voksende kinesiske middelklasse, og vi noterer os med tilfredshed at vores kinesisk eksponerede selskaber, takket være deres fortsatte investeringer under pandemien, nu er endnu bedre stillet i forhold til at vinde markedsandele og øge indtjeningsvæksten i en genåbnet kinesisk økonomi. Vores kinesisk eksponerede selskaber er alle i industrier med lav politisk risiko og har alle vestlige standarder for selskabsledelse.

I den sidste del af dette investorbrev kommer vi nærmere ind på betydningen af "real" pricing power, som fortsat er et centralt fokusområde i vores investeringsproces. "Real" pricing power skaber "real" vækst i de frie pengestrømme, som er det, der skaber købekraftsbeskyttede aktieafkast til aktionærene på den lange bane. Skønt mange børsnoterede selskaber påstår at besidde pricing power, fortæller deres faldende afkast på den investerede kapital en anden historie. Langtidsholdbar "real" pricing power er et sjældent syn, og at så mange selskaber i vores porteføljer besidder det, er resultatet af vores omhyggelige årelange selskabsudvælgelse.

Vores investeringsfilosofi har ikke ændret sig, siden vi stiftede BLS Capital i 2008, og selskaberne i vores porteføljer har fortsat udsigt til stærke driftsresultater og en årlig vækst i de frie pengestrømme på omkring 10 procent. Vi er fortsat af den overbevisning, at langsigtet vækst i de frie pengestrømme er det, der skal sikre os og vores medinvestorer attraktive risiko-justerede afkast på den lange bane.

Porteføljeafkast

BLS Invest Afdeling Globale Aktier KL havde i første halvår 2023 et afkast på 8,7 procent, inklusiv geninvesterede udbytter og efter *alle* omkostninger. Siden etableringen den 30. september 2008 har Afdeling Globale Aktier KL haft et afkast på 530,5 procent efter omkostninger, hvilket svarer til et årligt afkast på 13,3 procent. I samme periode har MSCI All Countries World-indekset (MSCI AC World) leveret et afkast på 286,2 procent, svarende til et årligt afkast på 9,6 procent. En investering i Afdeling Globale Aktier KL på 100.000 ved afdelingens opstart ville således være blevet forrentet til 630.500 kroner ved udgangen af første halvår, mens det globale aktiemarked ville have forrentet samme investering til 386.200 kroner.

BLS Invest Afdeling Globale Aktier Akk., der har samme porteføljesammensætning som ovenstående afdeling, opnåede i første halvår et afkast på 8,8 procent. Siden opstart af Afdeling Globale Aktier Akk. den 28. november 2014, har afdelingen haft et årligt afkast på 13,1 procent, mens det globale aktiemarked i samme periode har haft et årligt afkast på 9,3 procent.

BLS Invest Afdeling Danske Aktier KL var den første afdeling i BLS Invest, og den havde sin opstart den 26. februar 2008. Ved udgangen af juni 2023 var afkastet for halvåret på 12,9 procent, og siden opstarten i 2008 har det samlede afkast været 455,9 procent, svarende til et årligt afkast på 11,8 procent efter alle omkostninger. Det danske aktiemarked, opgjort ved OMX Copenhagen Capped,

har i samme periode haft samlet afkast på 313,5 procent, svarende til et årligt afkast på 9,7 procent. En investering på 100.000 kroner ved afdelingens opstart ville således være blevet til 555.900 kroner ved udgangen af juni 2023, mens det af OMX Copenhagen Capped ville være forrentet til 413.500 kroner.

BLS Invest Afdeling Danske Aktier Akk. havde sin opstart i februar 2020. Afdeling Danske Aktier Akk. har samme porteføljesammensætning som den ovenstående danske afdeling. I første halvår af 2023 var afkastet i Danske Aktier Akk. på 12,9 procent, og siden opstarten har afdelingen haft et gennemsnitlig årligt afkast på 9,0 procent.

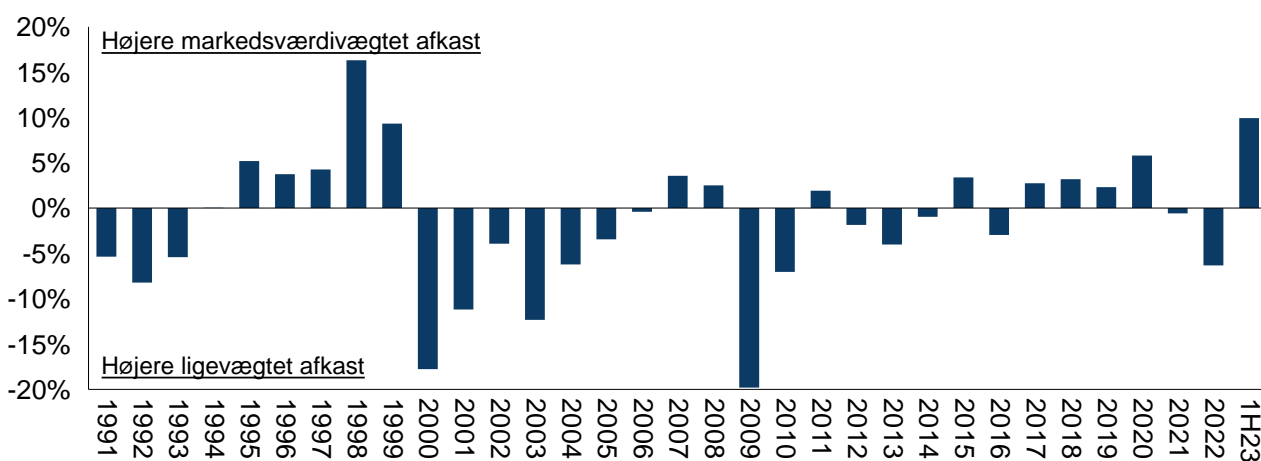
Vi noterer os med tilfredshed, at vores afdelinger fortsat lever op til målsætningen om at skabe attraktive langsigtede absolutte afkast, som ligger over det generelle markedsafkast. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast, men vi gør vores yderste for at leve op til den tillid, som vores medinvestorer viser os.

Vores filosofi er fortsat at investere i selskaber med langtidstestede og holdbare forretningsmodeller, kompetente ledelser, konservative balancer samt betydelige og voksende frie og voksende pengestrømme, og vi ser fortsat investeringer i sådanne selskaber som opskriften på langsigtet kapitaltilvækst, når det sker ved attraktive værdiansættelser.

Markedsafkast

Første halvår 2023 var præget af stor spredning i afkast. De store amerikanske teknologiselskaber leverede høje positive afkast, og FANG+-indekset genererede et afkast i overkanten af 70 procent i danske kroner i årets første 6 måneder. Det bidrog til næsten 14 procentpoint af S&P 500-indeksets samlede afkast på knap 15 procent i danske kroner. Resten af S&P 500-indekset (altså de øvrige omkring 490 aktier) leverede således blot et gennemsnitligt afkast på omkring 1 procent i perioden.

Afkastudvikling for det markedsværdivægtede- henholdsvis ligevægtede S&P 500-indeks



Note: Grafen viser forskellen i afkast i procentpoint mellem det markedsværdivægtede og det ligevægtede S&P 500-indeks, opgjort i amerikanske dollars.

Kilde: BLS Capital og FactSet.

Generativ kunstig intelligens (AI) stjal rampelyset på aktiemarkedene i årets andet kvartal på baggrund af yderst positive omsætningsforventninger til det næstkommende kvartal fra chipudvikleren Nvidia (mere herom senere). De af MSCI-indeksets sektorer, der leverede afkast over gennemsnittet, var de teknologitunge "Informationsteknologi" og "Kommunikation" (hvor Meta, som

ejer Facebook, og Alphabet, som ejer Google, samlet tegner sig for 45 procent) samt "Diskretionære forbrugsgoder" (hvoraf Amazon og Tesla samlet udgør næsten 25 procent). Som det fremgår af grafen ovenfor, er forskellen i afkast mellem det markedsværdivægtede S&P 500-indeks og det ligevægtede S&P 500-indeks kun set større i 5 af årene siden 1991.

Hvis man opdeler kursudviklingen i ændringer i "forventet indtjening" (baseret på kalenderåret 2023) og ændringer i den "kurs per indtjeningsdollar", som investorer er villige til at betale (P/E-multiplen) i samme periode, ses det, at kursudviklingen for selskaberne i FANG+-indekset samlet set ikke har haft baggrund i øgede indtjeningsforventninger. Givet at FANG+-selskaberne i dag udgør næsten 30 procent af S&P 500-indekset (eller næsten halvdelen af det amerikanske bruttonationalprodukt), kan langt størstedelen af stigningen i markedsværdierne i indekset tilskrives en øget villighed til at betale for en fjernere og mere usikker indtjening. Blandt de få undtagelser i den forbindelse er Nvidia, hvis omsætnings- og indtjeningsforventninger har taget et pænt hop opad, og Meta, hvis indtjeningsforventninger også er steget. For Metas vedkommende skyldes dette dog hovedsageligt, at selskabet har skåret ned på sine investeringer i Metaverset snarere end øget salget til kunderne. Forventningerne til Metas omsætning i 2023 er steget med omkring 4 procent siden starten af 2023.

FANG+-selskabernes bidrag til udviklingen

Selskab	Aktiekursstigning	Ændring i 2023 P/E	Estimatændringer		Markedsværdi, milliard amerikanske dollar ultimo juni 2023
			Omsætning 2023	EPS 2023	
Tesla	112,5%	248,3%	-14,4%	-39,0%	907,8
AMD	75,9%	98,4%	-7,9%	-11,3%	183,5
Amazon	55,2%	79,0%	-0,4%	-13,3%	1.348,8
Apple	49,3%	53,4%	-4,8%	-2,7%	3.073,9
Meta	138,5%	47,6%	3,6%	61,6%	745,0
Netflix	49,4%	42,6%	0,5%	4,8%	199,3
Microsoft	42,0%	41,1%	-1,3%	0,6%	2.541,8
Alphabet	37,1%	31,6%	-2,3%	4,2%	1.551,2
Nvidia	189,5%	20,8%	49,8%	139,6%	1.053,3
Snowflake	22,6%	5,5%	-8,0%	16,2%	57,1
Vægtet gennemsnit	61,1%	59,7%	-0,5%	5,9%	
Eksklusiv Nvidia	54,4%	61,7%	-1,3%	-1,1%	
Total markedsværdi					11.661,7

Note: Rangeret efter ændring i P/E-multiplen. Alle tal er angivet i amerikanske dollars.

Kilde: BLS Capital og FactSet.

Markedernes øgede hang til spekulation i 2023 understreges yderligere af udviklingen i markedsværdien af kryptovalutaer og de såkaldte meme-aktier, som oplevede betydelig medieopmærksomhed og spekulativ interesse under coronapandemien. Bitcoins markedsværdi steg med 81 procent i første halvår 2023 i danske kroner, mens Soloactive Roundhill Meme Stock-indekset steg med 38 procent i danske kroner. Når en "investering" ikke baseres på fundamental analyse og prissættes i forhold til fremtidig økonomisk værdiskabelse, så minder det mere om et spil Sorte Per, hvor det ikke handler om at sidde med de bedste kort på hånden – men blot om ikke at sidde tilbage med det forkerte kort til sidst. At erhverve sig aktiver uden pengestrømsgenerering svarer til frivilligt at tage Sorte Per med en forhåbning om at komme af med kortet igen inden spillet slutter.

De sektorer, der klarede sig dårligst i årets første seks måneder, var "Energi", "Forsyning" og "Fast ejendom". Vores eneste eksponering mod disse sektorer er vores medejerskab af ejendomsselskabet Jeudan i BLS Invest Danske Aktier.

Set på geografiske regioner, klarede Nordamerika sig igen bedre end det globale marked, mens Europa klarede sig på niveau med verdensmarkedet. Udviklingslande (MSCI Emerging Markets) og Nye udviklingslande (MSCI Frontier Markets) klarede sig dårligere end det globale marked.

Med al den virak, der omgiver generativ kunstig intelligens for tiden, synes bankkrisen tilbage i marts nærmest at være glemt. Da først Silicon Valley Bank og derefter Signature Bank frøs kundernes bankkonti, udløste det en generel bankbekymring, som blev yderligere forstærket af, at Credit Suisse, hvor fundamentet ofte virker til at have vaklet, så snart der var optræk til blæst, måtte dreje nøglen om. Dette gav anledning til snak om "den næste finanskrise" og udløste betydelig uro i banksektoren. Vores bankejerskaber i vores danske portefølje har ikke givet anledning til bekymringer i denne sammenhæng.

Bekymringerne i forhold til de amerikanske banker og problemerne vedrørende Credit Suisse indtrådte nogenlunde samtidig, men af forskellige årsager. Hvor Silicon Valley Banks problemer bundede i, at kunderne var begyndt at trække deres penge ud grundet bekymringer omkring markedsværdien af bankens obligationsbeholdning set i lyset af de kraftige rentestigninger, var situationen for Credit Suisse i langt højere grad relateret til "klassiske" bankkrise. Begge situationer medførte insolvensproblemer, som dog, i hvert fald indtil videre, har haft en betydelig mindre systemisk påvirkning end de store misligholdte lån, der udløste den globale finanskrise i 2008-2009 – sandsynligvis på grund af banksektorens generelt højere solvensgrader og lavere gearingsniveauer.

Alle taler om kunstig intelligens

Næsten alle selskaber med bare den mindste tilknytning til kunstig intelligens oplevede store kursstigninger i første halvdel af året, særligt gennem slutningen af maj og juni.

Nvidia, den førende chipudvikler af chips anvendt til generativ AI, oplevede en kursstigning på mere end 180 procent i årets første 6 måneder i danske kroner, svarende til en stigning i markedsværdien på mere end 4,5 billioner (4.500.000.000.000) danske kroner – heraf kom 1,3 billioner danske kroner på én enkelt dag i maj, da Nvidia offentliggjorde resultatforventninger til det kommende kvartal, som lå markant over markedets forventninger.

Vi finder udviklingen i Nvidias markedsværdi i årets første 6 måneder bemærkelsesværdig. Stigningen på de 4,5 billioner kroner svarer til den samlede markedsværdi af vores langtidstestede værdiskabende selskaber, Novo Nordisk og Mastercard, som begge er blandt verdens 25 største selskaber målt på markedsværdi. De 1,3 billioner kroner, som Nvidias markedsværdi steg med på en enkelt dag i maj, overstiger hele Nikes markedsværdi.

Hvor vi tidligere har givet udtryk for vores vanskeligheder med at forstå kursudviklingen i elbilproducenten Tesla grundet selskabets forretningsmodel, som er karakteriseret ved høj vækst uden frie pengestrømme, forekommer Nvidia at være anderledes med betydelig indtjening og frie pengestrømme samt et højt afkast på den investerede kapital. Nvidia er dog for uforudsigelig til os med større udsving i de finansielle resultater (i hvert fald historisk), end vi er trygge ved. Ved en fri pengestrømsrente på kun to procent er selskabets værdiansættelse endvidere ikke attraktiv for os.

Vi finder det generelt svært at fastsætte den langsigtede værdi af IT-hardware-selskaber. Vi husker tydeligt Intel og Nokia, som begge havde solide markedsledende positioner, indtil de blev overhalet af ny teknologi. Vi bestræber generelt at undgå at investere i selskaber, som risikerer at blive gjort overflødige grundet hurtig teknologisk udvikling.

Vi bemærker, at Tesla i en tid med høj inflation rent faktisk sætter sine bilpriser ned, hvilket har udløst markante nedjusteringer af omsætnings- og indtjeningsforventningerne til selskabet.

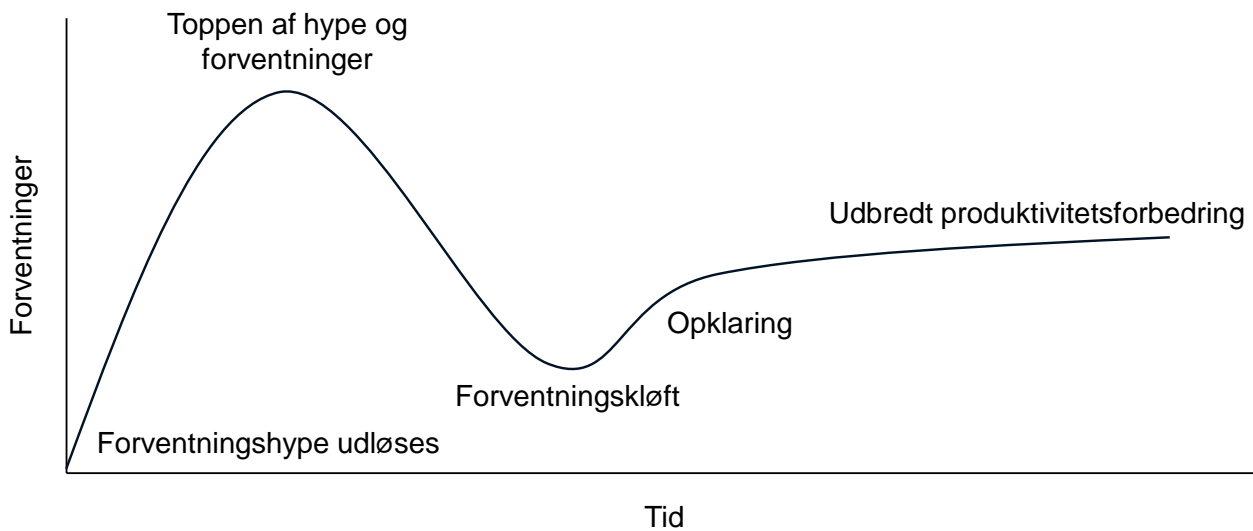
Mens markedet rider med på “Gartner’s Hype-kurve”, holder vi os til det, vi forstår

Skønt generativ kunstig intelligens synes at rumme enorme muligheder og givetvis vil komme til at påvirke mange selskaber og industrier i fremtiden, er teknologien fortsat på et tidligt stadie, og på nuværende tidspunkt forekommer det os svært at afgøre, hvorvidt selskaber med selv de mest beskedne kompetencer inden for kunstig intelligens er langsigtede vindere.

Når vi ser tilbage på dotcom-krakket i begyndelsen af 00’erne, var der mange børsintroduktioner, der tiltrak masser af kapital på baggrund af håbefulde og usikre finansielle prognoser, som var baseret på de åbenlyse fordele ved det spirende internet. I løbet af denne hype oplevede selskaber som Worldcom, Pets.com, Webvan, Memory Card Technology, 2M Invest og I-data International store kursstigninger, som endte med ikke at komme de langsigtede aktionærer til gode, da alle disse selskaber blev erklæret konkurs mellem 2000 og 2002. Alle med undtagelse af 2 af vores porteføljeselskaber kan dateres til før 2000. Da dotcom-støvet havde lagt sig, fortsatte vores selskaber med at skabe værdi og fokusere på deres kerneforretning mens de fik god gavn af de effektiviseringsgevinster, som internettet medførte for deres allerede industriledende forretninger.

Skønt enhver ny teknologi har sit eget særpræg og medfører sine egne potentielle fordele, følger lanceringen og den efterfølgende anvendelse af nye teknologier et fælles mønster. I 1995 introducerede den amerikanske analyse-, rådgivnings- og teknologivirksomhed Gartner dette mønster under betegnelsen “Gartner’s Hype-kurve”. Nedenstående illustration viser de stadier, som Gartner mener, at en teknologi gennemgår i løbet af sin levetid, fra udvikling til kommerciel udnyttelse.

Gartner's Hype-kurve

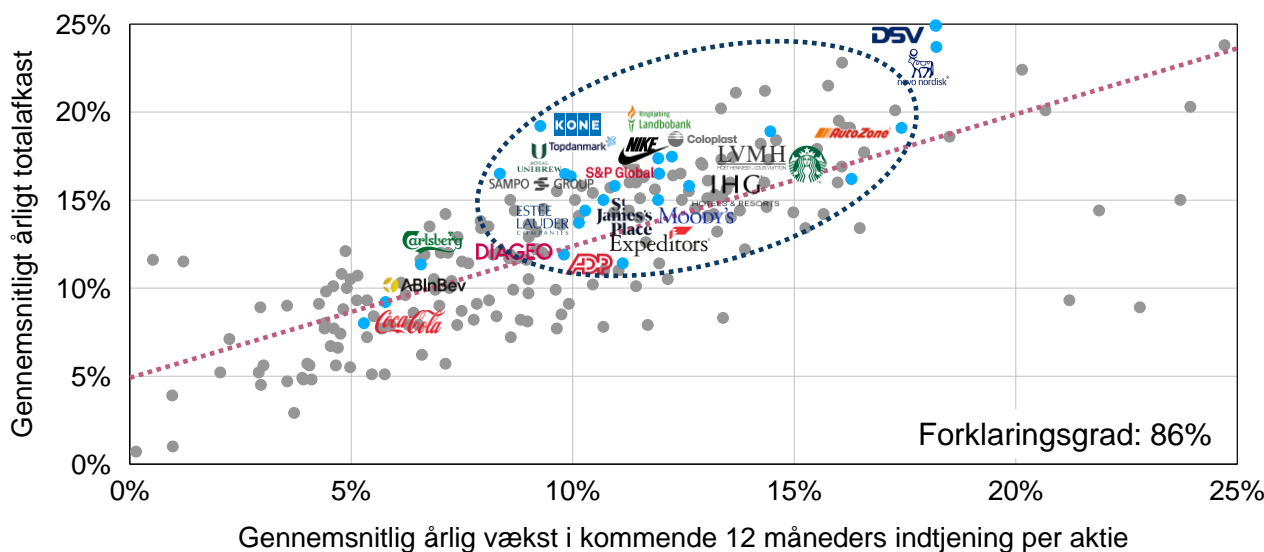


Kilde: Gartner.

Vi ser mange områder, hvor generativ kunstig intelligens med fordel kan anvendes i fremtiden, men vi forventer ikke, at alle teknologiselskaber kommer til at vinde på den lange bane, ligesom vi heller ikke forventer, at fordelene ved kunstig intelligens alene vil komme teknologiselskaber til gode. Vores selskaber har i gennemsnit eksisteret i mere end 100 år og ligger takket være deres lange historik inde med enorme mængder data, hvilket placerer dem gunstigt i forhold til at styrke deres markedsledende positioner gennem udnyttelse af analyse og kunstig intelligens i driften. Et blandt mange eksempler i vores porteføljer er S&P Global, verdens største kreditvurderingsbureau, hvis rødder går helt tilbage til 1860. S&P Global opkøbte i 2018 teknologivirksomheden Kensho, som selskabet nu betegner som sin "AI Innovation Hub". Via Kensho kan S&P Global anvende kunstig intelligens på tværs af sine store datamængder til at screene og analysere nye gældsudstedere og effektivisere dataindsamlingen på tværs af selskaber og finansielle markeder.

De fulde gevinster fra udbredelse af en ny teknologi vil først vise sig, når teknologien når stadiet "udbredt produktivetsforbedring", men det venter vi gerne på. Vi betrygges af, at vores selskaber i mellemtiden vil fortsætte med at skabe værdi og kontinuerligt øge deres frie pengestrømme. Vi holder os til det, vi forstår i stedet for at bruge vores kræfter på at forsøge at forudsige den næste skelsættende teknologiske udvikling. Vi anser det ikke som vores kernekompetence at identificere "den næste store ting", men stræber efter at identificere selskaber med en for os forståelig risikoprofil og med udsigt til stabil, forudsigelig, langsigtet solid indtjeningsvækst, som trods alt fortsat er det, der grundlæggende driver langsigtet økonomisk værdiskabelse og aktionærafkast.

Indtjeningsvækst skaber aktionærafkast



Note: Grafen viser de 208 største selskaber i MSCI AC World-indeks per 30. juni 2023, svarende til 50 procent af det samlede indeks opgjort efter vægt, og selskaber i BLS Danske og Globale Aktier. Yderligere observationer er ikke medtaget i grafikken af hensyn til grafens overskuelighed. Den fremadrettede indtjening per aktie afspejler analytikerens konsensus forventninger til de kommende 12 måneders indtjening per aktie. Det gennemsnitlige årlige aktionærafkast og den gennemsnitlige årlige vækst i de kommende 12 måneders indtjening per aktie afspejler 20 år frem til den 30. juni 2023.

Kilde: BLS Capital og FactSet.

Status på porteføljerne

Som faste læsere af vores investorbrev vil vide, at vi anvender tre finansielle nøgletal til at vurdere vores portefølgers kvalitet, balancestyrke og værdiansættelse. Nedenstående tabeller viser disse nøgletal ved udgangen af juni 2023 samt for foregående år.

Nøgletal for vores porteføljer

BLS Globale Aktier	2019	2020	2021	2022	1H2023
RoIC	49,1%	45,6%	43,1%	46,4%	45,9%
Nettogæld / Driftsindtjening før afskrivninger	0,2x	0,7x	0,4x	0,4x	0,6x
Frie pengestrømsrente	4,5%	4,3%	4,3%	4,8%	4,7%
BLS Danske Aktier	2019	2020	2021	2022	1H2023
RoIC	27,6%	23,7%	30,7%	28,1%	27,5%
Nettogæld / Driftsindtjening før afskrivninger	0,2x	0,0x	-0,7x	0,2x	0,5x
Frie pengestrømsrente	4,3%	4,5%	4,0%	5,5%	5,1%

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

Nettogæld / driftsindtjening før afskrivninger er defineret som selskabernes udestående gæld fratrukket kontanter i forhold til de kommende 12 måneders driftsindtjening før af- og nedskrivninger.

Den frie pengestrømsrente defineres som de forventede frie pengestrømme i forhold til selskabernes markedsværdi.

Kilde: BLS Capital, årsregnskaber og FactSet.

Vores primære nøgletal til måling af kvalitet har altid været RoIC eller afkastet på den investerede kapital, som viser forholdet mellem et selskabs årlige driftsindtjening efter skat og den kapital, der er investeret i driften. Vi foretrækker et højt afkast på den investerede kapital, da dette betyder, at selskabet skaber en højere indtjening for den samme mængde kapital investeret i driften. Ved udgangen af første halvår 2023 var afkastet på den investerede kapital for vores globale portefølje

på 45,9 procent, mens det var 27,5 procent for vores danske portefølje, hvilket i begge tilfælde flugter med de historiske niveauer.

En stabil og modstandsdygtig indtjeningsevne er en forudsætning for, at et selskab kan blive en del af en af vores porteføljer. Til at vurdere et selskabs gælds niveau og dermed måle, hvor robust og modstandsdygtig dets balance er, anvender vi forholdet mellem "nettogæld" og "driftsindtjening før renter, skat og afskrivninger". Ultimo juni udgjorde dette nøgletal for vores globale portefølje 0,6x, mens det for vores danske portefølje var 0,5x. Det tilsvarende nøgletal for verdensindekset MSCI AC World var 1,5x. Selskaberne i begge vores porteføljer har således bundsolide balancer.

Anheuser-Busch InBev, et af vores bryggerier, er fortsat det selskab i vores globale portefølje, der har den højeste nettogæld i forhold til driftsindtjeningen før af- og nedskrivninger. Anheuser-Busch InBev er i gang med gradvist at reducere gælden til ledelsens målsætning om to gange driftsindtjeningen før renter, skat og afskrivninger. Vi forventer, at gælden ved udgangen af 2023 vil være nedbragt til omkring 3 gange, fra omkring 3,5 gange ved udgangen af 2022. Selskabet har ikke større gældsforfald inden for de kommende 5 år, og 95 procent af gælden er fastforrentet med en gennemsnitlig rente på 4 procent før skat og med en gennemsnitlig løbetid på næsten 15 år. I kombination med selskabets robuste frie pengestrømme gør dette, at vi er trygge ved det nuværende gælds niveau. Anheuser-Busch InBevs proces med at nedbringe gælden er også blevet bemærket af kreditvurderingsbureauerne, og både Moody's og S&P Global har hævet selskabets rating til henholdsvis A3, "upper medium grade", og A-, "strong".

Den frie pengestrømsrente er vores primære målestok, når vi vurderer, hvor attraktivt porteføljen er prisfastsat. Den frie pengestrømsrente er for vores globale portefølje faldet en anelse fra 4,8 procent ved udgangen af 2022 til 4,7 procent ved udgangen af første halvår 2023, mens den er gået fra 5,5 til 5,1 procent for vores danske portefølje. For begge porteføljer finder vi fortsat, at prissætningen er attraktiv og danner et godt udgangspunkt for langsigtet økonomisk værdiskabelse drevet af selskabernes langsigtede tocifrede indtjeningsvækst.

Vores investeringsfilosofi har ikke ændret sig, siden vi stiftede BLS Capital i 2008, og sammen med vores medinvestorer er vi fortsat langsigtede medejere af solide, rentable, veldrevne og forudsigeligt voksende markedsledende selskaber. Som en naturlig konsekvens af vores langsigtede investeringshorisont og store fokus på virksomhedskultur og ledelseskvalitet, har høje ESG-standarder altid været en fast forankret del af vores måde at investere på. Vores porteføljer modtager høje karakterer hos MSCI's ESG-ratings, og under en procent af alle globale aktieporteføljer har en højere rating end afdelingerne i BLS Invest.

Hvem trak op, og hvem trak ned?

For de globale afdelinger var de af vores selskaber, der oplevede de største kursstigninger i første halvår 2023 SimCorp (53 procent i danske kroner, inklusive geninvesterede udbytter), Microsoft (40 procent) og luksusselskabet LVMH (28 procent). De laveste afkast kom fra makeup- og hudplejeselskabet Estée Lauder (-22 procent), det asiatiske fokuserede bryggeri Budweiser APAC (-18 procent) og HR-software selskabet Automatic Data Processing (-9 procent).

Med Deutsche Börses overtagelsestilbud slutter den lange og værdiskabende rejse, vi har deltaget i som SimCorp-medejere. Vi investerer langsigtet i dygtigt ledede høj kvalitetsselskaber med sunde forretningsmodeller og stabile forudsigelige voksende frie pengestrømme og SimCorp har derfor altid været et af Vores Selskaber, siden vi stiftede BLS Capital for mere end 15 år siden. I februar

2008 købte vi vores første SimCorp-aktier lige under kurs 100 (justeret for aktie-split), og i forbindelse med afnoteringen ender rejsen på en aktiekurs, der er mere end 7 gange højere, hvortil vi også har modtaget årlige dividender. På tidspunktet for Deutsche Börse's købstilbud, var mere end hver tiende SimCorp-aktie en del af vores porteføljer - vores største ejerandel i selskabet nogensinde. På vores medinvestors og egne vegne vil vi gerne udtrykke vores taknemmelighed for den værdiskabelse, som bestyrelsen, ledelsen og medarbejderne i SimCorp har givet os mulighed for at deltage i.

Vi solgte vores aktier i Microsoft, da prisfastsættelsen efter kraftige kursstigninger uden ændringer i indtjeningsforventningerne på mellemlangt eller langt sigt havde nået vores grænse for den frie pengestrømsrente. Vi anerkender fortsat kvaliteten i Microsofts yderst værdiskabende forretning, men afviger ikke fra vores værdiansættelsesprincipper. Vi vil gladeligt hilse Microsoft velkommen tilbage i vores globale portefølje, hvis værdiansættelsen igen når et mere attraktivt niveau, men for nuværende stiller vi os tilfredse med vores indbringende, omend i denne omgang korte, periode som medejere.

LVMH fortsætter med at levere helt igennem imponerende driftsresultater med en organisk omsætningsvækst på 17 procent i første kvartal af 2023, som betyder, at den samlede LVMH-koncern har genereret en gennemsnitlig årlig omsætningsvækst på 12 procent, siden 2019, og altså før pandemien brød ud. I samme periode har den vigtige mode- og lædervaredivision (som omfatter kronjuvelerne Louis Vuitton og Dior) realiseret en imponerende årlig vækst på hele 20 procent på trods af, at salget til de kinesiske forbrugere (det største kundesegment før pandemien) har været presset af pandemirelaterede restriktioner. Med en driftsindtjening på 41 procent af salget tegner mode- og lædervaredivisionen sig for omkring 75 procent af hele LVMHs driftsresultat. LVMHs indtjening er vokset med 15 procent om året igennem de seneste 10 år, og vi ser ingen ændring i selskabets evne til at generere en høj og attraktiv vækst. Skønt aktiekursudviklingen oversteg indtjeningsvæksten i første halvår 2023, finder vi fortsat LVMH attraktivt prisfastsat ved en fri pengestrømsrente på næsten 4 procent.

Estée Lauder har været kraftigt påvirket af de kinesiske pandemirelaterede restriktioner. Før pandemien tegnede Kina sig for omkring 30 procent af selskabets omsætning foruden omsætningen fra kinesiske turistkøbere uden for landets grænser – en forretning med høje marginer. Inklusive turistkøb uden for landets grænser stod kinesiske forbrugere for mere end 40 procent af driftsindtjeningen.

Selskabet har en klart markedsledende position inden for den strukturelt voksende og attraktive industri for luksusskønhedsprodukter, hvor den største og eneste reelle konkurrent er L'Oréal. I perioden 2010-2022 realiserede Estée Lauder en årlig organisk omsætningsvækst på 8 procent og øgede driftsmarginen fra 10 procent i 2010 til et historisk højt niveau på næsten 20 procent i 2022, svarende til en årlig vækst i driftsindtjeningen på 14 procent eksklusivt effekten af valutakursudvikling.

De underliggende faktorer bag denne vækst er den voksende globale middelklasse (specielt i Kina), samt den eksisterende middelklasses stigende velstand og voksende disponible indkomster, som forventes at medføre en stigning i luksusskønhedsprodukternes andel af det globale salg af skønhedsprodukter. At førstegangskøbere af luksusskønhedsprodukter er væsentligt yngre i Kina end i vesten gør kun de kinesiske forbrugere endnu mere langsigtet attraktive - kunder, der køber luksusskønhedsprodukter, er meget loyale og tilbøjelige til at købe de samme varer igen og igen.

På kort sigt er Estée Launders driftsresultater påvirket af store lagerbeholdninger i det kinesiske travel retail-segment, i særdeleshed i den toldfri Hainan-provins. Salget til distributørerne har således været lavere end forventet, hvilket har forsinket normaliseringen af omsætningsvæksten i Estée Launders kinesiske forretning. Væksten i detailsalget steg med lave encifrede rater på det kinesiske fastland og faldt kun med lave encifrede rater i det kinesiske travel retail-segment i første kvartal af kalenderåret 2023, men væksten har siden været tiltagende.

Uden for Kina realiserede Estée Lauder en omsætningsvækst på 10 procent i første kvartal 2023, og vi ser ingen tegn på, at de værdifulde luksusskønhedsprodukter skulle have mistet deres popularitet blandt kinesiske forbrugere, hvilket underbygger vores tro på, at de for nuværende høje lagerbeholdninger er et forbigående problem. Vi ser således ingen grund til at ændre vores syn på Estée Launders evne til at skabe værdi og indtjening på mellemlangt til langt sigt, selv om den kortsigtede påvirkning fra lagerbeholdningerne har været kraftigere end forventet. På baggrund af den svage aktiekursudvikling, som kan tilskrives de lavere kortsigtede indtjeningsforventninger, har vi derfor øget vores beholdning i Estée Lauder betragteligt.

Hvor Estée Launders drift har været ramt af udfordringerne i Kina, har Budweiser APAC realiseret imponerende resultater på baggrund af det igangværende skifte mod special- og luksusøl på det kinesiske ølmarked. Koncernens gennemsnitlige salgspriser steg med mere end 3 procent årligt i perioden fra første kvartal 2019 til første kvartal 2023, og de solgte mængder er nu tilbage på 2019-niveau. Hvor en gennemsnitlig prisstigning på tre procent kan forekomme beskeden i sammenligning med den seneste tids inflationsudvikling i Europa og USA, er det værd at huske på, at den generelle inflation i Kina i denne periode var under to procent – og fortsat er lavere end i Vesten. Vi forventer, at den positive prisudvikling fortsætter, og skønt normaliseringen af Kina ikke helt er foregået i det forventede tempo, forventer vi, at Budweiser APAC med afsæt i selskabets stærke produktportefølje, kraftige udbygning af distributionsnetværket og yderst kompetente ledelse løbende vil tage markedsandele på det voksende kinesiske marked for premium- og super-premium-øl.

Budweiser APACs indtjeningsevne påvirkes positivt af, at selskabet sidder på mere end halvdelen af det kinesiske marked for premium- og super-premium-øl, hvor bruttomarginerne er højere (bruttooverskuddet per hektoliter på fem til ti gange niveauet for standard-øl), og salget målt i mængder fortsat vokser med lave encifrede rater. Stigningerne i råvarepriserne er aftagende, hvilket ventes at øge rentabiliteten per hektoliter i lyset af de højere gennemsnitlige salgspriser, og på længere sigt forventer vi, at driftsmarginalerne fortsat vil stige med afsæt i skalafordele i administrationsomkostningerne, samtidig med at andelen af omsætningen, der investeres i markedsføring, holdes stabil.

Vi anser det som sandsynligt, at Budweiser APAC vil realisere den højeste marginvækst blandt de største globale bryggerier i de kommende 10 år, hvor marginerne ventes at stige fra et allerede attraktivt niveau på over 20 procent. Hvor Budweiser APACs driftsindtjening steg med 30 procent om året i årtiet frem til 2019, forventer vi ikke samme vækst fremover. Vi forventer dog, at fortsat volumenvækst, højere gennemsnitlige salgspriser og industriledende marginstigninger vil give udslag i en årlig vækst i indtjening og pengestrømme på omkring 15 procent. Med udgangspunkt i den lavere prisfastsættelse uden ændringer i forventningerne øgede vi løbende vores beholdning i Budweiser APAC i første halvår.

Højeste og laveste afkast i BLS Invest Danske Aktier

De højeste afkast i BLS Invest Danske Aktier kom i halvåret fra SimCorp (53 procent, inklusiv geninvesterede udbytter), speditøren DSV (31 procent) og det markedsledende danske site for

jobsøgning Jobindex (31 procent). De laveste afkast blev set hos skadesforsikringssselskabet Tryg (-9 procent), online-stormagasinet Boozt (-5 procent) og softwarekonsulenthuset Netcompany (-4 procent).

Ganske usædvanligt kom to af de tre højeste afkast i forbindelse med overtagelsestilbud på vores selskaber. Udover SimCorp, som er beskrevet tidligere, afgav stifter, hovedaktionær og administrerende direktør, Kaare Danielsen, et købstilbud på 1.900 kroner per aktie for de resterende aktier i Jobindex. Kaare Danielsen annoncerede samtidigt, at Jobindex efter tilbudsperiodens udløb ville blive afnoteret fra børsen. Jobindex blev stiftet lige før årtusindskiftet og er i dag den ledende jobportal i Danmark med en stadigt voksende markedsandel på over 35 procent og med udsigt til fortsat langsigtet tocifret årlig vækst i nettoresultat og frie pengestrømme. Vi købte vores første aktier i Jobindex i juni 2019 til 1.020 kroner per aktie (ikke justeret for betydelige udbytter i mellemtiden) og solgte alle vores aktier på afnoteringskursen inden afnoteringen. Fremtiden for Jobindex ser fortsat lys ud, men den øgede risiko ved at skulle eje en minoritetspost i et unoteret, mindre selskab gjorde andre investeringsmuligheder mere attraktive.

DSV fortsætter med at sætte industristandarderne for, hvor effektivt og profitabelt man kan drive en speditørforretning. Efter at have slået rekorder i et glohedt verdensmarked for transport i 2022 er fragtraterne faldet tilbage mod mere normale niveauer i første halvår af 2023, mens efterspørgslen på fragt også er dalet. De lavere fragtrater og fragtvolumener har reduceret indtjeningen for hele industrien, men DSV har dygtigt udnyttet de muligheder, som de ændrede industridynamikker har givet. I perioder, hvor fragtraterne er svingende, kan det være svært for DSVs kunder at afgøre, hvad en transport "bør" koste, og i vanlig stil udnyttede DSV prisudsvingene i årets første kvartal til at øge indtjeningen per forsendelse. Samtidig igangsatte DSV omkostningsbesparende tiltag, som vil beskytte DSVs profitabilitet gennem perioden med lavere volumener og positionere DSV til fortsat langsigtet tocifret vækst i nettoresultatet og de frie pengestrømme.

Skadesforsikringssselskabet Tryg, der med overtagelsen af de svenske og norske aktiviteter fra britiske RSA i efteråret 2020, blev et af Nordens to største skadesforsikringssselskaber sammen med finske Sampo, har i første halvår fortsat sin fornuftige eksekvering med en fortsat præmievækst og forbedring af sin underliggende profitabilitet. Vi ser ingen ændringer i Trygs evne til fortsat at kunne øge sin indtjening med høje encifrede vækstrater på årlig basis, som en kombination af inflationsjusterede præmieindtægter og forbedret rentabilitet, hjulpet af, at en stigende andel af forretningen kommer fra den mere stabilt, forudsigeligt voksende privatforsikringsforretning samt fortsatte stordriftsfordele.

Kort efter årsregnskabet for 2022 meldte Tryg ud, at administrerende direktør Morten Hübbe efter 12 år på posten ville stoppe i sommeren 2023, hvor depechen blev givet videre til den tidligere kommercielle direktør, Johan Kirstein Brammer. Vi glæder os over, at den bedste person til jobbet fandtes i egne rækker, og vi ser Johan Brammer, som et stærkt kort til at fortsætte den eksisterende strategi kombineret med et højt energi- og ambitionsniveau. Vi har benyttet den svage kursudvikling til at øge vores ejerandel i Tryg betydeligt gennem første halvår, hvor vi ikke har set indikationer på, at Trygs fremtidige indtjeningsvækst skulle være grundlæggende anderledes end seneste års operationelle resultater.

Stigende renter og tilbageholdende forbrugere, særligt i Sverige, gjorde betingelserne svære for Boozt og Boozts online-retail konkurrenter i første halvår 2023. Til forskel fra konkurrenterne leverede Boozt stærkt i sidste kvartal af 2022 og kom derfor ind i 2023 uden gamle varer på lager. Strategien om at tilbyde high-end varer til kunder med solid købekraft i flere produktkategorier, betyder fortsat at den gennemsnitlige ordre hos Boozt indeholder flere og dyrere produkter end hos konkurrenterne. I første kvartal 2023 satte Boozts gennemsnitlige ordreværdi således igen ny rekord.

Da Boozts omkostninger per ordre samtidig er lavere end konkurrenternes som følge af færre returvarer og det særdeles effektive robot-lager og distributionscenter i Ängelholm, fortsætter Boozt med at give konkurrenterne baghjul målt på overskud per omsætningskrone. Grundet sin effektive drift generer Boozt betydelige frie pengestrømme, og som den eneste i industrien igangsatte Boozt i første halvår 2023 et aktietilbagekøb, hvor selskabet frem til og med 2025 vil tilbagekøbe egne aktier for 800 millioner svenske kroner svarende til omkring hver 10. udestående aktie.

Mod slutningen af halvåret afholdte Netcompany en kapitalmarkedsdag, hvor strategien og målsætningerne for perioden til og med 2026 blev fremlagt. Ambitionen er fortsat tocifret organisk omsætningsvækst, et driftsoverskud før afskrivninger og amortiseringer på mindst 20 kroner per 100 kroners omsætning og et betydeligt aktietilbagekøb på 2 milliarder kroner svarende til næsten 15 procent af selskabets udestående aktier. Med sine gennemprøvede softwareplatforme vurderer vi, at Netcompany står stærkt positioneret til fortsat at vinde markedsandele i den accelererende digitalisering af både det private og det offentlige Europa.

Ændringer i porteføljen

I første halvår 2023 solgte vi i BLS Invest Globale Aktier vores aktier i softwareselskaberne SimCorp, Microsoft og SAP og reducerede dermed porteføljens teknologieksposering betragteligt. Vi solgte også vores beholdning i luksuskonglomeratet Kering.

SAP blev føjet til vores globale portefølje i februar 2022, da vi ikke mente, at selskabets værdiansættelse afspejlede potentialet i omlægningen til "Cloud" fra en mere traditionel licensmodel, som blev indledt i efteråret 2020. Efter at resultaterne i de første år havde lidt under den kortsigtede negative omsætningspåvirkning, som er en naturlig følge af en omlægning til Cloud, samtidig med at selskabets investeringer i Cloud voksede, nærmede SAP sig vendepunktet til igen at levere tocifret indtjeningsvækst, da de påkrævede indledende investeringer var overstået, og andelen af kunderne flyttet fra licens til "Cloud" opnåede en tilpas høj penetrationsrate. Efter en periode med en solid kursudvikling i forhold til vores andre teknologiselskaber, Microsoft og SimCorp, solgte vi vores aktier i SAP. Det gav os mulighed for at reallokere kapital til andre teknologivirksomheder af endnu højere kvalitet.

I februar solgte vi vores aktier i luksuskonglomeratet Kering efter en periode med en solid absolut kursudvikling, hvor selskabet havde haft et af de højeste kursafkast i vores globale portefølje. Vi ser fortsat et langsigtet potentiale i Kerings brands – med Gucci som kronjuvelen med en andel af driftsresultatet på næsten 70 procent – men selskabets drift har vist sig mindre forudsigelig og med større udsving end markedslederen LVMH (ejereren af Louis Vuitton, som anslås at bidrage med godt halvdelen af LVMHs driftsresultat). Gucci-brandets lavere stabilitet og forudsigelighed, herunder den nylige udskiftning på chefdesignerposten, har sænket vores tiltro til Kerings fortsatte evne til at øge de frie pengestrømme i samme tempo, som i de senere år. Efter en periode med svag kursudvikling for LVMH i forhold til Kering, omlagde vi størstedelen af provenuet fra salget af Kering til vores ejerskab i LVMH. Vi ser LVMH som værende af højere kvalitet grundet selskabets mere stabile og mere forudsigelige driftsmæssige eksekvering og lovende langsigtede vækstperspektiver. Vi mener således, at reallokeringen har øget den overordnede kvalitet i vores globale portefølje.

Vi bød i løbet af de første seks måneder af 2023 to velkendte selskaber tilbage i vores globale portefølje. Vi generhvervede ejerandele i læskedriksproducenten Coca-Cola efter at have solgt vores beholdning i 2022 udelukkende på grund af værdiansættelsen. Vi generhvervede Coca-Cola

til en kurs, der lå omkring 10 procent under den kurs, vi havde solgt til, samtidig med at selskabet i løbet af 2022 havde øget sin indtjening med omkring 17 procent.

Vi er glade for at have fået muligheden for igen at blive medejere af Coca-Cola efter kursmodvind. Coca-Colas "nye" revitaliserede ledelse (som tiltrådte i 2016) har fået sat skub i væksten og øget fokus på værdiskabelse. I løbet af de seneste år med høj inflation, er vi blevet bekræftet i vores antagelse om, at Coca-Cola, takket være sine stærke brands, kan hæve priserne uden at påvirke efterspørgslen negativt. Vi forventer fortsat, at selskabet vil levere en omsætningsvækst på mindst 5-6 procent, øge indtjeningsevnen og fortsat generere solide pengestrømme, hvilket vil resultere i en årlig vækst i driftsresultatet på 8-10 procent. Selskabet har hævet sit udbytte hvert år i mere end 50 år, og det direkte udbytteafkast er attraktivt på mere end 3 procent af markedsværdien.

I samme ånd er vi igen blevet medejere af det førende nordiske skadesforsikringselskab Sampo, som vi ligeledes solgte fra i andet halvår 2022, da kursen havde holdt sig stabil, mens andre selskaber i vores globale portefølje havde oplevet betydelige kurssvækkelser. Sampos største datterselskab, If P&C, er markedsledende i Norden med en markedsandel på 20 procent af det yderst rentable nordiske skadesforsikringsmarked. If P&C har en verdensledende rentabilitet og en attraktiv kundefastholdelse på 90 procent og kontraktligt sikrede præmiejusteringer, som følger forbrugerprisindekset, giver aktørerne mulighed for at hæve priserne som minimum i takt med inflationen. Vi er glade for at have fået mulighed, for at generhverve aktier i Sampo efter en periode med en svag kursudvikling og dermed få del i den solide skadesforsikringsvirksomheds forudsigeligt voksende værdiskabelse. At Sampo dertil frigør kapital gennem frasalg af finansielle aktiver uden for kerneområdet og udskilning af sine førende finske livsforsikringsaktiviteter, Mandatum, er blot en bonus.

I vores danske portefølje frasolgte vi SimCorp og Jobindex som beskrevet ovenfor, mens vi er blevet medejere af Grønlandsbanken og Sydbank, hvilket vi kommer ind på senere i brevet.

Omrokinger i vores globale portefølje

Vi har øget vores beholdninger betragteligt i Automatic Data Processing, som udbyder software til human ressource afdelinger, skønhedsselskabet Estée Lauder og formuerådgiveren St. James's Place. Disse tilkøb blev delvist finansieret af en reduktion af vores beholdning i Novo Nordisk, som dog fortsat er den største position i begge vores porteføljer.

Langsigtet indtjeningsvækst, samlet afkast og estimatændringer – omrokeringer

Selskab	Årlig EPS vækst - Totalafkast - år til dato	Estimatændring - Omsætning 2023	Estimatændring - Omsætning 2024	Estimatændring - EPS 2023	Estimatændring - EPS 2024	Porteføljevægt	
Automatic Data Processing	10,3%	-6,9%	-0,2%	0,7%	0,4%	1,3%	6,4% ↑
Estée Lauder	17,0%	-20,4%	-7,1%	-6,4%	-48,9%	-20,6%	5,0% ↑
St. James's Place	14,2%	2,6%	1,1%	5,0%	9,4%	5,7%	5,9% ↑
Novo Nordisk	12,1%	18,1%	11,1%	16,4%	17,7%	17,7%	7,2% ↓

Note: Alle årlige vækstrater i indtjening per aktie dækker perioden 2012-2022 med undtagelse af Estée Lauder, hvor væksten dækker perioden 2009-2019 grundet en særligt kraftig pandemirelateret påvirkning, som ikke afspejler vores opfattelse af selskabets underliggende vækst. Ændringerne i forventningerne til omsætning og indtjening per aktie dækker perioden fra 31. december 2022 til 30. juni 2023 og afspejler konsensusforventninger fra FactSet korrigeret for valutakursudviklingen. Omsætning, indtjening og totalafkast er angivet i rapporteringsvalutaer. Vægtene afspejler andelen af porteføljen per 30. juni 2023. En approksimation for det totale aktionærafkast er summen af den årlige indtjeningsvækst og udbytteafkastet. Det nuværende udbytteafkast for Automatic Data Processing, Estée Lauder, St. James's Place og Novo Nordisk er henholdsvis 2,3, 1,4, 5,5 og 1,7 procent.

Kilde: BLS Capital, årsregnskaber og FactSet.

Automatic Data Processing er den førende udbyder af human capital management-løsninger på det amerikanske marked, hvor selskabet håndterer lønudbetalingen til hver sjette medarbejder i landet. Vi har været meget tilfredse med den driftsmæssige eksekvering i Automatic Data Processing, hvor ledelsen har formået at forbedre de allerede robuste driftsresultater og opjusteret forventningerne til regnskabsåret 2023, mens analytikerestimer har været uændrede gennem året. Dette til trods oplevede Automatic Data Processing en svag kursudvikling i første halvår 2023 med et aktiekursfald på 9 procent i danske kroner, hvilket resulterede i en lavere prissætningsmultipl, da indtjeningen er vokset med mere end 15 procent i 2023. Selskabet har leveret organisk vækst i hvert af de seneste 40 år, og driftsindtjeningen i procent af omsætning er steget fra 20 procent i 2008 til 24 procent i 2022. Selskabets største segment, som bidrager med 80 procent af omsætningen, er det yderst stabile og forudsigelige Employer Services, som har en årlig kundefastholdelse på over 90 procent og dermed understøtter den forudsigelige og stabile overordnede vækstrate. Automatic Data Processing har øget indtjeningen per aktie med ti procent om året de sidste ti år, og vi har fortsat stor tiltro til, at denne vækst kan fastholdes på langt sigt, hvortil Automatic Data Processing påvirkes positivt af de højere renter (mere herom senere).

Vi mener ikke, at Automatic Data Processings langtidstestede stabilitet og forudsigelighed er afspejlet i aktiemarkedets prissætning af selskabet ved en fri pengestrømsrente på næsten 4,5 procent. Vi udnyttede derfor den mere attraktive prissætning til at øge vores beholdning til kurser, som vi finder langsigtet attraktive.

Vi øgede også vores beholdning i St. James's Place i første halvår, hvor selskabet fortsatte sin overbevisende driftsmæssige eksekvering med en fortsat stabil og forudsigelig værdiskabelse. St. James's Place er fortsat markedsledende på det britiske marked for finansiel rådgivning, understøttet af et betydeligt strukturelt opsparingsbehov og en gunstig demografisk udvikling med en aldrende befolkning. Kundefastholdelsen er fortsat på 96 procent, hvilket understreger den høje kundetilfredshed, som resulterer i en årlig vækst på omkring 10 procent i de samlede aktiver som er under rådgivning af St. James's Place. Af tilgangen af ny kapital er omkring 60 procent i pensionsopsparinger, som det også har været tilfældet i de seneste år. Omkring 30 procent af selskabets samlede kapital under forvaltning, svarende til 46 milliarder britiske pund, er endnu ikke begyndt at generere gebyrer. I løbet af de kommende 6 år vil gebyrerne fra disse 46 milliarder pund begynde at tikke ind og denne forretning vil alene øge pengestrømmene efter skat med 380 millioner

pund. I forhold til de underliggende pengestrømme fra den nuværende gebyrgenererende forretning på 410 millioner pund i 2022, svarer dette til en gennemsnitlig årlig vækst i pengestrømmene på mere end 11 procent de kommende 6 år - og hertil skal lægges vækstbidraget fra pengestrømmene fra ny forretning som St. James's Place vinder i perioden.

I 2022 stod Novo Nordisk for den stærkeste aktiekursudvikling i begge vores porteføljer. Kursfremgangen er fortsat i 2023 hvor aktiekursen er steget med 18 procent inklusiv geninvesterede udbytter i første halvår. Kursudvikling er fortsat solidt forankret i Novo Nordisks operationelle resultater, hvor salget af den såkaldte GLP-1 medicin til diabetikere og overvægtige buldrer frem.

I årsrapporten for 2022 meddelte Novo Nordisk i februar at koncernens omsætning og driftsoverskud for 2023 forventedes at vokse med 13-19 procent i forhold til rekordåret 2022, men allerede i april måtte Novo Nordisk hæve sine forventninger betragteligt. Omsætningen forventes nu at vokse med 24-30 procent mens overskuddet fra driften forventes at vokse med hele 28-34 procent. Fraregnet ekstraordinære investeringer i udvidelse af produktionskapacitet forventer Novo Nordisk, at de frie pengestrømme vil vokse med over 30 procent i 2023.

Efterspørgslen efter GLP-1 medicin overstiger langt Novo Nordisks produktionskapacitet. Indtil videre er lægemidlet "Wegovy" (GLP-1 medicin mod overvægt) kun frigivet til salg i USA, Danmark og Norge, og siden lanceringen i USA i august 2021 har Novo Nordisk flere gange måtte melde "alt udsolgt". Salget af Ozempic og Rybelsus (GLP-1 medicin godkendt til behandling af de tidligere stadier af diabetes men formentlig også brugt i betydeligt omfang mod overvægt) er ligeledes vokset eksplosivt.

På globalt plan er der i dag over en halv milliard diabetikere, mens antallet af overvægtige mennesker er halvanden gang så højt – og kun en brøkdel af disse er i effektiv medicinsk behandling. De samfundsmæssige omkostninger i forbindelse med fedme anslås til omkring 3 procent af verdens bruttonationalprodukt (som er 600 billioner danske kroner) eller omkring 8 procent af verdens samlede sundhedsbudgetter og problemet og udgifterne er voksende. Med andre ord, er potentialet for Novo Nordisks medicin enormt, og vi finder det derfor yderst fornuftigt, at Novo Nordisk i 2023 planlægger at bruge 25 milliarder danske kroner på at udbygge sin produktionskapacitet. Beløbet svarer stort set til hvad det kostede at bygge Metro Cityringen i København, som er blevet betegnet som det største anlægsprojekt i byen siden Christian den fjerde anlagde Christianshavn i 1600-tallet. I årene efter 2023 planlægger Novo Nordisk at øge sine årlige investeringer yderligere for på et tidspunkt at kunne møde og følge med den fortsat stigende efterspørgsel efter selskabets produkter.

Med kun én reel konkurrent, amerikanske Eli Lilly, er Novo Nordisk solidt positioneret til en fortsat og lang værdiskabende rejse. Novo Nordisk er fortsat den største position i begge vores porteføljer på trods af, at vi trimmede vores position i BLS Globale Aktier en smule, for at reallokere kapitalen til andre attraktive muligheder i porteføljen.

Vi går imod strømmen

I første halvår 2023 fortsatte vi med at udnytte kursbevægelserne blandt selskaberne i vores porteføljer til at reducere beholdningen af de aktier, der har givet de højeste afkast i forhold til pengestrømsvækst, og kanalisere provenuet over i selskaber, hvor kursen ikke har kunnet følge med væksten i de forventede frie pengestrømme. I tråd med vores fokus på prissætningen af vores selskaber, handler vi aktivt i vores positioner og reagerer på udsving i markedsværdien, når disse ikke har baggrund i underliggende ændringer i indtjeningen og de frie pengestrømme på mellemlang til langt sigt.

For eksempel ville vores globale portefølje, hvis den havde set ud som nu fra begyndelsen af 2023, have genereret et afkast på godt 2 procent i første halvår 2023 uden handelsaktivitet. Porteføljens faktiske afkast på knap ni procent inklusive handelsaktivitet understreger, at vores nuværende porteføljeselskaber har været relativt upopulære i årets første halvdel og eftersom den manglende popularitet ikke skyldtes ændringer i selskabernes evne til at generere langsigtede attraktivt voksende frie pengestrømme, tog vi gladeligt imod muligheden for at købe kvalitet på tilbud.

I gennemsnit har vores globale portefølje ikke oplevet nedjusteringer af indtjeningsforventningerne, idet forventningerne til 2023 er uændrede, mens de er blevet marginalt opjusteret for 2024.

Langsigtet indtjeningsvækst, samlet afkast og estimatændringer

Selskab	Årlig EPS vækst - 10 år	Afkast - år til dato	Estimatændring - Omsætning		Estimatændring - EPS	
			2023	2024	2023	2024
Novo Nordisk	12,1%	18,1%	11,1%	16,4%	17,7%	17,7%
Yum China	8,8%	3,8%	4,3%	5,4%	14,3%	15,7%
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
Nike	12,3%	-5,1%	0,6%	0,0%	-8,5%	-3,7%
Estée Lauder	17,0%	-20,4%	-7,1%	-6,4%	-48,9%	-20,6%
Gennemsnit	11,4%	5,3%	1,3%	1,3%	0,1%	1,6%
Vægtet gennemsnit	10,8%	4,4%	1,5%	1,8%	0,1%	1,8%

Note: Tabellen viser kalenderårets ændringer i FactSet-estimatene for selskaberne i BLS Globale Aktier rangeret efter ændringer i estimaterne for indtjening per aktie justeret for valutakursudviklingen. Kun de to topplaceringer og de to bundplaceringer er vist. For Estée Lauder og Yum China dækker den samlede årlige vækstrate i indtjeningen per aktie de 10 år frem til 2019. Omsætning, indtjening og afkast er angivet i rapporteringsvalutaer. Det vægtede gennemsnit afspejler porteføljevægte per 30. juni 2023. En approksimation for det totale aktionærafkast er summen af den årlige indtjeningsvækst og udbytteafkast. Det nuværende udbytteafkast for Novo Nordisk, Yum China, Nike og Estée Lauder er henholdsvis 1,7, 1,1, 1,3 og 1,4 procent.

Kilde: BLS Capital og FactSet.

For os handler investering ikke om at gætte på, hvad der vil være det næste lune i aktiemarkedet. Vi bestræber os på at investere i kvalitetsselskaber, der vil generere voksende frie pengestrømme i mange år fremover. På sigt vil denne evne til at generere vækst blive afspejlet i aktieafkast og værdiansættelse. I mellemtiden tøver vi ikke med at allokere yderligere kapital til vores mindst populære selskaber, når vores vækstforventninger til selskaberne på den mellemlange sigt er uændrede.

Dette gælder også vores selskaber inden for "stabile forbrugsvarer", en sektor, der har været ude i kulden. MSCI's Consumer Staples leverede et afkast på 2 procent i første halvår 2023 i danske kroner, hvilket udelukkende var drevet af øgede indtjeningsestimater, hvor udviklingen i verdensindekset MSCI AC World i langt højere grad var drevet af en højere pris per indtjeningskrone. Alle vores forbrugsvarselskaber har udvist prisdisciplin, hvor stigninger i råvarepriserne er blevet sendt videre til forbrugerne med henblik på at beskytte indtjeningen. Der har samtidig været en stor forbrugeraccept af disse prisstigninger, hvilket har banet vejen for en betydeligt øget omsætningsvækst på tværs af vores forbrugsselskaber. Når vi taler med og lytter til vores selskaber samt deres konkurrenter, er meldingen, at der er meget få historiske fortilfælde for, at priserne er blevet sat ned, når råvarepriserne er faldet, og vi forventer således, at indtjeningsmarginerne vil blive positivt påvirket, når, eller hvis, råvarepriserne begynder at falde.

Vi betrykkes af den robuste pricing power, som vores forbrugsvarselskaber udviser, og har udnyttet kursfaldene til at øge vores beholdninger til attraktive langsigtede prisfastsættelser – som det var tilfældet med Coca-Cola, spiritusproducenten Diageo og bryggerierne Anheuser-Busch InBev og Budweiser APAC (Anheuser-Busch InBevs asiatisk (primært kinesisk) fokuserede børsnoterede

datterselskab). Disse selskaber har alle øget indtjeningen i 2023, og vi forventer, at denne udvikling fortsætter i de kommende år. Vi øgede vores beholdninger i alle disse selskaber på baggrund af et mere attraktivt risikojusteret afkastpotentiale efter aktiekursfaldene.

Med udgangspunkt i selskabets ledende position på nogle af verdens mest attraktive ølmarkeder er vi fortsat tilfredse langsigtede medejere af Anheuser-Busch InBev. Selskabet er markedsledende i det meste af Central- og Latinamerika, herunder Mexico og Brasilien, på mange afrikanske markeder og på det kinesiske marked for premium- og super-premium-øl og er således efter vores vurdering i en særdeles gunstig position til at høste gevinsterne af en voksende middelklasse i udviklingslandene, hvor forbrugernes voksende købekraft, det fortsatte skifte mod dyrere øl og løbende prisstigninger giver sig udslag i vækst fra såvel solgte mængder som højere gennemsnitlige salgspriser. Ledelsen har udvist prisdisciplin i det aktuelle inflationsmiljø, idet man har hævet priserne med henblik på at opveje inflationspresset uden at udløse en negativ udvikling i de solgte mængder. I første kvartal 2023 realiserede selskabet en organisk vækst i solgte mængder og omsætning på henholdsvis 1 procent og 13 procent efter en organisk vækst på henholdsvis 2 procent og 11 procent i 2022.

Anheuser-Busch InBevs amerikanske forretning blev i andet kvartal af 2023 negativt påvirket efter et opslag vedrørende selskabets Bud Light-brand på de sociale medier i begyndelsen af april. For de 75 procent af selskabets omsætning, der genereres uden for USA, har driften udviklet sig bedre end forventet i 2023, og der er ingen tegn på, at virakken omkring markedsføringen på de sociale medier har haft nogen negativ effekt uden for USA. Selskabet har lidt et kortsigtet alvorligt tab af markedsandele i USA, og vi udelukker ikke muligheden for, at en del af nedgangen kan bide sig fast. USA tegnede sig i 2022 for omkring 25 procent af selskabets driftsresultat.

De seneste markedsdata viser et fald i selskabets solgte mængder i USA på 16 procent, som primært tilskrives en nedgang på 30 procent i Bud Light-salget. Dette svarer til et fald i indtjeningen på omkring 4-6 procent for hele Anheuser-Busch InBev. Effekten på selskabets fundamentale værdi er givetvis mindre, da de vigtigste drivere for den fremtidige værdiskabelse efter vores vurdering er at finde på markeder uden for USA. Selv hvis effekten på længere sigt skulle vise sig at være en varende nedgang i salget af Bud Light eller andre af selskabets mærker, forekommer kursfaldet på 15 procent i danske kroner i andet kvartal at være ude af proportion. Vi øgede på den baggrund vores beholdning i selskabet i andet kvartal.

Anheuser-Busch InBev har længe været det bedst drevne selskab i bryggeriindustrien med en driftsindtjening på 27 procent af salget, hvilket er pænt stykke over konkurrenternes, samt et afkast på kapitalen investeret i materielle driftsaktiver på 100 procent, hvilket understreger forretningens høje kvalitet. Dette er efter vores mening ikke afspejlet i en fri pengestrømsrente på knap 8 procent og en årlig vækst i driftsindtjeningen i den øvre ende af ledelsens forventninger om en vækst på 4-8 procent om året for de kommende år.

Rentefordele

Vores eksponering til selskaber, hvor renteniveauet er kritisk afgørende for den økonomiske værdiskabelse har altid været forholdsvis begrænset, og er det for størstedelen stadig. Bortset fra Ringkjøbing Landbobank som har været i vores danske portefølje siden 2010, har banken altid haft en meget begrænset tilstedeværelse i vores porteføljer, blandt andet grundet kompleksiteten i balancerne, svært forståelige finansielle risici og den generelle følsomhed over for den

makroøkonomiske udvikling. Gennem et årti har banker haft et hårdt negativt pres på indtjeningen, da negative centralbanksrenter fjernede indtægterne på bankernes centralbanksindeståender.

Ringkjøbing Landbobank har længe stået ud fra resten

Ringkjøbing Landbobank har været vores eneste langvarige investering i banksektoren og Landbobanken har været en af de største bidragsydere til afkastet for BLS Invest Danske Aktier siden tilkøbet i 2010. Vi har fundet, at Landobanken, dygtigt ledet af administrerende direktør John Fisker, har haft en evne til systematisk aktionærværdiskabelse selv i fraværet af det ene af tre indtægtsben, nemlig indtjeningen fra centralbanksindeståender.

Landbobanken har således haft et imponerende lavt omkostningsniveau på senest 31 kroner per 100 indtægtskroner i 2022, og trods en konservativt sammensat balance med udlån på omkring 5 gange egenkapitalen, har dette betydet en forrentning af egenkapitalen i overkanten af 15 procent gennemsnitligt over de seneste 5 år. Dette har adskilt sig markant fra den generelle banksektor i Danmark, hvor evnen til at skabe en tilfredsstillende forrentning ikke har været imponerende, og flere større banker har kæmpet med at opnå tocifrede kapitalafkast.

Da den europæiske centralbank hævede sin indlånsrente første gang i juli 2022, og indlånsrenten blev positiv for første gang siden 2012, betød det en tilbagevenden indtægtskilde for banker som helhed.

I forbindelse med årsregnskabet for 2022 var det således Landbobankens forventning, at en indlånsrente hos den europæiske centralbank på 3 procent ville løfte nettorenteindtægterne i banken med mere end 700 millioner kroner i en kombination af højere renteindtægter på Landbobankens indeståender i centralbanken (og det fra en udgift tidligere grundet negative renter), og tilbagevenden af en rentemarginal på bankkundernes indeståender.

Den danske banksektor har udvist en betydelig prisdisciplin i forhold til at fastholde gevinsten på de øgede renter og ikke med det samme videregive for store dele af denne til sine bankkunder, hvorfor rentemarginalen, i hvert fald for nuværende, er højere, end vi havde ventet.

En stigning i nettorenteindtægterne på mere end 700 millioner kroner kan sættes i forhold til samlede nettorenteindtægter på 1.700 millioner kroner i 2022. Det er en stigning på mere end 40 procent. Som medejere af banken, er vi yderligere begejstrede for, at det er en indtægtsstigning, der ikke giver anledning til øgede omkostninger, da det er et løft i indtjeningsevnen på den allerede indgåede bankforretning. Bankens omkostninger forventes at falde relativt til indtægterne til et niveau omkring 27 kroner per 100 kroner i indtægter, og forrentningen af egenkapitalen bør på de højere renteniveauer kunne holde sig stabilt over 20 procent, og vi er derfor fortsat glade, langsigtede medejere af Ringkjøbing Landbobank. Vi har øget vores beholdning betydeligt gennem første halvår, hvor udviklingen i aktiekursen ikke fulgte indtjeningsfremgangen eller de øgede indtjeningsforventninger.

Vi er blevet medejere af Grønlandsbanken

Rentestigningen har givet et stort indtægtsløft i banker generelt, og det indtægtsløft er alt andet lige højere for banker med betydelige indlånsoverskud.

En sådan bank er Grønlandsbanken, der i første halvår blev tilkøbt vores danske aktieportefølje. Grønlandsbanken er klar markedsleder på Grønland, hvor den står for 80 ud af 100 kroner i bankudlån på øen. Banken har et betydeligt indlånsoverskud, hvor de samlede indeståender havde en værdi af knap 6 milliarder kroner ved udgangen af 2022 sammenholdt med i overkanten af 4 milliarder kroner i udlån.

Vi finder det sandsynligt at Grønlandsbanken med baggrund i de højere centralbanksrenter vil kunne øge sine nettorenteindtægter i omegnen af 100 millioner kroner i 2023, svarende til en stigning på 40 procent. Som medejer er det dertil interessant, at disse indtægter i høj grad kan ske uden behov for flere ansættelser eller øgede omkostninger, hvorfor indtjeningen vil kunne vokse i tæt på samme omfang. Ledelsen under administrerende direktør Martin Kviesgaard har disciplineret distribueret betydelige udbytter til sine ejere, hvor Landsstyret som største aktionær da også er interesseret i de indtægter, som bankudbyttet kan bringe.

Banken har faktisk en betydelig fordel i forbindelse med udbytter, som andre danske banker ikke har. Ifølge Grønlandsk lov har banken nemlig et skattefradrag for udbytter udbetalt året før. Et højere udbytte i år sænker således alt andet lige den effektive skatterate for banken i det efterfølgende regnskabsår.

Grundet bankens særdeles stærke position på Grønland har ledelsen og medarbejderne en unik indsigt i kreditkvaliteten hos nuværende og potentielle bankkunder, og historikken viser da også lave tabsniveauer. Banken er fortsat konservativt hensat med en hensættelseskonto på omkring tre procent af samlede udlån og garantier.

Med den højere centralbanksrente, begrænset omkostningsvækst, lave tabs- og hensættelsesniveauer (som de også har realiseret historisk) og ledelsesdisciplin finder vi det sandsynligt, at Grønlandsbanken snarligt vil kunne udlodde noget mere end 10 procent af markedsværdien i årlige udbytter. Markedsværdien på banken er under 0,8 gange den bogførte egenkapital, som vi forventer, banken vil kunne forrente med omkring 15 procent.

Rentefordele udenfor bankerne

Skønt vores resterende porteføljeselskaber nok ikke er de første til at blive positivt påvirket af stigende renter, mener vi, at de står gunstigt i et sådant miljø, og vi ser ingen negativ påvirkning af deres indtjeningsevne (ved lavere finansielle omkostninger) eller deres frie pengestrømme, da de samlet set er næsten gældfrie.

Udover vores eksponering mod relativt simple og gennemskuelige banker i den danske portefølje, er vi eksponeret mod finanssektoren via vores mangeårige beholdninger i finansielle virksomheder, som kreditvurderingsbureauerne S&P Global og Moody's, den britiske formuerådgiver St. James's Place, de nordiske skadesforsikringselskaber Sampo, Tryg og det Danmark fokuserede skadesforsikringselskab Topdanmark.

Disse selskaber har efter vores vurdering langt mere simple og enklere forretningsmodeller, sammenlignet med store komplekse internationale banker, hvilket gør det nemmere at forstå eventuelle risici.

For vores ejendomsselskab Jeudan, som vi har været medejere af i vores danske portefølje siden 2012, har højere inflation og stigende renter to positive effekter. For det første reguleres huslejen i Jeudans lejekontrakter automatisk med inflationen og for det andet reduceres værdien af Jeudans fastforrentede gæld når renterne stiger, mens renteudgifterne ikke ændres. Dermed er Jeudans frie pengestrømme inflations- og rentebeskyttede, mens rentestigningerne medfører en værdigevinst for selskabets aktionærer.

St. James's Place vil opleve en positiv indtjeningseffekt grundet den kapital, som livsforsikringsaktiviteterne i selskabet efter loven skal have i reserve. Denne kapital er investeret i lavrisiko statsobligationer eller deponeret hos Bank of England, den britiske centralbank, hvis højere

indlånsrente vil påvirke St. James's Place positivt med omkring 50 millioner pund i 2023 sammenlignet med 2022, hvilket i sig selv vil øge det underliggende resultat med 10 procent. Det forøger selskabets allerede solide årlige udbyttekapacitet, som – selv uden den positive renteeffekt – forventes at vokse med omkring 15 procent om året i de kommende år, understøttet af tidligere omtalte pensionsformuer, der ikke alle er gebyrbetalende inden for de kommende 6 år.

Som skadesforsikringsselskab påvirkes Sampo positivt af de højere renter i forhold til den indtjening, der stammer fra investering af skadeshensættelserne. Forsikringskunder betaler en præmie i dag for at sikre sig økonomisk kompensation, hvis de i fremtiden skulle blive ramt af en af en række foruddefinerede ulykker. Disse præmier stiller i realiteten rentefrie lån til rådighed for forsikringsselskaberne, hvilket har været afgørende for Warren Buffetts succes med Berkshire Hathaway. Med de stigende renter kan Sampo tjene mere på disse hensættelser end i de sidste mange år med lave eller negative renter i Europa. Investeringerne i If – Sampos primære forsikringsaktivitet, der er markedsledende i Norden – gav i første kvartal 2023 et direkte afkast på 3,5 procent mod 1,6 procent så sent som i første kvartal 2022. Med investeringer i If på omkring 11 milliarder euro løber denne forskel op i omkring 220 millioner euro om året. Til sammenligning udgjorde Ifs indtjening før skat i 2021 1,1 milliarder euro (før renterne begyndte at stige), svarende til en indtjeningsforbedring på 20 procent.

Rentefordelen på et højere investeringsafkast er selvfølgelig også positivt for skadesforsikringsselskaberne i vores danske portefølje, Tryg og Topdanmark.

Automatic Data Processing påvirkes positivt af stigende renter, fordi selskabet kan tjene renter på kundernes indbetalinger i perioden fra disse modtages, til de udbetales til kundernes medarbejdere som løn. I den mellemliggende periode investerer Automatic Data Processing således omkring 35 milliarder dollars i statspapirer med lav risiko, hvilket giver en renteindtægt på samme måde, som når forsikringsselskaberne investerer deres skadeshensættelser og regulatoriske kapital. Hvor denne indtægt har været begrænset i de senere år med en rente tæt på nul, forventer vi, at den vil stige til et mærkbart højere niveau i løbet af de kommende 4-5 år. Det er ikke usandsynligt, at renteindtjeningen vil overstige 1.000 millioner dollars (sammenlignet med en renteindtægt på 450 millioner dollars i 2022). En sådan forskel vil svare til omkring 14 procent af Automatic Data Processings driftsindtjening i 2022. Dette vil ske uden stigende omkostninger eller kapitalbinding og den øgede indtjening bliver således også til øgede frie pengestrømme.

Lang historik med elevatorer

For tilbagevendende læsere er det ikke nogen overraskelse, at vi længe har set positivt på elevatorindustrien. Finske Kone var en del af vores globale portefølje fra opstarten i september 2008 til efteråret 2019, og efter at Otis blev udskilt fra United Technologies i foråret 2020, fjede vi denne industriledende producent til vores globale portefølje i april 2020. I dag er begge selskaber en del af vores nøje udvalgte portefølje af globale høj kvalitetsselskaber.

Da vi fjede Kone til vores portefølje igen i august 2022, havde selskabet oplevet forbigående driftsmæssige udfordringer på grund af sin ledende markedsposition på det kinesiske marked for salg af nye elevatorer, og aktiekursen var faldet med 40 procent. Vi mener, at styrken og stabiliteten i serviceforretningen – i form af omsætningens forudsigelighed og den robuste indtjeningsvækst, der følger med den stigende omsætning – er undervurderet i vores elevatorselskaber. Vi finder fortsat serviceforretningen undervurderet, eftersom de senere års digitale tiltag forventes at give sig udslag i en stigende vækstrate og en styrkelse af omsætningens forudsigelighed samt indtjeningsevnen.

Vores medejerskab af to af de tre børsnoterede producenter af elevatorer er en understregning af, at denne industri opfylder alle vores krav. Den er velkonsolideret og disciplineret med en overordnet god værdiskabelse, som gør det muligt for aktørerne at generere attraktive afkast på den investerede kapital med meget begrænsede anlægsinvesteringer og en negativ arbejdskapital. Dette manifesterer sig i en langsigtet, strukturel og forudsigelig vækst, hvor mere end 100 procent af nettoindtjeningen bliver til frie pengestrømme.

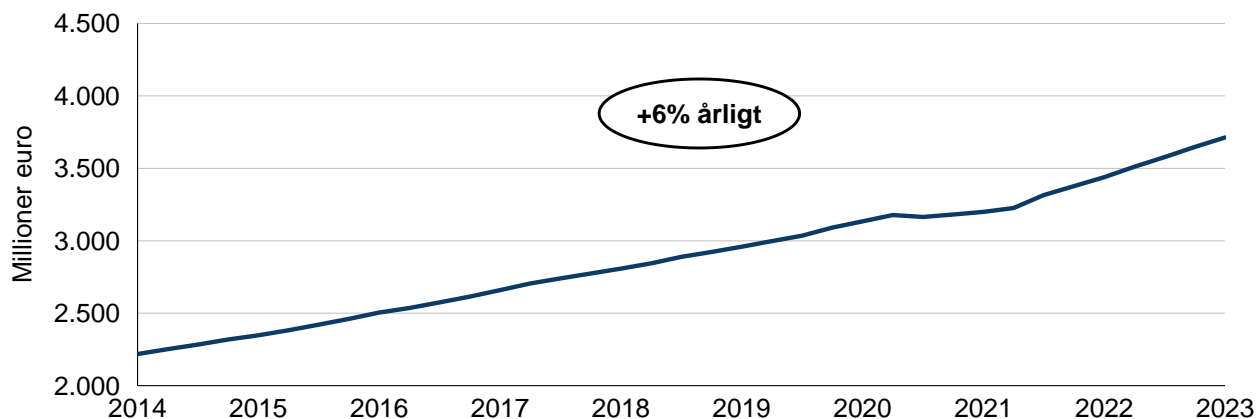
Globalt set tegner de 5 største elevatorproducenter sig for omkring 70 procent af industriens samlede omsætning. Vi foretrækker generelt at være medejere af markedsledende selskaber i velkonsoliderede industrier. Otis er industriens ledende selskab, og Kone ligger på en delt andenplads.

Voksende og yderst forudsigelig serviceforretning

Hovedparten af disse selskabers årlige frie pengestrømme skabes af deres serviceforretninger, da en installeret elevator kræver løbende vedligehold af en servicetekniker. Disse lovpligtige servicebesøg gør, at omsætningsudviklingen er utroligt stabil og forudsigelig, som det fremgår af nedenstående graf, der viser den organiske omsætningsudvikling for Kones serviceforretning siden 2013. Denne forudsigelighed understøttes af, at de førende aktører er i stand til at fastholde over 90 procent af de servicerede elevatorer i deres serviceportefølje hvert år, og Otis kan sågar bryste sig af en fastholdelsesgrad på hele 94 procent.

På de fleste markeder (næsten alle bortset fra Kina) indeholder servicekontrakterne årlige prisjusteringer baseret på udviklingen i forbrugerprisindekset eller på forhånd aftalte prisforhøjelser, som det er tilfældet i USA, hvilket skaber en forsinket gennemslagseffekt. Inflationsudviklingen i år skaber således grundlag for prisstigningen næste år i den europæiske forretning.

Organisk omsætningsvækst i Kones serviceforretning



Note: Løbende 12 måneders organisk omsætning
Kilde: BLS Capital og Kones regnskaber.

Siden 2013 har den gennemsnitlige årlige organiske vækst i Kones serviceforretning været knap 6 procent med særdeles lave udsving (en standardafvigelse på 2 procent) og kun et enkelt kvartal (ud af 36 observationer) med negativ vækst, hvilket var da pandemien var på sit højeste i 2020. På det tidspunkt tillod Kone nogle af sine kunder at springe de kontraktlige betalinger over i et enkelt kvartal.

Kone oplyser ikke indtjeningen fordelt på segmenter, men serviceforretningen (som også omfatter moderniseringer) vurderes at tegne sig for omkring 70 procent af den samlede indtjening. Markedslederen Otis oplyser til gengæld sin indtjeningsfordeling, og her, hvor service udgør en større andel af forretningen (målt på både omsætning og indtjening), er indtjeningsandelen fra serviceforretningen mere end 80 procent af hele selskabet, mens driftsmarginalen i serviceforretningen er næsten 24 procent og stiger år efter år.

Da omkring 70 procent af driftsomkostningerne i serviceforretningen går til teknikere, ser vi interessante muligheder for marginstigninger på baggrund af digitaliseringsdrevne effektiviseringer. Kone lancerede i begyndelsen af 2017 et tiltag kaldet 24/7 Connected Services.

Markedsledere udnytter data til deres fordel

Kones 24/7 Connected Services (eller Otis ONE, som Otis kalder sit tilsvarende tiltag) går ud på at forbinde elevatorerne digitalt på tværs af serviceporteføljen og hele tiden dele data for de enkelte enheder med teknikerne. Dette giver mulighed for fjernovervågning, og ved hjælp af data kan teknikeren bedre identificere indikationer, som kunne tyde på fremtidige driftsnedbrud. For brugere (og ejere) af bygninger udgør al nedetid en forstyrrelse, og minimering af nedetiden (hvor elevatoren er ude af drift) forbedrer dermed kundetilfredsheden og i sidste ende kundefastholdelsen, da færre kunder opsiger deres kontrakter eller finder en anden leverandør, når kontrakten udløber.

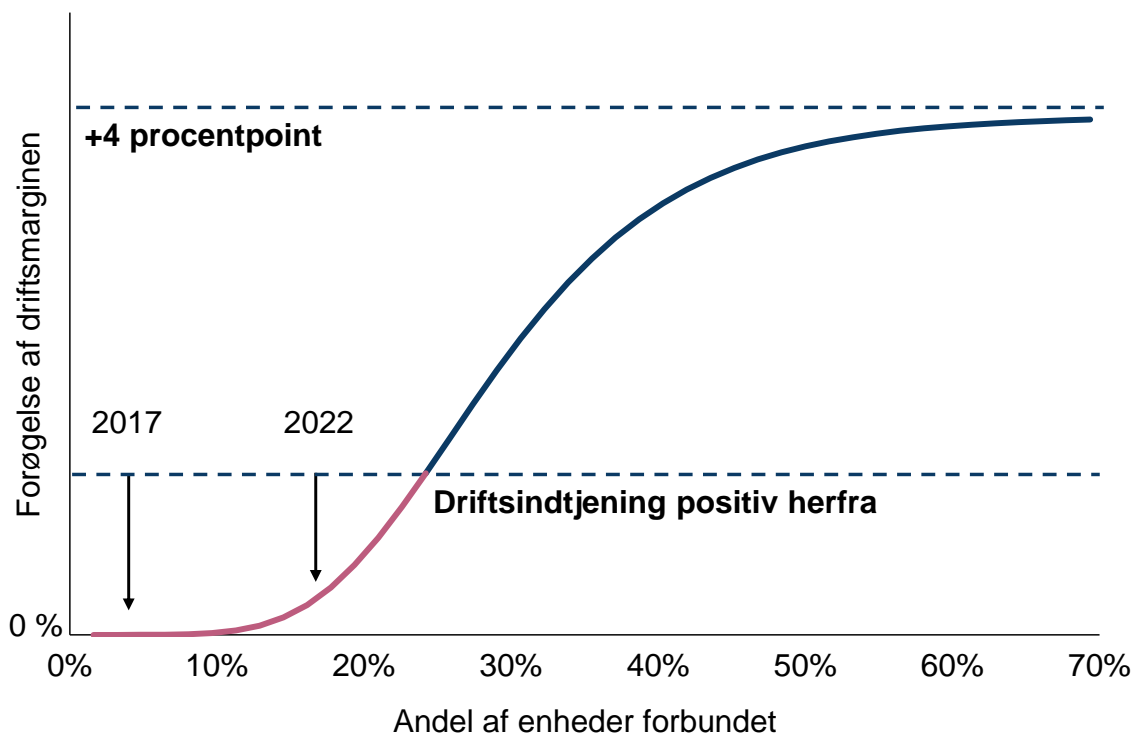
Denne service gør det nemmere for teknikerne at planlægge deres arbejdsdag, og dataene fra enhederne sikrer en øget reparationseffektivitet og en bedre fejlfinding, idet teknikerne blandt andet kan identificere, om der er mere end én årsag til et nedbrud. Samlet set reducerer dette antallet af genbesøg, hvor teknikeren er nødt til at tilse den samme enhed flere gange – og hvor der typisk kun modtages en betaling per nedbrud.

Ifølge Otis er fastholdelsesgraderne på markederne i blandt andet Japan og Tyskland, hvor Otis ONE blev lanceret tidligt, og hvor andelen af forbundne enheder er højere, steget fra omkring 92 procent til 97 procent. Det lyder måske ikke af så meget, men en fastholdelse på 92 procent giver en gennemsnitlig fastholdelsestid på omkring 12,5 år, mens en fastholdelsesgrad på 97 procent giver en levetid på mere end 30 år. Det er mange flere år med fortsatte serviceindtægter per enhed og er udtryk for den stabilitet, vi vægter så højt på tværs vores selskaber.

Høje marginer stiger yderligere

Det tyder på, at elevatorselskaberne kan øge deres årlige omsætning per enhed med omkring 20 procent ved hjælp af de såkaldte connected services, da den øgede effektivitet i vedligeholdelsesarbejde og reparationer reducerer nedetid for elevatorerne og øget kundetilfredshed. Herudover øger kombinationen af højere priser, øget effektivitet og forbedrede fastholdelsesgrader rentabiliteten, og når skalaen når et tilpas højt niveau (som sandsynligvis opnås ved en lokal penetration på omkring 30 procent), ventes driftsmarginalen for forbundne enheder at kunne forbedres med omkring 4 procentpoint.

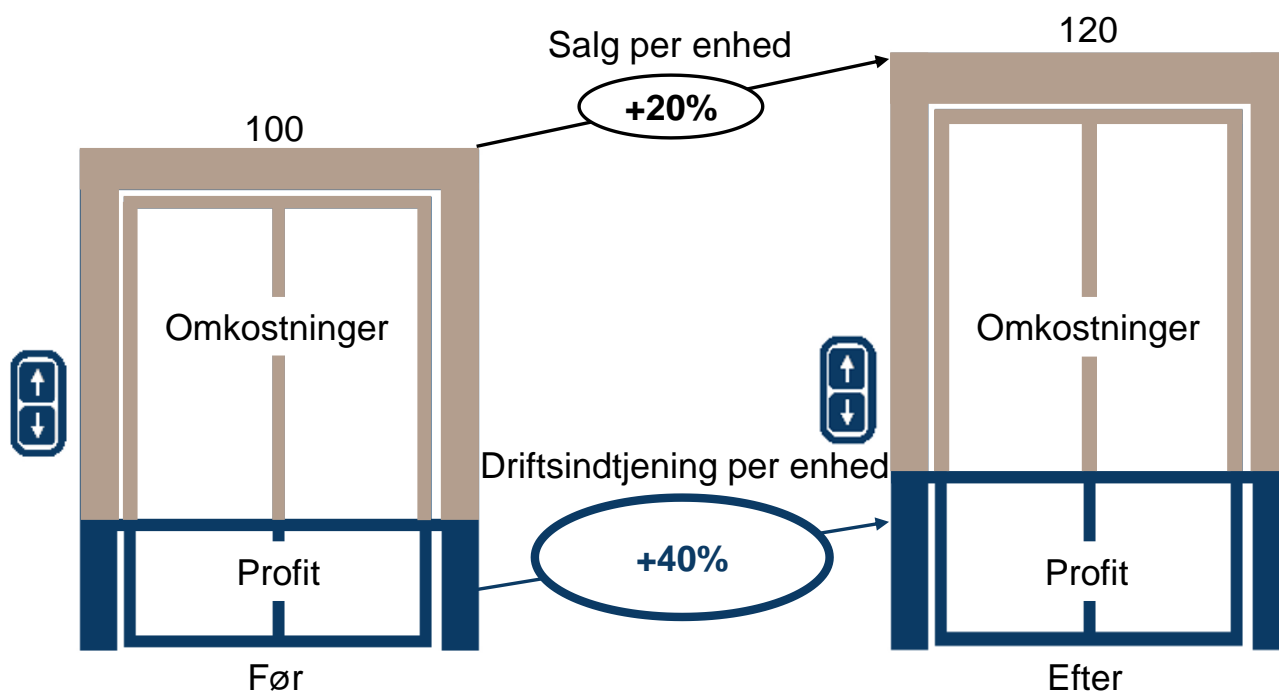
Øget penetration giver forbedret rentabilitet



Note: Pilene viser penetrationsgraden for Kones Connected Services, og den lilla linje viser perioden, indtil der opnås en tilpas høj penetrationsrate
Kilde: BLS Capitals beregninger og Kones regnskaber.

En højere omsætning per enhed og en effektiviseringsdrevet stigning i driftsmarginalen ventes at kunne øge indtjeningen per enhed med op til 40 procent. Af Otis' regnskaber fremgår det, at serviceforretningen i dag genererer en årlig driftsindtjening på godt 800 dollars per enhed, og bundlinjen kan således vokse med mere end 300 dollars per enhed – vel at mærke for en serviceportefølje på samlet 2,2 millioner enheder.

Højere enhedsindtjening



Kilde: BLS Capitals beregninger, Kones og Otis' regnskaber.

For hver gang penetrationsgraden for forbundne enheder stiger med fem procentpoint, vokser indtjeningen i Otis' serviceforretning således med omkring to procent. Da serviceforretningen står for mere end 80 procent af Otis' driftsresultat, svarer det til en stigning i det samlede driftsresultat på mere end 1,6 procent. Hertil kommer en forventet løbende vækst i antallet af enheder i serviceporteføljen på mere end fire procent om året plus de kontraktbestemte årlige prisstigninger. Væksten i industrien for elevatorer beskrives ofte som lav, men vi mener, at væksten i serviceforretningen er undervurderet, og vi ser endda et potentiale for tiltagende vækst med udgangspunkt i stigende fastholdelsesgrader og en øget omsætning per enhed. Set i lyset af serviceforretningens attraktive margin på omkring 30-35 procent for hver yderligere omsætningsdollar, er vi helt trygge ved Otis' målsætning om at øge driftsmarginen i serviceforretningen med et halvt procentpoint om året. Det lover godt for indtjeningsvæksten.

I tillæg til den forudsigelige og stabile vækst, som serviceforretningen allerede genererer, er der udsigt til yderligere vækst i takt med, at det kinesiske elevatormarked modnes. Mens service udgør næsten halvdelen af markedet uden for Kina, er andelen blot 20 procent i Kina, hvor nysalg fortsat er det største segment. Set i lyset af den kraftige vækst i den kinesiske serviceforretning, hvor Kone og Otis oplever en årlig vækst i serviceaktiviteten på omkring 15 procent for den allerede installerede kapacitet, forudser vi yderligere stabilitet og forudsigelighed – og værdiskabelse – i serviceforretningen.

En kold skulder til Kina

Det var ikke populært at investere i Kina i de første 6 måneder af 2023. MSCIs Kina-indeks faldt med mere end 7 procent i årets første 6 måneder målt i danske kroner, hvilket stod i skarp kontrast til stigningen i verdensindekset MSCI AC World på 12 procent. Både den langsommere end forventede

normalisering efter genåbningen af landet i kølvandet på pandemien, og forværringen af det politiske forhold mellem USA og Kina bidrog til det finansielle markedes modvilje mod Kina.

Vi forventer, at den langsommere end forventede normalisering af det kinesiske privatforbrug blot er udtryk for en forsinkelse. Når først forholdene i landet er tilbage som før pandemien, bør forbruget stige og dermed øge indtjeningen i vores kinesisk eksponerede forbrugsselskaber.

I lyset af de stærke økonomiske bånd mellem USA og Kina, og de to landes incitament til at bevare en relation, som gavner begge parter økonomiske velstand, er vi optimistiske i forhold til, at de to lande vil nå frem til konstruktive løsninger på de nuværende udfordringer. Økonomisk er de to lande fortsat tæt forbundne, idet Kina stod for 17 procent af den amerikanske import i 2022. Kina er fortsat en integreret del af de globale forsyningskæder, da landet huser syv af verdens ti travleste havne, mens tre ud af ti containere, der transporteres ad søvejen, anløber mindst én kinesisk havn i løbet af deres rejse.

Vi finder det fortsat attraktivt at være eksponerede mod den voksende kinesiske middelklasse. Vores begejstring for denne langsigtede tendens bunder i flere forskellige forhold, herunder at antallet af husstande i Kina med en mellemhøj indkomst forventes at firedoble, hvilket vil betyde, at den kinesiske middelklasse vil være dobbelt så stor som den amerikanske i 2030. Dette vil være til gavn for vores kinesisk eksponerede selskaber, der alle er aktive i sektorer med lav politisk risiko, som eksempelvis føde- og drikkevarer, kosmetik, sportsudstyr og luksusvarer. Ingen af vores selskaber er børsnoteret på det kinesiske fastland, og alle opererer efter vestlige standarder for selskabsledelse. Hvor antallet af Hong Kong-noterede selskaber i vores portefølje er faldet i løbet af de seneste 18 måneder – efter frasalget af de Macau-baserede kasinoer Sands China og Galaxy Entertainment samt livs- og sundhedsforsikringsselskabet AIA i 2022 – har vi bevaret eksponeringen mod Kina, idet omkring 25 procent af vores globale selskabers samlede omsætning og indtjening kommer fra Kina.

Genrejsning efter pandemien

De seneste driftsresultater fra vores kinesisk eksponerede selskaber har været opmuntrende. Budweiser APAC øgede mængderne solgt i Kina med mere end 7 procent i første kvartal 2023 og hævede samtidig de gennemsnitlige salgspriser med mere end 3 procent i et land, hvor forbrugerpris-inflationen er under 2 procent. Dette skete på baggrund af en tiltagende tilbagevenden af privatforbruget samt en fuld normalisering af salget til barer og klubber i løbet af første kvartal til gavn for selskabets portefølje af luksusøl. Budweiser APAC har en ledende markedsposition inden for premium- og super-premium-øl og er fortsat gunstigt positioneret i forhold til kinesiske øldrikkeres fortsatte søgen efter mere luksusøl. Budweiser APAC fortsætter udbygningen af BEES, selskabets innovative business-to-business distributionsapp, og næsten 40 procent af selskabets omsætning i marts 2023, mod omkring 25 procent i oktober 2022, gik gennem platformen. BEES-platformen giver Budweiser APAC indgående og værdifuld viden om forbrugernes præferencer og effektiviteten af salgsaktiviteterne samt et bedre overblik over lagerbeholdningen i de enkelte led i forsyningskæden og giver således selskabet en klar fordel i forhold til industriens mindre digitaliserede aktører, der ikke kan opnå den samme indsigt.

Yum China har tilsvarende nydt godt af privatforbrugets genopblomstring med en stigning i den samlede omsætning på 17 procent, en omsætningsvækst per restaurant på 8 procent og en

driftsmarginal i restauranterne på over 20 procent, hvilket er et rekordhøjt niveau for selskabet. Yum China fortsætter de betydelige investeringer i udbygning af restaurantnetværket. Givet selskabets imponerende afkast på investeringer i nye restauranter på 50 procent, hvormed investeringerne er tjent hjem på 2 år, anser vi dette som yderst økonomisk fornuftigt. Siden pandemien har Yum China øget det samlede antal restauranter med mere end 40 procent, hvilket svarer til en gennemsnitlig årlig vækst på næsten 12 procent.

Starbucks har også oplevet markant fremgang og salgsvækst i Kina. Det seneste kvartal viste et øget salg per butik på 3 procent med en imponerende stigning på 30 procent i marts på baggrund af markant fremgang i kundetrafikken. Kina udgør en attraktiv vækstmulighed for Starbucks, og selskabet udvider i øjeblikket det allerede store netværk af butikker i landet med en ny butik hver niende time. Dette tempo forventes fastholdt i de kommende år. Det betyder, at antallet af Starbucks-butikker i Kina vil stige fra 6.000 i dag til 9.000 i 2025. Det tager kun Starbucks 15-16 måneder at tjene investeringen i at åbne en ny butik hjem, hvilket gør ekspansionsstrategien særdeles økonomisk attraktiv.

Også LVMH, vores luksuskonglomerat, melder om imponerende vækst. Selskabets største division, mode- og lædervarer, realiserede to cifret vækst i Kina i første kvartal af 2023, og LVMH anslår, at salget til de kinesiske forbrugere af luksusvarer lå 40-50 procent højere i første kvartal af 2023 sammenlignet med første kvartal af 2019 – svarende til en attraktiv årlig vækstrate på næsten 10 procent til trods for nedlukningerne. Med genåbningen af Kina har LVMH oplevet et stigende salg til forbrugerne på det kinesiske fastland, og vi forventer, at LVMH kan fortsætte sin attraktive langsigtede vækstrejse i Kina.

Skønt at investorer ikke har set med milde øjne på Kina på det seneste, ser vi et attraktivt langsigtet afkast-risiko-forhold for vores kinesisk eksponerede selskaber i lyset af den voksende kinesiske middelklasse. Vi sætter pris på den fortsatte fremgang i vores kinesisk eksponerede selskabers forretninger og på deres fortsatte indtjeningsvækst, hvilket i sidste ende bør komme os som medejere til gode i form af voksende frie pengestrømme - hvilket skaber grobunden for langsigtede attraktive aktionærafkast.

Pricing power skal være "real"

Inflationen var fortsat høj men dog faldende i første halvår 2023. De seneste to års høje inflation har øget fokus på, og betydningen af, relative prisændringer. Hvis leveomkostninger stiger med fem procent, rækker en lønstigning på to procent ikke til at opretholde levestandarden. Hvis et selskabs produktionsomkostninger stiger med otte procent, vil indtjeningsmarginalen falde, hvis salget kun stiger med fem procent. Hvis væksten i et selskabs frie pengestrømme ikke overstiger inflationen, vil dette udvande pengestrømmenes købekraft og dermed udhule værdien for aktionærene. En positiv nominel vækst i de frie pengestrømme er ikke nok til at øge pengestrømmenes købekraft over tid. Hvis der skal skabes "real" værdi, skal den nominelle vækst overstige inflationsniveauet.

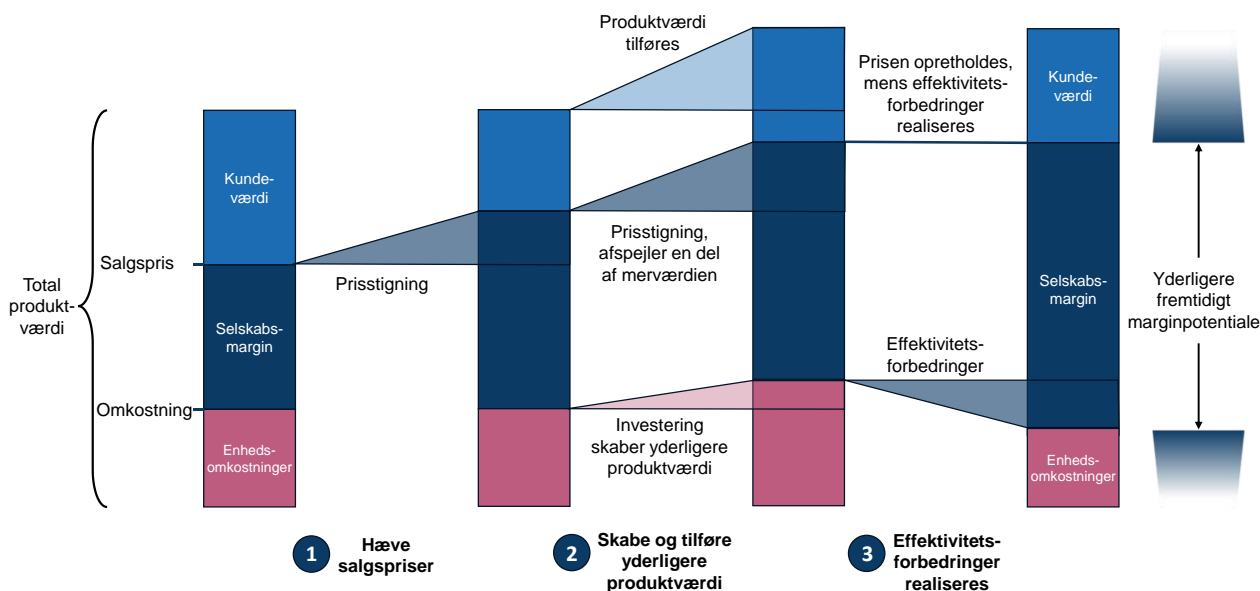
Når priserne på arbejdskraft, råvarer, energi og maskiner stiger, er det kun de selskaber, der er i stand til at hæve salgspriserne endnu mere eller på anden vis modgå de inflationsdrevne prisstigninger i forhold til produktion og investeringer, der kan generere tilstrækkelig vækst i pengestrømmene til at skabe "real" værdi og afkast til aktionærene. Det kræver "real" pricing power at kunne prissætte ud- og indgående varer, så man opnår "real" vækst i sine pengestrømme. Et

selskab har “real” pricing power, når det kan styre sine salgspriser, produktionsomkostninger og investeringsomkostninger på en sådan måde, at væksten i de frie pengestrømme overstiger inflationsraten. Selskaber, der besidder denne evne, vil skabe “reale” aktionær afkast, uanset hvor høj inflationen er.

Vores søgen efter “real” pricing power er en søgen efter robust værdi

Vores søgen efter “real” pricing power har altid været en af grundpillerne i vores investeringsproces. Vores tilgang til dette er illustreret i figuren nedenfor. “Real” pricing power finder vi som udgangspunkt i selskaber, som producerer produkter af høj værdi, der er vanskelige at kopiere, som kan øge værdien af deres produkter over tid, som ved hjælp af effektiviseringer kan producere med faldende enhedsomkostninger og som løbende formår at sikre sig en voksende andel af den samlede produktværdi.

Tre metoder til at høste værdien af ”real” pricing power



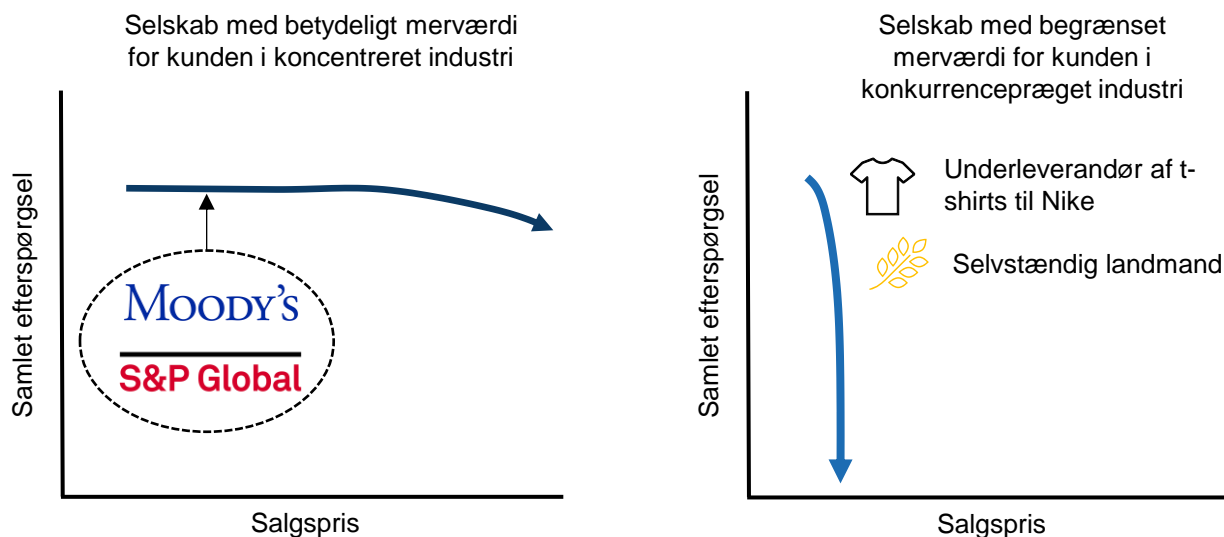
Kilde: BLS Capital.

Produktets samlede værdi er den bruttoværdi, det repræsenterer for selskabets kunder. Heraf udgør kundens værdi forskellen mellem den samlede produktværdi og den salgspris, selskabet tager for sit produkt. Kundeværdien vil være forskellig fra kunde til kunde, men kundetilfredshed, kundeloyalitet og genkøbs- og fastholdelsesrater er vigtige indikatorer på størrelsen af den totale frembragte kundeværdi, og dermed en god målestok for selskabets mulighed for at hæve salgspriserne fremover. Kundetilfredshed, -loyalitet og -fastholdelse er derfor noget, vi holder skarpt øje med i vores vurdering af selskaber og deres forretningsmodeller.

At hæve salgspriserne uden at miste tilsvarende efterspørgsel er den mest direkte vej for et selskab til at høste værdien af dets “reale” pricing power. Selskaber, der opererer i konsoliderede industrier, og som sælger produkter med en betydelig kundeværdi, har gode muligheder for at høste værdien af “real” pricing power ved at hæve salgspriserne. Selskaber, der opererer i meget konkurrenceprægede industrier, og som tilbyderer en begrænset kundeværdi i kraft af deres ikke-differentierede produkter, har ikke indflydelse på priserne og vil miste hele deres forretning, hvis de forsøger at prissætte deres produkter bare en smule over markedsprisen. Som vi kommer nærmere

ind på senere, er vores kreditvurderingsbureauer Moody's og S&P Global perfekte eksempler på den første kategori af selskaber, mens selskaber, der sælger ikke-brandede stangvarer, og individuelle landmænd er eksempler på den anden.

Kundeværdien afgør efterspørgselseffekten af øgede salgspriser



Kilde: BLS Capital.

Ud over deres nuværende potentiale for at hæve salgspriserne søger vi efter selskaber med mulighed for at øge den samlede produktværdi via værdiforøgende investeringer – eksempelvis gennem forskning og udvikling, "brand building" og distribution. Det er det andet eksempel i ovenstående illustration af de tre metoder til at høste værdien af "real" pricing power, og vi vil senere give eksempler på dette blandt vores porteføljeselskaber. Hvor løbende prisstigninger vil reducere kundeværdien gradvist, vil værdiforøgende investeringer omvendt øge den. Set over tid er det den dynamiske størrelse af kundeværdien, der bestemmer styrken og varigheden af selskabets pricing power.

Ud over kunderne, deler selskabet også den samlede værdi af sine produkter med sine leverandører, som selskabet betaler for at levere varer og tjenesteydelser til brug i produktionsprocessen. For mange selskaber er de ansatte den væsentligste leverandør, hvorved lønninger og pensioner bliver den væsentligste produktionsomkostning. Varer og tjenesteydelser fra underleverandører, råvarer og facilitetsomkostninger er andre almindelige omkostninger som bidrager til produktets samlede enhedsomkostning.

Effektiviseringer på tværs af værdikæden i kraft af øget forretningsomfang, større kapacitet og/eller produktivetsforbedringer er typiske metoder til at nedbringe enhedsomkostningen. Hvis et produktivetsforbedrende tiltag medfører en stigning i produktionsmængderne, mens et uændret antal ansatte får en uændret løn, falder "lønudgiften per solgte enhed". Hvis selskabet øger sin markedsandel og som følge deraf køber større mængder af varer og tjenesteydelser fra en leverandør, vil der blive forhandlet en mængderabat. Det er det tredje eksempel i illustrationen ovenfor.

Selskaber, der opererer i meget konkurrenceprægede industrier, og som sælger ikke-differentierede produkter, er typisk tvunget til at sende effektivitetsgevinster videre til kunderne i form af lavere

salgspriser for at fastholde sin konkurrencedygtighed. Veletablerede markedsledere, som har kompetente, langsigtede ledelser, og som opererer med skalerbare forretningsmodeller inden for koncentrerede, stabile og forudsigelige industrier, er gunstigt stillede i forhold til at høste og fastholde den "reale" værdi, der opnås i kraft af deres omkostningsbaserede "reale" pricing power.

Mange eksempler på "real" pricing power i vores porteføljer

Vores porteføljer er sammensat på baggrund af vores vedholdende, mangeårige søgen efter selskaber, der opfylder vores investeringskriterier og porteføljerne indeholder således mange eksempler på langsigtet, holdbar og væsentlig "real" pricing power.

"Real" pricing power i vores porteføljer



Note: Vores selskaber er placeret i deres primære pricing-power-kategori. De fleste af vores selskaber henter deres pricing power fra mere end én kategori.
Kilde: BLS Capital.

Den "reale" pricing power forbundet med nødvendige produkter

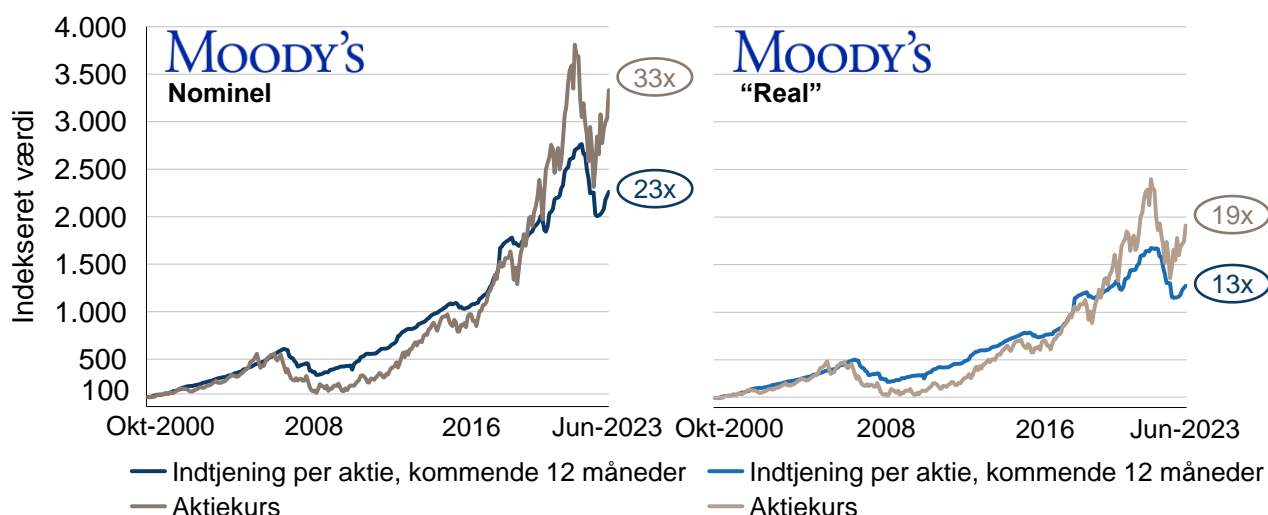
Nødvendige produkter, såfremt de kommer fra en konsolideret industri, besidder typisk en langsigtet holdbar og betydelig "real" pricing power, og for mange af vores selskaber udgør "nødvendigheden" af deres produkter en betydelig del af deres pricing power. Dette træk er i særdeleshed udtalt i vores kreditvurderingsselskaber Moody's og S&P Global, som er dominerende på markedet for kreditvurderinger. Moody's og S&P Global har tilsammen en markedsandel på omkring 80 procent og har opnået en position, hvor de sætter de standarder, kreditinvestorer og myndigheder måler kreditværdighed efter. Gældsudstedere er derfor nødt til at have en kreditvurdering fra enten Moody's eller S&P Global for at opnå den lavest mulige rente på deres obligationer. En kreditvurdering fra et af de to bureauer er endvidere ofte et krav for, at kreditinvestorer overhovedet kan investere i en obligation. Set fra kundens perspektiv i forbindelse med en gældsudstedelse er værditilbuddet meget enkelt: hvis du ønsker at udstede gæld og beslutter ikke at få din udstedelse

kreditvurderet af en eller begge markedsledere, vil færre tilbyde at yde dig lånet, og de der vil låne til dig vil kæve en højere rente.

Moody's og S&P Globals salg af en absolut nødvendighed, som beskyttes af selvforstærkende standarder, medfører selvsagt betydelig, nemt identificerbar og håndgribelig pricing power. Gennemsnitligt opnås der en rentebesparelse på omkring 0,4 procentpoint, når enten Moody's eller S&P Global har kreditvurderet gældsudstedelsen. For en gældsudstedelse på 500 millioner dollars med en løbetid på 10 år svarer en rentereduktion på 0,4 procentpoint til en rentebesparelse på 20 millioner dollars over denne periode. Udstederen betaler typisk omkring 0,07 procentpoint årligt for en kreditvurdering, hvilket svarer til samlet 3,5 millioner dollars over ti år. Forskellen mellem den samlede produktværdi på 20 millioner dollars og bureauernes salgspris på 3,5 millioner dollars er den ganske betydelige kundeværdi, som vores kreditvurderingsselskaber tilbyder gældsudstedere. Moody's og S&P Global har historisk sikret sig en stigende del af kundeværdien ved at hæve priserne med 3-4 procent om året, og med denne stigningstakt vil det tage 50 år, før deres iboende pricing power er opbrugt.

Vi købte vores første aktier i Moody's i maj 2009 og er fortsat begejstrede over at være medejere af en "real" pricing power af denne kaliber og varighed. Illustrationen nedenfor viser, hvordan selskabets "reale" pricing power har udmøntet sig i "real" indtjeningsvækst og "reale" aktiekursstigninger, siden Moody's blev børsnoteret som selvstændig virksomhed i oktober 2000. Siden børsnoteringen er købekraften i selskabets årlige indtjening per aktie blevet 13-doblet, mens den "reale" værdi af én Moody's aktie er 19-doblet. Dette på trods af, at Moody's indtjening i øjeblikket ligger under sit naturlige niveau, da gældsudstedelsesaktiviteten er afdæmpet på grund af den nuværende rentevolatilitet og -usikkerhed. Langt størstedelen af gældsudstedelserne er dog ikke aflyste, men blot udskudte, idet udstederne afventer et mere stabilt rentemiljø. Moody's, S&P Global og vi har således noget at glæde os til når situationen på rentemarkederne på et tidspunkt stabiliseres.

Moody's: Værdien af langsigtet og betydelig "real" pricing power



Kilde: BLS Capital og FactSet.

Den "reale" pricing power forbundet med stærke brands

For andre af selskaberne i vores porteføljer er deres pricing power i høj grad forbundet med omfattende og mangeårige investeringer i opbygning af stærke brands med betydelig kundeloyalitet samt høje fastholdelses- og genkøbsrater.

Anheuser-Busch InBev, Budweiser APAC, Carlsberg, Royal Unibrew, Coca-Cola, Diageo, Estée Lauder, LVMH, Nike og Starbucks er blandt de selskaber, der takket være sine stærke brands år efter år kan hæve salgspriserne over inflationstakten uden at miste markedsandele eller skade deres konkurrenceevne. I 2022, da inflationen toppede, hævede de af vores selskaber, der har stærke og holdbare brands, igen deres salgspriser, uden at det førte til en reduktion i solgte mængder. LVMH fortsatte traditionen med årlige "reale" prisstigninger på omkring 5 procentpoint, mens Anheuser-Busch InBevs gennemsnitlige salgspriser steg med nominelle 9 procent på baggrund af prisstigninger og et ændret produktmiks med flere, dyrere øl solgt (samtidig med at det mængdemæssige salg steg med 2 procent), og Coca-Cola hævede sine nominelle salgspriser med 11 procent (pris og miks) sideløbende med en mængdefremgang på 5 procent. I vores danske portefølje leverede vores bryggerier Royal Unibrew og Carlsberg ligeledes mængdevækst på henholdsvis 1 og 6 procent, hvortil højere gennemsnitlige salgspriser tilføjede omkring 10 procentpoint til den organiske salgsvækst gennem 2022.

Coca-Cola er blevet kåret som verdens tredjemest værdifulde brand i føde- og drikkevareindustrien efter Starbucks og kinesiske Kweichow Moutai. Med årlige brandinvesteringer på over fire milliarder dollars – omkring ti procent af omsætningen – har selskabet verdens syvendestørste markedsføringsbudget. Siden 1980 har Coca-Cola samlet set investeret 225 milliarder dollars (ikke justeret for inflation) i salg og markedsføring og har på den måde opbygget og bevaret et yderst velfunderet, holdbart og massivt brand. De samlede investeringer svarer til omkring 85 procent af selskabets nuværende markedsværdi. Coca-Colas mangeårige bestræbelser på at opbygge sit brand understøttes yderligere af selskabets samarbejdspartnere, der står for selve produktionen af læskedrikkene. Samarbejdspartnerne deltager også i markedsføringsinvesteringerne af Coca-Cola

og den samlede markedsføringskraft hos et af verdens mest genkendelige brands overstiger således langt Coca-Colas egne investeringer.

Ved hjælp af sine enorme mangeårige investeringer har Coca-Cola etableret et af verdens stærkeste og mest modstandsdygtige brands. Faktisk er brandet så stærkt, at ikke engang Coca-Cola selv kan ændre på det. I 1985 lancerede Coca-Cola "New Coke" i den fejlagtige tro, at det var smagen, der var afgørende for forbrugerne (Pepsi-Cola havde slået Coca-Cola i blindsmagninger, og Coca-Cola ændrede efterfølgende sin opskrift i en grad, så "New Coke" blev nummer et i blindsmagninger). Efter adskillige rebranding-tiltag, som blandt andet omfattede en ændring af navnet fra "New Coke" til "Coke II", indså Coca-Cola til sidst, at det var selskabets originale brand – og ikke produkternes smag – der var baggrunden for selskabets pricing power og markedsposition. I 2002, 17 år efter lanceringen, lagde Coca-Cola endegyldigt "Coke II" på hylden. Læren er, at det er særdeles svært at ændre på stærke brands, høj kundeloyalitet og forbrugervaner. Coca-Cola står fortsat yderst gunstigt i forhold til at bygge videre på forbrugernes opfattelse af selskabets brand og udnytte sin robuste, ekstrem holdbare og meget velbeskyttede pricing power til at hæve sine salgspriser.

Den "reale" pricing power forbundet med inflationsbeskyttelse og effektiviseringer

For mange af vores selskaber er deres pricing power forbundet med en bundsolid inflationsbeskyttelse, der ligger dybt forankret i deres forretningsmodeller, kombineret med et betydeligt uudnyttet potentiale for at nedbringe enhedsomkostningerne via stordriftsfordele og driftseffektiviseringer.

Den forretningsmodelbaserede inflationsbeskyttelse findes i flere varianter blandt selskaberne i vores porteføljer. Hos vores betalingsnetværk, Visa og Mastercard, stammer en væsentlig andel af omsætningen fra gebyrer, der pålægges den nominelle værdi af de betalinger, der går gennem betalingsnetværkene. Da den nominelle transaktionsværdi stiger med inflationen, vokser de gebyrer, som opkræves af Visa og Mastercard i samme takt.

På det koncentrerede og meget rationelle nordiske skadesforsikringsmarked, som har en kundefastholdelse på mere end 90 procent og en globalt ledende profitabilitet og rentabilitet, har vores nordiske markedsleder Sampo (med en markedsandel på mere end 20 procent) samt vores danskbaserede skadesforsikringsselskaber, Tryg og Topdanmark, automatiske prisjusteringer knyttet til stigningerne i forbrugerprisindekset indskrevet i kundernes forsikringspolicer.

Ved hjælp af deres inflationsbeskyttede omsætningsvækst sikrer vores selskaber langsigtet "real" vækst i indtjening og frie pengestrømme ved at udnytte den pricing power, som er forbundet med skalerings- og effektiviseringsmuligheder i deres forretninger, hvorved de reducerer deres enhedsomkostninger.

Visa og Mastercard kan håndtere den voksende mængde af digitale betalingstransaktioner uden tilsvarende vækst i netværksinvesteringer og personale. Som følge heraf falder den gennemsnitlige omkostning per transaktion (enhedsomkostningen), hvilket medfører en løbende forbedring af deres profitabilitet. Visa og Mastercards attraktive, høje, marginer er et udtryk for disse selskabers evne til at omdanne den "reale" pricing power, der er forbundet med deres yderste skalerbare forretning, til voksende frie pengestrømme.

Til gengæld for rabatter og skarpe priser tilbyder Topdanmark, Tryg og Sampo sine leverandører en andel i de skaleringsfordele, der er forbundet med selskabernes førende nordiske

skadesforsikringsvirksomheder. I kraft af deres størrelse sender forsikringssekskabernes skadesbehandlere i stor stil skaderamte ejendele og personer videre til værksteder, bygge- og anlægsvirksomheder og hospitaler. Det medfører stordriftsfordele for selskabernes leverandører, som således kan nedbringe deres produktionsomkostninger, hvilket igen øger Topdanmark, Tryg og Sampos forhandlingsstyrker.

Ud over skalafordele tilbyder selskaberne også effektive behandlingsværktøjer, som får forretningerne til at køre mere effektivt. Et eksempel herpå er den bilforsikringsapp, som Sampos engelske datterselskab, Hastings, har udviklet. Ud over at lette indsamlingen af data vedrørende kunden og dennes køretøj, og dermed gøre det nemmere at estimere fremtidige forsikringskrav og fastsætte de rette forsikringspræmier, bidrager appen til en gnidningsfri skadesbehandlingsproces for Sampo og selskabets leverandører. Når appen får besked om, at der er sket en ulykke, får kunden en notifikation på sin mobiltelefon og bliver i en stresset situation guidet igennem skadesprocessen, herunder i forhold til dokumentation af skaden, indsamling af oplysninger om modparten, anmeldelse og endelig henvisning til et af de værksteder, som Sampo har en serviceaftale med. Hurtig notifikation, samt komplet og korrekt dokumentation, der kan indsendes digitalt, er med til at nedbringe Sampos og dets leverandørers samlede omkostninger.

AutoZone (og den amerikanske bilreservedelsindustri generelt) er et andet eksempel på pricing power, som bunder i forretningsomfang og effektivitet – og hvor nødvendigheden af produkterne også spiller en stor rolle. Ejere af reparationskrævende biler fokuserer på at få deres bil hurtigt tilbage på vejen, mens prisen ikke er det første de tænker på. Over 50 procent af AutoZones omsætning kommer fra reservedele, der er nødvendige for at bilen kan køre videre, og selskabets pricing power bunder i dets evne til at levere disse vigtige dele, uanset bilmærke, når og hvor der er behov for dem. AutoZones medarbejdere sætter en ære i at sige “yes, we have it”, når en kunde er i knibe. Fordi AutoZone har det højeste antal butikker i USA på industriens bedste lokationer, og fordi selskabet fokuserer så skarpt på altid at have alting på lager, ved kunderne, at AutoZone kan tilbyde den service, de har brug for, endda før de begiver sig på vej til butikken. Grundet karakteren af efterspørgslen betaler kunderne gladeligt for bekvemmelighed, og da bekvemmelighed og pålidelighed er de afgørende konkurrenceparametre i industrien, har prisudviklingen altid været rationel. I de sidste 36 år (som er så langt tilbage, vi har kunnet finde data) har AutoZone ikke oplevet et eneste år med negativ omsætningsvækst, og med afsæt i de betydelige fordele, der er forbundet med et stort forretningsomfang og en høj effektivitet, samt disciplinerede prisstigninger er bruttomarginen i samme periode steget fra 38 procent til 52 procent. I en industri med få, rationelle og store konkurrenter er AutoZone et eksempel på, hvordan man kan opnå langtidsholdbar pricing power ved at øge forretningsomfanget og effektiviteten, samtidig med at man bevarer kundeværdien via disciplinerede prisstigninger – og det til trods for, at prisstigningerne på intet tidspunkt har ligget markant over inflationstakten.

Den “reale” pricing power forbundet med høje skifteomkostninger

Andre af vores porteføljeselskaber henter deres pricing power i datadrevne forretningsmodeller med høje skifteomkostninger, hvor de indsamler og strukturerer enorme mængder data, der hjælper deres kunder med at drive deres forretninger hurtigere, billigere og bedre.

Experian er verdens største udbyder af data og værktøjer til kreditvurdering af forbrugere og mindre virksomheder. Kernen i Experians forretning er selskabets unikke og enorme databaser, indeholdende betalingsdata, kredithistorik, oplysninger fra det offentlige, biloplysninger og andre

data, som oftest tilvejebringes via et gensidigt samarbejde med kunderne, som skal levere data for at blive kunder hos Experian. Særligt i USA har Experian stor gavn af sådanne gensidige samarbejder med de største banker, hvilket giver Experian adgang til enorme mængder data, som Experians konkurrenter ikke alle har til deres rådighed.

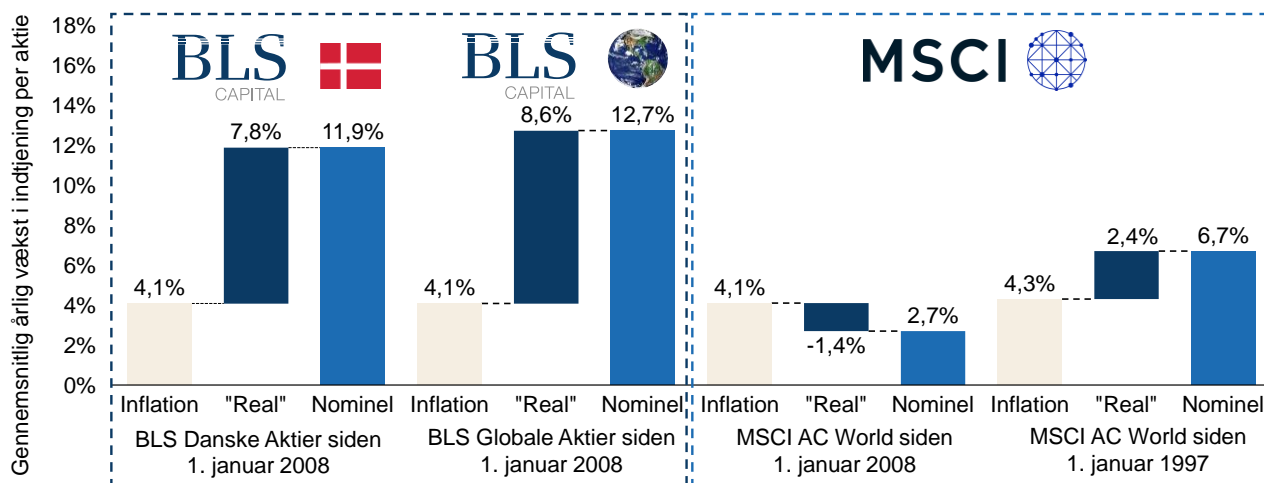
Når dataene er modtaget, samkøres de og tilbydes igen til banker, virksomheder, statslige institutioner og forbrugere sammen med analyseværktøjer til vurdering, forudsigelse, planlægning, beslutningstagning, identificering og beskyttelse. Som led i dette samarbejde integreres Experians software og tjenester dybt i kundernes IT-systemer og -tjenester, hvorved Experian bliver en integreret del af kundens drift, som efterfølgende er både dyr og besværlig at skifte væk fra. Selskabets primære virksomhedsydelser omfatter kreditvurdering, kreditrapporter, beslutningstagningsværktøjer, opdagelse af svig og henvisning af kunder. Grundet forretningsmodellens betydelige skalerbarhed kan Experian levere yderligere services og data til nye og eksisterende kunder til ekstraomkostninger, der er tæt på nul. Experian kan dermed tilbyde sine hurtige og effektive kvalitetsydelser til priser, der svarer til en brøkdel af den værdi, de repræsenterer for kunderne, og kundeværdien er således både enorm og voksende. Experian holder i øjeblikket salgspriserne i ro, hvilket giver gode muligheder for stigninger i fremtiden til gavn for langsigtede aktionærer som os. Selskabet udnytter i stedet sin pricing power på omkostningssiden ved at sælge yderligere services og data til nye og eksisterende kunder uden at øge omkostningerne i samme tempo, hvorved de direkte enhedsomkostninger nedbringes.

“Real” og holdbar pricing power er et sjældent syn

De mange forskellige eksempler på “real” og holdbar pricing power blandt vores selskaber kan måske efterlade det indtryk, at “real” og holdbar pricing power er et udbredt fænomen. Det er ikke tilfældet. Skønt mange børsnoterede selskaber påstår at besidde pricing power, fortæller deres faldende afkast på den investerede kapital en anden historie.

Det er vores erfaring, at holdbar “real” pricing power er et sjældent syn, og at så mange selskaber i vores porteføljer besidder det, er resultatet af vores omhyggelige og målrettede udvælgelse af selskaber, siden vi startede BLS Capital i 2008. Illustrationen nedenfor sammenligner vores nuværende porteføljeselskabers “reale” indtjeningsvækst med den “reale” indtjeningsvækst i MSCI AC World-indekset over forskellige perioder.

Nominel, "real" og inflationsdrevet indtjeningsvækst



Note: Inflationen er udtrykt ved den gennemsnitlige årlige vækst i IMF's gennemsnitlige globale forbrugerpriser. BLS Danske Aktier og Globale Aktier repræsenterer vores nuværende porteføljer og afspejler ikke historiske positioner. Alt data er per december 2022.

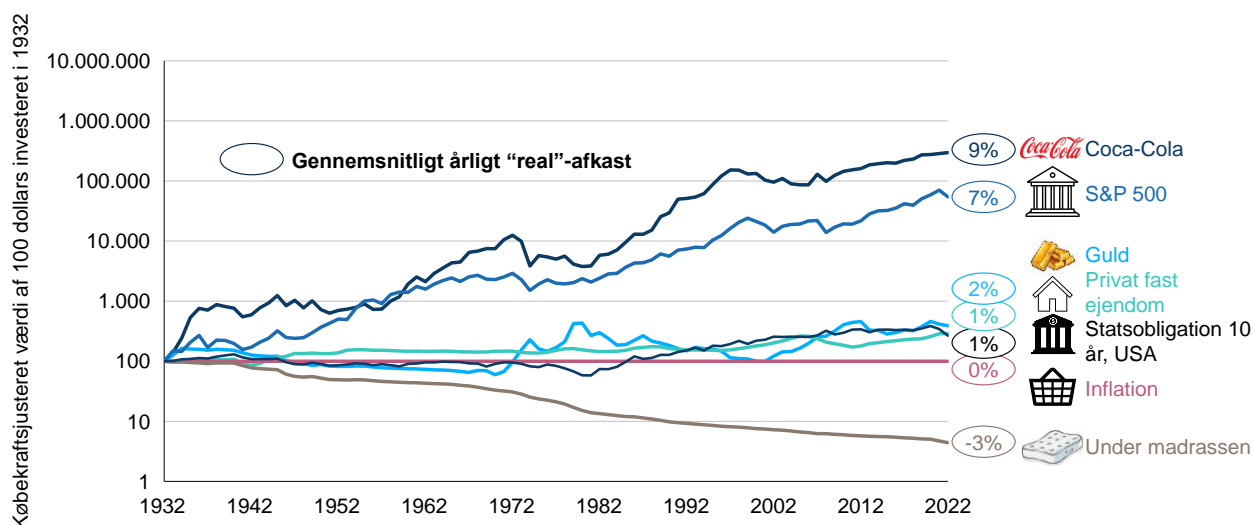
Kilde: BLS Capital, Bloomberg, og IMF.

Det kan diskuteres, hvilket mål for den globale inflationstakt, der er det mest hensigtsmæssige at anvende, når man skal uddrage den "reale" vækstkomponent fra de rapporterede nominelle indtjeningsvækstrater (vi anvender IMF's estimat i denne illustration). Valget af mål for den globale inflation ændrer imidlertid kun på de absolutte værdier af de "reale" vækstkomponenter med samme absolutte størrelsesorden. De relative forskelle er uændrede, og det er disse relative forskelle i den "reale" indtjeningsvækst over længere tid, der viser forskellen i "real" pricing power. Mens verdens børsnoterede selskaber samlet set ikke har kunnet øge indtjeningen med mere end den globale inflation, som opgjort af IMF, siden vi startede BLS Capital tilbage i 2008, viser illustrationen ovenfor, at vores udvalg af selskaber med "real" pricing power har været i stand til netop det.

I en tid, hvor de nominelle priser på varer og tjenesteydelser stiger markant og hurtigt, forstærkes betydningen af "real" pricing power – ikke mindst fordi selskaber, som ikke har en sådan "real" pricing power, oplever, at deres frie pengestrømme hurtigt mister deres købekraft.

"Real" pricing power er dog langt mere end blot en inflationsbeskyttende faktor. Om der er inflation eller ej, så er væsentlig og holdbar "real" pricing power det, der sikrer langsigtet vækst i købekraften i et selskabs frie pengestrømme og dermed i dets langsigtede "reale" værdiskabelse. I takt med at den "reale" pricing power vokser over tid, bliver dens kolossale evne til at skabe værdi mere og mere tydelig, særligt i forhold til aktivklasser med meget begrænsede, ingen eller negative "reale" afkast (og i forhold til at gemme pengene under madrassen, hvor man ikke engang får renter i banken, og hvor inflationen bliver ved med at udhule købekraften). Dette er illustreret nedenfor.

“Real” pricing power og dens langsigtede effekt på værditilvæksten



Kilde: BLS Capital, Coca-Cola og Federal Reserve Economic Data.

Warren Buffett har sagt:

“Den vigtigste parameter i vurderingen af et selskab er pricing power”.

Warren Buffett til “the Financial Crisis Inquiry Commission”, 2010

Det kan vi tilslutte os, og vi vil blive ved med at jage “real” pricing power, uanset hvad inflationsniveauet er.

Vi ser fortsat lyst på fremtiden

Vores investeringsfilosofi har ikke ændret sig, siden vi stiftede BLS Capital i 2008, og vi er fortsat langsigtede medejere af solide, rentable, veldrevne og forudsigeligt voksende markedsførende selskaber.

På trods af markedets bekymringer om høj inflation, stigende renter og geopolitisk uro, så sover vi roligt om natten. Vi føler os overbevist om, at vores selskaber vil drage stor fordel af kunstig intelligens på den lange bane, da den nye teknologi vil bidrage til at øge produktiviteten og effektiviteten og dermed rentabiliteten i vores allerede meget lønsomme selskaber.

Vores porteføljer består af højkvalitetselskaber, som i gennemsnit har eksisteret i mere end 100 år, og som har vist deres værd under snart sagt alle slags økonomiske forhold. Deres driftsresultater for de første 6 måneder af 2023 er vidnesbyrd om deres modstandsdygtighed og driftsmæssige styrker, og vores portefølje er godt rustet til fremtiden.

Takket være deres betydelige “reale” pricing power, ikke-kapitalintensive forretningsmodeller, lave eller ingen gældsætning, fornuftige kapitalallokering og kompetente ledelser forventer vi, at vores selskaber fortsat vil øge deres indtjening og frie pengestrømme med tocifrede vækstrater på den lange bane. Vi føler os fortsat overbevist om, at langsigtet indtjeningsvækst vil vedblive med at være den afgørende faktor for langsigtede aktionærafkast.

Porteføljernes nuværende afkast på den investerede kapital på henholdsvis 27,5 procent for vores danske portefølje og 45,9 procent for vores globale portefølje, bestyrker os i vores tro på kvaliteten

af vores selskaber. Vi tror fuldt og fast på, at vores porteføljer er gunstigt positioneret til fortsat at skabe attraktive langsigtede driftsresultater, og med frie pengestrømsrenter på henholdsvis 5,1 procent og 4,7 procent for vores danske og globale portefølje ligger værdiansættelsen under det historiske gennemsnit, hvilket lover godt for porteføljernes fremtidige værditilvækst.

Vi ser således optimistisk og lyst på fremtiden.

På vegne af BLS Capital



Anders Lund
Partner og porteføljeformaler



Peter Bundgaard
Partner og porteføljeformaler

Dette halvårsbrev ("Skrivelsen") er udarbejdet af BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S ("BLS Capital"). Skrivelsen er alene udarbejdet som generelt informationsmateriale og skal ikke betragtes som et tilbud eller en opfordring til at handle med værdipapirer eller andre finansielle instrumenter. Skrivelsen er udarbejdet af BLS Capital på baggrund af offentligt tilgængelige informationer, samt egne synspunkter og beregninger. Kommentarer, udtalelser og fremskrivninger foretaget af BLS Capital er baseret på egne synspunkter på tidspunktet for offentliggørelse af Skrivelsen, og disse synspunkter kan ændres løbende. Alle oplysninger om eller referencer til afkast er historiske og kan ikke anvendes som en indikation på fremtidige afkast. Alle skøn om fremtidige afkast er formodninger, som kan være forkerte og dermed urealiserbare. BLS Capital påtager sig ikke ansvaret for rigtigheden af oplysningerne i Skrivelsen og kan derfor ikke drages til ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af Skrivelsen. Handel med værdipapirer og andre finansielle instrumenter er forbundet med tabsrisici. Ved handel med værdipapirer eller andre finansielle instrumenter kan det investerede beløb tabes helt eller delvist.

Skrivelsen er omfattet af ophavsretslovgivningen i Danmark og må ikke gengives, citeres eller oversættes uden forudgående skriftlig tilladelse fra BLS Capital.