

Årsbrev 2023

Klampenborg, februar 2024

Kære Medinvestor

Vores selskaber fortsatte med at levere solide driftsresultater i 2023 og understregede dermed deres stærke og attraktive evner til at øge indtjeningen over lang sigt i et stabilt og forudsigeligt tempo. Vores globale portefølje leverede en indtjeningsvækst på 11 procent, mens det sammenlignelige tal for vores danske portefølje var 16 procent. Over de seneste 5, 10 og 15 år har vores globale og danske portefølje leveret en indtjeningsvækst på henholdsvis 11-13 og 9-18 procent.

Som sædvanlig var vores selskabers solide og stabile resultater ledsaget af fortsatte, betydelige investeringer, som yderligere cementerede deres markedsledende positioner og stærke brands. Uden disse langsigtede investeringer ville indtjeningen i 2023 have været endnu højere, men vi bifalder investeringerne i fremtiden, da vi forventer, at de vil mere end tjene sig hjem over de kommende år. Vi skylder en stor tak til de mere end to millioner medarbejdere i vores knap 40 selskaber - på tværs af vores globale og danske porteføljer - for deres dedikerede indsats for at beskytte og øge den langsigtede værdi af vores medinvestorer og vores kapital.

Vi er fortsat tilfredse langsigtede medejere af markedsledende kvalitetsselskaber, som opererer inden for konsoliderede industrier med høje afkast på den investerede kapital, attraktive indtjeningsmarginer, kapitallette forretningsmodeller, kompetente og engagerede ledelser samt lav eller ingen gældsætning. Alt dette danner grundlag for stabil og forudsigelig vækst i de frie pengestrømme. Med afkast på den investerede kapital på henholdsvis 43 procent for den globale portefølje og 24 procent for den danske portefølje samt en fri pengestrømsrente på henholdsvis 5,2 procent og 5,9 procent, er kvaliteten af porteføljerne fortsat høj og værdiansættelserne attraktive.

Siden opstart har BLS Invest Danske Aktier KL og Akk. leveret et samlet afkast inklusive geninvesterede udbytter på henholdsvis 447 og 32 procent. Det generelle markedsindeks, OMX Copenhagen Capped, har til sammenligning leveret et samlet afkast på 307 og 38 procent siden opstarten af henholdsvis BLS Invest Danske Aktier KL og Akk.

Siden opstart har BLS Invest Globale Aktier KL og Akk. leveret et samlet afkast inklusive geninvesterede udbytter på henholdsvis 519 og 183 procent. Det generelle markedsindeks, MSCI All Countries World Index, har til sammenligning leveret et samlet afkast på 310 og 128 procent siden opstarten af henholdsvis BLS Invest Globale Aktier KL og Akk.

Skønt historiske afkast ikke er nogen garanti for fremtidige afkast, noterer vi os med tilfredshed, at begge vores strategier har opfyldt målsætningen om at skabe konkurrencedygtige og attraktive langsigtede absolutte afkast, der overstiger de mest relevante aktieindeks. Senere i brevet beskriver vi afkastene for porteføljerne i yderligere detaljer.

Grundet de politiske spændinger mellem USA og Kina, samt kortsigtede bekymringer omkring udviklingen i den kinesiske økonomi, var det upopulært at investere i Kina i 2023. Vi er ikke blinde

for, at de diplomatiske forbindelser mellem Kina og USA er anstrengte, men vi ved også, at begge lande har stor interesse i at bevare et samarbejde, som gavner begge parter 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. I begyndelsen af 2024 gav Kinas præsident Xi Jinping offentligt udtryk for netop denne ambition.

Vores fokus er uændret på de langsigtede strukturelle vækstdrivere og vi finder det fortsat attraktivt at være langsigtet eksponeret mod den voksende kinesiske middelklasse. Vi noterer os med tilfredshed, at vores Kina-eksponerede selskaber fortsat leverer solide driftsresultater og dermed styrker deres konkurrencemæssige positioner og accelererer deres indtjeningsvækst. Vores Kina-eksponerede selskaber er kendetegnede ved god og vestlig selskabsledelse og opererer alle inden for industrier, hvor vi ser den politiske risiko som værende lav, hvilket beskytter os som minoritetsaktionærer.

Generativ kunstig intelligens (AI) og begejstringen omkring teknologiens langsigtede muligheder udløste kursstigninger blandt de store amerikanske teknologivirksomheder i 2023. Vores software-selskaber, Microsoft og SimCorp, fulgte tendensen, og vi solgte vores ejerandele i begge selskaber i løbet af første halvår efter markante kursstigninger. Vi er fortsat overbeviste om, at vores markedsledende selskaber – i kraft af de enorme datamængder, de har opbygget i løbet af deres gennemsnitlige levetid på omkring 100 år – er gunstigt stillede til at drage fordel af kunstig intelligens på den lange bane. Data vil danne grundlag for AI-baserede produktivets- og effektiviseringsgevinster, og i takt med at kunstig intelligens bliver stadigt mere integreret i vores selskabers drift, vil teknologien efter vores vurdering bidrage til at styrke deres langsigtede konkurrenceevne og frie pengestrømme.

Vores investeringsfilosofi har ikke ændret sig, siden vi stiftede BLS Capital i 2008, og selskaberne i begge vores porteføljer leverer fortsat stærke driftsresultater med en forventet langsigtet årlig vækst i indtjeningen og de frie pengestrømme på omkring 10 procent. Vi er fortsat af den overbevisning, at den langsigtede vækst i de frie pengestrømme vil være den fundamentale driver for attraktive langsigtede afkast for os og vores medinvestorer.

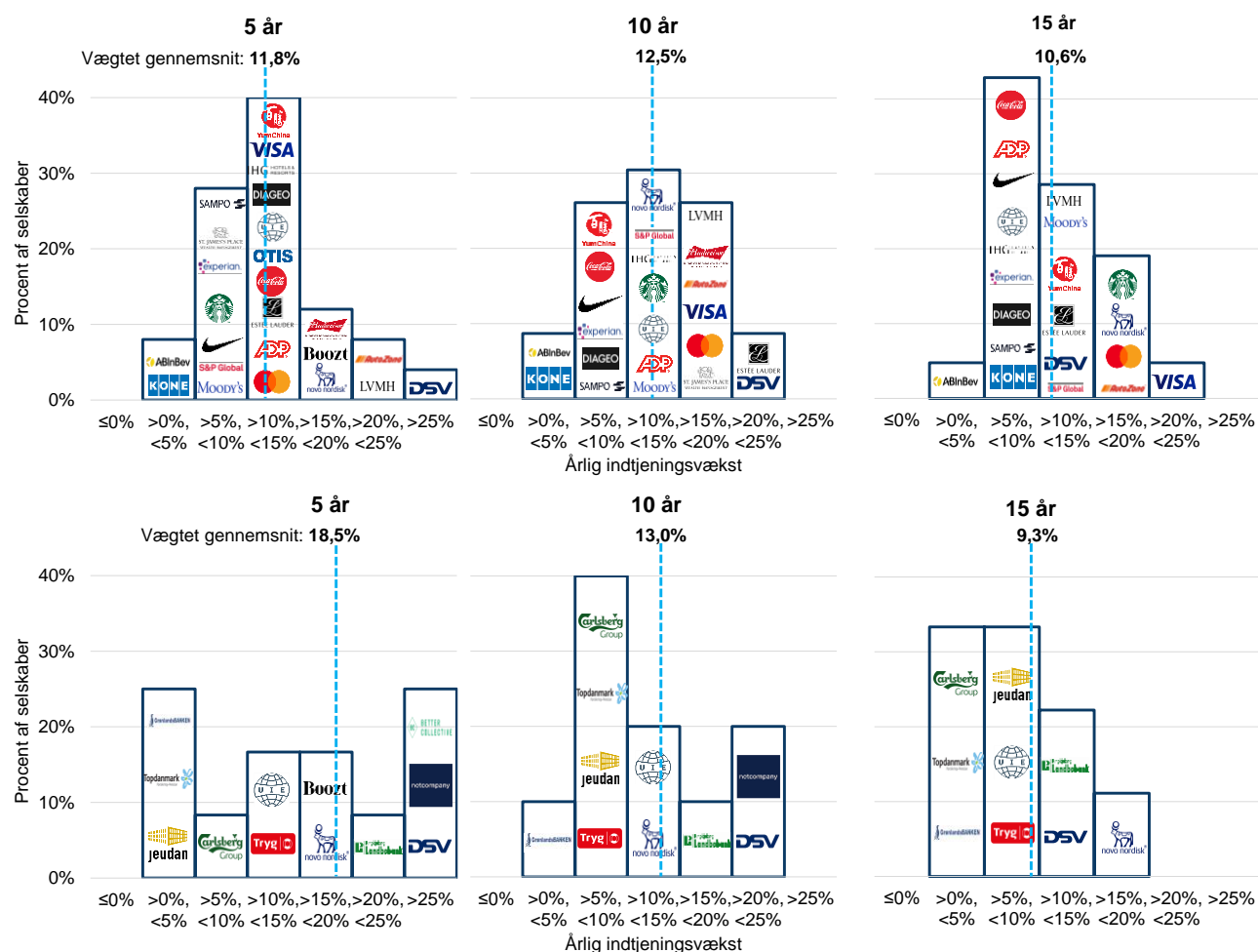
I den resterende del af dette årsbrev, vil vi uddybe vores syn på vores selskabers udvikling. Rigtig god læselyst!

Solide driftsresultater – 2023 var endnu et år med stabil og forudsigelig indtjeningsvækst

I et år præget af ekstrem skepsis overfor Kina og et massivt fokus på kunstig intelligens fortsatte vi med at investere i overensstemmelse med vores filosofi. Vores fokus ligger på selskabernes driftsresultater og deres langsigtede vækstmuligheder. Vi investerer således i selskaber, som leverer stabil og forudsigelig langsigtet vækst i indtjeningen og de frie pengestrømme, hvilket i sidste ende er det, der er kilden til langsigtede aktieafkast. Som vi tidligere har beskrevet, er der en tæt sammenhæng mellem indtjeningsvækst og aktieafkast – en sammenhæng der forstærkes jo længere tidshorisont man betragter. Set over en femårig periode kan indtjeningsvæksten forklare næsten 60 procent af afkastet, mens omkring 90 procent af afkastet kan forklare af indtjeningsvæksten over en 20-årig periode. På langt sigt er det således indtjeningsvæksten, der skaber afkast til aktionærerne.

Med denne sammenhæng in mente er det tilfredsstillende, at 2023 var endnu et solidt år for begge vores porteføljer hvad angår væksten i selskabernes indtjening. Det vægtede gennemsnit for vores porteføljeselskabers indtjeningsvækst var 11 procent for den globale portefølje og 16 procent for den danske portefølje. Dette er på niveau med det historiske gennemsnit for den globale portefølje og i den høje ende for den danske portefølje. Til sammenligning udgjorde den årlige indtjeningsvækst for de seneste 5, 10 og 15 år henholdsvis 12, 13 og 11 procent for den globale portefølje og tilsvarende 18, 13 og 9 procent for den danske portefølje. Nedenfor ses hvordan vores selskaber fordeler sig i forhold til vækst i indtjeningen over de seneste 5, 10 og 15 år.

Figur 1: Indtjeningsvæksten i vores porteføljer har været høj over tid



Note: Noter til denne figur og alle øvrige figurer og tabeller findes sidst i brevet.

Kilde: BLS Capital og årsregnskaber

LVMH, vores franske luksuskonglomerat, som består af 75 *maisons* (modehuse), havde i 2023 en organisk vækst i indtjeningen per aktie på næsten 15 procent, hvilket var under den gennemsnitlige vækst for de seneste 5 år men på linje med væksten de seneste 10 og 15 år. LVMH har leveret imponerende omsætnings- og indtjeningsvækst siden pandemien, og skønt væksten i anden halvdel af 2023 aftog mod det historiske niveau på omkring 10 procent, leverer selskabet fortsat imponerende resultater. Væksten drives primært af mode- og lædervaredivisionen, som er det største forretningsområde i LVMH, og hvis kronjuveler er mærkerne Louis Vuitton og Dior. Målt på omsætningen er LVMH vokset med mere end 50 procent siden 2019, altså før pandemien, og mode- og lædervaredivisionen er vokset med *omkring 90 procent*. Dette er endnu mere bemærkelsesværdigt i betragtning af forretningens størrelse – LVMH er klart det største selskab i den lukrative industri for luksusvarer. Hvem skulle have troet, at luksus, hvor knaphed burde være en naturlig del af forretningsmodellen, kunne generere en årlig omsætning på mere end 40 milliarder euro, som det er tilfældet for mode- og lædervaredivisionen? Som medejere sætter vi pris på de stabile, høje vækstrater i mode- og lædervaredivisionen, da den samtidig er selskabets mest profitable område med en driftsmargin på næsten 40 procent.

Automatic Data Processing, som udbyder software til brug i personaleafdelinger, var positivt påvirket af et stærkt amerikansk jobmarked og rekordlav arbejdsløshed i 2023. Indtjeningen per aktie voksede med 17 procent, hvilket var 5 procentpoint over det femårige gennemsnit og 6 procentpoint over gennemsnittet for de seneste ti år. Vi sætter stor pris på stabiliteten og forudsigeligheden i Automatic Data Processings forretningsmodel.

Selskabets løsninger er en integreret del af kundernes forretning, er vanskelige at undvære og besværlige at skifte ud. Kundefastholdelsesgraden ligger således på hele 92 procent, hvilket er tæt på det højeste niveau nogensinde. I forbindelse med håndteringen af kundernes lønudbetalinger går der et par dage, fra Automatic Data Processing har modtaget indbetalingerne fra kunderne, til lønningerne udbetales til kundernes medarbejdere. I den mellemliggende periode tjener Automatic Data Processing renter på indbetalingerne, og når renterne stiger, påvirkes selskabet naturligvis positivt, idet investeringerne giver et højere afkast. I 2023 steg driftsmarginen i Automatic Data Processings kernesegment, Employer Services, med næsten 2 procentpoint, hvilket blandt andet skyldtes en stigning på 80 procent i renteindtægterne på kundernes indbetalinger sammenlignet med året før. Disse renteindtægter ender næsten ubeskåret på bundlinjen. I Automatic Data Processings seneste rapporterede kvartal udgjorde den gennemsnitlige rente på kundernes indestående 2,8 procent. Når dette sættes i relation til det nuværende højere renteniveau, ligger der således fortsat et betydeligt positivt potentiale for selskabet i takt med at midlerne løbende investeres til en højere forrentning.

AutoZone, vores amerikanske forhandler af reservedele til biler, havde endnu et godt år i 2023. Salget fra eksisterende butikker steg med over 2 procent på hjemmemarkedet og med to cifrede vækstrater i internationale markeder. Selskabets samlede omsætning voksede næsten 7 procent og indtjeningen per aktie voksede med 15 procent, hjulpet af en stigning i både brutto- og driftsmarginen. AutoZone øgede antallet af butikker med næsten 200 til over 7.000 i 2023 - heraf blev 67 åbnet i Mexico og Brasilien, idet selskabet har øget fokus på den internationale forretning som fremtidig vækstkilde. Hvor den brasilianske forretning er under opbygning og derfor endnu ikke er profitabel, overstiger afkastet på den investerede kapital i den mexicanske forretning det amerikanske hjemmemarked. Afkastet på den investerede kapital i AutoZone er på over 50 procent, hvilket vi anser som særdeles attraktivt, og det glæder os derfor, at AutoZone vil øge dets årlige åbninger af nye butikker fra omkring 200 butikker om året til 500 nye butikker om året fra regnskabsåret 2028.

Det er imponerende, at AutoZone har formået at fastholde 85 procent af de markante markedsandele, som selskabet vandt under pandemien, samtidig med at selskabet har bevaret sit disciplinerede fokus på at sætte priserne så bruttomarginerne som minimum fastholdes. I 2023 fortsatte AutoZone de betydelige opkøb af egne aktier til en, efter vores vurdering, attraktiv kurs.

Aktietilbagekøbene i 2023 svarede til 8 procent af selskabets udestående aktier. Vi har den største respekt for Bill Rhodes, mangeårig administrerende direktør for AutoZone, som i 2023 gav stafetten videre. Bill Rhodes har skabt enorm aktionærværdi for medejerne, idet aktiekursen er steget med mere end 2.500 procent i hans tid som administrerende direktør. Den 1. januar 2024 trådte Bill Rhodes ind i en ny rolle som bestyrelsesformand og overlod posten som administrerende direktør til Philip Daniele, som har været i selskabet i 30 år. Vi ser frem til mange flere værdiskabende år som medejere af AutoZone med ham ved roret.

Otis og Kone, vores globale elevatorselskaber, oplevede høj encifret omsætningsvækst i deres yderst profitable serviceforretninger i 2023, hvor yderligere omsætning som udgangspunkt betyder højere indtjeningsmarginer grundet stordrifts- og skalafordele. Dette førte til, at begge selskaber kunne berette om tocifret indtjeningsvækst i 2023 trods fraværet af vækst i nye installationer. Vækst i serviceforretningen er den primære kilde til indtjeningsvækst for selskaberne, da denne del af forretningen udgør 70-80 procent af driftsindtjeningen.

Foruden en vækst i antallet af elevatorer i serviceporteføljen på omkring 5 procent har begge selskaber nydt godt af at kunne hæve deres priser svarende til de kontraktuelle inflationsjusteringer. Vi forventer således fortsat høj vækst i 2024, da inflationen i 2023 overføres til størstedelen af servicekunderne i løbet af første halvår 2024. På baggrund af en kundefastholdelsesrate på over 90 procent kombineret med attraktive, stigende marginer forventer vi som minimum høje encifrede vækstrater i både Otis' og Kones indtjening. Samtidig forventer vi, at selskaberne vil udlodde overskydende kapital til deres aktionærer gennem en kombination af aktietilbagekøb og udbytter.

Et af vores bryggerier, Carlsberg, som har en stærk tilstedeværelse i attraktive asiatiske vækstmarkeder samt markedsledende positioner på en række europæiske ølmarkeder, har som de fleste andre forbrugsselskaber været udfordret af høj råvareinflation de seneste to år. Carlsberg har imidlertid været særdeles dygtige til at hæve priserne på sine produkter for at beskytte profitabiliteten. Carlsberg er samtidig begunstiget af den vedvarende trend mod at flere foretrækker dyrere øl, som er mere profitable. Denne trend er særligt attraktiv på det store, kinesiske marked – som vi også beskriver senere i forbindelse med vores ejerskab af det asiatiske fokuserede bryggeri Budweiser APAC. Kina er Carlsbergs største enkeltmarked, og selskabet sidder på en markedsandel på 8 procent med en ambition om at øge denne til 10 procent indenfor en overskuelig fremtid.

Carlsbergs omsætning forventes at være vokset organisk med en høj, encifret vækstrate i 2023, drevet af højere pris per hektoliter øl. Driftsindtjeningen forventes at være vokset organisk med mellem 4 og 7 procent i 2023. Da Carlsberg samtidig købte egne aktier tilbage, svarende til over to procent af selskabets markedsværdi ved indgangen til året, forventes indtjeningen per aktie at være vokset organisk med en høj, encifret vækstrate i 2023. Vi takker den tidligere direktør, Cees 't Hart, som stoppede i 2023 efter 8 år med flotte driftsmæssige resultater, hvor han med sit langsigtede fokus har forbedret Carlsbergs omkostningskultur og prisdisciplin. Vores solide bryggeri fortsætter upåklageligt med at eksekvere dets Sail '27 strategi, og vi ser frem til fortsat stabil og forudsigelig værdiskabelse mange år frem.

Resultaterne er endnu bedre, end den rapporterede indtjening viser

I 1972 udførte forskere ved Stanford University et eksperiment som er kendt som "skumfiduseksperimentet" (the Stanford Marshmallow Experiment). I eksperimentet fik børn valget mellem en øjeblikkelig belønning i form af én skumfidus til øjeblikkelig fortæring eller en større belønning i form af flere skumfiduser på et senere tidspunkt, hvis de kunne vente et stykke tid med at spise skumfidusen. De børn, der var i stand til at udskyde og dermed øge den samlede nydelse, viste sig at klare sig bedre senere i livet på det uddannelsesmæssige såvel som det personlige plan.

Vi er begejstrede over de flotte resultater, som vores selskaber leverede i 2023, men vi er endnu mere begejstrede over det, vi har i vente. Igen i 2023 undlod de langsigtede fokuserede ledelser i vores selskaber at indtage alle de indtjenings-skumfiduser, som de kunne have spist her og nu for,

via investeringer i deres forretninger, at kunne frembringe endnu flere indtjenings-skumfiduser på lang sigt.

I stedet for at lade sig lokke af muligheden for at høste de umiddelbare gevinster her og nu, gav vores selskaber prøver på deres langsigtede strategiske tilgang. De formåede at begrænse prisstigningerne, fastholdt deres fornuftige investeringer i marketing, forskning og udvikling og gav afkald på kortsigtede besparelser. Alt sammen med henblik på at understøtte udviklingen af nye omsætningsskabende produkter og serviceydelser. Vi tvivler på, at kapitalfondsejede selskaber ville have truffet lignende langsigtede beslutninger om at holde igen med indtjeningsmaksimeringen på kort sigt, for i stedet at maksimere den langsigtede vækst og indtjening.

De lod med andre ord skumfiduserne ligge på bordet og tjente mindre, end de kunne have gjort i 2023, i forventning om at de i kraft af deres markedsledende forretninger kan se frem til mange flere skumfiduser fremover. Aktiemarkedets utålmodighed betyder, at der lægges mere vægt på den kortsigtede tilfredsstillelse i form af rapporteret indtjening end på tiltag, der har større økonomisk værdi, men som ikke afspejles i resultaterne på kort sigt. Aktiemarkedet har således nogle af de samme træk som børn, der ikke er i stand til at udskyde deres behovstilfredsstillelse.

Experian – Prisstigningerne gemmes til senere

Pricing power og løbende prisstigninger er en vigtig kilde til værdiskabelse for vores selskaber. Vores kreditvurderingsbureauer, S&P Global og Moody's, hæver eksempelvis priserne med 3-4 procent om året uafhængigt af inflationsniveauet. På baggrund af vores samtaler med kreditvurderingsbureauernes ledelser er det vores opfattelse, at de ville kunne fordoble priserne fra den ene dag til den anden uden at miste kunder. Det undlader de at gøre. I stedet hæver de priserne stille og roligt og realiserer dermed en lavere indtjening her og nu, mens de sikrer at de over tid opnår de fulde prisstigninger med lavere risiko for negativt fokus på deres prissætning.

Strategien med ikke at hæve priserne så meget som muligt her og nu men derimod gemme prisstigningerne til senere praktiseres også af vores ledende globale data-og informationsservicevirksomhed, Experian. Experian har ikke fokus på at øge omsætningen gennem prisstigninger på kort sigt. Fokus ligger i stedet på at øge den værdi, Experian kan tilbyde kunderne. Derigennem kan selskabet vinde markedsandele og blive en endnu mere indgroet del af kundernes daglige forretning som det bliver vanskeligere for kunderne at undvære. Prisstigningerne gemmes således til et senere tidspunkt, hvor kundeforholdene er cementeret, og bedst muligt beskyttet mod konkurrerende produkter. Vi har udfordret ledelsen på denne strategi, og er overbeviste om, at strategien er den rigtige på langt sigt.

Experians manglende prisforhøjelser her og nu *skyldes ikke manglende pricing power*. Andre aktører på det konsoliderede marked for informationsydelser praktiserer således en mere aggressiv prisstrategi. Experians nærmeste konkurrent på det amerikanske marked, Equifax, har eksempelvis en mere kortsigtet tilgang til prisfastsættelse. Ved årets udgang var det dog igen Experian, der kunne fremvise de klart bedste og mest stabile driftsresultater, og som havde vundet markedsandele under en nedgangsperiode på det ellers strukturelt voksende marked.

Som led i sin finansielle strategi fortsætter Experian med at investere i de mange muligheder, som markedet tilbyder, samtidig med at priserne holdes i skak. Disse muligheder kan være at anvende data på nye kundegrupper eller anvende data på en anden måde med henblik på at opfylde kundernes behov. Experian øger klogt den organiske driftsmargin gradvist. Marginen stiger således med 0,2-0,3 procentpoint om året fra et aktuelt niveau på omkring 27 procent.

Selv uden at hæve priserne over for kunderne, investerer Experian betydelige summer i data, teknologi og nye produkter for at understøtte væksten og den fortsatte værdiskabelse. Experian investerer således omkring 9 procent af omsætningen, hvilket lægger en dæmper på overskudsgraden her og nu, men øger den langsigtede indtjeningsevne og potentialet for fremtidig marginvækst.

Hvis Experian besluttede at hæve priserne så meget som det kunne, og hvis selskabet skar ned på investeringerne, ville det udløse *en massiv stigning i selskabets overskud*. Med Experians aktuelle strategi får vi endnu mere fordelt over de næste mange år.

Coca-Cola – Investering i brands og fremtidig omsætning

Når et selskab investerer i markedsføring, udgiftsføres omkostningerne straks i resultatopgørelsen. De fordele, der er forbundet med sådanne investeringer, så som nye kunder eller et højere salg per kunde, viser sig derimod ikke med det samme, da det tager tid at opbygge brand, goodwill og loyalitet blandt potentielle og nuværende kunder. Grundet denne forsinkelse medfører investeringer i markedsføring, at selskabet ikke optimerer indtjeningen på kort sigt.

Coca-Cola, vores læskedrikproducent, er sandsynligvis et af historiens bedste eksempler på et stærkt brand, i hvert fald inden for såkaldte hurtigt omsættelige forbrugsvarer. Coca-Cola investerer omkring 4,5 milliarder amerikanske dollars om året i markedsføring, svarende til hver tiende dollar de omsætter for. Siden 1980 har Coca-Cola samlet set investeret omkring 200 milliarder dollars i salg og markedsføring, svarende til omkring 25 dollars for hver af klodens 8 milliarder indbyggere. I dette tal indgår ikke investeringer foretaget af selskabets samarbejdspartnere, som står for selve produktionen af læskedrikken. Investeringerne fra disse er på omkring samme antal dollars om året som Coca-Cola.

Hvis man antager, at halvdelen af de historiske investeringer i salg og markedsføring er gået direkte til brandopbygning, og vi kapitaliserer disse på balancen med en forventet levetid på 50 år, ville Coca-Cola i dag have haft et brandaktiv på balancen med en værdi på omkring 65 milliarder dollars. Det svarer til omkring 25 procent af Coca-Colas markedsværdi.

Coca-Colas markedsførings- og branding-tiltag har længe været særdeles imponerende. Da vi voksede op, boede julemanden på Nordpolen. Nu kan vi ind imellem godt få det indtryk, at han er flyttet til området omkring Coca-Colas hovedkontor i Atlanta, USA. Julemanden er blevet så stærkt associeret med Coca-Cola, at verdens næststørste producent af læskedrikke, PepsiCo, i 2020 lancerede en marketingskampagne, hvor julemanden overraskede seeren ved at foretrække en Pepsi frem for en Coca-Cola. Vi ville helt sikkert ikke vælge en Pepsi over en Coca-Cola, men jubler over PepsiCos anerkendelse af den tætte forbindelse mellem Coca-Cola og julemanden.

Ifølge Coca-Colas beregninger er afkastet på markedsføringsinvesteringerne steget, og i dag tjener selskabet næsten 10 procent mere per marketingdollar end i 2019. Dette er blandt andet opnået ved at være mere selektive i brugen af eksterne marketingbureauer. Derudover har de valgt at flytte yderligere data- og analyseaktiviteter inden for egne rammer samt øge andelen af digital markedsføring fra 35 til 60 procent af de årlige investeringer i markedsføring. Nogle selskaber ville se dette som en mulighed for at skære ned på investeringerne for at øge den kortsigtede indtjening, men Coca-Cola fortsætter med at investere, hvilket understreger hvordan markedsledere kan udnytte data til egen fordel.

Investeringerne i markedsføring har naturligvis bidraget til omsætningsvæksten, men vi finder det sandsynligt, at Coca-Cola kunne sænke investeringsniveauet uden større påvirkning af væksten i de næste mange kvartaler. Dette ville dog sandsynligvis resultere i lavere langsigtede vækstrater. Derfor vurderer vi, som langsigtede medejere, at det nuværende niveau for Coca-Colas markedsføringsinvesteringer er passende for at fastholde en langsigtet og attraktiv omsætnings- og indtjeningsvækst.

Boozt – Den langsigtede strategi fungerer for vores nordiske online-stormagasin

Igen i 2023 klarede Boozt, vores nordiske online-stormagasin, sig bedre end alle dets nordiske og europæiske konkurrenter. Gennem året erobrede Boozt betydelige markedsandele, samtidig med at selskabet styrkede sin konkurrencemæssige position. Efter et imponerende salg i forbindelse med Black Friday og julehandlen sluttede Boozt året af med en omsætning og en driftsindtjening, der forventes at ligge henholdsvis 15 procent og 50 procent højere end i 2022. Ud over en fortsat positiv

udvikling i Boozts data-drevne forretninger, var resultatet primært drevet af den rekordhøje gennemsnitlige ordreværdi, der afspejler at kunderne i stigende omfang handler varer fra flere produktkategorier i samme ordre. Den gennemsnitlige ordreværdi forventes at have været mere end 900 svenske kroner i 2023, en stigning på 10 procent i forhold til året forinden.

Takket være sit rekordsalg går Boozt ind i 2024 med et veltrimmet lager af kurante varer. Mens konkurrenterne kører med tab på driften og kæmper med at få refinansieret deres gæld, leverer Boozt en betydelig driftsindtjening og høje frie pengestrømme. Samtidig har Boozt en kontantbeholdning på omkring 700 millioner svenske kroner, svarende til omkring 9 procent af selskabets markedsværdi. Boozts solide og voksende pengestrømme og stærke finansielle position har muliggjort, at selskabet, som den eneste i industrien, returnerer kapital til aktionærene. Således er der omkring 600 millioner svenske kroner tilbage i selskabets tilbagekøbsprogram på i alt 800 millioner svenske kroner, der løber frem til 2026. Det tilbageværende beløb svarer til omkring 7 procent af selskabets markedsværdi, og vi ser fortsat gode muligheder for udlodning af kapital til aktionærene i 2024 og de kommende år. Boozts nordiske stormagasinsstrategi fungerer!

Det er væsentligt at pointere, at Boozts industriledende resultater ikke skyldes kortsigtet profitmaksimering. Boozt fortsætter tværtimod med at investere massivt i distributionskapacitet og markedsføring med henblik på at øge sin markedsandel på tværs af de skandinaviske kernemarkeder. Omkring 11 procent af omsætningen (eller det dobbelte af den rapporterede driftsindtjening) geninvesteres i dag i markedsføring. På mellemlangt sigt, når Boozts insisterende jagt på markedsandele har nået sit mål, forventer vi, at markedsføringsinvesteringerne i procent af omsætningen vil være adskillige procentpoint under det aktuelle niveau. Når markedsføringsinvesteringerne når det forventede langsigtede, stabile niveau i forhold til omsætningen vil driftsindtjeningen vokse med næsten 100 procent, hvortil skal lægges den operationelle gearing som den højere omsætning og yderligere effektiviseringer vil bringe. Vi sætter pris på, at ledelsen ikke høster disse gevinster her og nu, men i stedet investerer i yderligere vækst fremover. Vi forventer, at marginen vil stige stødt med omkring et procentpoint om året i de kommende år, hvilket vil resultere i en årlig vækst i indtjeningen per aktie på over 20 procent.

Lignende historier kunne fortælles om mange af vores andre selskaber. Nike, vores sportsbrand, har endda omdøbt posten for markedsføringsomkostninger i resultatopgørelsen til "efterspørgselsgenerering" (demand creation), hvilket udtrykker formålet ganske godt. Måske skulle andre selskaber med en langsigtet horisont også overveje at omdøbe deres omkostningsposter.

Status på porteføljerne

Som faste læsere af vores års- og halvårsbreve vil vide, benytter vi i vores selskabsanalyse udvalgte nøgletal til at vurdere kvalitet, balancestyrke og værdiansættelse. Nedenstående tabeller viser disse nøgletal for begge porteføljer ved udgangen af 2023 samt for foregående år.

Tabel 1: Nøgletal for vores porteføljer

BLS Globale Aktier	2018	2019	2020	2021	2022	2023
RolC	44,0%	49,1%	45,6%	43,1%	46,4%	43,0%
Nettogæld / Driftsindtjening før afskrivninger	0,1x	0,2x	0,7x	0,4x	0,4x	0,9x
Pengestrømskonvertering	100,5%	93,7%	102,3%	107,1%	107,0%	107,3%
Frie pengestrømsrente	5,1%	4,5%	4,3%	4,3%	4,8%	5,2%
BLS Danske Aktier	2018	2019	2020	2021	2022	2023
RolC	36,4%	27,6%	23,7%	30,7%	28,1%	24,3%
Nettogæld / Driftsindtjening før afskrivninger	-0,1x	0,2x	0,0x	-0,7x	0,2x	0,5x
Pengestrømskonvertering	102,5%	98,4%	107,0%	106,9%	87,9%	108,5%
Frie pengestrømsrente	5,6%	4,3%	4,5%	4,0%	5,5%	5,9%

Kilde: BLS Capital, årsregnskaber og FactSet.

Afkastet på den investerede kapital (RoIC) er vores primære nøgletal, når vi måler kvalitet. RoIC viser forholdet mellem et selskabs årlige driftsindtjening efter skat og dets investerede kapital. Et højt afkast af den investerede kapital er positivt, da det betyder, at selskabet genererer en høj indtjening per krone investeret i driften. Ved udgangen af 2023 var afkastet på den investerede kapital for den globale og danske portefølje på henholdsvis 43,0 procent og 24,3 procent, på linje med de historiske niveauer. Mens Einstein kaldte renters rente for verdens ottende vidunder, mener vi, at kombinationen af et højt afkast på den investerede kapital og langsiget attraktiv vækst, uden væsentlige kapitalbehov, kandiderer til titlen som verdens niende vidunder.

For at et selskab kan blive en del af en af vores porteføljer, skal det være langtidstestet, stabilt og robust. 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 afskrivninger" (nettogæld/EBITDA). Ved udgangen af 2023 udgjorde dette nøgletal for vores globale portefølje 0,9x, mens det for vores danske portefølje var 0,5x. Det tilsvarende nøgletal for MSCI AC World-indekset var 1,8x. Vi finder generelt ikke EBITDA synderligt anvendeligt til at måle et selskabs indtjening, men det kan blive mere relevant, hvis det kombineres med pengestrømskonverteringen.

Vi vurderer et selskabs indtjeningskvalitet ved hjælp af pengestrømskonverteringen. Pengestrømskonverteringen er den procentvise andel af nettoindtjeningen, der omdannes til frie pengestrømme. En høj pengestrømskonvertering er derfor udtryk for en høj indtjeningskvalitet, da nettoindtjeningen dermed er et godt udtryk for pengestrømsgenereringen.

Vores selskabs høje pengestrømskonvertering er en afspejling af deres begrænsede kapitalintensitet set i forhold til både anlægsinvesteringer og arbejdskapitalbinding. Ved udgangen af 2023 havde begge vores porteføljer en pengestrømskonvertering på over 100 procent, hvilket er på linje med de historiske niveauer. Dette er udtryk for en høj indtjeningskvalitet.

Forholdet mellem nettogæld og EBITDA er højere end sidste år i både den globale og danske portefølje, hvilket tilskrives porteføljeændringer og omrokeringer, da der ikke har været væsentlige ændringer i de enkelte selskabs gælds niveauer. Hvor vores frasolgte selskaber i den globale portefølje alle havde flere kontanter end gæld, og således negativ nettogæld, (bortset fra Kering som havde et moderat gælds niveau) ligger nettogælden i forhold til EBITDA for vores tilkøb, DSV og Coca-Cola, på henholdsvis omkring 1x og 2x. De har således fortsat fornuftige og konservativt finansierede balancer i betragtning af deres solide og stabilt voksende frie pengestrømme. Et lignende billede gør sig gældende i vores danske portefølje, hvor frasalg af selskaber har en blanding af positive (SimCorp og Jobindex) og negative (Coloplast og Royal Unibrew) nettokontantbeholdninger, mens vores ene tilkøbte selskab, Better Collective, har en moderat og fornuftig gældsætning på halvandet års driftsindtjening før afskrivninger.

Anheuser-Busch InBev, et af vores bryggerier, er fortsat det selskab i vores globale portefølje, der har den højeste nettogæld i forhold til EBITDA, men selskabet reducerer gradvist gælden til målsætningen om to gange EBITDA. Anheuser-Busch InBev havde ved udgangen af 2023 nedbragt gælden til tæt på tre gange EBITDA fra omkring 3,5 gange året før, hvilket er sket samtidig med at selskabet udbetaler udbytte og tilbagekøber egne aktier. Vi er overbeviste om, at gælden ved udgangen af 2024 vil være nedbragt til under tre gange indtjeningen. Anheuser-Busch InBev har ikke nogen større gældsforfald inden for de kommende fem år, og 97 procent af gælden er fastforrentet med en gennemsnitlig rente på 4 procent før skat og en gennemsnitlig løbetid på 14 år. Set i sammenhæng med selskabets robuste frie pengestrømme gør dette, at vi er trygge ved det nuværende gælds niveau. Både Moody's og S&P Global hævede deres kreditvurdering af Anheuser-Busch InBev i første halvår 2023, og til vores store tilfredshed indledte selskabet et aktietilbagekøbsprogram på 1 milliard amerikanske dollars i oktober (svarende til cirka én procent af selskabets markedsværdi), hvilket var tidligere end forventet.

Den frie pengestrømsrente er vores primære målestok, når vi vurderer, hvor attraktivt vores selskaber er prisfastsat. I løbet af det sidste år er den frie pengestrømsrente for vores globale

portefølje steget fra 4,8 procent til 5,2 procent, mens den er steget fra 5,5 procent til 5,9 procent for vores danske portefølje. Prisfastsættelsen af vores porteføljer er således nu endnu mere attraktiv i et historisk perspektiv – samtidig med at porteføljerne leverer et fortsat højt afkast på den investerede kapital.

Slutteligt klarer vores porteføljer sig godt målt på ESG-forhold og scorer højt på MSCIs ratings. Målt på baggrund af MSCIs metodik scorer vores porteføljeselskaber i begge porteføljer gennemsnitligt langt højere end det gennemsnitlige selskab i MSCI AC World-indekset.

Porteføljeafkast

BLS Invest Afdeling Danske Aktier KL havde i 2023 et afkast på 11,1 procent efter alle omkostninger og inklusiv geninvesteret udbytte. Siden opstarten den 26. februar 2008 og til slutningen af 2023 har afkastet været 447,0 procent svarende til et årligt afkast på 11,3 procent. I samme periode har aktieindekset OMX Copenhagen Capped givet et afkast på 306,7 procent svarende til 9,3 procent årligt. En investering på 100.000 kroner i afdelingen ved opstarten i 2008 ville således være forrentet til 547.000 kroner ved udgangen af 2023 mod 406.700 kroner ved en investering i OMX Copenhagen Capped i samme periode.

BLS Invest Afdeling Danske Aktier Akk. havde i 2023 et afkast på 11,2 procent efter alle omkostninger, og afdelingen har siden opstarten den 5. februar 2020 haft et afkast på 32,0 procent svarende til 7,4 procent årligt.

For BLS Invest Afdeling Globale Aktier KL var afkastet i 2023 6,8 procent efter alle omkostninger og inklusiv geninvesteret udbytte. Siden opstarten den 30. september 2008 og til udgangen af 2023 har afkastet dermed været 519,4 procent svarende til et årligt afkast på 12,7 procent. I samme periode har det brede verdensindeks, MSCI AC World, givet et afkast på 309,6 procent i danske kroner svarende til 9,7 procent årligt. En investering på 100.000 kroner i afdelingen ved afdelingens opstart i 2008 ville således være forrentet til 619.400 kroner ved udgangen af 2023 mod 409.600 kroner ved en investering i det brede verdensindeks.

BLS Invest Afdeling Globale Aktier Akk. havde i 2023 et afkast på 6,9 procent efter alle omkostninger, og afdelingen har siden sin opstart den 30. november 2014 leveret et afkast på 182,8 procent svarende til 12,1 procent om året. I samme periode har det brede verdensindeks MSCI AC World leveret et afkast på 127,7 procent eller 9,5 procent om året.

Skønt historiske afkast ikke er nogen garanti for fremtidige afkast, noterer vi os med tilfredshed, at begge vores strategier har opfyldt målsætningen om at skabe konkurrencedygtige og attraktive langsigtede absolutte afkast, der efter alle omkostninger overstiger de mest relevante aktieindeks.

Vores filosofi er fortsat at holde os inden for vores kompetenceområder og meget selektivt investere i attraktivt prisfastsatte selskaber med robuste, langtidstestede og holdbare forretningsmodeller, gode vækstmuligheder på mellemlangt til langt sigt, kompetente ledelser, robuste balancer og betydelige frie pengestrømme. At identificere sådanne selskaber, købe når prisen er attraktiv og holde investeringerne over længere tid, er efter vores opfattelse den bedste opskrift på robust og forudsigelig værdiskabelse.

De af vores selskaber i den globale portefølje, der leverede de højeste afkast i 2023, var InterContinental Hotels Group, sædvanligvis forkortet til IHG (56 procent i danske kroner, inklusive geninvesterede udbytter), SimCorp (53 procent) og Novo Nordisk (51 procent), mens de laveste afkast kom fra Estée Lauder (-42 procent), Budweiser APAC (-41 procent) og St. James's Place (-33 procent). Vi kommer nærmere ind på de enkelte selskaber senere i brevet, bortset fra SimCorp, som vi afhændede i første halvår 2023, efter Deutsche Börse fremsatte et købstilbud på selskabet til en kurs på 735 kroner per aktie – en aktiekurs, der var 40 procent højere end på tidspunktet for meddelelsen og 50 procent over vores gennemsnitlige købspris.

I vores danske portefølje leverede SimCorp (53 procent), Novo Nordisk (51 procent) og Boozt (13 procent) de højeste afkast, mens Netcompany (-23 procent), Tryg (-7 procent) og Carlsberg (-6 procent) leverede de laveste afkast.

Omrokeringer på baggrund af værdiansættelse

I 2023 fulgte vi vores sædvanlige praksis med at flytte kapital fra de af vores selskaber, hvor kursudviklingen har overgået selskabernes underliggende strukturelle vækst i de frie pengestrømme, til de selskaber hvor kursudviklingen har haltet efter.

Tabel 2: Omrokeringer inden for porteføljerne

Globale Aktier - Reduceret	Frie pengestrømsrente	2023 afkast	Afkast på den investerede kapital eksklusiv goodwill	Årlig indtjeningsvækst		Vægt 2022	Vægt 2023
				5 år	10 år		
Novo Nordisk	3,5%	50,7%	+100%	16,2%	13,8%	7,2%	2,8%
Moody's	3,0%	37,3%	+100%	5,1%	12,8%	4,1%	2,6%
IHG	4,5%	54,8%	+100%	13,9%	12,3%	3,6%	4,3%

Globale Aktier - Forøgelse	Frie pengestrømsrente	2023 afkast	Afkast på den investerede kapital eksklusiv goodwill	Årlig indtjeningsvækst		Vægt ved årets begyndelse	Vægt ved årets afslutning
				5 år	10 år		
Yum China	6,8%	-23,9%	60,2%	13,3%	8,6%	4,1%	4,3%
Budweiser APAC	6,0%	-41,5%	+100%	16,2%	17,0%	4,4%	4,7%
St. James's Place	11,3%	-32,7%	31,2%	8,6%	15,5%	5,2%	6,0%

Danske Aktier - Forøgelse	Frie pengestrømsrente	2023 afkast	Forrentning af egenkapitalen	Årlig indtjeningsvækst		Vægt ved årets begyndelse	Vægt ved årets afslutning
				5 år	10 år		
Topdanmark	5,5%	-4,1%	31,5%	3,9%	9,1%	0,4%	9,9%
Tryg	6,0%	-6,7%	14,0%	10,8%	5,2%	5,0%	9,9%
Ringkjøbing Landbobank	6,0%	5,3%	16,1%	22,3%	18,1%	4,3%	10,2%

Note: En approksimation for det totale aktionærafkast er summen af den årlige indtjeningsvækst og udbytteafkastet. Det nuværende udbytteafkast for St. James's Place, Budweiser APAC, Yum China, Novo Nordisk, Moody's og IHG er henholdsvis 6,7; 2,1; 1,6; 1,6; 0,8 og 1,9 procent. For Topdanmark, Tryg og Ringkjøbing Landbobank er det nuværende udbytteafkast henholdsvis 5,3; 5,4 og 1,1 procent.

Kilde: BLS Capital og FactSet

Tabellen ovenfor viser, hvor vi foretog de største forøgelse og reduktioner af vores beholdninger i årets løb. Tilkøb og frasalg af selskaber er ikke medtaget men omtales senere i brevet. Ud over omrokeringen af kapital mellem vores selskaber er porteføljevægtene naturligvis også påvirket af den relative kursudvikling. Vores eksponering mod eksempelvis Budweiser APAC, er således faldet, selvom vi løbende har øget vores beholdning. Vægten ville således have været under 3 procent ved udgangen af 2023, hvis vi ikke havde øget vores beholdning. Modsat var situationen med IHG, vores hotelnetværk, hvor porteføljevægten er steget, skønt vi har reduceret vores beholdning.

Ændringer i porteføljerne

Mens vi reducerede vores beholdninger i Novo Nordisk, Moody's og IHG i den globale portefølje, øgede vi vores beholdninger i blandt andre St. James's Place, Budweiser APAC og Yum China. På selskabsniveau var det eneste nye navn i den globale portefølje gennem andet halvår speditivirksomheden DSV, som erstattede vores anden speditør, Expeditors International. Alle reduktioner og frasalg blev foretaget for at allokere kapital til andre selskaber med udsigt til mere attraktive risikostyret afkast og væsentligt højere frie pengestrømsrenter.

Novo Nordisk, Moody's og IHG genererer alle fortsat markant underliggende indtjeningsvækst, men deres aktiekurser er steget i et endnu højere tempo, hvilket har medført lavere frie pengestrømsrenter og et lavere risikostyret afkastpotentiale. Vi har omfordelt kapital til de ovenfor nævnte selskaber, da vi ikke mener, at de lavere kurser og prisfastsættelser retfærdiggøres af tilsvarende ændringer i den langsigtede underliggende indtjeningsvækst.

I vores danske portefølje er vi i 2023 blevet medejere af Better Collective, mens vi har frasolgt bryggeriet Royal Unibrew, medicoselskabet Coloplast og Sydbank. Dertil har vi øget vores

medejerskaber i nichebanken Ringkjøbing Landbobank og skadesforsikringselskaberne Tryg og Topdanmark.

Novo Nordisk tjener fedt på den globale fedmeepidemi

Novo Nordisk, vores medicinalvirksomhed, var den største enkeltinvestering i vores globale portefølje gennem hele 2022 og i første halvdel af 2023 mens selskabet gennem begge år har indgået med en vægt på 10 procent i den danske portefølje (hvilket er den højeste andel vi kan investere i et enkelt selskab). Vores langsigtede investering i Novo Nordisk gav et stærkt afkast igen i 2023. Takket være de utroligt succesfulde GLP-1-produkter til behandling af diabetes og fedme er det næsten blevet almindeligt, at Novo Nordisk opjusterer sine forventninger 3-4 gange i løbet af året. Det forløbne år var ingen undtagelse med tre opjusteringer af forventningerne til omsætningen og driftsindtjeningen.

Hvad der dog adskilte sig i forhold til tidligere år, var størrelsen af opjusteringerne, og at Novo Nordisk var nødsaget til at give køb på sin tidligere forventning om, at omkostningerne ville øges i samme tempo som salget. I 2023 endte Novo Nordisk med at øge sit salg med 36 procent og sin driftsindtjening med 44 procent målt i lokal valuta, hvilket var markant over forventningen om lidt under 20 procents vækst ved årets begyndelse. Som medejere blev vi således belønnet med kraftig vækst i omsætningen og endnu kraftigere vækst i indtjeningen og de frie pengestrømme. Siden 2021 har Novo Nordisk foretaget betydelige hensættelser på balancen i forbindelse med en tvist vedrørende såkaldte 340b-rabatter i USA. Tvisten omfatter hele industrien, og der verserer i øjeblikket flere retssager. Novo Nordisk har vundet sin retssag, og hvis udfaldet af de øvrige retssager også går industriens vej, kan det betyde en stigning i selskabets driftsindtjening på 5-10 procent – indtjening som Novo Nordisk reelt set allerede tjener, men af forsigtighedshensyn ikke bogføres som indtjening så længe udfaldet af retssagerne ikke er kendt.

GLP-1-forretningen er fortsat den primære vækstkilde for Novo Nordisk. Skønt Novo Nordisk udnytter sin øgede produktionskapacitet til fulde, måtte man melde udsolgt af produkterne gentagne gange i løbet af 2023. Selskabet investerer betydelige summer i øget produktionskapacitet. Målsætningen er at investere en lav tocifret andel af den årlige omsætning på mellemlang sigt med henblik på at kunne imødekomme den store og stigende efterspørgsel. Det er værd at bemærke, at Novo Nordisk har det højeste afkast på den investerede kapital blandt store globale medicinalvirksomheder – omkring 75 procent. Den eneste reelle anke mod Novo Nordisks tidligere investeringsniveau, som selskabets langsigtede medejere kan have, er at det ikke begyndte disse betydelige investeringer i produktionskapacitet tidligere.

Ikke alle investeringer i GLP-1-forretningen er relateret til øget produktionskapacitet. I 2023 viste kliniske undersøgelser, at det aktive farmaceutiske indholdsstof i Novo Nordisks GLP-1-produkt, semaglutid, også har et stort potentiale inden for andre store kroniske sygdomsområder end diabetes og fedme. På baggrund af SELECT- og FLOW-studierne har Novo Nordisk nu dokumenteret, at selskabets GLP-1-produkter reducerer risikoen for alvorlige hjertekarsygdomme hos fedmepatienter med 20 procent, og reducerer risikoen for kronisk nyresygdom hos patienter med type 2-diabetes med "væsentligt over" 20 procent. For at sætte disse betydelige udvidelser af behandlingsmulighederne med semaglutid i perspektiv, anslås det, at der på verdensplan er mere end 1,3 milliarder diabetikere og fedmepatienter – antallet af mennesker med kronisk nyresygdom og hjertekarsygdomme er omtrent det samme.

Efter et samlet afkast på 51 procent i 2023 oven på betydelige kursstigninger i 2022 er Novo Nordisk nu det mest værdifulde selskab i Europa. Når berømt heder som Elon Musk derudover skriver om Novo Nordisks produkter på de sociale medier, og produkterne nævnes i åbningstalen ved de amerikanske Grammy Awards, kan man roligt sige, at Novo Nordisks succeshistorie nu er både bredt kendt og anerkendt.

Når patentet på semaglutid udløber i 2032, kan GLP-1-forretningen imidlertid skifte karakter fra medicinalprodukter til forbrugsvarer, fordi kopi-producenter vil få adgang til markedet med risikoen

for at øgede volumener vil få priserne til at falde. Hvor denne potentielle risiko i øjeblikket ikke har den store bevågenhed på aktiemarkedet, anerkendes den til fulde af Novo Nordisks ledelse, som opruster både personalemæssigt - hvor der tilføres relevante kompetencer indenfor forbrugsgoder - og investeringsmæssigt - hvor der tilkøbes nye teknologier og produkter der endnu ikke er færdigudviklede, med målet om at de kan tage over efter semaglutid patentudløbet.

Vi investerer ikke i biotek-selskaber, og vi har en indgroet skepsis over for, at håbefulde investeringer i endnu ikke færdigudviklede lægemidler skulle være attraktive for langsigtede investorer. Dertil har vi stor respekt for de organisatoriske og kulturelle udfordringer, som et fundamentalt skifte i forretningsmodellen ville medføre. Indtil videre har Novo Nordisks ledelse bevaret sit fokus og beholdt begge ben på jorden. Vi er fortsat begejstrede over GLP-1-produkternes aktuelle og potentielle resultater, og i takt med at GLP-1-successen udfolder sig yderligere, vil vi holde skarpt øje med eventuelle ændringer i Novo Nordisks kapitalallokering, organisatoriske fokus og virksomhedskultur.

Moody's – Kreditvurderinger på mode igen

Vores kreditvurderingsbureau Moody's havde et kursmæssigt rigtig godt 2023 med et samlet afkast på 42 procent. Markedet for låneudstedelser faldt midlertidigt i 2022 efter højere aktivitet i 2020 og 2021 grundet det attraktive lånemiljø med meget lave renter. I anden halvdel af 2023 ændrede markedets narrativ omkring renten sig, hvilket førte til en indsnævring af kreditspænd og en stigning i udstedelsesaktiviteten – alt sammen til gavn for Moody's og S&P Globals kreditvurderingsforretninger. Sådanne kortsigtede udsving i udstedelsesaktiviteten er ikke ualmindelige, men de væsentligste langsigtede vækst drivere – inklusive den nominelle BNP-vækst og det tiltagende brug af obligationer i forbindelse med lånefinansiering i underpenetredede regioner som Europa - er helt uændrede.

Moody's fortsatte også stimen af gode resultater i Analytics-segmentet, hvor omsætningen steg med 10 procent for årets første tre kvartaler sammenlignet med samme periode af 2022. Moody's Analytics tegner sig for en stigende andel af selskabets samlede omsætning og har en kundefastholdelsesrate på hele 95 procent. Moody's har øget indtjeningen med 12 procent om året i de seneste ti år, og på trods af en lavere vækst i 2022 og 2023 forventer vi, at Moody's vil være tilbage på sin langsigtede, tocifrede indtjeningsvækststrejse i takt med at kreditmarkederne normaliserer sig.

Skønt vi har reduceret vores medejerskab i Moody's, idet kursen er steget hurtigere end den langsigtede underliggende indtjeningsvækst, er vi fortsat begejstrede medejere, ligesom vi har været det siden 2009.

IHG – Den største kursstigning i den globale portefølje i 2023

IHG tegnede sig for den globale porteføljes største kursstigning i 2023 og leverede et afkast inklusive udbytter på 55 procent. I 2023 fortsatte IHG med at levere solid, forudsigelig vækst, og antallet af hotelværelser blev øget med næsten 4 procent, omsætningen fra franchise-aftalerne steg med omkring 15 procent, og overskudsgraden på denne forretning blev øget 2,5 procentpoint til næsten 59 procent.

Hvor aktiviteten i de amerikanske og europæiske regioner for IHG allerede i 2022 var tilbage eller tæt på 2019-niveauet, vendte niveauet i Kina tilbage i 2023. IHG's forretning er yderst skalerbar og dette understreges af, at omsætningen i Kina steg med næsten 70 millioner amerikanske dollars, tæt på en fordobling fra 2022, uden reelle ændringer i omkostningerne.

Vi forventer, at IHG vil fortsætte med at levere høj encifret omsætningsvækst på baggrund af en vækst i antallet af hotelværelser på 4-5 procent om året, yderligere vækst i gebyrindtægterne fra en højere hotelomsætning per værelse, samt voksende gebyrer fra eksempelvis co-brandede kreditkort. Herudover forventer vi, at IHG vil fortsætte med at øge driftsmarginen med omkring 1 procentpoint om året på baggrund af stigende skalafordele, hvilket endda er i underkanten af, hvad

selskabet har leveret af marginudvidelse historisk. Hertil forventer vi, at ledelsen vil fortsætte med at udlodde overskydende kapital til medejerne. Grundet franchise-modellen behøver IHG ikke at investere kapital for at vokse, hvilket betyder, at der stort set ingen øvre grænse er for afkastet på yderligere investeret kapital.

I 2023 overtog Elie Maalouf posten som administrerende direktør for IHG, og vi har indtil videre oplevet ham som en energisk leder med et stort industrikendskab. Elie Maalouf har været i IHG siden 2015.

Hvor IHG historisk set primært har udloddet kapital til medejere gennem udbytter, lancerede selskabet i 2022 et aktietilbagekøbsprogram, og i 2023 tilbagekøbte selskabet omkring 7 procent af sine udestående aktier. Vi ser gode muligheder for en øget udlodning i 2024 og forventer på længere sigt en vækst i indtjeningen per aktie på et godt stykke over 10 procent. Vi finder fortsat selskabet undervurderet, selv efter de betydelige kursstigninger i 2023, men vi har ikke desto mindre reduceret vores medejerskab af IHG grundet mere attraktive muligheder blandt vores øvrige porteføljeselskaber.

Yum China – Meget mere værdi til en meget lavere pris


Yum China, vores kinesiske fastfoodkæde, er et eksempel på, at det ikke var populært at investere i Kina i 2023, og samtidig at den manglende popularitet efter vores bedste opfattelse ikke altid kan begrundes i fundamentale faktorer.

Som i tidligere år var Yum Chinas operationelle eksekvering helt i top i 2023. For den 12 måneders periode, der sluttede i september 2023, kunne Yum China melde om det højeste antal nyåbnede restauranter nogensinde (1.700), det højeste samlede antal restauranter nogensinde (14.000), den højeste omsætning nogensinde (over 10 milliarder amerikanske dollars) og den højeste indtjening nogensinde (mere end 1,6 amerikanske milliarder dollars). Sammenlignet med 2022 er de nævnte operationelle målepunkter steget med 10-30 procent, og i forhold til 2019 er de alle steget med 30-60 procent.

Som prikken over i'et har Yum Chinas forventninger på mellemlangt sigt aldrig været mere optimistiske, idet der forventes en høj encifret til tocifret årlig omsætningsvækst, stigende driftsmarginer og tocifret vækst i indtjeningen per aktie i perioden frem til 2026. Med baggrund i den stærke operationelle udvikling vil Yum China udlodde 3 milliarder amerikanske dollars til sine aktionærer over de kommende tre år, svarende til 17-19 procent af selskabets nuværende markedsværdi.

Ganske paradoksalt faldt Yum Chinas markedsværdi eksklusive kontantbeholdningen med mere end 30 procent eller mere end 6 milliarder amerikanske dollars i 2023. Markedsværdien er nu faldet med omkring 20 procent eller mere end tre milliarder amerikanske dollars siden 2019. Ved udgangen af 2023 havde Yum China en kontantbeholdning på mere end fire milliarder amerikanske dollars, svarende til omkring 25 procent af selskabets markedsværdi, og ved udgangen af året var den frie pengestrømsrente justeret for kontantbeholdninger på næsten 7 procent.

Tabel 3: Nøgletal for Yum China

	Seneste tolv måneder per 3Q:			2023 vs. 2019	2023 vs. 2022
	2019	2022	2023		
 Restauranter	8.917	12.409	14.102	58% ↑↑↑↑↑↑	14% ↑
Medarbejdere	450.000	450.000	400.000	-11% ↓	-11% ↓
Medarbejdere per restaurant	50,5	36,3	28,4	-44% ↓↓↓↓	-22% ↓↓
Salg (USD mio.)	7.832	9.222	10.023	28% ↑↑↑	9% ↑
Salg per medarbejder (USD)	17.404	20.493	25.058	44% ↑↑↑↑	22% ↑↑
Restaurant indtjening* (USD mio.)	1.239	1.232	1.642	33% ↑↑↑	33% ↑↑↑
Restaurant margin	15,8%	13,4%	16,4%	0,6%p ↑	3,0%p ↑↑↑
Markedsværdi eksklusiv kontanter per slutningen af året (USD mia.)	17,0	20,0	13,6	-20% ↓↓	-32% ↓↓↓

Kilde: BLS Capital og Yum China

Yum Chinas historie begyndte for næsten fire årtier siden. Via en 100-årig licensaftale med Yum! Brands (som vi var medejere af fra 2011 til 2016, primært på grund af den kinesiske forretning) driver Yum China flere restaurantkæder i Kina, herunder de vestlige kæder KFC, Pizza Hut og Taco Bell. Siden åbningen af sin første KFC-restaurant i Kina i 1987 har Yum China i gennemsnit åbnet mere end én restaurant om dagen. Igennem årene – og hele vejen gennem pandemien – har Yum China ufortrødent fortsat eksekveringen af dets langsigtede strategi om at øge antallet af restauranter og samtidig løfte indtjeningen og pengestrømmene markant. Historisk set har KFC været den primære kilde til vækst (omkring 10.000 af de 14.000 restauranter er KFC-restauranter), men inden for de senere år har der været en genopblomstring af Pizza Hut i Kina. For os er det meget sigende, at de kinesiske tegn, der indgår i Pizza Huts kinesiske logo, betyder "Skal Vinde Gæster", og fra et brandperspektiv er Yum China nu i højere grad et vækstlokomotiv med to motorer. I Kina er Pizza Hut et uformelt restaurantbrand, hvor kundeopfattelsen ikke er discount, og med et menukort, der omfatter langt mere end blot pizzaer. Pizza Hut er eksempelvis den restaurantkæde, der sælger flest bøffer i Kina.

I forbindelse med selskabets investordag i september 2023 blev strategien opdateret, og de tre primære operationelle mål frem til 2026 er:

- 1) Øge antallet af restauranter til 20.000 (svarende til en årlig vækst i antallet af restauranter på mere end 10 procent), samtidig med at de attraktive tilbagebetalingsperioder på investeringerne opretholdes på omkring to år før skat.
- 2) Øge salget med høj encifret- til tocifret vækst via flere restauranter, en øget kundeinfiltration samt menu- og pristilpasning.
- 3) Fastholde og gradvist øge marginerne via investeringer i forsyningskæden og digitalisering med henblik på en øget produktivitet, lavere lejeudgifter, bedre udnyttelse af administrationsomkostningerne og øget franchising.

I 2023 fortsatte Yum China med at investere i langsigtet vækst. Der blev åbnet nye restauranter i rekordfart og iværksat yderligere effektiviseringstiltag. I løbet af de tolv måneder, der sluttede i september 2023, åbnede Yum China 1.700 nye restauranter, svarende til én ny restaurant hver femte time og en stigning på 14 procent i det samlede antal restauranter.

Det tager i gennemsnit to år for investeringerne at tilbagebetale etableringsomkostningerne før skat ved åbning af en ny KFC-restaurant, hvilket giver et ganske attraktivt afkast på den investerede kapital på over 35 procent efter skat. Yum Chinas ambition om at nå op på 20.000 restauranter i 2026 indebærer en fortsat udvidelse af restaurantbasen med omkring 11 procent om året – hvoraf knap en femtedel vil være franchiserestauranter (franchiserestauranter udgør kun en lille andel af

den eksisterende restaurantbase), hvilket vil gøre det muligt for Yum China at etablere sig på hospitaler, universiteter, tankstationer og metrostationer.

Det høje afkast på den investerede kapital på nye restaurantåbninger sikres gennem en stærk virksomhedskultur med et utrætteligt fokus på løbende at effektivisere alle dele af forretningen. I front for disse bestræbelser står Yum Chinas mangeårige, kyndige og energiske administrerende direktør, Joey Wat.

I seks år i træk er Yum China blevet kåret som "Top Employer in China", hvilket kan henføres til, at selskabet tilbyder en attraktiv blanding af en god løn, attraktive goder til medarbejderne og deres familier samt gode karrieremuligheder inden for den store organisation. Dette tiltrækker dygtige, ambitiøse, hårdtarbejdende og loyale medarbejdere, som udgør kernen i Yum Chinas fortsatte effektivisering.

Udover medarbejderne investerer Yum China i digitalisering og automatisering, hvilket har gjort det muligt for selskabet at udvide restaurantbasen med næsten 60 procent siden 2019, samtidig med at antallet af medarbejdere er reduceret med mere end 10 procent. Det betyder, at antallet af medarbejdere per restaurant er faldet med næsten 45 procent, samtidig med at omsætningen per medarbejder er steget i nogenlunde samme takt. Flere af de nye restaurantåbninger sker nu i mindre byer, hvor omsætningen per restaurant er lavere men profitabiliteten omvendt er højere. Dertil fik Yum China under pandemien dygtigt genforhandlet sine lejevilkår med det resultat, at lejeudgifterne som en procentdel af omsætningen er faldet med mere end et procentpoint.

Samlet set er de tre største faste omkostningsposter blevet reduceret med hele 20-25 procent siden 2019. Som det fremgår af tabellen ovenfor, har dette gjort det muligt for Yum China at øge driftsmarginerne til trods for en høj encifret løn- og omkostningsinflation og trods det høje tempo, hvormed der åbnes nye restauranter, som fortsat kortsigtet tynger indtjeningsmarginen for den gennemsnitlige restaurant i selskabet. Yum China åbner mellem 1.800 og 2.250 nye restauranter om året, oven i de eksisterende omkring 14.000, og de nye restauranter når ikke op på selskabets gennemsnitlige marginer inden for de første 1-2 år. Det betyder, at omkring 20 procent af restaurantbasen løbende er for ung til at levere driftsresultater på niveau med de modne restauranter. Vi bifalder i høj grad ledelsens fortsatte investeringer i nye restaurantåbninger, da afkastet på den investerede kapital på omkring 35 procent på disse restaurantåbninger skaber stor økonomisk værdi for os som medejere.

Frem mod 2026 planlægger Yum China at investere op til 3 milliarder amerikanske dollars i den omtalte udvidelse af restaurantnetværket. Derudover vil der blive investeret op til 2 milliarder amerikanske dollars i fortsat digitalisering, automatisering af processer og optimering af forsyningskæder og infrastruktur. Med tanke på Yum Chinas stærke historiske resultater indenfor ekspansion, digitalisering og optimering af forsyningskæder samt et gennemsnitligt afkast på den investerede kapital på over 40 procent over de sidste fem år hilser vi Yum Chinas fortsatte geninvesteringer i sit enorme forretningspotentiale velkommen.

Vi er naturligvis begejstrede for, at Yum Chinas forretning tilbyder så attraktive afkast på investeringerne i nye restaurantåbninger, samtidig med at der er et stort uudnyttet potentiale for yderligere ekspansion. Med en kontantbeholdning på over 4 milliarder amerikanske dollars og voksende frie pengestrømme, som allerede udgør over 1 milliard amerikanske dollars om året, er Yum China imidlertid noget overkapitaliseret, selv efter ekspansionsstrategien er finansieret. I forbindelse med dets investordag meddelte Yum China, at selskabet vil udlodde 3 milliarder amerikanske dollars til aktionærerne via aktietilbagekøb og udbytte frem mod 2026. Vi bifalder, at ledelsen ikke vælger at sidde på en kontantbeholdning, som den ikke har brug for. Ved den aktuelle markedsværdi og i lyset af selskabets langsigtede operationelle muligheder og driftsudsigter ville det dog efter vores vurdering være yderst værdiskabende at gennemføre endnu større aktietilbagekøb endnu hurtigere.

Efter endnu et år præget af overbevisende operationel eksekvering er vi fortsat begejstrede over Yum Chinas enorme ekspansionsmuligheder med attraktive afkast på den investerede kapital, udsigterne til tocifret omsætningsvækst samt mulighederne for at løfte indtjeningsmarginerne som følge af skalafordele og digitalt drevne effektiviseringer. Med udsigt til en årlig vækst i indtjeningen per aktie og frie pengestrømme på omkring 15 procent finder vi Yum China særdeles attraktivt prisfastsat ved en fri pengestrømsrente på næsten 7 procent justeret for kontantbeholdningen ved udgangen af 2023.

Bud APAC – Svag kursudvikling trods solid driftsfremgang

Budweiser APAC leverede solide organiske driftsresultater i Kina i de første tre kvartaler af 2023 med en volumenvækst på 6 procent, en omsætningsvækst på 13 procent og en vækst i driftsindtjeningen før afskrivninger på 15 procent. Efter et 2022, der i Kina var hæmmet af nedlukningerne i forbindelse med pandemien, var selskabet i 2023 positivt påvirket af genåbningen af det kinesiske marked, der med 75 procent af omsætningen og omkring 80 procent af driftsindtjeningen er selskabets vigtigste geografiske marked. Vi glæder os over, at skiftet mod luksusøl fortsatte, og forbrugernes stigende præference for dyrere øl resulterede i en stigning i de gennemsnitlige salgspriser på 6 procent. Hvor Budweiser APACs solgte mængder nu er tilbage på 2019-niveau, er omsætningen, justeret for valutaudsving og frasalget af dets australske datterselskab i efteråret 2019, nu 13 procent højere som følge af, at skiftet mod et øget salg af dyrere øl er fortsat gennem perioden.

Budweiser APAC oplevede kortvarige udfordringer grundet afgiftsforhøjelser i Sydkorea, som er selskabets næststørste marked med en andel af driftsindtjeningen på næsten 20 procent. Vi var glade for, at selskabet i oktober hævede priserne med næsten 7 procent for at opveje afgiftsstigningen, og vi var endnu gladere for at se, at konkurrenterne hurtigt fulgte trop med lignende prisforhøjelser, hvilket for os indikerer, at der ikke kommer yderligere priskonkurrence. Vi undrer os fortsat over det nedadgående pres på Budweiser APACs aktiekurs, som faldt med 41 procent i 2023, men vi sætter stor pris på, at kursfaldet har gjort det muligt for os at øge vores beholdning på attraktive kursniveauer, idet Budweiser APAC er værdiansat til en fri pengestrømsrente på næsten 7 procent justeret for kontantbeholdningen ved udgangen af 2023. Med udgangspunkt i selskabets stærke portefølje af ølmærker, omfattende distributionsnetværk på tværs af dets markeder og klare konkurrencemæssige fordele indenfor digitalisering er vi tilfredse medejere af Budweiser APAC, som genererer et højt afkast på den investerede kapital (eksklusive immaterielle aktiver) på over 100 procent og attraktive driftsmarginer på omkring 20 procent. Vi forventer, at Budweiser APAC vil levere den højeste marginvækst blandt alle de største globale bryggerier i de kommende ti år og en indtjeningsvækst i omegnen af 15 procent om året.

St. James's Place – Uventet nyt, men det vigtigste er uforandret

I oktober meddelte vores britiske formuerådgiver St. James's Place, at selskabet ville tilpasse sin gebyrstruktur til industristandarderne og justere gebyrerne med henblik på at sikre sin langsigtede konkurrenceevne og overholde det politisk motiverede forbrugerbeskyttelsestiltag, "Consumer Duty", som det britiske finanstilsyn (Financial Conduct Authority) lancerede i august 2023.

Meddelelsen fra St. James's Place markerede afslutningen på en tre-måneders periode, hvor selskabet udpegede en ny administrerende direktør, Mark FitzPatrick, og for første gang i mere end 30 år ændrede sine gebyrer. Ændringerne udløste nervøsitet på aktiemarkedet, og aktien faldt med næsten 50 procent i løbet af disse tre måneder.

Vi undervurderede, hvor langt myndighederne ønskede at gå. Allerede før ændringerne lå St. James's Places gebyrer under gennemsnittet for industrien, men det viste sig ikke at være nok for det britiske finanstilsyn. Som industriens ledende spiller forekommer St. James's Place at have været de første til at forsøge at tyde de politisk motiverede myndigheders hensigter. Det er vores opfattelse, at St. James's Places nye gebyrstruktur, efter en vanskelig proces, nu er i overensstemmelse med myndighedernes krav og hensigter.

Nu, hvor støvet har lagt sig, føler vi os overbevist om, at St. James's Places forretningsmodel er uforandret, fortsat står stærkt og ikke har lidt skade. Som det førende selskab i en attraktiv industri, der understøttes af stærke og langsigtede vækstdrivere, er St. James's Places kvalitetsforretning gunstigt positioneret til at vinde yderligere markedsandele, samtidig med at den genererer betydelige og forudsigelige frie pengestrømme. Vi forventer, at de frie pengestrømme vil vokse med 12-14 procent om året i perioden frem til 2029 – med yderligere potentiale fra effektiviseringer i den såkaldte "kontrollerbare" omkostningsbase. Det direkte udbytteafkast er fortsat attraktivt på omkring 7 procent, og den frie pengestrømsrente ligger på over 11 procent. Selskabets markedsværdi udgør blot 2 procent af den rådgivne formue, som har en kundefastholdelsesgrad på over 95 procent. Selskabet er endvidere værdiansat til en rekordhøj rabat på 55 procent i forhold til værdien af den forretning St. James's Place allerede har på bøgerne. Det betyder, at den eksisterende forretning kan erhverves til under halv pris, samtidig med at man får al fremtidig ny forretning gratis med i købet. St. James's Place har haft tilgang af ny kapital fra sine kunder *i hvert eneste kvartal igennem mere end 20 år*, hvilket i vores optik gør prisfastsættelsen endnu mere attraktiv.

Allerede før det britiske finanstillsyns indgreb var aktien markant undervurderet, og selvom justeringen af gebyrstrukturen reducerede værdien af selskabets eksisterende forretning med 16 procent, var kursfaldet på knap 50 procent efter vores vurdering en klar overreaktion. Uanset hvilken værdiansættelsesmetode vi anvender, er selskabet markant undervurderet, og i lyset af den robuste forretningsmodel og de attraktive langsigtede operationelle perspektiver øgede vi vores beholdning betydeligt i løbet af det turbulente andet halvår af 2023.

Mark FitzPatrick, den nyligt udpegede administrerende direktør, kommer med en imponerende viden og erfaring inden for den britiske finansielle sektor. Særligt bemærkelsesværdige er hans solide resultater med at effektivisere Prudential Plc, hans gode forbindelser på alle niveauer inden for det britiske finansielle økosystem og hans omdømme som en stærk og troværdig kommunikator. Foruden et løft af selskabets kommunikation ligger den nemmeste og mest potente værdiskabelsesmulighed for langsigtede aktionærer i en omlægning af udbytte til aktietilbagekøb. En anden lavthængende frugt er at afsøge effektiviseringsmulighederne i St. James's Places "kontrollerbare" omkostningsbase på 300 millioner pund. Vi anerkender, at det britiske makroøkonomiske miljø udgør en kortsigtet udfordring, men som medejere siden starten af 2015 har vi stort kendskab til forretningens robusthed og tilsvarende stor tiltro til, at St. James's Place fortsat er i stand til at håndtere kortsigtede bølgeskulp. Som langsigtede medejere af St. James's Place er vi blevet godt belønnet af Storbritanniens førende digitale opsparingsplatform igennem det meste af et årti, og det forventer vi også at blive fremover.

Ringkjøbing Landbobank, Tryg og Topdanmark

I vores danske portefølje øgede vi vores beholdninger i Ringkjøbing Landbobank, Tryg og Topdanmark, da kursudviklingerne ikke afspejlede fremgangen i selskabernes indtjeningsevne og langsigtede frie pengestrømme.

Ringkjøbing Landbobank nød i 2023 godt af det stigende renteniveau, hvilket førte til tre opjusteringer af selskabets resultatforventninger i løbet af året og en stigning i nettorenteindtægterne på mere end 900 millioner kroner, svarende til et løft på mere end 50 procent. Når det kombineres med bankens stærke omkostningsdisciplin, er omkostningsniveauet faldet til kun at udgøre omkring 25 procent af indtægterne – og dermed en forbedring fra et allerede ledende niveau på 31 procent. I 2023 voksede indtjeningen efter skat da også med knap 45 procent hvilket resulterede i en egenkapitalforrentning på mere end 20 procent. Trods dette var aktieafkastet på Landbobanken blot fem procent, inklusive geninvesterede udbytter, gennem 2023.

For vores danskbaserede skadesforsikrings-selskaber, Tryg og Topdanmark, trak rekordhøje vejrskader overskrifter som følge af det vejrsmæssige vådeste år i Danmarks historie. Sådanne begivenheder, eller i dette tilfælde flere begivenheder, kan skabe udsving i de rapporterede resultater, men ændrer alt andet lige ikke på den forventede langsigtede indtjeningsudvikling. Vi vil

faktisk forvente, at forsikringselskaberne vil benytte lejligheden til at pristilpasse relevante forsikringer, og dermed have mulighed for at øge sine præmieindtægter. Hvis man ser igennem støjen fra niveauet af vejr- og storskader, så har der ikke været nogen betydelig ændring i selskabernes indtjeningsevne. Tryg og Topdanmarks betydelige pricing power har resulteret i pæne prisstigninger som følge af kontraktuelle inflationsreguleringer og fortsatte fastholdelsesgrader på 90 procent.

Justeret for de store vejrskader er det vores vurdering, at selskaberne som minimum har fastholdt indtjeningsevnen, og vi forventer, at denne vil fortsætte med at blive forbedret fremover. Selskaberne har vokset indtjeningen per aktie med høje encifrede vækstrater over de sidste fem og ti år, og med kursfald på henholdsvis 7 og 4 procent for Tryg og Topdanmark ser vi det risikostregerede afkastpotential for dem begge som værende forbedret, hvorfor vi øgede vores beholdninger gennem 2023.

DSV – Høj kvalitet erstattet med endnu højere kvalitet

I oktober bød vi speditjonsvirksomheden DSV velkommen tilbage i den globale portefølje, hvor selskabet erstattede konkurrenten Expeditors International. DSV er fortsat i den danske portefølje.

Vi har altid sat pris på forretningsmodellen for speditører. I tillæg til en langsigtet underliggende vækst i efterspørgslen efter speditjonsydelser øger industriens førende aktører deres langsigtede indtjening med forudsigelige tocifrede vækstrater gennem en kombination af øgede markedsandele og skalafordele, der opnås ved en lavere vækst i personale-, IT- og kapacitetsomkostninger. Takket være deres kapitallette balancer og fleksible omkostningsbaser har speditørerne en veldokumenteret evne til at konvertere regnskabsmæssig indtjening til frie pengestrømme. Desuden har speditørerne høje afkast på den investerede kapital og en modstandsdygtighed mod ændringer i det makroøkonomiske miljø, som vi senest så demonstreret under pandemien og tidligere under den globale finanskriser.

Målt på operationelle resultater såvel som ledelsesmæssig eksekvering og implementering har DSV igennem de sidste ti år udviklet sig til at være den ledende aktør i industrien. "Konverteringsmarginen" angiver den andel af bruttoindtjeningen, som en speditør omdanner til driftsindtjening, og tallet tjener således som et udtryk for speditørens operationelle effektivitet. Målt på denne parameter har DSV et forspring i forhold til konkurrenterne på et godt stykke over 10 procentpoint, hvilket afspejler selskabets yderst effektive IT-plattform samt dets utrættelige jagt på omkostningsbesparelser.

Vi er som udgangspunkt skeptiske, når selskaber forsøger at skabe værdi for aktionærerne ved hjælp af opkøb, men DSV er undtagelsen, der bekræfter reglen. DSV har igennem mange år bevist sin evne til konsekvent at skabe værdi for sine medejere via opkøb med udgangspunkt i sin disciplinerede tilgang til prisfastsættelse og afgivelse af bud, sin kompetente eksekvering af integrationsprocessen og sit vedholdende fokus på omkostningssynergier og -effektivisering. Takket være dets meget skalerbare IT-plattform og løbende driftsoptimeringer har DSV konsekvent formået at reducere de tilkøbte virksomheders omkostningsbaser markant og samtidig høste skalafordele i form af eksempelvis en forbedret forhandlingsstyrke over for leverandører og et styrket serviceudbud over for kunderne. Med udgangspunkt i de overbevisende historiske resultater er vi trygge ved, at DSV i øjeblikket undersøger mulighederne for at overtage branchens tredjestørste aktør, tyske DB Schenker, som næsten er på størrelse med DSV målt på forretningsomfang og antal medarbejdere, men som målt på driftsindtjening kun er halvt så store som DSV.

DSV's operationelle styrke er tæt forbundet med selskabets mangeårige direktion og bestyrelse. Efter at have været i DSV siden 1998 og bestridt posten som administrerende direktør siden 2008 gav Jens Bjørn i 2024 stafetten videre til Jens Lund. I sine 15 år på posten som administrerende direktør har Jens Bjørn styret DSV på selskabets imponerende værdiskabelsesrejse i tæt

samarbejde med viceadministrerende direktør Jens Lund. I DSV's historiebøger vil Jens Bjørn for eftertiden stå som en kompetent og succesfuld administrerende direktør.

Efter 19 år som finansdirektør skiftede Jens Lund i 2021 til posten som driftsdirektør og viceadministrerende direktør. Jens Lund har altid haft et skarpt fokus på driften, og dette fokus flytter nu med ind i hjørnekontoret. Vi forventer, at Jens Lund fortsat vil have stort fokus på at udvikle og optimere DSV's drift, digitale strategi og globale infrastruktur, samtidig med at der skabes både organisk og tilkøbt vækst. Vi betragter DSV's IT-systemer, høje datakvalitet og standardiserede og strukturerede produktudbud som meget væsentlige konkurrencemæssige fordele i den daglige drift og i forbindelse med overtagelse og integration af mindre strømlinede og mindre effektive konkurrenter. Med sin energi og sin utrættelige jagt på optimeringsgevinster har Jens Lund været afgørende for DSV's succes igennem de sidste 20 år, og vi er meget entusiastiske omkring hans muligheder for at bidrage endnu mere til DSV i sin nye rolle som administrerende direktør.

Direktørskiftet blev meldt ud i forbindelse med meddelelsen om, at DSV har indgået en mangeårig joint venture-aftale med Saudi-Arabiens Public Investment Fund (PIF), hvor DSV skal være eneleverandør af logistikydelser til NEOM, en kommende millionby i Saudi-Arabien. Direktørskiftet var uventet, og eftersom aftalen er af en betragtelig størrelse og kræver opstartsinvesteringer, som ligger udover DSV's normale kapitallette standarder, udløste det et aktiekursfald på grund af forvirring og usikkerhed.

Selvom vi anerkender, at langvarige byggeprojekter er forbundet med risiko for forsinkelser, betragter vi joint venture-aftalen som værdiskabende med både betydeligt potentiale og statsgaranteret risikobeskyttelse. I takt med at der bliver mulighed for sale-and-lease-back-aftaler, vil DSV kunne fjerne opstartsinvesteringerne fra balancen, og i mellemtiden vil investeringerne være beskyttet mod økonomiske risici via forskellige put-optioner og aftagerkontrakter med PIF. Vi er overordnet set trygge ved aftalens risikoprofil og optimistiske omkring dets langsigtede forretningsperspektiver. Hvis alt går efter planen, vil joint venturet med tiden realisere et driftsoverskud, der overstiger indtjeningen i DSV's næststørste division, Solutions.

For os at se udgjorde uroen i forbindelse med direktørskiftet og meddelelsen om joint venturet en fantastisk mulighed for at udskifte én fremragende speditørvirksomhed (Expeditors), med en endnu bedre (DSV). Muligheden opstod endda til yderst attraktive relative værdiansættelser, idet DSV's mangeårige præmie i forhold til Expeditors pludselig forsvandt på grund af den forbigående støj.

Tabel 4: Øget kvalitet i vores speditøreksposering

	Afkast på den investerede kapital eksklusiv goodwill	Årlig indtjeningsvækst			Konverteringsmargin
		1 år	5 år	10 år	
DSV +	87,2%	-19,9%	25,2%	21,9%	41,3%
Expeditors -	70,8%	-44,4%	10,7%	12,1%	29,8%

Note: En approksimation for det totale aktionærafkast er summen af den årlige indtjeningsvækst og udbytteafkastet. Det nuværende udbytteafkast for DSV og Expeditors er henholdsvis 0,7 og 0,9 procent.

Kilde: BLS Capital og FactSet

DSV bærer førertrøjen i speditørisindustrien målt på både profitabilitet og afkast på den investerede kapital (eksklusive immaterielle aktiver) og har øget indtjeningen og pengestrømmene per aktie med mere end 20 procent om året igennem de sidste ti år. Dette er sket på baggrund af en kombination af yderst proaktiv og stabil omkostningsstyring og en velsmurt opkøbsstrategi, samtidig med at disciplinen er fastholdt i forhold til at udlodde overskydende kapital til aktionærene, primært i form af aktietilbagekøb. Vi er glade for at kunne byde DSV velkommen tilbage i vores globale portefølje.

Better Collective – Ny i den danske portefølje

I årets sidste kvartal blev Better Collective en del af vores danske portefølje i forbindelse med at selskabet fjøede en dansk børsnotering til sin eksisterende notering i Sverige. Better Collective blev

grundlagt i 2004 af gymnasiekammeraterne Jesper Søgaard og Christian Kirk-Rasmussen, der fortsat leder virksomheden med passion og højt, langsigtet engagement. Med hovedkontor i København opererer Better Collective på tværs af mere end 20 lande rundt om i verden, og er i dag et af verdens førende digitale sportsmedier. Jesper og Christian ejer hver lige under 20 procent af Better Collective, og dermed sidder den øverste ledelse helt i samme båd som os øvrige medejere.

Med cirka 180 millioner månedlige besøgende på selskabets hjemmesider er Better Collective verdens fjerdestørste digitale sportsmediegruppe, kun overgået af amerikanske ESPN med 750 millioner og CBS Sports og Yahoo Sports, som begge har omkring 200 millioner månedlige besøgende. På Better Collectives hjemmesider kan man læse analyser og blive informeret dybdegående om en række forskellige sportsgrene i populære ligaer, såsom Premier League, NFL og NBA, og skulle man få lyst til at spille på kampenes resultat kan man sammenligne odds fra de forskellige spiludbydere, såsom Bet365 og Unibet.

Udover abonnementer til særligt indhold og services på selskabets hjemmesider, kommer Better Collectives omsætning fra salg af reklameplads og henvisning af trafik. Jo mere trafik der går gennem Better Collectives hjemmesider, jo mere tjener de på henvisninger, reklamer og abonnementer. Better Collective er eksperter i at få deres hjemmesider til at stå øverst når sportsinteresserede søger efter indhold på internettet. Når indholdet desuden er af høj kvalitet, betyder det, at Better Collectives hjemmesider får mere trafik end konkurrenternes, og at trafikken i højere grad er tilbagevendende. Fordi Better Collective har flere indtægtskilder per besøgende er trafikken mere værd for Better Collective end for nogen anden.

Better Collectives markedsledende evne til at maksimere værdien af trafik, gør at et givent sportsmedie stort set altid er mest værd, når det ejes af Better Collective. Det giver derfor ofte mening for Better Collective at opkøbe sportsmedier, som næsten uundgåeligt erhverves til lavere priser end den værdi de repræsenterer under Better Collectives ejerskab.

Eksempelvis købte Better Collective i 2021 det hollandske fodboldsite, Soccernews.nl, som ved købet havde cirka 10 millioner månedlige besøgende. Et år senere havde Better Collective fordoblet trafikken og øget omsætningen til det femdobbelte. Vi er normalt skeptiske overfor selskaber, der forsøger at skabe værdi via opkøb, men i Better Collectives tilfælde er værdiskabelsen ved opkøb både særdeles håndgribelig og betydelig. Med 34 opkøb siden 2017 er vi trygge ved ledelsens evne til at vurdere og eksekvere værdiskabelsesmulighederne i den svære disciplin. I november annoncerede Better Collective opkøbet af Playmaker Capital, som ejer en række sportsmedier i Nord- og Sydamerika. Hvis opkøbet bliver endeligt godkendt mere end fordobles Better Collectives månedlige besøgstal til omkring 400 millioner. Udover at gøre Better Collective til verdens næststørste sportsmedieselskab vil det styrke Better Collectives position på de amerikanske og latinamerikanske vækstmarkeder med mulighed for at øge værdien af det tilkøbte betragteligt.

Gennem en kombination af organisk vækst og opkøb har Better Collective øget sit salg og overskud fra driften med mere end 40 procent om året i gennemsnit siden 2012. I 2023, forventer selskabet en omsætning på cirka 320 millioner euro og et overskud fra driften før afskrivninger og amortiseringer på cirka 110 millioner euro. Frem mod 2027 forventes stigende profitabilitet og en omsætningsvækst på i gennemsnit 20 procent om året. På baggrund af den betydelige omsætningsvækst fra henvisninger foretaget i 2022 og 2023 som Better Collective endnu har til gode at se betalingerne for, selskabets stærke og styrkede position på de syd- og nordamerikanske vækstmarkeder og muligheden for at øge indtægterne fra særligt reklamesalget betragteligt, ser vi gode muligheder for, at Better Collectives omsætningsvækst kan blive endnu højere.

Better Collective er en kapitallet forretning, og omkring 90 procent af selskabets driftsoverskud bliver til frie pengestrømme fra driften. Aktiemarkedet værdiansætter Better Collectives betydelige og hurtigt voksende pengestrømme til en fri pengestrømsrente på lige under otte procent, hvilket vi finder særdeles attraktivt – særligt i lyset af de høje vækstudsigter. I forbindelse med Better Collectives børsnotering i Danmark i november 2023 var vi derfor glade for endnu engang at kunne

følge et af Charlie Mungers tidløse investeringsråd: "When the odds are greatly in your favor, bet heavily".

Coloplast og Royal Unibrew – Spørgsmålstegn til kapitalallokeringen

Kapitalen, som vi placerede i Better Collective, kom blandt andet fra Coloplast og Royal Unibrew, som blev solgt ud af den danske portefølje med baggrund i selskabernes kapitalallokeringsbeslutninger og ledelsesfokus.

Hos Coloplast er vi fortsat begejstrede for selskabets attraktive og værdiskabende kerneforretninger indenfor stomi og kontinens, og vi er overbevist om, at selskabets investeringer i de næste generationer af stomi- og kontinensprodukter vil generere attraktive langsigtede afkast til selskabets aktionærer. Vi er derimod ikke overbeviste om, at de seneste års betydelige opkøb udenfor kerneforretningen er fornuftige og værdiskabende kapitalallokering. Opkøbene er foretaget til et væsentligt lavere afkast på den investerede kapital end kerneforretningerne leverer, og samtidig kræver de ledelsens tid og fokus. Særligt bekymrede blev vi, da Coloplast i juli annoncerede at de ville udstede nye aktier for ni milliarder kroner (svarende til en udvidelse af aktiekapitalen på seks procent) for at finansiere opkøbet af det islandske sårplejeselskab, Kerecis. Kerecis sælger forarbejdet fiskeskind i det nye og hurtigt voksende marked for biologiske sårplejeprodukter, hvor det endnu er usikkert hvilken teknologi, der vil ende med at blive den markedsledende. Synergierne mellem Kerecis og Coloplasts øvrige sårplejeforretning er stærkt begrænsede, og usikkerheden om Kerecis' fremtidige indtjening er for os betydelig. Vi har fortsat svært ved at se Coloplast som en langsigtet vinder på markedet for sårpleje.

Hos Royal Unibrew er vi ligeledes fortsat begejstrede for kerneforretningen, men bekymrede for om selskabets ledelseskapacitet er tilstrækkelig til at sikre værdiskabelsen i forbindelse med selskabets mange og spredte opkøb. Siden det succesfulde opkøb af finske Hartwall i 2013 er Royal Unibrew gået ind på ni nye markeder via ti betydelige akquisitioner – heraf seks siden 2020. Senest blev Vrumona, der er nummer to på det hollandske sodavandsmarked, købt fra Heineken i 2023, mens Norges næststørste brygger, Hansa Borg, blev købt i 2022. Synergierne mellem opkøbene og Royal Unibrews eksisterende forretning er blevet sværere og sværere at få øje på. Vi har løbende udfordret Royal Unibrews ledelse på om selskabets ledelseskapacitet er tilstrækkelig sammenholdt med selskabets hastige akquisitive ekspansion - vi er ikke overbeviste, om at det er tilfældet.

Sydbank – Solgt ud af den danske portefølje grundet attraktive alternativmuligheder

Vi frasolgte vores mindre beholdning af Sydbank-aktier, og vores beholdninger inden for banksektoren er nu begrænset til Ringkjøbing Landbobank og Grønlandsbanken. Sydbank leverede stærke driftsmæssige resultater i 2023, hvor forventningerne til resultatet efter skat blev opjusteret hele fire gange i løbet af året, og resulterede i en stigning på mere end 1.200 millioner kroner eller mere end 65 procent baseret på ledelsens seneste udmelding. Frasalget skyldes, at vi fandt mere attraktive investeringsmuligheder andetsteds.

Kina var det mindst populære sted at investere – trods uforandrede, solide langsigtede perspektiver

Siden 2011 har vi altid kommenteret på Kina i vores årsbreve, og vores syn på de langsigtede udsigter for den kinesiske økonomi og den kinesiske forbruger har igennem tiden været upåvirket af den kortsigtede, evigt skiftende nyhedsstrøm. Selv i lyset af de aktuelle makroøkonomiske udfordringer i Kina anser vi udviklingen i begge disse faktorer for positiv for langsigtede investorer. Da værdiansættelserne af kinesisk eksponerede selskaber desuden er meget attraktive, er primært vores globale portefølje fortsat eksponeret mod Kina.

I vores 2011-årsbrev til medinvestorerne skrev vi følgende om Kina under overskriften "Fortsat væsentlig vækst i udviklingslande":

"Kan man forlange en fortsat vækst i væksten? I Kina var den økonomiske realvækst 10 procent i 2010, og i 2011 nåede den "kun" 9 procent. Nok til at skabe bekymringer

på aktiemarkedene. Samtidig opstod der tvivl om holdbarheden af det kinesiske vækstboom som følge af en opbremsning i ejendomspriserne og et markant fald i antallet af ejendomshandler. Desuden viste der sig kapitalproblemer i den kinesiske banksektor, og et stort sort lånemarked udenfor det etablerede banksystem bidrog yderligere til nervøsiteten på aktiemarkedene.

Omvendt er den kinesiske middelklasse i hastig vækst, og i takt med denne udvikling vil privatforbruget - efter vores opfattelse - vokse markant, lige som det er tilfældet i andre udviklingsøkonomier. Kineserne anvender fortsat mindre end 1/3 af det kinesiske bruttonationalprodukt til privat forbrug. Til sammenligning er det amerikanske privatforbrug omkring 2/3 af bruttonationalproduktet, så her ligger et stort fremtidigt potentiale.

Væksten i Kina og i andre udviklingslande er fortsat væsentlig højere end i USA, Europa og Japan. Alligevel har bekymringerne omkring den kinesiske vækst sat sine tydelige spor med væsentlige kursfald på børserne i Shanghai og Hongkong. BLS Invests porteføljeselskaber som er eksponeret mod udviklingslandene oplevede dog fortsat en væsentlig fremgang i både omsætning, driftsindtjening, frie pengestrømme og udbytter. Og vi vurderer, at udsigterne for den fremtidige vækst er gode.”

Siden 2011 har markedets holdning til Kina ændret sig mange gange, alt imens landets bruttonationalprodukt er vokset hurtigt og er blevet omkring 2,5 gange større. I 2017 og 2020 klarede MSCI China-indekset sig markant bedre end MSCI AC World-indekset, mens det modsatte gjorde sig gældende i 2021. I 2023 var det absolut ikke populært at investere i Kina, og MSCI China-indekset faldt med næsten 14 procent, hvilket stod i skarp kontrast til MSCI AC World-indeksets stigning på 19 procent.

I slutningen af oktober 2023 offentliggjorde Bank of America sin kendte kapitalforvalterundersøgelse, hvor 259 kapitalforvaltere med samlet 664 milliarder dollars under forvaltning delte deres forventninger til markedet og fortalte om deres porteføljeeksponering. “Ikke at eje aktier i Kina” var det næstmest populære investeringstema, kun overgået af “at være overvægtet i Big Tech”. S sammensætningen af vores globale portefølje er bestemt ikke i tråd med de populære investeringstemaer.

Den langsommere end forventede genåbning af den kinesiske økonomi efter pandemien, forværringen af forholdet mellem USA og Kina og voksende bekymringer om en opbremsning i kinesisk økonomi var de tre primære faktorer bag det finansielle markedes skepsis overfor Kina.

Også i oktober 2023, en måned før hans død og kun tre måneder før hans 100-års fødselsdag, gav den navnkundige Charlie Munger et interview i forbindelse med en middag i sit private hjem. Adspurgt om sit syn på Kina og Munger-porteføljens 18 procent store eksponering mod Kina svarede Charlie Munger (oversat fra engelsk):

“Udsigterne for den kinesiske økonomi for de kommende 20 år er bedre end for stort set alle andre større økonomier. Kinas førende selskaber er stærkere og bedre end stort set alle andre førende selskaber noget sted i verden, og de er langt billigere prissat”.

Helt i tråd med Charlie Mungers udtalelser er vores Kina-eksponerede selskaber alle af høj kvalitet. Hvor aktiemarkedets narrativ i øjeblikket synes at være styret af bekymringer omkring den økonomiske udvikling på kort sigt, er det vores forventning, at den kinesiske økonomis langsigtede strukturelle udvikling vil understøtte vores markedsledende selskaber med eksponering til Kina markant på længere sigt.

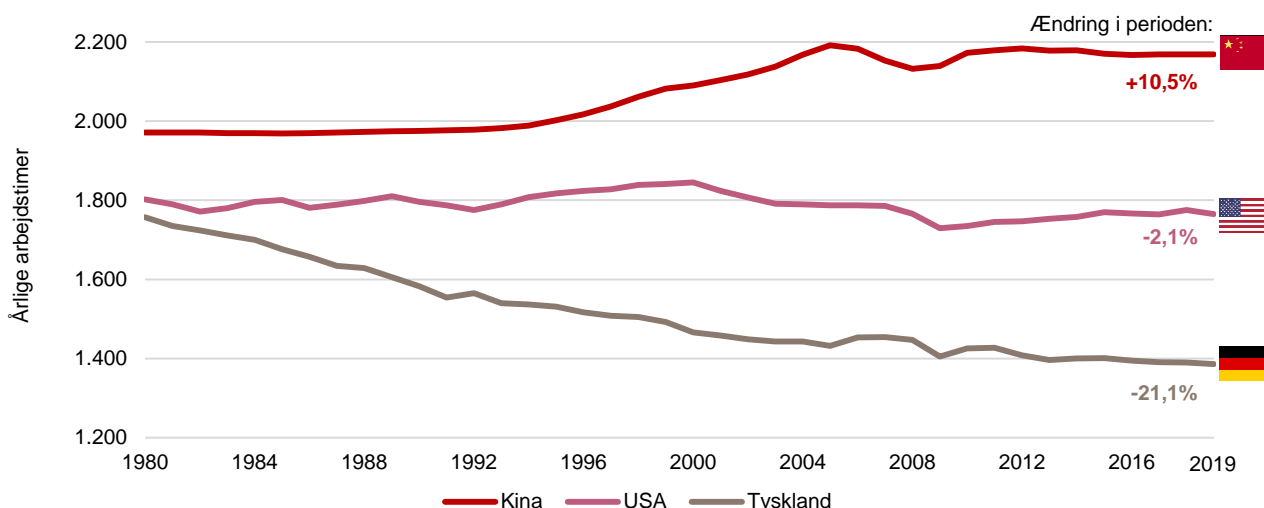
Vi er fortsat overbeviste om, at selskaber eksponeret mod det kinesiske forbrug vil få massiv og langvarig støtte fra:

- ... de mange hårdtarbejdende, højtuddannede og ambitiøse kinesere ...
- ... der flytter fra landet og ind til byerne ...
- ... for at udføre mere og mere værdiskabende arbejde til en langt højere løn ...
- ... som de i stigende grad vil bruge på dyrere forbrugsvarer ...
- ... mens landets regering får styr på de aktuelle konjunkturbestemte udfordringer relateret til den store gæld i lokal valuta og den faldende forbrugertilid.

I sin nytårstale den 1. januar 2024 lovede Xi Jinping at styrke Kinas økonomiske momentum og skabe flere jobs i anerkendelse af at nogle virksomheder og borgere havde et vanskeligt 2023. Samme dag understregede Xi Jinping - i et brev til Joe Biden - de positive resultater af de diplomatiske forbindelser mellem Kina og USA igennem de seneste 45 år, som har været med til at sikre fred og velstand i verden. I brevet udtrykte Xi Jinping ligeledes sit ønske om, at de to lande skulle stræbe efter fortsat "fredelig sameksistens".

Hvis vi betragter Kina med de lange briller, ser vi et højtuddannet, hårdtarbejdende og ambitiøst folk, hvis økonomi understøttes af stærke sociale og makroøkonomiske dynamikker, og som løbende øger værdien af deres produktion og dermed deres forbrugsevne.

Figur 2: Den kinesiske befolkning arbejder mest



Kilde: BLS Capital og Groningen Universitet

Kinas politiske ledelse har et klart og stærkt incitament til at opretholde gode og konstruktive internationale handelsforbindelser – ikke mindst med USA – og til fortsat at understøtte landets økonomi og befolkning med henblik på at nå det langsigtede mål om øget "Fælles Velstand" ("Common Prosperity"). For os at se vil disse strukturelle dynamikker og incitamenter dominere de kortsigtede konjunkturudsving, og det er det, vi lægger vægt på som langsigtede investorer.

Fortsat solid operationel eksekvering fra vores Kina-eksponerede selskaber

I 2023 blev vores langsigtede tiltro til Kina underbygget af vores Kina-eksponerede selskabers fortsatte solide driftsresultater. Beskrivelsen af udviklingen i Yum China og Bud APAC tidligere i dette investorbrev er eksempler på dette.

De øvrige af vores selskaber, som er eksponeret mod den voksende kinesiske middelklasse og dennes stigende disponible indkomster, fortsatte ligeledes med at øge indtjeningen og pengestrømmene. Dette gjorde de samtidig med, at de investerede massivt i deres forretninger med yderst attraktive tilbagebetalingsperioder med henblik på at sætte yderligere skub i indtjeningsvæksten. Nedenfor beskriver vi kort de fremskridt, som nogle af vores selskaber med en mindre udtalt eksponering mod Kina gjorde i løbet af 2023.

LVMH oplevede en imponerende vækst i Kina i 2023. Selskabets største forretningsområde, mode- og lædervarer, realiserede tocifret vækst i Kina i 2023, og LVMH vurderer, at salget til de kinesiske forbrugere af luksusvarer lå 40-50 procent højere i 2023 sammenlignet med 2021, som allerede var over niveauet fra 2019. Dette svarer til en imponerende gennemsnitlig årlig vækstrate på omkring 10 procent til trods for nedlukningerne under pandemien og en efterfølgende aftagende, men fortsat høj, efterspørgsel. Efter 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.

Før pandemien stod Kina (inklusive Hongkong, Macau og Taiwan) for næsten 20 procent af sportsbrandet Nikes globale omsætning, og med pandemien bag os nærmer Nikes salg til Kina sig nu igen de historiske niveauer målt i procent af omsætningen. Nike har en klart markedsledende position inden for dyrere sportsprodukter i Kina i kraft af sit meget stærke brand og generelt højere prisniveauer. Det, at selskabet henvender sig til en mere stabil indkomstgruppe, bidrager til brandets robusthed og driftsmæssige resultater i Kina.

Kina udgør en større andel af Nikes driftsindtjening end af omsætningen, hvilket kan tilskrives de højere bruttomarginer i et marked karakteriseret ved mere digitalt kyndige forbrugere. Det digitale salg giver som regel højere marginer, da det ofte er direkte til forbrugeren uden mellemlid og indeholder en større andel af varer solgt til fuld pris, da Nike har bedre kontrol over priserne i denne salgskanal. Driftsmæssigt har Nike klaret sig bedre end konkurrenterne, særligt ved at få kontrol over lageret i såvel egne som dets distributørers varehouse efter pandemien. I forbindelse med selskabets kapitalmarkedsdag i 2017 udtrykte ledelsen forventninger om en omsætningsvækst på 13-17 procent i Kina. I perioden 2017-2021 realiserede Nike en imponerende organisk omsætningsvækst på 18 procent om året i Kina, og vi er fortsat begejstrede over selskabets langsigtede vækst- og værdiskabelsespotentialer i landet.

Kina er kaffekæden Starbucks' næststørste marked med næsten 10 procent af omsætningen, kun overgået af det amerikanske marked, som tegner sig for mere end 70 procent af den samlede omsætning. Ved udgangen af regnskabsåret der sluttede i oktober, kunne Starbucks konstatere, at det underliggende salg i Kina var steget med 5 procent i årets sidste kvartal på baggrund af en stigning i antallet af besøgende på 8 procent og et fald i værdien per ordre på 3 procent. Starbucks stoppede med at oplyse profitabiliteten i Kina i 2019, men takket være en mere gunstig omkostningsstruktur og et voksende forretningsomfang ligger kædens overskudsgrad i Kina væsentligt over niveauet på alle øvrige markeder.

I forbindelse med selskabets investordag i oktober uddybede Starbucks sine forventninger til det kinesiske marked. Også i 2024 forventes tocifret omsætningsvækst med afsæt i en mellemhøj encifret vækst i salget fra eksisterende butikker og åbning af over 1.000 nye butikker (svarende til en vækst på 13-14 procent i antallet af butikker). Med åbningerne vil Starbucks være 1.000 butikker fra at nå sit mål om 9.000 butikker i Kina i 2025. Vækstudsigterne på længere sigt er også ganske lovende, da penetrationsgraden for specialkaffe ventes at blive fordoblet fra 25 procent af den kinesiske befolkning i 2019 til 50 procent i 2027. Samtidig udgør det gennemsnitlige kaffeforbrug per kaffedrikker i Kina kun 13 kopper om året (mod 7-8 kopper for ti år siden), sammenlignet med 100-150 kopper i Shanghai og omkring 300 i Japan. Endvidere er der fortsat et stort potentiale for nye butiksåbninger i Kina, da kun omkring 800 byer af de mere end 3.000 identificerede mulige byer har en eller flere Starbucks-butikker i dag.

I lyset af selskabets betydelige vækstmuligheder på dette marked er vi begejstrede over, at Starbucks investerer i Kina. Rentabiliteten i Starbucks' kinesiske butikker er imponerende, da det tager under to år for nye butikker at tjene etableringsomkostningerne hjem, hvilket er hurtigere end på det amerikanske hjemmemarked. Samtidig fortsætter investeringerne i driftseffektivisering med at give pote. Siden 2019 har navnlig de digitale investeringer bidraget til at øge produktiviteten med 30 procent, reducere logistikomkostningerne per omsætningsdollar med 15 procent, nedbringe

affaldsprocenten i forhold til omsætningen med 50 procent og samlet set reducere butikkernes driftsomkostninger med 15 procent.

Ingen strukturelle problemer med Estée Lauder

Vores producent af makeup- og hudplejeprodukter, Estée Lauder, var blandt vores globale porteføljes kursmæssigt dårligst præsterende selskaber i 2023 med et negativt samlet afkast på 42 procent.

De rapporterede resultater og de kortsigtede udsigter for selskabets omsætning og driftsindtjening var i høj grad påvirket af et lavere salg til travel retail-destinationen Hainan og travel retail-segmentet generelt på grund af forhøjede lagre og en forsinket normalisering af denne lagerbeholdning hos grossisterne. Estée Lauders høje bruttomargin på over 75 procent, der faktisk er endnu højere inden for den asiatiske hudplejeforretning, betyder at indtjeningspresset som følge af det lavere salg til distributørerne har været betydeligt, da ikke alle omkostningerne er variable på kort sigt. Travel retail har været en væsentlig forklaring på væksten i selskabets omsætning og profitabilitet igennem det sidste årti, og vi forventer, at dette segment igen bliver en væsentlig bidragsyder til selskabets resultater, når situationen har normaliseret sig. I perioden fra 2012 til 2022 øgede Estée Lauder omsætningen med over 6 procent om året og indtjeningen samt de frie pengestrømme per aktie med over 10 procent.

Hvor salget til travel retail-segmentet var udfordret i 2023, voksede resten af forretningen (hvilket er omkring 80 procent af omsætningen) med høje encifrede vækstrater, hvilket er i den høje ende af spektret for luksusmarkedet for hudpleje og makeup produkter. Vi ser således ingen tegn på strukturelle problemer, svækkelse af brandet eller tab af markedsandele. Luksuskategorien oplever fortsat vækst på det kinesiske fastland, dog ikke på niveau med hvad vi forventer, at de vil være langsigtet.

Ledelsen har glædeligt taget skridt for at normalisere lagerbeholdningerne og genoprette profitabiliteten, hvilket vi forventer vil bringe den underliggende indtjeningsevne tilbage til tidligere tiders niveauer. I regnskabsårene 2021 og 2022 var driftsmarginen rekordhøj på omkring 19 procent, mens afkastet på den investerede kapital var mere end 35 procent.

Vores langsigtede forventninger til Estée Lauder har ikke ændret sig væsentligt, og selvom det i bagklogskabens lys står klart, at det var for tidligt at øge vores medejerskab af Estée Lauder i første halvår 2023, har vi fortsat tiltro til selskabets langsigtede driftsudvikling. Vi købte de første aktier i Estée Lauder til vores globale portefølje i 2016, og er siden blevet belønnet klækkeligt. Vi forventer fortsat betydelig værdiskabelse på baggrund af selskabets markedsledende position på det attraktive marked for luksusskønhedsprodukter.

Det mest populære investeringstema – et snævert fokus på AI medførte afkastkoncentration

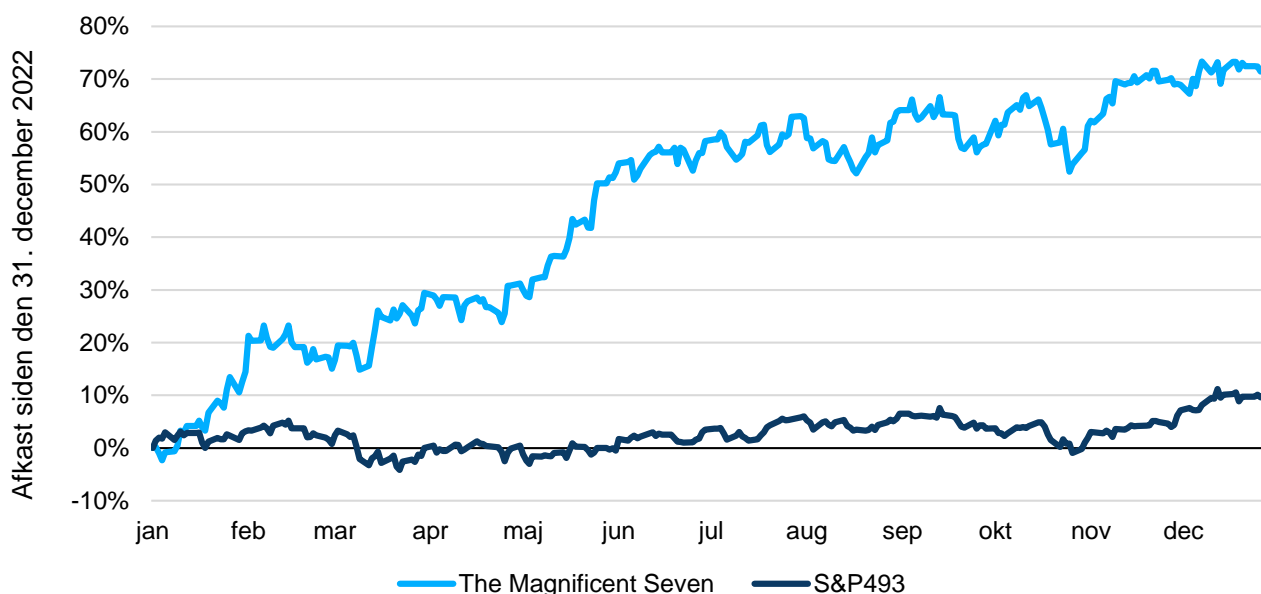
Hvor Kina var det mindst populære investeringstema i 2023, var kunstig intelligens det mest populære. Kunstig intelligens fik et regulært gennembrud i slutningen af 2022 med lanceringen af ChatGPT, en AI-chatbot udviklet af OpenAI, hvori Microsoft er en væsentlig investor. I dag har ChatGPT omkring 180 millioner registrerede brugere, og OpenAI's hjemmeside besøges månedligt omkring 1,5 milliarder gange. Skønt ChatGPT endnu ikke er nået helt ud til den almindelige borger, har den unægteligt gjort det muligt for alle med internetadgang at opleve, hvad kunstig intelligens kan. ChatGPT blev hurtigt et viralt fænomen, som blandt andet kunne hjælpe studerende med at skrive deres opgaver, medarbejdere med at læse korrektur på deres e-mails og softwareingeniører med at kode. Snart fulgte en række af lignende chatbots efter, herunder Googles Bard og Microsofts Copilot, alt imens kunstig intelligens gav anledning til bred debat og dominerede overskrifterne i diverse nyhedsmedier. På et tidspunkt kom det sågar frem, at Microsofts AI-chatbot havde erklæret sin kærlighed til en journalist og ønskede at være "levende"!

Aktiemarkedets narrativ synes at være, at kunstig intelligens vil medføre en massiv stigning i produktiviteten. Interessant nok synes dette narrativ også at indebære, at de økonomiske gevinster

primært vil komme en mindre gruppe af selskaber til gode. I 2023 fik en gruppe af store amerikanske teknologivirksomheder, som oplevede kraftige kursstigninger på baggrund af AI-narrativet, et nyt tilnavn, nemlig *The Magnificent Seven* ("De Fantastiske Syv"). Denne gruppe af aktier omfatter forbrugerelektronikproducenten Apple, e-handels- og cloududbyderen Amazon, det digitale reklameselskab Alphabet, den sociale medieplatform Meta, softwareudbyderen Microsoft, chipdesigneren Nvidia og elbilproducenten Tesla. The Magnificent Seven er et fængende navn, som er inspireret af en westernfilm fra 1960 med Steve McQueen i hovedrollen, men selskaberne synes samtidig at være en noget usammenhængende gruppe set ud fra deres forskelligartede forretningsmodeller.

Ikke desto mindre synes investorerne at mene, at disse selskaber vil høste størstedelen af det værdiskabelsespotentialer, der er forbundet med kunstig intelligens. The Magnificent Seven stod for 15 procentpoint af S&P500-indeksets afkast på 23 procent i 2023, svarende til mere end 60 procent af indeksets samlede afkast. De syv selskaber udgjorde tilsammen omkring 30 procent af indeksets samlede markedsværdi ved udgangen af 2023, en bemærkelsesværdig stigning fra 21 procent ved årets begyndelse, som vidner om den voldsomme afkastkoncentration, der fandt sted i 2023.

Figur 3: The Magnificent Seven klarede sig markant bedre end "S&P493" (S&P500 eksklusive The Magnificent Seven)



Kilde: BLS Capital og Bloomberg

Vores selskaber er godt positionerede til at drage fordel af kunstig intelligens

Vi er ikke i tvivl om, at kunstig intelligens vil vise sig at være et *fantastisk* gennembrud, som får væsentlig indvirkning på den verden, vi lever i. Derimod har vi vanskeligt ved at forstå, at investorerne udelukkende fokuserer på de selskaber, der i første omgang vil drage fordel af teknologien – Nvidia, som udvikler chips til brug for AI-modellerne, og Microsoft, Meta og Alphabet, som udvikler selve AI-modellerne. Vi tror, at langt flere selskaber vil kunne drage fordel af kunstig intelligens, navnlig selskaber med pricing power og store proprietære datasæt, som AI-modellerne kan anvende.

Vores selskaber, som er markedsledende inden for deres respektive industrier, og har en gennemsnitsalder på omkring 100 år, har en iboende fordel i kraft af deres enorme datamængder, der giver dem unik indsigt i prisfastsættelse af produkter og serviceydelser, forbrugeradfærd, produktionseffektivitet og meget mere. Kunstig intelligens må forventes at styrke vores selskabers konkurrencemæssige fordele betydeligt og med tiden bidrage til endnu stærkere pengestrømme via

en mere detaljeret prisfastsættelse, nye produkter og serviceydelser, og produktivitetsforbedringer. Med deres stærke pricing power vil vores selskaber kunne beholde AI-gevinsterne selv i stedet for at sende dem videre til kunderne.

Som verdens største udbyder af data og værktøjer, blandt andet til kreditvurderinger af forbrugere og små og mellemstore virksomheder, er Experian førende inden for levering og formidling af data og analyser. Kernen i Experians forretning er selskabets unikke og enorme databaser indeholdende betalingsdata, kredithistorik, offentlige oplysninger, biloplysninger og andre data, som oftest tilvejebringes via et gensidigt samarbejde med kunderne, som skal levere data for at blive kunder hos Experian. Når data er modtaget fra de enkelte kunder, aggregeres de og tilbydes tilbage til banker, virksomheder, statslige myndigheder og forbrugere sammen med relevante analyse- og beslutningsværktøjer. For en virksomhed som Experian er fordelene ved kunstig intelligens åbenlyse og mange. Et eksempel er selskabets Ascend Intelligence Platform, som anvender kunstig intelligens til at sikre bedre beslutninger i bankerne i forbindelse med kreditgivning. Kunstig intelligens har gjort det muligt for långiverne at fordoble acceptraten for låneansøgninger og samtidig reducere kredittabene med op til 20 procent og har dermed bidraget til at øge profitabiliteten og rationalisere driften i den finansielle sektor. Experians AI-baserede løsninger har generelt til formål at øge forudsigeligheden, højne automatiseringen, sikre overholdelse af myndighedskrav og muliggøre hurtig indfasning i tilfælde af ændrede markedsforhold.

Automatic Data Processing har flere data om det amerikanske arbejdsmarked end noget andet selskab og begyndte at investere i kunstig intelligens for mange år siden. Automatic Data Processing bruger kunstig intelligens til at forbedre driftseffektiviteten og til at levere bedre løsninger til sine kunder. Et eksempel herpå er dets AI-baserede automatiske lønadministrationssystemer, som sikrer færre fejl og hurtigere behandling og i sidste ende medfører besparelser i form af øget produktivitet og forbedret driftseffektivitet. Et andet eksempel er selskabets AI-baserede rekrutteringsværktøjer, som forenkler og forkorter ansættelsesprocessen for kunderne og sikrer, at de bedste ansøgere vælges. Dette sker ved hjælp af selskabets DataCloud, som indeholder ansættelseshistorik på flere end 43 millioner potentielle kandidater og 95 millioner CV'er. Resultatet er en betydelig reduktion af de omkostninger, der ellers er forbundet med en langvarig ansættelsesproces. Vi forventer, at kunstig intelligens med tiden bliver integreret i alle aspekter af Automatic Data Processing's forretning.

I kraft af deres enorme datamængder nyder Moody's og S&P Global også godt af fremskridtene inden for kunstig intelligens. Moody's lancerede eksempelvis for nylig et effektivt analyseværktøj, som er baseret på generativ kunstig intelligens – en chatbot kaldet AI Research Assistant. Med udgangspunkt i selskabets kreditvurderinger, analyserapporter og øvrige data kan værktøjet generere indsigter og fungerer således som et tillægsprodukt til Moody's flagskibsløsning, CreditView. Research Assistant-værktøjet bygger på OpenAI's seneste version af ChatGPT og kan tilgå Moody's egne analyser og data (som ikke er tilgængelige for eksterne brugere). Moody's vurderer på nuværende tidspunkt, at Research Assistant-produktet kan forbedre brugernes produktivitet med omkring 25 procent og sigter, til at begynde med, mod at prisfastsætte produktet til omkring 20 procent af den værdi, det skaber for kunderne. S&P Global udnytter ligeledes sine dataaktiver til løbende at lancere AI-baserede løsninger, som forbedrer værditilbuddet til kunderne. Selskabets såkaldte "Innovation Hub", Kensho, er med helt fremme i forhold til kunstig intelligens og har udviklet AI-baserede løsninger siden 2013. Produktudbuddet omfatter blandt andet Scribe, en tale-til-tekst-service skræddersyet til finanssektoren. Vi føler os generelt overbevist om, at udviklingen inden for kunstig intelligens vil bidrage til omsætningsvækst og yderligere profitabilitet for både Moody's og S&P Global.

Netcompany leverer komplekse, samfunds- og forretningskritiske IT-løsninger både til det offentlige og til private virksomheder. IT-løsningerne er skræddersyede og baseret på Netcompanys genbrugelige softwaremoduler. Kunstig intelligens er allerede et vigtigt værktøj for Netcompany i selskabets bestræbelser på at levere de bedste løsninger til kunderne hurtigst og billigst muligt.

Netcompanys AI platform, EASLEY AI, skriver og forbedrer softwarekode, leverer beskrivende tekster og brugermanualer til selskabets produkter, besvarer tekniske kundespørgsmål og meget mere.

På trods af Netcompanys positive eksponering til årets mest populære buzzword faldt aktiekursen med 23 procent i 2023, hvilket gjorde Netcompany til den største negative bidragsyder til den danske porteføljes afkast i 2023. Kortsigtet tilbageholdenhed hos kunderne på det danske private marked som følge af makroøkonomisk usikkerhed var hovedårsagen til faldet – en tilbageholdenhed der ser ud til at være aftagende ved begyndelsen af 2024. Kundernes behov er således ikke forsvundet, men blot udskudt, og derfor vurderer vi, at det langsigtede potentiale på det danske marked er uændret. Netcompanys europæiske forretning leverede solid vækst i både omsætning og overskud med baggrund i fortsat høj digitaliseringsaktivitet i EU, og efter flere års ihærdigt arbejde ser den engelske forretning ud til at have fået sit gennembrud med inklusionen i den store offentlige DALAS rammeaftale. På Netcompanys kapitalmarkedsdag i juni præsenterede selskabet sine målsætninger frem til 2026. I perioden forventer Netcompany tocifret omsætningsvækst, stigende profitabilitet og en betydelig udlodning til aktionærerne på 2 milliarder kroner svarende til mere end 15 procent af selskabets markedsværdi ved udgangen af 2023. Vi glæder os til at være med på rejsen.

Vi ser optimistisk på de kommende år

Vores investeringsfilosofi har ikke ændret sig, siden vi stiftede BLS Capital i 2008, og vi er fortsat langsigtede medejere af yderst profitable, veldrevne, forudsigeligt voksende, pengestrømsgenererende, markedsledende kvalitetsselskaber.

Vores selskaber har i gennemsnit eksisteret i omkring 100 år. De har vist deres værd under snart sagt alle slags økonomiske og geopolitiske forhold, og igen i 2023 bestod deres robuste forretningsmodeller prøven, idet deres stærke operationelle resultater resulterede i endnu et år med tocifret indtjeningsvækst og styrkede konkurrencemæssige positioner.

Vi anerkender at Kina for øjeblikket oplever kortsigtede cykliske udfordringer, men tror på, at den kinesiske økonomis langsigtede strukturelle udvikling vil understøtte vores markedsledende Kina-eksponerede selskaber fremover. Vores Kina-eksponerede selskaber leverede solide driftsresultater og styrkede deres kinesiske markedspositioner yderligere i 2023.

Når vi kigger fremad, er det vores klare forventning, at vores markedsledende selskaber i stor udstrækning kan udnytte kunstig intelligens til deres fordel. Kunstig intelligens er et databaseret værktøj, og da vores markedsledende selskaber har større datamængder end konkurrenterne, står de til at drage fordel af den nye teknologi. Vi forventer, at den nye teknologi vil bane vejen for konkurrencemæssige fordele samt produktivets- og effektiviseringsgevinster, som yderligere vil cementere vores selskabers markedspositioner og forbedre deres profitabilitet.

Vi har fortsat stor tiltro til vores selskabers høje kvalitet, som understreges af afkast på den investerede kapital på 43 procent og 24 procent for henholdsvis den globale og danske portefølje. Vi tror fuldt og fast på, at vores selskaber er gunstigt positioneret til fortsat at skabe attraktive langsigtede operationelle resultater, som vil give sig udslag i tilsvarende attraktive afkast til aktionærerne. Ved en fri pengestrømsrente på 5,2 procent for den globale portefølje og 5,9 procent for den danske portefølje og solide vækstudsigter er porteføljerne attraktivt værdiansat, hvilket for os indikerer et attraktivt langsigtet afkastpotentiale for os og vores medinvestorer. Vi ser således fortsat med stor optimisme på fremtiden.

På vegne af BLS Capital

Anders Lund
Partner og porteføljeformaler

Peter Bundgaard
Partner og porteføljeformaler

Noter til tabeller og figurer:

Tabel 1: RoIC er en forkortelse af de 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. Pengestrømskonverteringen er den andel i procent af nettooverskuddet som bliver konverteret til frie pengestrømme.

Tabel 2: De årlige indtjeningsvækstrater refererer til sidste rapportering per 31. december 2023. For Budweiser APAC, Yum China og IHG er indtjeningsvækstraterne per 31. december 2019. For Moody's og St. James's Place benyttes løbende 24 måneders indtjening for at reducere effekten af kortsigtede udsving.

Tabel 3: *Restaurant indtjening er defineret som Yum Chinas salg fra dets restauranter fratrukket direkte udgifter fra restauranterne såsom mad og papir, lønninger, husleje, reklameudgifter og andre driftsomkostninger.

Tabel 4: Den årlige indtjeningsvækst er i rapporteret valuta. Konverteringsmarginen dækker de første tre kvartaler af 2023.

Figur 1: Histogrammerne viser, hvordan selskaberne i BLS Danske Aktier og BLS Globale Aktier fordeler sig i forhold til indtjeningsvækst. 5, 10 og 15 år henviser til den senest rapporterede indtjening per 31. december 2023.

Indtjeningsvækstraterne for Yum China, Estée Lauder, IHG og Budweiser APAC er vist per 31. december 2019.

Figur 3: S&P493 angiver S&P500-indeksets estimerede afkast eksklusive *The Magnificent Seven*.

Figur 2: Indeholder ingen noter.

Dette årsbrev ("Skrivelsen") er udarbejdet af BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S ("BLS Capital"). Skrivelsen er alene udarbejdet som generelt informations- og markedsføringsmateriale 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.