

Halvårsbrev 2024

Kapitalforeningen BLS Invest

Klampenborg, august 2024

Kære Medinvestor

Siden etableringen af BLS Invest tilbage i 2008, har det været vores altoverskyggende mål og daglige stræben at skabe et så højt langsigtet, absolut risikojusteret afkast til vores medinvestorer som muligt. Vores investeringsfilosofi og -proces tager udgangspunkt i, at aktieafkast på lang sigt er drevet af fremgangen i selskabers indtjening og frie pengestrømme. Væksten i frie pengestrømme vil således resultere i samlede aktieafkast, vi som medejere af selskaberne modtager i form af kursstigninger og udbytter.

Selvom det ikke kan forventes, at vi inden for alle tidsperioder overgår udviklingen på de mest sammenlignelige aktieindeks, er det altid vores mål at levere et afkast, der på lang sigt overstiger det generelle marked. Vi er bevidste om, at investeringsafkast under det generelle marked vil føre til utilfredsstillende absolutte afkast over tid.

Vi er derfor stolte af, at både BLS Invest Afd. Danske Aktier KL og Afd. Globale Aktier KL siden deres respektive opstart i 2008 har leveret høje absolutte afkast. Vi kan også med tilfredshed konstatere, at begge investeringsstrategier har leveret et højere afkast til vores medinvestorer end det afkast, som det generelle aktiemarked har leveret, efter alle omkostninger er betalt.

Når det er sagt, har der tidligere været og vil forsat være perioder, hvor afkastet i vores porteføljer enten vil være foran eller bagefter udviklingen i de mest sammenlignelige aktieindeks. Dette skyldes blandt andet, at vi som aktive porteføljeforvaltere ikke slavisk følger et aktieindeks, men derimod grundigt analyserer og nøje udvælger de enkelt-selskaber, som vi forventer, vil skabe højst fremtidig værdi for vores medinvestorer. Denne selskabsudvælgelse sker ikke på baggrund af makroøkonomiske vurderinger, men baseres derimod på kvaliteten af selskabernes forretningsmodeller og strukturelle vækst i de frie pengestrømme.

Mens vi ikke er tilfredse med afkastet i BLS Invest Afd. Globale Aktier KL i årets første halvår, finder vi afkastet for BLS Invest Afd. Danske Aktier KL tilfredsstillende. Tabellen på næste side viser vores porteføljers afkast for første halvår 2024 og siden deres respektive start samt for de mest sammenlignelige markedsindeks siden opstart.

Tabel 1: Afkast for vores porteføljer

	Afd. Globale Aktier KL	MSCI AC World
2024 - år til dato	-3,5%	14,8%
Siden opstart, årligt gennemsnit	12,0%	10,3%
Siden opstart, total	498,0%	370,0%

	Afd. Danske Aktier KL	OMX Copenhagen Capped
2024 - år til dato	9,1%	8,4%
Siden opstart, årligt gennemsnit	11,6%	9,5%
Siden opstart, total	496,9%	340,7%

Note: Afd. Globale Aktier KL havde opstart den 30. september 2008, mens Afd. Danske Aktier KL havde opstart den 26. februar 2008. Noter til alle øvrige figurer og tabeller findes sidst i brevet.

Kilde: BLS Capital og Bloomberg.

BLS Globale Aktier

De af vores selskaber i den globale portefølje, der havde den største positive indflydelse på porteføljens afkastudvikling i første halvår, var data- og informationservicevirksomheden Experian (19,3 procent afkast i danske kroner, inklusiv geninvesterede udbytter), InterContinental Hotels Group, sædvanligvis forkortet til IHG (21,3 procent) og reservedelsforhandleren AutoZone (18,2 procent). De selskaber, der bidrog mest negativt til porteføljens afkast, var vores asiatisk fokuserede bryggeri Budweiser APAC (-32,6), sportsbrandet Nike (-27,9 procent) og endelig den kinesiske fastfoodkæde Yum China (-24,4 procent). Senere i dette brev kan du læse en beskrivelse af den operationelle udvikling i disse seks selskaber.

Udover de selskabsspecifikke nyheder i første halvår har der været nogle større faktorer, der har haft en betydelig indflydelse på afkastudviklingen i BLS Globale Aktier.

Den første af disse faktorer relaterer sig til vores forbrugsselskaber. De højere renter har haft en negativ indvirkning på forbrugertilliden og privatforbruget, hvilket har lagt pres på vores forbrugsselskaber, der på trods af dette er fortsat med at vokse deres indtjening og frie pengestrømme. Vi har længe været begejstrede over vores udvalgte forbrugsselskaber, da de har velafprøvede forretningsmodeller med ledende markedspositioner i konsoliderede industrier, stærke brands og evnen til at hæve sine priser i takt med inflationen. Forbrugsselskaber har derfor historisk udgjort næsten halvdelen af vores globale portefølje, som det også er tilfældet i dag.

I første halvdel af 2024 fortsatte vores forbrugsselskaber med at fokusere på deres langsigtede værdiskabelse ved at investere i marketing, identificere og drive effektivitetstiltag og generelt vokse deres omsætning, selvom den generelle forbrugslyst i både USA og Kina har været aftagende. Aktiekurserne har imidlertid ikke fulgt med vores forbrugsselskabers langsigtede indtjeningsvækst, hvilket har resulteret i mere attraktive værdiansættelser.

De forbrugsselskaber, som vi og vores medinvestorer er medejere af, er en nøje udvalgt gruppe af fremragende kvalitets- og pengestrømsgenererende selskaber, og vi føler os trygge og optimistiske omkring udsigterne til langsigtet økonomisk værdiskabelse gennem deres stabile to cifrede vækst i pengestrømmene.

Afkastudviklingen for det globale aktiemarked har i 2024 været drevet af de såkaldte *Magnificent 7*, der er en snæver gruppe af verdens største teknologi-relaterede selskaber. Disse 7 selskaber har

isoleret set drevet halvdelen af afkastudviklingen for verdensindekset MSCI AC World i 2024, og det var de selvsamme selskaber, der i høj grad drev udviklingen for verdensmarkedet i 2023. Gårsdagens kursvindere har således fortsat med at være vindere i år. Vi har ikke investeringer i nogle af disse selskaber, primært grundet prissætningen af deres aktier.

Mens de største amerikanske selskaber som helhed har fortsat med at være vindere, har selskaber med eksponering til Kina fortsat med at være blandt de mindst populære. Af årsager som vi har beskrevet i vores Årsbrev for 2023, ser vi positivt på den strukturelle langsigtede vækst i såvel den kinesiske middelklasse som i den fortsat øgede købe- og forbrugskraft af denne gruppe forbrugere. Vi har derfor øget vores ejerandele i en række af forbrugsselskaber med salg til Kina, da kursmæssig modvind har resulteret i endnu mere tiltrækkende prisfastsættelse af deres aktier.

I første halvår af 2024 frasolgte vi 2 selskaber og tilkøbte 3 nye selskaber til den globale portefølje. Vi frasolgte medicinal-selskabet Novo Nordisk efter markant indtjenings- og kursmæssig fremgang under vores ejerskab siden 2017 for at gøre plads i porteføljen til selskaber, som vi vurderer, har en mere attraktiv værdiansættelse. Vi frasolgte også makeup- og hudplejeselskabet Estée Lauder, da vi mistede tilliden til, at ledelsen er den rette til at eksekvere på de effektiviseringstiltag, der skal til for at værdiskabelsen kan komme tilbage på rette køl. Derudover tilkøbte vi tre nye selskaber, som vi ikke tidligere har været medejere af i vores globale portefølje, nemlig: det digitale sportsmediehus Better Collective, den brandede hotelkæde Hilton Worldwide og internet domæne-grossisten Verisign.

BLS Danske Aktier

De af vores selskaber i den danske portefølje, der bidrog mest til afkastet i første halvår 2024, var medicinalvirksomheden Novo Nordisk (med et afkast på 45,1 procent), IT-konsulenthuset Netcompany (32,4 procent) og Ringkjøbing Landbobank (18,6 procent). De selskaber der bidrog mest negativt, var vores digitale sportsmediehus Better Collective (-12,9 procent), speditøren DSV (-9,4 procent) og endelig online-stormagasinet Boozt (-8,2 procent). Senere i brevet vil vi kommentere på den operationelle udvikling i disse seks selskaber.

Den 17. juni offentliggjorde finske Sampo et bud på vores danske skadesforsikrings-selskab Topdanmark. Vi har længe forventet dette bud, da Sampo allerede inden budet ejede knap halvdelen af aktierne i Topdanmark. Tilbuddet repræsenterede en præmie på 27 procent sammenlignet med lukkekursen på Topdanmark den 14. juni og vil blive betalt med Sampo aktier. Vi glæder os over, at det samlede selskab også vil være noteret i København i tillæg til Samos børsnoteringer i Helsinki og Stockholm, hvilket giver os mulighed for også at være medejere af Sampo i vores danske portefølje, som vi er det i vores globale portefølje.

I første halvår blev der hverken frasolgt eller tilkøbt nye selskaber i den danske portefølje. I stedet foretog vi løbende justeringer af vægtningen mellem de eksisterende selskaber baseret på vores vurdering af deres fremtidige kurspotentiale.

Status på porteføljerne

Som faste læsere af vores investorbreve ved, så anvender vi primært fire finansielle nøgletal til at vurdere porteføljernes kvalitet, balancestyrke, indtjeningskvalitet og værdiansættelse. Nedenstående tabel viser disse nøgletal ved udgangen af juni 2024 samt for de foregående år.

Tabel 2: Nøgletal for vores porteføljer

BLS Globale Aktier	2019	2020	2021	2022	2023	1H2024
RoIC	49,1%	45,6%	43,1%	46,4%	43,0%	45,2%
Nettogæld / Driftsindtjening før afskrivninger	0,2x	0,7x	0,4x	0,4x	0,9x	0,9x
Pengestrømskonvertering	93,7%	102,3%	107,1%	107,0%	107,3%	106,4%
Frie pengestrømsrente	4,5%	4,3%	4,3%	4,8%	5,2%	5,9%
BLS Danske Aktier	2019	2020	2021	2022	2023	1H2024
RoIC	27,6%	23,7%	30,7%	28,1%	24,3%	28,4%
Nettogæld / Driftsindtjening før afskrivninger	0,2x	0,0x	-0,7x	0,2x	0,5x	0,0x
Pengestrømskonvertering	98,4%	107,0%	106,9%	87,9%	108,5%	115,4%
Frie pengestrømsrente	4,3%	4,5%	4,0%	5,5%	5,9%	6,0%

Kilde: BLS Capital, årsregnskaber og FactSet.

Afkast på den investerede kapital

Vores primære nøgletal til måling af kvalitet har altid været afkastet på den investerede kapital (RoIC), som viser forholdet mellem et selskabs årlige driftsindtjening efter skat og den kapital, der er investeret i driften. Vi foretrækker et højt afkast på den investerede kapital, da dette betyder, at selskabet skaber en højere indtjening for den samme mængde kapital investeret i driften. Ved udgangen af første halvår 2024 var afkastet på den investerede kapital for vores globale portefølje på konsistente 45,2 procent, mens det var 28,4 procent for vores danske portefølje, hvilket i begge tilfælde flugter med de historiske niveauer.

Nettogæld i forhold til driftsindtjeningen før afskrivninger

En modstandsdygtig og forudsigelig indtjeningsevne er en forudsætning for, at et selskab kan blive en del af én af vores porteføljer. Til at vurdere et selskabs gælds niveau og dermed måle, hvor robust og modstandsdygtig dets balance er, anvender vi forholdet mellem "nettogæld" og "driftsindtjening før renter, skat og afskrivninger" (nettogæld/EBITDA). Ultimo juni udgjorde dette nøgletal for vores globale portefølje 0,9x, mens det for vores danske portefølje var 0,0x. Det tilsvarende nøgletal for verdensindekset MSCI AC World var 1,7x. Selskaberne i begge vores porteføljer har således bundsolide balancer.

Pengestrømskonvertering

Vi vurderer et selskabs indtjeningskvalitet ved hjælp af pengestrømskonverteringen. Pengestrømskonverteringen er den procentvise andel af den regnskabsmæssige indtjening, der omdannes til frie pengestrømme. En høj pengestrømskonvertering er derfor et udtryk for en høj indtjeningskvalitet, da indtjeningen 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, som det også ses på det høje afkast på den investerede kapital. Ved udgangen af juni 2024 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.

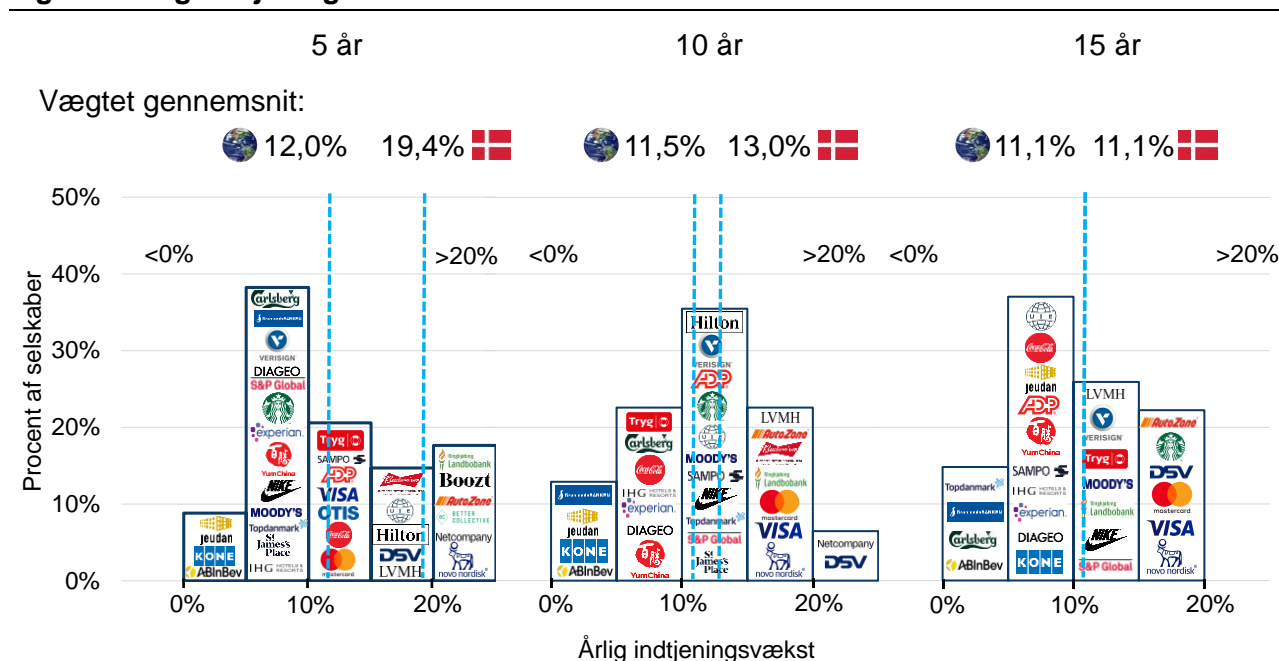
Fri pengestrømsrente

Den frie pengestrømsrente er vores primære målestok, når vi vurderer, hvor attraktivt et selskab eller porteføljen er prissat. Vi vurderer alle positioner på baggrund af, hvor attraktivt de er værdiansat, og til det formål anvender vi en stringent selskabsudvælgelse, hvilket betyder, at alle investeringsbeslutninger tages uden at skele til sammensætningen af markedsindeks. Vores

beslutninger træffes i stedet på baggrund af det enkelte selskabs absolutte afkastpotentiale, således at alle porteføljeselskaber hver for sig er prissat under vores vurdering af selskabernes fundamentale værdi. Den frie pengestrømsrente for vores globale portefølje steg betragteligt fra 5,2 procent ved udgangen af 2023 til 5,9 procent ved udgangen af første halvår 2024, mens den er gået fra 5,9 til 6,0 procent for vores danske portefølje. En højere pengestrømsrente er alt andet lige mere attraktiv. For begge porteføljer finder vi fortsat, at prissætningen er attraktiv og danner et godt udgangspunkt for langsigtet økonomisk værdiskabelse drevet af selskabernes langsigtede tocifrede indtjeningsvækst.

Som det fremgår af figuren nedenfor, har vores globale selskaber over de seneste 5, 10 og 15 år præsteret en gennemsnitlig årlig indtjeningsvækst på 12,0, 11,5 og 11,1 procent, mens vækstraterne for vores danske portefølje har været henholdsvis 19,4, 13,0 og 11,1 procent over de samme perioder.

Figur 1: Årlig indtjeningsvækst for selskaberne i BLS Invest



Kilde: BLS Capital og FactSet.

Det er vores forventning, at vores selskaber vil fortsætte med at levere indtjeningsvækst på niveau med deres langsigtede niveauer, også i 2024.

Slutteligt klarer vores porteføljer sig godt målt på ESG-forhold og scorer konsekvent højt på MSCI's ratings, hvor MSCI's metodik scorer vores porteføljeselskaber i begge porteføljer langt højere end det gennemsnitlige selskab i MSCI AC World-indekset.

De største positive bidragsydere – BLS Globale Aktier

De største positive bidragsydere til vores globale porteføljes afkast i løbet af første halvdel af 2024 var data- og informationsserviceselskabet Experian (19,3 procent afkast), den brandede hotelkæde IHG (21,3 procent) og reservedelsforhandleren AutoZone (18,2 procent).

Tabel 3: Største positive bidragsydere

Selskab	Afkast på den investerede kapital eksklusiv goodwill	Årlig indtjeningsvækst			Porteføljevægt 1H2024	
		5 år	10 år	Årtiet før pandemien	1H2024 afkast	afslutning
Experian	99,1%	7,6%	7,1%	8,1%	19,3%	5,7%
IHG	+100,0%	5,1%	9,0%	12,3%	21,3%	2,6%
AutoZone	50,4%	20,9%	16,7%	17,9%	18,2%	3,9%

En approksimation for det totale aktionærafkast er summen af den årlige indtjeningsvækst og udbytteafkastet. De seneste årlige udbytteafkast for Experian og IHG er henholdsvis 1,4 og 1,7 procent. AutoZone betaler ikke udbytter.

Kilde: BLS Capital, årsregnskaber og FactSet.

Experian: Udsigt til mange år med accelererende vækst i frie pengestrømme

Vores ledende globale data- og informationsserviceselskab, Experian, var den største bidragsyder til afkastet i den globale portefølje i første halvdel af 2024. I forbindelse med offentliggørelsen af årsrapporten for regnskabsåret, der sluttede i marts 2024, opjusterede selskabet sine finansielle forventninger for de kommende år. Experian forventer nu en endnu hurtigere vækstacceleration i både indtjening og frie pengestrømme. På trods af den øgede optimisme mener vi stadig, at selskabets forventninger er konservative.

Opjusteringen understreger den betydelige skalerbarhed i Experians forretning. Efter flere år med omfattende investeringer i forbedringen af IT-infrastrukturen og udvikling af nye langsigtede jomfruelige vækstmråder har Experian nu nået en vigtig milepæl. De investeringer, der midlertidigt lagde en dæmper på overskudsgraden, danner nu grundlag for en øget indtjeningssevne på både kort og lang sigt.

I de seneste ti år har Experian skaleret flere nye forretningsområder, herunder kundesegmentet "Consumer", Brasilien som et nyt stort marked og kreditplatformsløsningen "Ascend". Disse nye områder genererer nu betydeligt salg og bidrager væsentligt til koncernens vækst. Samtidig er Experians overgang til cloud-baserede IT-systemer og datalagre næsten fuldført. De cykliske modvinde, der tidligere har hæmmet væksten i selskabets kreditrelaterede forretningsområder, er nu aftagende. Som følge heraf forventes det, at de cirka 15 procent af forretningen, som i en periode har stået stille, igen vil begynde at bidrage til væksten.

Samlet set forventer Experian nu en høj encifret organisk omsætningsvækst, en årlig marginforbedring på 30 til 50 basispoint fra det nuværende niveau i overkanten af 27 procent og en strukturel reduktion i de løbende vækstinvesteringer fra 9 til 7 procent af salget om året på mellemlang sigt. Med høj forudsigelighed står Experian således på tærsklen til en periode med lav tocifret indtjeningsvækst og en årlig vækst i de frie pengestrømme, der vil overstige indtjeningsvæksten med et par procentpoint.

Det er vigtigt at bemærke, at de opjusterede mellemlange forventninger betyder, at Experian fremover vil investere et større absolut beløb i vækst og kontinuerligt accelerere vækstinvesteringerne. Det vil skabe en positiv spiral af yderligere vækst i indtjening og pengestrømme, som enten kan geninvesteres eller distribueres til aktionærerne i form af udbytter eller aktietilbagekøb.

Efter opjusteringen i maj ser fremtiden endnu lysere ud for Experian. Selskabets fortsatte konservative finansielle målsætninger giver mulighed for yderligere opjusteringer. De betydelige og

stigende investeringer i fremtidig vækst kombineret med selskabets hurtigt voksende og industriførende datasæt styrker Experians position, og gør det muligt for selskabet at lægge yderligere afstand til sine få konkurrenter, Equifax og Transunion.

Intercontinental Hotels Group: Forretningsmodellen er fortsat solid

Vores britiskbaserede brandede hotelkæde, Intercontinental Hotels Group (IHG), leverede det næsthøjeste bidrag til porteføljens afkast i første halvår af 2024, ligesom selskabet var blandt de 2 største bidragsydere i 2023. Dette til trods for, at der i første halvår var få selskabsspecifikke nyheder, ud over en strategiopdatering i forbindelse med rapporteringen af IHG's årsresultat for 2023 i februar. Strategiopdateringen bekræftede selskabets langsigtede potentiale og uddybede, hvordan de strategiske tiltag forventes at påvirke væksten i både omsætning og indtjening på mellemlang til lang sigt. Elie Maalouf, der blev udnævnt til administrerende direktør i juli 2023, har kommunikeret mere åbent om IHG's vækstmuligheder til aktiemarkedet end den tidligere ledelse gjorde, selvom den grundlæggende forretning og de strategiske tiltag stort set er uændrede. Elie Maalouf har været i IHG siden 2015 og var indtil forfremmelsen administrerende direktør for IHG's amerikanske forretning.

IHG's omsætning er fortsat grundlæggende drevet af en mellemhøj encifret vækst i antallet af værelser, højere gebyrindtægter i form af en øget andel af væksten i Lifestyle & Luxury-kategorien, hvor den gennemsnitlige værelsespris er højere, samt ikke uvæsentligt yderligere vækstpotentiale fra høj-margin-indtægter via ændringer i vilkårene i forhold til co-brandede kreditkort, hvor potentialet i dag er omkring 100 millioner amerikanske dollar i omsætning, og hvor hver dollar i omsætning bliver til indtjening. Det ville løfte indtjeningen i IHG med omkring 10 procent, hvis hele omsætningsstrømmen gik til IHG, fremfor til systemets "system fond" – og selvom det ikke virker til at være på tegnebrættet, så vil IHG over de kommende år få en stigende andel, til glæde for os som medejere.

På grund af IHG's høje og gradvist stigende marginer forventer ledelsen fortsat en årlig stigning i driftsindtjeningen i procent af omsætningen på mellem 1 og 1,5 procentpoint fra det nuværende niveau tæt på 60 procent, hvilket vil betyde, at driftsindtjeningen vil vokse 2 procentpoint hurtigere end omsætningen, som stiger med høje encifrede rater.

IHG udlodder overskydende kapital til aktionæerne gennem et støt stigende årligt udbytte og tilbagevendende aktietilbagekøb, der tilsammen udgør seks til syv procent af markedsværdien. Dette understøtter en forventet årlig vækst i indtjeningen og de frie pengestrømme per aktie på 12 til 15 procent, hvilket er på niveau med den årlige vækst i indtjeningen per aktie på mere end 12 procent, som IHG opnåede i de 10 år ledende op til pandemien.

AutoZone: Vedvarende stabil og forudsigelig vækst

Den tredjestørste bidragsyder til afkastudviklingen i vores globale portefølje i første halvdel af 2024 var vores markedsledende reservedelsforhandler AutoZone. AutoZone udmærker sig ved deres forudsigelige og stabile indtjeningsvækst, og målt på disse parametre befinder selskabet sig helt i toppen af vores portefølje. Årets første seks måneder har været præget af fortsat stabilitet uden større nyheder fra selskabet. AutoZones indtjening voksede med 14 procent de seneste 12 måneder, hvilket er på niveau med den udvikling, vi har set hos selskabet det sidste årti. Vi forventer, at selskabets strukturelle indtjeningsvækst forbliver uændret, og at den attraktive og stabile vækst vil fortsætte.

De største negative bidragsydere - BLS Globale Aktier

De største negative bidragsydere til vores globale porteføljes afkast i løbet af første halvdel af 2024 var den asiatiske bryggerigigant Budweiser APAC (-32,6 procent), sportsbrandet Nike (-27,9 procent), og den kinesiske fastfoodkæde Yum China (-24,4 procent).

Tabel 4: Største negative bidragsydere

Selskab	Afkast på den investerede kapital eksklusiv goodwill	Årlig indtjeningsvækst			1H2024 afkast	Porteføljevægt 1H2024 afslutning
		5 år	10 år	Årtiet før pandemien		
Budweiser APAC	+100,0%	2,2%	9,0%	17,0%	-32,6%	4,3%
Nike	39,0%	9,6%	10,2%	14,3%	-27,9%	4,0%
Yum China	90,7%	6,6%	7,9%	8,6%	-24,4%	4,6%

En approksimation for det totale aktionærafkast er summen af den årlige indtjeningsvækst og udbytteafkastet. De seneste årlige udbytteafkast for Budweiser APAC, Nike, og Yum China er henholdsvis 4,7, 2,0, og 2,2 procent.

Kilde: BLS Capital, årsregnskaber og FactSet.

Budweiser APAC: Markedsuro om Kina overskygger den løbende værdiskabelse

Vores asiatiske bryggerigigant, Budweiser APAC, har oplevet en betydelig kursnedgang. I første halvdel af 2024 var selskabet derfor den største negative bidragsyder til afkastudviklingen i vores globale portefølje, ligesom selskabet beklagevis også var blandt de største negative bidragsydere i 2023. En sådan kursnedgang kan selvfølgelig lede til spørgsmål om hvorvidt, der er sket dramatiske negative ændringer i selskabets kvalitet eller langsigtede vækstmuligheder, men som vi vil gennemgå i det følgende, er det vores klare vurdering, at dette *ikke* er tilfældet.

Budweiser APAC sælger størstedelen af sine øl i Kina, og i 2023 tegnede landet sig således for omkring 75 procent af selskabets samlede omsætning og 80 procent af driftsoverskuddet. Kina er også det marked, hvor selskabet forventer den største fremtidige værdiskabelse i takt med den fortsatte vækst i den kinesiske middelklasse og den stigende disponible indkomst for den gennemsnitlige kinesiske forbruger. Når forbrugernes disponible indkomst stiger, vil deres forbrugsvaner ændre sig – de vil begynde at bruge flere penge på dyrere premiumøl fremfor billigere alternativer. Salget af premiumøl forventes derfor at vokse, som det har været tilfældet de seneste 20 år, selvom det samlede ølmarked ikke oplever en stigning i volumen.

Efter næsten 3 år med pandemirestriktioner har genåbningen af det kinesiske samfund medført, at de seneste 12-måneders volumener nu er tilbage på samme niveau som før pandemien. Samtidig er selskabets omsætning steget med næsten 15 procent, hvilket primært skyldes et øget salg af premiumøl i Kina og prisstigninger i Sydkorea. Dette har resulteret i højere gennemsnitlige salgspriser, selvom inflationen i forbrugerpriser har været lavere i Kina sammenlignet med vestlige lande.

Idet de gennemsnitlige salgspriser stiger i takt med det øgede salg af premiumøl, forventer vi, at profitabiliteten per hektoliter i 2024 (bryggerierne opgør deres solgte mængder i hektoliter) ligeledes vil fortsætte med at stige derefter. Dette på baggrund af, at andelen af premiumøl solgt i Kina er betydeligt lavere end i vestlige lande samt at prisforskellene mellem mere almindelige og mere premiumøl er større, end det ses i andre større ølmarkeder.

Vi forventer også, at driftsmarginerne vil stige yderligere på baggrund af selskabets markedsledende andel af det voksende marked for premium- og super-premiumøl i Kina. Når vi samtidig tager ledelsens urokkelige fokus på omkostningseffektivitet i betragtning, er det vores forventning, at

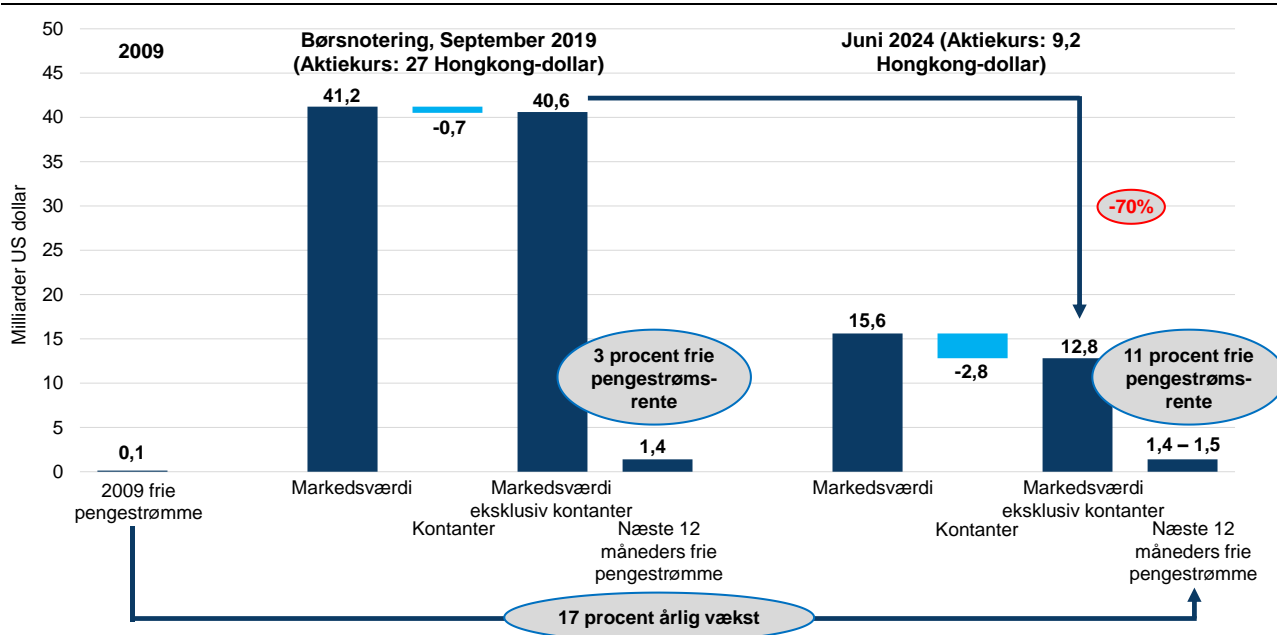
Budweiser APAC over det kommende årti vil levere den største marginforbedring sammenlignet med andre store bryggerier. Dette til trods for, at Budweiser APAC allerede har en særdeles robust profitabilitet, hvor driftsindtjeningen før af- og nedskrivninger udgør omkring 30 procent af omsætningen.

Kinas strikse pandemirestriktioner har siden 2019 overskygget Budweiser APAC's driftsudvikling. Inden pandemien havde selskabet i et årti øget driftsindtjeningen organisk med 17 procent årligt, men under pandemien begrænsede restriktionerne de kinesiske forbrugeres mulighed for at besøge barer og restauranter. Da det netop er salget af øl på restauranter og barer, der tegner sig for en stor del af selskabets salg, blev mulighederne for forbedring i omsætning og indtjening derfor betydeligt hæmmet, indtil Kina i slutningen af 2022 genåbnede samfundet. Under pandemien var der dog perioder med midlertidige genåbninger, hvor de kinesiske forbrugere var ivrige efter at vende tilbage til barer og restauranter. Budweiser APAC var derfor i stand til at styrke sin markedsandel under pandemien, og efter Kinas genåbning havde selskabet formået at øge driftsindtjeningen organisk med 17 procent i Kina i 2023.

Selvom restriktionerne har været en hæmsko for selskabets omsætnings- og indtjeningsvækst, har ledelsen fortsat med at fokusere på at optimere driften og øge selskabets langsigtede indtjeningssevne. Vi ser derfor ingen grund til bekymring for ændringer i selskabets strukturelle vækst, og årsagen til at volumener og organisk driftsoverskud har stået stille, skyldes disse kortsigtede, pandemirelaterede udfordringer samt den aktuelle cykliske svage kinesiske forbrugertillid. Det er derfor også vores forventning, at selskabet vil opnå en tocifret indtjeningsvækst i såvel 2024 som i de følgende år, da de strukturelle medvinde bør være mere sammenlignelige med de 5 til 10 år før pandemien indtrådte i 2020.

Trods solide økonomiske resultater og attraktive muligheder for langsigtet værdiskabelse er Budweiser APAC's nuværende markedsværdi blot en tredjedel af, hvad den var ved børsnoteringen tilbage i 2019. Dette til trods for at selskabets afkast på den investerede kapital, foruden immaterielle aktiver, fortsat er over 100 procent. Kursfaldet har resulteret i, at selskabet i dag er prissat på en fri pengestrømsrente på lave tocifrede procenter af markedsværdien eksklusiv kontanter. Vi har derfor udnyttet kursfaldet til at øge vores ejerskab til, hvad vi anser for, meget attraktive aktiekurser.

Figur 2: Markant fald i Budweiser APAC's markedsværdi



Kilde: BLS Capital, Budweiser APAC og FactSet.

Nike: Det er et maraton – ikke et sprint

I første halvdel af 2024 var vores sportsbrand, Nike, den næststørste negative bidragsyder til afkastet i vores globale portefølje. I forbindelse med rapporteringen af selskabets resultater fra sit fjerde kvartal i juni, som er slutningen på Nikes skæve regnskabsår, nedreviderede ledelsen sine finansielle forventninger for 2025. Nedjusteringen var større end ventet, og selskabet forudser nu en nedgang i omsætningen på encifrede procenter og en faldende driftsmargin. Den lavere margin skyldes blandt andet, at den lavere omsætning resulterer i lavere skalafordele på faste omkostninger, men den vil omvendt være positivt påvirket af, at produktionsomkostningerne forventes at udgøre en mindre andel af omsætningen, end det var tilfældet i 2024.

Selvom aktiemarkedet reagerede meget kraftigt på de skuffende nedjusteringer, er det vigtigt at understrege, at Nike fortsat er industriens dominerende aktør opgjort på områder som skala, brandværdi, årlige investeringer i marketing, indtjeningsevne og afkast på den investerede kapital. Siden år 2000 har Nike haft en årlig omsætningsvækst på 8 procent samt en årlig stigning i driftsindtjeningen på 8,5 procent. I samme periode er afkastet på den investerede kapital steget fra 17 til 38 procent.

Nike fortsætter med at klare sig godt i "performance"-segmentet, hvilket vi ser som en vigtig indikator for, at produktsuccesen også kan overføres til andre kategorier, hvilket Nike tidligere har haft succes med. Hvis problemerne lå i performance-segmentet i stedet for i det til dels mere cykliske livstilssegment, havde vi omvendt haft vores bekymringer. Det helt centrale spørgsmål er nu, hvornår Nikes innovation, branding og historiefortællinger i deres marketing vil vende den utilfredsstillende salgsvækst tilbage til det væksttempo, som selskabet tidligere har bevist at kunne opretholde gennem flere årtier. Det er blandt andet nye modeller inden for selskabets større produkt-franchises, der tager længere tid om at kunne ses i resultaterne end forventet og derfor er en hæmsko for

selskabets nuværende salgsvækst. Nike har tidligere oplevet udfordrende vækstperioder, som i 2018, hvor den organiske omsætningsvækst på 4 procent var under det langsigtede gennemsnit.

Der er ingen tvivl om, at den nuværende lavere forbrugertillid påvirker forretningen negativt, ligesom det også er tilfældet i andre kategorier inden for diskretionære forbrugsvarer. Forbrugerne i både USA og Kina er, uanset indkomstniveau, mere tilbageholdende. Denne forsigtighed fører til øgede rabatter og priskonkurrence fra mange konkurrenter, hvilket skaber større prisforskelle mellem Nikes produkter og konkurrenternes. Nikes udfordringer ligger hovedsageligt i livstilssegmentet, hvor andelen af produkter solgt med rabatter og prisenedslag er større end i performance segmentet. Vi forventer, at Nikes nuværende udfordringer blot er en midlertidig cyklisk modvind, og i modsætning til nogle af sine konkurrenter har Nike hverken problemer med brandet eller store uønskede lagerbeholdninger.

Siden Nikes tidlige dage, hvor grundlæggeren Phil Knight havde problemer med at sikre bankfinansieringen til sine vareindkøb, har Nike fastholdt sin konservative balance og finansieret sin vækst med pengestrømme fra egen drift. Selskabet kan derfor udlodde alle sine frie pengestrømme til aktionærene. Vi forventer, at de årlige aktionærudlodninger som minimum vil vokse i takt med indtjeningen. Nikes gældfrie balance giver selskabet den kapitalmæssige fleksibilitet til at foretage betydelige udlodninger, hvor aktietilbagekøb på nuværende kurser ville skabe betydelig værdi for blivende, langsigtede medejere.


Nikes værdiansættelse er attraktiv med en fri pengestrømsrente på fire procent, hvor disse frie pengestrømme er presset af den nuværende langsommere vækst. Vi mener, at værdiansættelsen afspejler en lav markedsforventning til Nikes evne til at genoprette sine historiske vækstrater og realisere sine ambitioner om øgede profitmarginer gennem en kombination af både skala og profitabilitetsfordelene ved større salg direkte til forbrugerne over tid.

Yum China: Langsigtet vækstacceleration forstærket af værdiskabende kapitalallokering

I første halvdel af 2024 var Yum China, vores kinesiske fastfoodkæde, den tredjestørste negative bidragsyder til den globale portefølje. I vores Årsbrev for 2023 beskrev vi de faktorer, der driver væksten i selskabets indtjening og frie pengestrømme, og vi reflekterede over, hvordan udviklingen i Yum Chinas markedsværdi synes at være afkoblet fra selskabets stærke operationelle eksekvering og lovende langsigtede fremtidsudsigter.

Siden udgivelsen af vores årsbrev har Yum China offentliggjort sine resultater for 2023 samt for første og andet kvartal af 2024. Selvom salget på kort sigt stadig er påvirket af tilbageholdende kinesiske forbrugere og ekstraordinær hård priskonkurrence, så fortsætter Yum Chinas operationelle eksekvering uden rysten på hånden: Antallet af restauranter øges som planlagt med tocifrede vækstrater, effektiviteten forbedres løbende, og kapitalallokeringen forbliver disciplineret. Den kinesiske fastfood-industri voksede med tocifrede procenter i 2023 og forventes at vokse med høje encifrede procenter i 2024. Som vist i tabellen fortsætter Yum Chinas imponerende operationelle eksekvering ufortrødent, mens markedsværdien ikke er fulgt med, tværtimod. Ved udgangen af juni 2024 var markedsværdien, fratrukket kontanter, således faldet til under 10 milliarder amerikanske dollar.

Tabel 5: Yum China – udvikling i markedsværdi afkoblet fra operationel performance

	Seneste 12 måneder per:			'24 vs. '19	'24 vs. '23
	2019	2K'23	2K'24		
Restauranter (#)	9.200	13.602	15.423	68% ↑	13% ↑
Medarbejdere (#)	450.000	400.000	400.000	-11% ↓	0%
Medarbejdere per restaurant (#)	48,9	29,4	25,9	-47% ↓	-12% ↓
Salg (mio. dollar)	7.925	9.825	10.424	32% ↑	6% ↑
Valutajusteret salg				37% ↑	11% ↑
Salg per medarbejder (dollar)	17.611	24.563	26.060	48% ↑	6% ↑
Driftsindtjening (mio. dollar)	912	997	1.153	26% ↑	16% ↑
Aktiekurs (dollar)	48,0	56,5	30,8	-36% ↓	-45% ↓
Markedsværdi (mia. dollar)	18,6	23,6	12,4	-34% ↓	-48% ↓
Konter (mia. dollar)	1,7	4,1	3,1		
Markedsværdi eksklusiv konter (mia. dollar)	17,0	19,4	9,3	-46% ↓	-52% ↓

Kilde: BLS Capital, Yum China og FactSet.

Som reaktion på afkoblingen mellem selskabets markedsværdi og dets operationelle værdiskabelse, valgte Yum China at iværksætte et accelereret aktietilbagekøb på 500 millioner dollar i første kvartal af 2024, hvor selskabet fik tilbagekøbt cirka 3 procent af sine udestående aktier. Denne beslutning, som vi finder både fornuftig og værdiskabende, kom oveni et allerede planlagt aktietilbagekøb på 750 millioner dollar for 2024 samt de mere end 3 milliarder dollar, som ledelsen har øremærket til aktietilbagekøb og udbytter i perioden frem til 2026. Når vi ser på Yum Chinas markedsværdi ved årets begyndelse, svarer de forventede tilbagebetalinger i 2024 til et aktietilbagekøbsafkast på 10 procent og et udbytteafkast på 2 procent, hvilket giver en samlet tilbagebetaling til aktionærerne på cirka 12 procent.

På mellemlang sigt har Yum China fortsat udsigt til høj en- til tocifret årlig omsætningsvækst, stigende driftsmarginer og tocifret vækst i indtjeningen per aktie. Investeringer i nye restauranter betaler sig stadig tilbage på attraktive 2 til 3 år. Desuden åbnes mellem 20 til 25 procent af de nye restauranter nu af franchise-tagere, hvilket betyder, at en stigende del af væksten opnås med væsentligt lavere eller ingen investeringer.

Selvom Yum China fortsætter med at levere solide og betryggende operationelle resultater og træffe værdiskabende beslutninger om kapitalallokering, er forskellen mellem selskabets operationelle og finansielle værdiskabelse og dets markedsværdi vokset. Denne udvikling skyldes formentlig den vedvarende skepsis blandt investorer over for selskaber, der har eksponering mod Kina. I vores Årsbrev for 2023 adresserede vi netop denne skepsis og forklarede, hvorfor vi fortsat finder eksponering mod den hastigt voksende kinesiske middelklasse særdeles attraktiv. Vi har derfor øget vores investering i Yum China i løbet af de første 6 måneder af 2024.

De største positive bidragsydere – BLS Danske Aktier

De største positive bidragsydere til vores danske porteføljes afkast i løbet af første halvdel af 2024 var medicinalvirksomheden Novo Nordisk (45,1 procent), softwarekonsulenthuset Netcompany (32,4 procent), og Ringkjøbing Landbobank (18,6 procent).

Tabel 6: Største positive bidragsydere

Selskab	Afkast på den investerede kapital eksklusiv goodwill	Årlig indtjeningsvækst			1H2024 afkast	Porteføljevægt 1H2024 afslutning
		5 år	10 år	Årtiet før pandemien		
Novo Nordisk	93,0%	20,2%	15,3%	16,5%	45,1%	10,1%
Netcompany	22,3%	24,9%	21,8%	-	32,4%	5,4%
Ringkjøbing Landbobank	24,4%	25,5%	18,9%	11,3%	18,6%	8,4%

En approksimation for det totale aktionærafkast er summen af den årlige indtjeningsvækst og udbytteafkastet. De seneste årlige udbytteafkast for Novo Nordisk og Ringkjøbing Landbobank er henholdsvis 1,3 og 1,0 procent. Netcompany udbetaler ikke udbytter. Afkastet på den investerede kapital for Ringkjøbing Landbobank afspejler forrentningen af egenkapitalen foruden immaterielle aktiver.

Kilde: BLS Capital, årsregnskaber og FactSet.

Verdensmestre i hver sin disciplin

Novo Nordisk og Ringkjøbing Landbobank var 2 af de 3 selskaber, der havde størst positiv indvirkning på afkastudviklingen for vores danske portefølje gennem første halvår i 2024. For begge selskaber gjaldt det, at omfanget af nyheder var begrænset, samt at de fortsatte med at være verdensmestre i hver sin disciplin – de højeste afkast på den investerede kapital blandt globale pharma-selskaber og en formentlig verdensledende omkostningsdisciplin i banken.

Regnskabet for Novo Nordisks første kvartal viste, at den løbende 12 måneders indtjening var vokset med hele 47 procent siden året før, og over de sidste 10 år er indtjeningen per aktie da også vokset med 15 procent. Som markedsledere i velkonsoliderede industrier omkring fedme og diabetes forventer vi, at Novo Nordisk som minimum kan fastholde det seneste årtis gode indtjeningsfremgang over de kommende år. Novo Nordisks langsigtede muligheder blev understreget på selskabets kapitalmarkedsdag i foråret, hvor der ligeledes blev berettet om fortsatte fremskridt med næste generationer fedmebehandling.

Ringkjøbing Landbobank har fortsat den bedste omkostningsstyring blandt danske, europæiske og vel nok globale banker, hvor omkostningerne udgør omkring 25 procent af indtægterne, hvilket er mere end 20 procentpoint lavere end de største nordiske banker. Efter et 2023 med særdeles stærk indtægtsfremgang som følge af højere renter, vil banken også i 2024 opleve en indtjeningsfremgang på 5 til 10 procent baseret på ledelsens udmeldinger, hvortil aktietilbagekøb for 6 procent af markedsværdien gående ind i 2024 vil øge indtjeningen per aktie yderligere.

Netcompany: fortsat stærkt positioneret til Europas digitalisering

I 2023 var Netcompany den største negative bidragsyder til afkastet på den danske portefølje, idet kortsigtet tilbageholdenhed hos kunderne på det danske private marked skabte usikkerhed om den underliggende vækst og påvirkede selskabets indtjeningsmarginale negativt. Som vi skrev i vores Årsbrev for 2023, er det langsigtede behov for Netcompanys løsninger uændret og stort. Efterspørgslen på det danske marked er da også vendt tilbage i løbet af første halvår 2024, hvor Netcompany var den næststørste positive bidragsyder til afkastet.

Netcompanys internationale forretning fortsætter med at levere solid vækst i både omsætning og overskud med baggrund i fortsat høj digitaliseringsaktivitet i EU. Efter flere års ihærdigt arbejde kunne den engelske forretning annoncere, at den havde vundet en flerårig kontrakt på op over 800 millioner danske kroner, som skal hjælpe med at digitalisere det engelske skatte- og toldsystem. I starten af året vandt Netcompany også en kontrakt på 1,2 milliarder norske kroner med Avinor, som driver 43 norske lufthavne og er ansvarlig for driften af det norske luftrum. Netcompany har Europas bedste softwareløsninger til drift og optimering af lufthavne (Pulse), toldsystemer (Ermis) og skattesystemer (Solar), og selskabet står fortsat stærkt positioneret til at drage langsigtet fordel af det omfattende behov for privat- og offentlig digitalisering i EU.

Frem til 2026 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 begyndelsen af 2024, og vi glæder os til den fortsatte udvikling.

De største negative bidragsydere – BLS Danske Aktier

De største negative bidragsydere til vores danske porteføljes afkast i løbet af første halvdel af 2024 var det digitale sportsmediehus Better Collective (-12,9 procent), speditøren DSV (-9,4 procent), og det førende Nordiske online-stormagasin Boozt (-8,2 procent).

Tabel 7: Største negative bidragsydere

Selskab	Afkast på den investerede kapital eksklusiv goodwill	Årlig indtjeningsvækst			1H2024 afkast	Porteføljevægt 1H2024 afslutning
		5 år	10 år	Årtiet før pandemien		
Better Collective	+100,0%	26,4%	-	-	-12,9%	10,0%
DSV	61,5%	18,8%	21,7%	19,5%	-9,4%	10,0%
Boozt	24,0%	44,2%	-	-	-8,2%	9,6%

En approksimation for det totale aktionærafkast er summen af den årlige indtjeningsvækst og udbytteafkastet. Det seneste årlige udbytteafkast for DSV er 0,7 procent. Better Collective og Boozt udbetaler ikke udbytter.

Kilde: BLS Capital, årsregnskaber og FactSet.

Better Collective: den stabile og forudsigelige langsigtede udvikling fortsætter

Gennem årets første seks måneder fortsatte den solide langsigtede værdiskabelse hos vores digitale sportsmediehus, Better Collective.

Better Collective henviser løbende et stigende antal sportsfans til online spiludbydere. I første kvartal 2024 henviste Better Collective i underkanten af en halv million sportsfans, hvilket er cirka 4 gange så mange som i første kvartal for 5 år siden. Omkring 80 procent af henvisningerne sker på såkaldte "revenue share" aftaler, hvor Better Collective fremadrettet vil modtage op til halvdelen af spiludbyderens løbende indtjening, så længe spillerne er hos spiludbyderen. Før Better Collective får sin betaling, skal opstartsomkostningerne dækkes, og derfor tager det typisk 18 til 24 måneder før spillere, der henvises på "revenue share" kontrakter, begynder at generere omsætning hos Better Collective. Tilgængæld er alle omkostninger så afholdt, og derfor bliver al fremtidig omsætning til overskud. De seneste otte kvartaler har Better Collective sendt tre millioner "revenue share" henvisninger til spiludbydere svarende til cirka halvdelen af de samlede henvisninger i selskabets levetid. De seneste 12 måneder har "revenue share" basen genereret cirka halvdelen af Better Collectives samlede omsætning, og over de næste 24 måneder vil den omsætningsgenererende del af basen blive fordoblet. I takt med at flere amerikanske stater åbner op for onlinespil, og at

spillereguleringen i Sydamerika kommer op på amerikanske og europæiske standarder, vil disse geografier understøtte yderligere vækst i antallet af henvisninger. Vi ser derfor fortsat en særdeles attraktiv vækstprofil med høje og stigende indtjeningsmarginale i Better Collectives kerneforretning.

I tillæg til henvisningsforretningen har Better Collective netop lanceret "AdVantage", som er selskabets nye egenudviklede platform for salg af bannerreklamer. Med AdVantage kommer Better Collective til at beholde den del af omsætningen fra salg af bannerreklamer på selskabets hjemmesider, som historisk er gået til tredjepartsplatforme. Potentialet er endog meget betydeligt, og igen er omkostningerne forbundet med den mulige ekstra omsætning allerede afholdt. De første store tests af AdVantage har fundet sted i forbindelse med sommerens store sportsbegivenheder, og de første resultater er lovende. Vi ser frem til at følge udrulningen af AdVantage de kommende år.

På trods af den fortsatte solide operationelle eksekvering med betydelig og forudsigelig langsigtet værdiskabelse til følge var Better Collectives aktiekursudvikling den svageste i vores danske portefølje i første halvår. Dette skyldes en ændring i Googles søgealgoritmer, der potentielt kan reducere den kortsigtede trafik til Better Collectives mindst rentable henvisningskanal: Partnerskaberne med store internationale digitale medier såsom New York Post og Chicago Tribune, hvor Better Collective leverer sportsjournalistiks indhold og integrerer sin henvisningsforretning på mediernes hjemmesider mod at dele en del af indtjeningen. Denne trafik vil dog blive opsamlet af selskabets øvrige og mere rentable kanaler (inklusive egne hjemmesider), og på lang sigt bør ændringen derfor være positiv. Vi benyttede den svage kursudvikling til at købe flere aktier i Better Collective – både i den danske portefølje og i den globale portefølje, som Better Collective nu også er en del af.

DSV: tager markedsandele med industriens højeste profitabilitet

Første halvår har været en travl periode for vores speditør, DSV, præget af volatile transportmarkeder, skift af administrerende direktør, ny organisationsstruktur, øget strategisk fokus på organisk vækst og aktiviteter relateret til den igangværende budproces på DB Schenker. Sidstnævnte kan ende med det største selskabsopkøb i DSV's historie.

I et svært transportmarked hvor fragtraterne fortsatte deres nedadgående korrektion mod en normalisering efter pandemien og hvor krigshandlinger i Mellempøsten besværliggjorde transporten gennem området, fortsatte DSV med at tage markedsandele fra sine konkurrenter samtidig med, at selskabet fastholdt sin industriledende profitabilitet. DSV's operationelle værdiskabelse er der ikke en finger at sætte på – hverken på kort eller lang sigt. Igennem de sidste 20 år – en periode, der både omfatter den globale finanskrisen og pandemien – er DSV's indtjening per aktie gennemsnitligt vokset med næsten 20 procent om året, og DSV leverer fortsat bedre finansielle nøgletal end sine konkurrenter.

Siden 2003 er DSV's markedsværdi i gennemsnit steget med 21 procent om året, hvilket afspejler den imponerende værdiskabelse, som selskabets kommercielle aktiviteter har præsteret. Denne imponerende værdiskabelse er skabt gennem driftsoptimering og -fremgang og dertil kapitalallokering i verdensklasse. Dette er blevet leveret af en fantastisk ledelse med lang anciennitet og et fast og uændret fokus på langsigtet værdiskabelse. Med Jens Lund ved roret som administrerende direktør forventer vi, at DSV vil fortsætte sin imponerende udvikling, og i løbet af første halvår benyttede vi den attraktive aktiekurs til at øge vores investering i verdens bedste speditør.

Boozt: øger afstanden til konkurrenterne

På trods af den fortsatte tilbageholdenhed blandt nordiske forbrugere fortsætter vores Nordiske online-stormagasin, Boozt, med at vokse organisk og øge sine markedsandele. Samtidig vokser selskabets ambitioner om i stigende grad at konvertere den voksende omsætning til frie pengestrømme.

I løbet af årets første 6 måneder har administrerende direktør Hermann Haraldsson ved flere lejligheder understreget målsætningen om at nå en overskudsgrad på mindst 10 procent i 2028. Udover operationel gearing fra det voksende salg - som vokser allerhurtigst i de mest profitable kategorier, Beauty, Home og Kids, er der effektivitetsgevinster at hente på samtlige omkostningsposter: Fragtomkostningerne vil udgøre en fortsat faldende del af omsætningen i takt med, at den gennemsnitlige ordreværdi stiger; lagerdriften kan ifølge logistikdirektør Ronni Funch Olsen effektiviseres betydeligt; markedsføringsomkostningerne vil falde relativt til omsætningen i takt med at sidstnævnte stiger og sidst men ikke mindst, vil der i takt med at omsætningen stiger ikke være behov for at ansætte flere administrative medarbejdere på hovedkontoret.

Halvårets mest betydningsfulde nyhed kom i forbindelse med offentliggørelsen af planerne for kapacitetsudvidelsen af Boozt's lager- og pakkefaciliteter. Som følge af det hastigt voksende salg er Boozt ved at vokse ud af sit nuværende automatiserede robotlager i Ängelholm, Sverige. Det var derfor ventet, at selskabet ville annoncere en bekostelig udvidelse, men med en nyskabende tilgang formår Boozt at øge kapaciteten af de eksisterende faciliteter ganske betydeligt. I runde tal vil en investering på en halv milliard svenske kroner gøre det muligt at øge omsætningskapaciteten med 5 milliarder svenske kroner, og med en overskudsgrad på mindst 10 procent betyder det et afkast på investeringen på 80 procent efter skat. Det er sød musik i vores ører, og det bekræfter endnu engang kvaliteten i Boozt's ledelsesteam, der gang på gang sætter industribenchmarket for operationel eksekvering.

Boozt's svage aktiekursperformance står i kontrast til selskabets solide operationelle performance og langsigtede strategiske tankegang. Med udsigt til fortsat betydelig organisk salgsvækst, øget profitabilitet og begrænset behov for investeringer i kapacitetsudvidelser kommer Boozt til at styrke sin allerede industriledende generering af frie pengestrømme. Som én af få i industrien returnerer Boozt kapital til sine aktionærer. Sidste år blev op mod 200 millioner svenske kroner returneret, og frem til og med 2026 vil Boozt returnere yderligere 600 millioner svenske kroner svarende til cirka 9 procent af sin markedsværdi. Vi glæder os fortsat over at være medejere af Nordens førende online-stormagasin.

Allokeret mere til selskaber med aktiekursmodvind

Når vi reallokerer kapital med henblik på at optimere den langsigtede værdiskabelse, allokerer vi typisk mere kapital til selskaber, hvis aktiekurs enten er faldet eller ikke helt har fulgt med selskabets underliggende pengestrømsvækstpotentiale. Vi finansierer disse investeringer ved at flytte kapital fra de selskaber, hvor aktiekursen har overhalet den underliggende vækst. Vi har øget vores ejerskab af DSV, Starbucks, Yum China, Budweiser APAC og St. James's Place. For at finansiere disse øgede investeringer har vi reduceret vores ejerskab af IHG og Mastercard. Vi har samtidig frasolgt Novo Nordisk og Estée Lauder fra vores globale portefølje, hvilket vi vil kommentere på i det følgende afsnit.

I første halvår af 2024 tilføjede vi derudover 3 nye selskaber til vores globale portefølje: det førende digitale sportsmediehus Better Collective, som allerede var i den danske portefølje, verdens næststørste kæde af brandede hoteller Hilton Worldwide og Verisign, verdens førende domænegrossist.

En tur på bænken

Vi har valgt at frasælge Novo Nordisk fra vores globale portefølje, da andre af vores selskaber har oplevet betydelige aktiekursfald trods fortsat pæn indtjeningsvækst og attraktive fremtidsudsigter. Vi har haft Novo Nordisk i vores danske portefølje siden opstarten i 2008, og i vores globale portefølje siden 2017, og vi ser fortsat lyst på fremtidsmulighederne for Novo Nordisk. Selskabet har det højeste afkast på den investerede kapital blandt globale medicinalsselskaber (mere end 85 procent i gennemsnit over de seneste 5 år), og selskabet har attraktive markedsledende positioner inden for GLP-1 for både diabetes og fedme samt en førende position inden for insulin. Novo Nordisk er derfor godt rustet til fortsat at generere attraktiv vækst i både indtjening og frie pengestrømme. Selvom vi fortsat ser en lovende fremtid for Novo Nordisk, vurderer vi, at der er mere attraktive risikojusterede afkastmuligheder andre steder i vores globale univers.

I årets andet kvartal frasolgte vi Estée Lauder fra vores globale portefølje. Vi tilføjede for første gang aktien til porteføljen tilbage i 2016 og havde et udbytterigt ejerskab, indtil vi i 2020 frasolgte vores ejerandele alene på baggrund af prissætningen. I 2022 blev vi igen medejere, da kursen var påvirket af et vigende salg til det kinesiske "travel retail"-segment. Imidlertid tog normaliseringen af lagersituationen længere tid end forventet, og vi mener, at ledelsen undlod at tage rettidige skridt til at identificere besparelser. De forblev efter vores vurdering alt for optimistiske omkring normaliseringsprocessen. Havde ledelsen haft en mere konservativ tilgang til budgetteringen, kunne de tidligere have lagt pres på organisationen for at finde effektiviseringsmuligheder. I vores optik udnyttede Estée Lauder ikke mulighederne i deres midlertidige udfordringer. Estée Lauder er fortsat global markedsleder inden for luksusskønhedsprodukter, en strukturelt attraktiv forbrugerkategori med en betydelig markedskonsolidering, en markedsvækst på 5 til 6 procent, attraktive bruttomarginer tæt på 80 procent og iboende skalamæssige fordele.

Vi allokerede primært den frigjorte kapital fra Estée Lauder til vores ejerskaber i Yum China, Budweiser APAC og Starbucks, hvor værdiansættelsen var mere attraktiv og således bedre understøttede for det langsigtede risikojusterede afkastpotentiale.

Hilton: En velkendt forretningsmodel med dokumenteret stærk værdiskabelse

Én af de nyere tilføjelser til vores globale portefølje er Hilton Worldwide, eller blot Hilton. Selskabet er den næststørste kæde af brandede hoteller på verdensplan, og selvom selskabet er nyt i vores portefølje, er hotelfranchisemodellen langt fra ukendt for os. Tilføjelsen af Hilton blev nemlig finansieret ved at trimme vores position i verdens tredjestørste brandede hotelkæde, IHG, som vi har været medejere af siden 2017. Vi er derfor meget fortrolige med franchisemodellen for hotelbrands, og vi har længe været imponerede over Hiltons evne til at drive industriens højeste vækst i antallet af hotelværelser med dertil høje indtjeningsmarginale - og dette endda uden brug af kapital. Hiltons kontinuerligere og dygtige operationelle eksekvering resulterer i fortsat solid vækst i selskabets pengestrømme, som distribueres til aktionærerne gennem aktietilbagekøb, da væksten som nævnt ikke kræver anlægsinvesteringer af Hilton.

Hiltons globale hotelnetværk omfatter mere end 7.600 hoteller med samlet 1,2 millioner hotelværelser. Med yderligere 3.400 hoteller og 470.000 værelser i "pipelinen" forventes selskabet at opnå mindst 6 procent årlig vækst i antallet af værelser de kommende år. Hiltons evne til at vokse og ekspandere med nye hoteller har gjort selskabet industriledende med en historisk vækst i antal værelser på fem til seks procent om året over de seneste fem til ti år. Én af årsagerne bag denne attraktive vækstrate er, at Hiltons hotelbrands i gennemsnit genererer højere omsætning per værelse sammenlignet med andre hotelbrands i samme prisklasse, hvilket gør det økonomisk attraktivt for hotelejerne at være en del af selskabets franchisenetværk. Hilton har derudover udmærket sig ved sin imponerende evne til selv at udvikle og promovere sine brands i stedet for at skulle opkøbe disse fra andre, og i dag består selskabets egenudviklede portefølje af 23 forskellige og velrenommerede hotelbrands.

Hiltons fokus på organisk vækst medfører også, at selskabet kan distribuere sine stabilt voksende frie pengestrømme til sine medejere. I 2024 vil dette resultere i samlede udbetalinger på 3 milliarder dollar, svarende til omkring 6 procent af selskabets markedsværdi ved årets begyndelse. Siden børsnoteringen i 2013 har Hilton på denne måde reduceret sine udestående aktier med 4 procent årligt. Selskabets administrerende direktør, Chris Nassetta, har siden 2007 stået i spidsen for Hilton, og med hans urokkelige fokus på langsigtet økonomisk værdiskabelse anser vi Hilton som et selskab med en særdeles robust og stærk kultur.

Siden selskabets børsnotering i 2013 er indtjeningen per aktie steget med mere end 16 procent årligt, og det er vores forventning, at indtjeningen og de frie pengestrømme per aktie vil fortsætte med at stige med 15 til 17 procent årligt. Vi anser Hilton som attraktivt prissat med en fri pengestrømsrente i underkanten af fire procent.

Verisign: Internetgrossisten med det mest attraktive lager

Vi har tilføjet verdens førende grossist af internetdomæner, Verisign, til vores globale aktier. Efter en femårig periode med uændret aktiekurs og voksende frie pengestrømme, så vi en attraktiv mulighed for at erhverve Verisign til en fri pengestrømsrente på fem procent.

Tabel 8: Udviklingen i Verisigns operationelle nøgletal og markedsværdi

VERISIGN	Seneste 12 måneder per:			'24 vs. '19	'24 vs. '23
	2K'19	2K'23	2K'24		
Omsætning (mio. dollar)	1.226	1.463	1.528	25% ↑	4% ↑
Driftsindtjening (mio. dollar)	791	972	1.036	31% ↑	7% ↑
Driftsmargin	64,5%	66,5%	67,3%	3,3%p ↑	1,3%p ↑
Pengestrømskonvertering	116%	120%	106%	-10%p ↓	-14%p ↓
Indtjening per aktie (dollar)	5,1	6,8	7,7	51% ↑	13% ↑
Fastholdelsesgrad (gennemsnit)	74,6%	74,0%	73,4%	-1,2%p ↓	-0,6%p ↓
Medarbejdere (#)	900	917	908	1% ↑	-1% ↓
Antal aktier (mio.)	120	104	98	-18% ↓	-6% ↓
Aktiekurs* (dollar)	211	208	184	-13% ↓	-12% ↓
Markedsværdi* (mia. dollar)	25,3	21,5	18,0	-29% ↓	-16% ↓

Note: *Aktiekursen og markedsværdien for 2K'24 er fra det tidspunkt, hvor vi begyndte at opbygge vores position i løbet af andet kvartal 2024.

Kilde: BLS Capital, Verisign og FactSet.

Verisign har siden 2010 været verdens største engrosleverandør af top-niveau-domæner, såkaldte TND'er. Et TND er den sidste del af et domænenavn, det vil sige de bogstaver, der følger efter "punktum" i en web- eller e-mailadresse.

På verdensplan findes der lige under 1.600 forskellige TND'er, som i øjeblikket har omkring 350 millioner specifikke webdomæneregistreringer, for eksempel verisign.com og blscapital.dk. Verisign står bag det klart største TND ".com", som har omkring 161 millioner registreringer, og det fjerde største TND ".net", som har omkring 13,4 millioner registreringer. Dertil kommer en række mindre anvendte TND'er, som Verisign ligeledes administrerer. Verisign leverer infrastrukturen og teknologien, der sikrer, at deres domæner er tilgængelige og fungerer korrekt på internettet.

Verisigns kunder er webdomæne-forhandlere, der sælger webdomæner til private personer, selskaber og organisationer. Når en forhandler har solgt et domæne, registrerer forhandleren det i Verisigns registre mod et årligt gebyr til Verisign på omkring 10 dollar (for .com og .net). På verdensplan findes der omkring 2.000 webdomæneforhandlere.

Domænegrossister som Verisign opererer under aftaler med ICANN, som er en global non-profit-organisation, der er ansvarlig for koordineringen af internettets fundamentale infrastruktur. Verisigns TND-aftaler med ICANN regulerer selskabets operatørrettigheder, vilkår for fornyelse, prisfastsættelses-mekanismerne samt betingelserne for, hvornår aftalerne kan ophæves, så andre operatører kan få mulighed for at byde på dem.

Verisigns aftaler med ICANN giver selskabet eksklusive rettigheder til TND'erne .com og .net. Aftalerne giver derudover selskabet rettigheder til at hæve priserne for .com med syv procent og for .net med ti procent om året i fire år ud af de seks år, som aftalerne løber. Når en seksårig periode udløber, vil kontrakten automatisk blive fornyet uden mulighed for, at andre kan byde på kontrakten. Det er kun hvis Verisign overtræder kontraktens serviceaftaler, at ICANN har tilladelse til at invitere andre operatører til at byde på aftalen. Overtrædelser, der kan føre til kontraktbrud, omfatter blandt andet servernedbrud, utilstrækkelig sikring af data, overtrædelse af ICANN's politikker eller manglende opfyldelse af rapporteringsforpligtelser.

Verisigns netværk har de sidste 27 år været i uafbrudt drift uden et eneste brud på datasikkerheden, og selskabets omfattende investeringer i netværket og driften gør, at vi anser risikoen for afbrudt drift og sikkerhedsbrud som minimal. Selv hvis der, mod forventning, skulle ske en overtrædelse af et eller flere af kravene i serviceaftalerne, vurderer vi, at ingen anden udbyder kan matche Verisigns imponerende driftssikkerhed og høje standarder for sikkerhed og datakvalitet.

For at overholde aftalerne med ICANN er det afgørende, at Verisign ikke overtræder minimumskravene i nogen af sine serviceaftaler. Verisign lægger sig derfor betydeligt i selen for at sikre sig mod eventuelle risici. For eksempel opererer Verisign med væsentligt større kapacitet end nødvendigt, og selskabet køber udstyr fra flere forskellige producenter for at sikre sig, at de altid har det bedste udstyr og hurtigt kan erstatte eventuelle defekte komponenter i systemerne.

De klart definerede rammer i Verisigns aftaler med ICANN gør, at Verisigns drift og økonomi er blandt de mest forudsigelige, vi har set.

Verisigns priser reguleres ud fra deres kontrakter med ICANN, som sikrer selskabet en gennemsnitlig årlig prisstigning på mellem fem og seks procent i hver seksårig kontraktperiode. Væksten i antal domæner har historisk set ligget på mellem nul til to procent om året drevet af øget

global internetbrug og voksende e-handel. For nylig har Kina indført krav om en besværlig registrering af den endelige domæneejer, hvilket har hæmmet væksten i landet. I takt med at Verisigns kinesiske kundebase er blevet mindre, er effekten af reguleringen på Verisigns vækst aftaget. Derudover har store lagre af domænenavne, opbygget af domæneforhandlere under pandemien, midlertidigt hæmmet væksten. Disse lagre bliver løbende reduceret, og den negative indvirkning på Verisigns vækst er aftagende. Samlet set har Verisign udsigt til salgsvækst på mellem-til høje encifrede procenter i mange år fremover.

Verisigns overskudsgrad ligger på omkring 67 procent. Da selskabets største omkostningspost er lønninger til sin stabile medarbejderstab på omkring 900 personer, forventes overskudsgraden at stige med cirka et halvt til et helt procentpoint om året. Verisign går således en lys fremtid i møde med langvarig vækst i driftsoverskuddet på høje encifrede procenter.

Verisigns årlige udgifter til investeringer, som primært går til indkøb af IT-hardware, har historisk udgjort to til fire procent af omsætningen. Da domænegebyrer forudbetales af domæneforhandlerne, er Verisign i praksis finansieret af sine kunder. Samlet set betyder det, at den investerede kapital er negativ.

Selskabet har omkring 900 millioner dollar i nettogæld, hvilket svarer til cirka 1 års driftsoverskud før afskrivninger og amortiseringer. Verisigns gælds niveau er dermed ganske lavt, hvilket er endnu en grund til, at ICANN kan føle sig tryk ved Verisign som den langsigtede operatør af .com og .net.

Med en aktiekurs, der værdiansætter Verisigns stabile og forudsigeligt voksende frie pengestrømme til en fri pengestrømsrente på fem procent, har selskabets ledelse med administrerende direktør og grundlægger James Bidzos i spidsen klogeligt valgt aktietilbagekøb som den primære måde at returnere overskydende kapital til aktionærene. Historisk set har Verisign årligt tilbagekøbt fire til fem procent af de udestående aktier og derigennem adderet betydeligt til den operationelle værdiskabelse via værdiskabende kapitalallokering.

Verisigns største aktionær er Warren Buffetts Berkshire Hathaway, som ejer næsten 13 procent af selskabets aktier. Vi er begejstrede for at investere sammen med Warren Buffett og for at have tilføjet et selskab af så høj kvalitet til vores portefølje.

Det langsigtede værdiskabelsespotentiale er uændret

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

Vores selskaber fortsætter med at generere en forudsigelig tocifret indtjeningsvækst, og selskabernes høje kvalitet understreges af afkast på den investerede kapital på 45 procent og 28 procent for henholdsvis den globale og danske portefølje. Vores selskaber er desuden kendetegnet ved kapitallette forretningsmodeller i konsoliderede industrier med høje marginer, og i spidsen af selskaberne står kompetente og engagerede ledelser. Vores selskaber har lav til ingen gæld, og de leverer en stabil og forudsigelig vækst i de frie pengestrømme.

Selskaberne i vores porteføljer har fortsat udsigt til robuste driftsresultater og solid årlig vækst i indtjeningen. Vi er fortsat af den overbevisning, at langsigtet vækst i de frie pengestrømme

grundlæggende er det, der skal sikre os og vores medinvestorer attraktive afkast på den lange bane. Ved en fri pengestrømsrente på 5,9 procent for den globale portefølje og 6,0 procent for den danske portefølje og solide vækstudsigter er porteføljerne attraktiv værdiansat, hvilket for os indikerer et attraktivt langsigtet afkastpotentiale for os og vores medinvestorer.

På vegne af BLS Capital



Anders Lund
Partner og porteføljeformaler



Peter Bundgaard
Partner og porteføljeformaler

Noter til tabeller og figurer:

Tabel 1: Ingen noter.

Tabel 2: RoIC er en forkortelse for "return on invested capital", altså afkast på investeret kapital. Nettogæld / EBITDA er et udtryk for den udestående nettogæld i forhold til indtjeningen før renter, skat og afskrivninger. Pengestrømskonverteringen er frie pengestrømme som en procentdel af nettoindtjeningen. Den frie pengestrømsrente defineres som forventede frie pengestrømme i procent af et selskabs markedsværdi.

Tabel 3: Væksten i indtjening per aktier er angivet i rapporteringsvalutaer, mens det samlede afkast er i danske kroner.

Tabel 4: Væksten i indtjening per aktier er angivet i rapporteringsvalutaer, mens det samlede afkast er i danske kroner.

Tabel 5: Ingen noter.

Tabel 6: Væksten i indtjening per aktie er angivet i rapporteringsvalutaer, mens det samlede afkast er i danske kroner.

Tabel 7: Væksten i indtjening per aktie er angivet i rapporteringsvalutaer, mens det samlede afkast er i danske kroner.

Tabel 8: Ingen noter.

Figur 1: Histogrammerne viser, hvordan selskaberne i BLS Globale Aktier og BLS Danske Aktier fordeler sig i forhold til indtjeningsvækst. 5, 10 og 15 år henviser til den senest rapporterede indtjening per 30. juni 2024. Indtjeningsvækstraten for Budweiser APAC er vist per 31. december 2019.

Figur 2: Ingen noter.

Dette halvårsbrev ("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.