

Årsbrev 2024

Klampenborg, marts 2025

Kære Medinvestor

2024 var et ganske særligt år på det globale aktiemarked, hvor lidt mere end en håndfuld store amerikanske teknologivirksomheder stod for en markant andel af de samlede kursstigninger. Det var også et år, hvor afkastudviklingen på det danske aktiemarked haltede gevaldigt efter udviklingen i MSCI's verdensindeks.

Ser vi først på udviklingen i vores globale afdelinger, der endte året med et afkast på 10,5 procent efter alle omkostninger, så er vi isoleret set godt tilfredse med den absolutte afkastudvikling. Det er vi på trods af, at verdensindekset, MSCI AC World, med den ekstreme påvirkning fra kursudviklingen i de få amerikanske teknologiselskaber, leverede et afkast på hele 25,4 procent. Afkastet på det gennemsnitlige selskab i MSCI AC World var 12,5 procent.

Forskellen mellem afkastet for vores globale afdelinger og verdensindekset skal først og fremmest ses i lyset af vores bevidste fravalg af de afkastdominerende store amerikanske teknologiselskaber. Dertil kommer, at vi altid har haft en betydelig eksponering mod forbrugsselskaber, hvilket ikke var en afkastmæssig fordel i 2024, ligesom det heller ikke var en fordel at være investeret i forbrugsselskaber med salg til den fortsat voksende kinesiske middelklasse.

Det er imidlertid værd at tage det lange lys på og konstatere, at BLS Invest Afdeling Globale Aktier KL siden opstarten i 2008 har leveret et samlet afkast efter alle omkostninger, inklusive geninvesterede udbytter, på 584,5 procent. MSCI AC World har til sammenligning leveret et afkast på 413,5 procent i den tilsvarende periode.

Udviklingen på det danske aktiemarked stod i 2024 i skærende kontrast til udviklingen på det globale aktiemarked. Det ledende danske C25-indeks, der repræsenterer de 25 mest omsatte aktier på børsen i København, endte således året med et fald på 7 procent, ikke mindst drevet af det markante fald i Novo Nordisk-aktien mod slutningen af året. Det bredere OMX Copenhagen Capped-indeks, der består af mere end 120 selskaber, og hvor intet selskab må have en vægt over 10 procent, leverede et afkast på 2,4 procent.

For vores danske afdelinger endte afkastet i 2024 på 4,4 procent, hvilket er et stykke under afdelingernes langsigtede årlige gennemsnit på knap 11 procent og lavere end de globale

afdelinger i året. Hvad angår den historiske udvikling i BLS Invest Afdeling Danske Aktier KL, tillader vi os også her at henlede opmærksomheden på, at afdelingen siden opstarten i 2008 har leveret et samlet afkast efter alle omkostninger, inklusive geninvesterede udbytter, på 471,1 procent, hvorimod det generelle markedsindeks, OMX Copenhagen Capped, til sammenligning har leveret et afkast på 316,7 procent.

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

Tabel 1: Afkast for vores porteføljer

	Afd. Globale Aktier KL	MSCI AC World
2024	10,5%	25,4%
Siden opstart, årligt gennemsnit	12,5%	10,5%
Siden opstart, total	584,5%	413,5%

	Afd. Danske Aktier KL	OMX Copenhagen Capped
2024	4,4%	2,4%
Siden opstart, årligt gennemsnit	10,8%	8,8%
Siden opstart, total	471,1%	316,7%

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. Alle afkast er inklusive geninvesterede udbytter, og for BLS Invest er afkastene efter omkostninger. Foregående års afkastudvikling kan ses på side 25 i tabel 6.

Historiske afkast er ikke en garanti for fremtidige afkast.

Kilde: BLS Capital og Bloomberg.

Når få store selskaber bestemmer retningen

Betragter vi udviklingen på det globale aktiemarked, hvor udviklingen på mange måder var en fortsættelse af 2023, har vi sjældent fundet Warren Buffetts vise ord mere relevante: "Vær frygtløs, når andre er grådige. Og vær grådig, når andre er frygtløse."

Baseret på de meget store kursstigninger i amerikanske teknologiaktier – de såkaldte "Magnificent 7" – der i høj grad er drevet af forventninger til udviklingen inden for kunstig intelligens, ser vi grund til at være frygtløse. Ikke alene på grund af de store kursstigninger i sig selv, men i høj grad fordi stigningerne har været koncentreret omkring et meget lille antal selskaber, hvis værdiansættelser enten er høje eller forudsætter et meget optimistisk fremtidigt indtjeningsniveau.

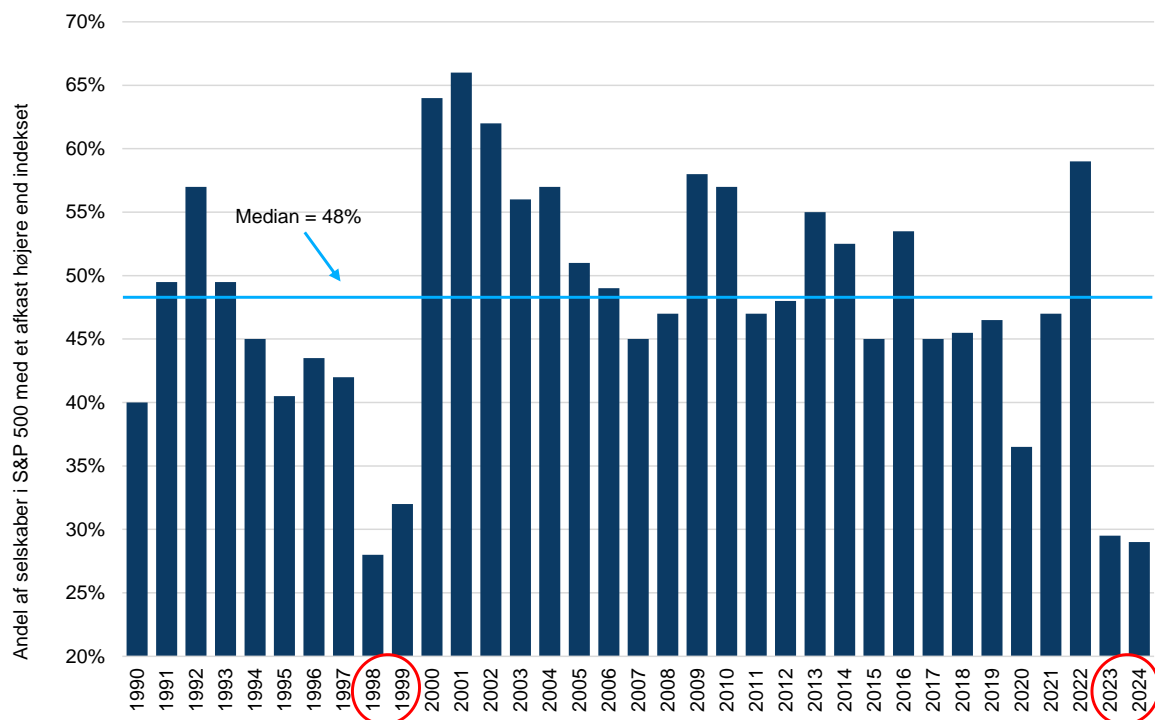
Stigningerne for de amerikanske "Magnificent 7" skete på trods af, at det efter vores mening stadig er alt for tidligt – og risikofyldt – at udråbe hvem, der vil være de egentlige langsigtede økonomiske vindere af den hastige udvikling inden for kunstig intelligens. Hvordan forudses på nuværende tidspunkt hvilke teknologier, der vil blive langsigtede vindere? Hvordan forudses, om de ekstremt store investeringer i datacentre kommer til at give attraktive langsigtede kapitalafkast? Og ikke mindst, hvordan forudses hvilke selskaber, der reelt kommer til at have de mest betydelige produktivetsgevinster – og blivende indtjeningsforbedringer, som anvendelsen af kunstig intelligens forventeligt og over tid vil føre med sig?

Som beskrevet i vores tidligere investorbreve forventer vi, at vores selskaber, med deres stærke brands og evne til selv at sætte deres salgspriser, kombineret med deres store

proprietære datasæt, vil drage konkurrencemæssige og økonomiske fordele af udviklingen inden for kunstig intelligens.

At kursstigningerne i det globale aktiemarked ikke blot var isoleret til et ganske lille antal teknologiselskaber, men samtidig til selskaber, der allerede inden stigningerne var verdens største selskaber målt på markedsværdi, gør os ikke mindre bekymrede. Ikke siden tiden omkring dotcom-boblen ved årtusindeskiftet har afkastkoncentrationen på aktiemarkedet været højere. Med andre ord: Aldrig før er så få selskabers aktier steget så markant i værdi, og aldrig før har så mange af de øvrige selskaber aktiekursmæssigt klaret sig så relativt dårligt i forhold til de få.

Figur 1: Højeste afkastkoncentration siden dotcom-boblen



Kilde: Bloomberg.

Blot 7 amerikanske selskaber (Nvidia, Apple, Alphabet, Meta, Microsoft, Tesla og Amazon) stod således for tæt på halvdelen af det samlede afkast i S&P 500-indekset, som er et amerikansk indeks, der omfatter 500 af de største børsnoterede selskaber i USA. Alene Nvidia, den amerikanske chipdesigner, stod for hele 5 procentpoint af indeksets samlede afkast på 33 procent i 2024. Nvidias aktiekurs steg gennem 2023 og 2024 med svimlende 819 procent. Den amerikanske bilfabrikant, Tesla, hvis værdiskabelsespotentiale vi finder tvivlsomt, leverede et afkast på 74 procent i 2024 og har nu en markedsværdi svarende til mere end 100 gange 1 års indtjening. Selv om Nvidia og fem af de seks andre nævnte selskaber – hvilket altså ikke inkluderer Tesla – er både veldrevne og profitable, er det en udvikling, som bør gøre alle tænksomme investorer frygtsomme – eller som minimum få dem til at tænke grundigt over hvilken absolut risiko, de er villige til at påtage sig.

Vi kan naturligvis ikke forudsige, hvornår en boble er ved at bryde, eller omvendt, hvornår bunden på et krak er nået. Vi er dog observante over for, om aktiekurserne på de selskaber, vi har investeret i, når højder, hvor afkastpotentialet ikke længere er interessant. Vi observerer

dermed de løbende ændringer i risikojusteret afkastpotentiale og justerer vores aktiebeholdninger derefter. Vi ser indikationer i aktiemarkedet på advarselstegn, som kan minde om dotcom-boblen, husboblen forud for finanskrisen eller "Nifty Fifty"-aktierne i starten af 70'erne. Aktiv forvaltning handler om mere end blot at jage kortsigtede afkast. Det handler om at forstå selskaberne i dybden, analysere dem grundigt og erkende, hvornår en pris simpelthen er for høj – selv for de mest "disruptive" luner i aktiemarkedet.

Som følge af kursstigningerne blandt de amerikanske teknologiselskaber var det amerikanske aktiemarked, med et afkast på 33 procent, det bedst præsterende blandt de større globale markeder i 2024. Det europæiske aktiemarked leverede de laveste afkast med et afkast på knap 9 procent. Aktier i udviklingslande gav et afkast på omkring 15 procent.

Set i lyset af koncentrationen i afkastet, drevet af de største amerikanske teknologiselskaber, var det ikke overraskende teknologi- og kommunikationssektorerne, der gav de højeste afkast på mere end 40 procent. Diskretionære forbrugsselskaber, eksklusive Amazon og Tesla, havde et afkast på omkring 13 procent, mens stabile forbrugsvarer havde et afkast på 11 procent. Råvareselskaber, med et afkast på -2 procent, var den eneste sektor med et negativt afkast i 2024. Efter råvaresektoren var det sundhedsaktier, som gav de ringeste afkast på 8 procent.

Ligesom i 2023 var MSCI's faktorindeks "Momentum", hvor der investeres mest i de selskaber, der den seneste tid har haft de højeste aktieafkast, den faktor med de højeste afkast, idet MSCI's indeks gav et afkast på 41 procent. Til sammenligning gav MSCI's indeks for henholdsvis aktier med høje udbytter i forhold til markedsværdi, "High Dividend Yield", og aktier med lav prissætning, såkaldt "Value", afkast på henholdsvis 15 og 18 procent.

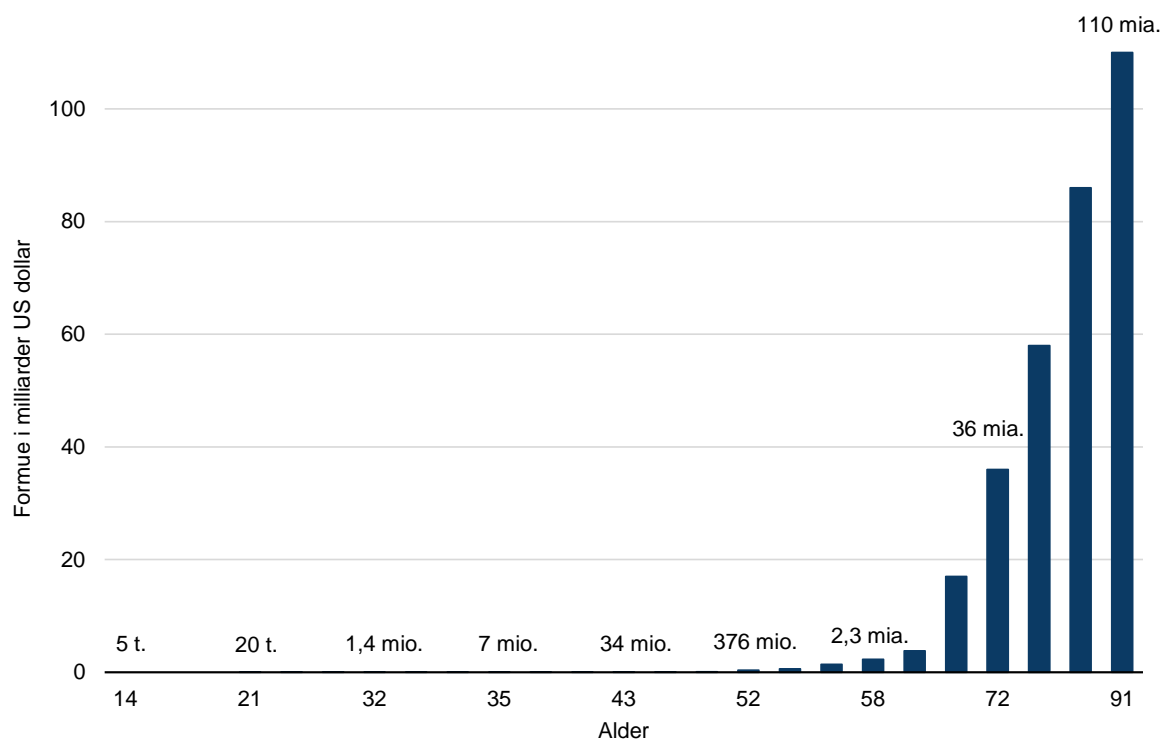
Med de senere års fremmarch af såkaldte passive indeksfonde – fonde, der ikke tager aktivt stilling til investeringer i de enkelte selskaber, men i stedet køber selskaber efter deres vægt i et givent indeks – er der en overhængende risiko for, at afkastudviklingen bliver yderligere forstærket gennem et såkaldt "positiv feedback loop". I perioder med positive afkast vil selskaber med høje markedsværdier, der vægter meget i et givent indeks, således tendere til at forsætte med at stige i takt med, at passive investorer forsætter med at placere yderligere kapital i passive indeksfonde. Det er dog vigtigt at være opmærksom på, at de selvsamme selskaber også risikerer at komme til at falde hurtigere – og hårdere – hvis enkelte faktor- eller temafokuserede indeks mister popularitet. Et eksempel på dette er den faldende popularitet af såkaldte "grønne" aktier over de sidste par år – her er MSCI's Climate Change-indeks faldet med 50 procent siden toppen i 2021, efter at det steg med 220 procent over 2019 og 2020.

Fokus på langsigtet værdiskabelse

Vi er stolte over at have beskyttet og forrentet den kapital, vores medinvestorer har betroet os, både på lang og på kort sigt. Det gælder, uanset om man som medinvestor har været investeret i de globale eller danske afdelinger i BLS Invest. Og selv om det hverken er vores målsætning eller med rimelighed kan forventes, at vi inden for en hvilken som helst kortere tidsperiode overgår udviklingen på de mest sammenlignelige aktieindeks, stræber vi altid efter at levere et positivt absolut afkast til vores medinvestorer. Et afkast, der på lang sigt – efter alle omkostninger – også overstiger udviklingen på det generelle marked, som det har været tilfældet siden opstarten af BLS Invest. Vi fortsætter med at være tro mod vores disciplinerede og langsigtede investeringsfilosofi, som vi har været det siden stiftelsen af BLS Capital i 2008.

For at illustrere vigtigheden af det lange perspektiv, kan den langsigtede effekt af renters rente ses ved nedenstående graf, som viser Warren Buffetts alder ud ad x-aksen og hans formue op ad y-aksen. Som grafen viser, er det ikke uden grund, at Albert Einstein ofte citeres for, at renters rente-effekten – eller compounding, som det også kaldes – er verdens ottende vidunder og den stærkeste kraft i universet. Det er dog også et vidunder, som kun den tålmodige kan forvente at få glæde af, da det kræver en langsigtet tilgang til investeringer.

Figur 2: Vidundereffekten af renters rente – udviklingen i Warren Buffetts formue



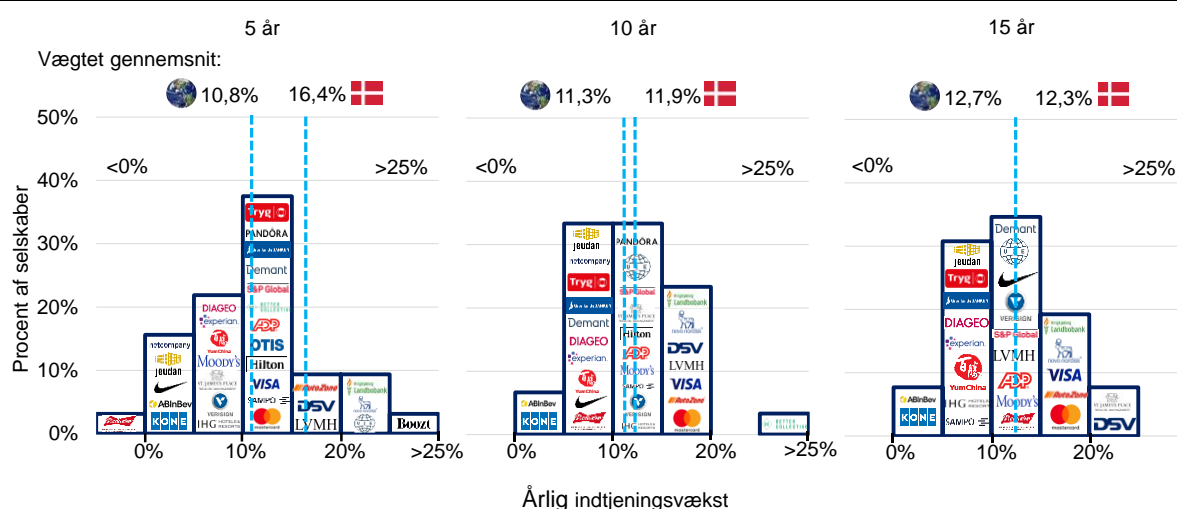
Kilde: Forbes.

Indtjeningsvæksten i vores selskaber fortsatte ufortrødent

Vores investeringsfilosofi tager udgangspunkt i, at aktieafkast på lang sigt er drevet af udviklingen i selskabers indtjening og frie pengestrømme. Dette er med baggrund i, at selskabers indtjeningsudvikling er den mest pålidelige forklaringsfaktor for langsigtet aktieafkast. Jo længere tidshorisonter der betragtes, desto højere er forklaringsgraden. På helt kort sigt drives aktiemarkedet primært af stemningen samt af, om indtjeningen rammer de kortsigtede forventninger, men det ændrer sig, desto længere tidshorisonter er. På en femårig periode forklarer indtjeningsudvikling blot lidt over halvdelen af kursudvikling, men på 20 år er det mere end 80 procent. Aktieafkastet, i form af kursstigninger og udbytter, vil således tilnærme sig væksten i indtjening og frie pengestrømme over tid. I de perioder, hvor aktieafkastene for ens selskaber ikke følger med den forventede langsigtede indtjeningsudvikling, må man væbne sig med tålmodighed og lade renters rente arbejde for sig.

Det er derfor med til at give os ro i maven, at den gennemsnitlige indtjeningsvækst i vores selskaber fortsatte gennem 2024 og var omkring 10 procent i begge vores porteføljer. Det ligger tæt på den indtjeningsvækst, vores porteføljer har haft over tidshorisonter på både 5, 10 og 15 år.

Figur 3: Stabil og forudsigelig indtjeningsvækst



Kilde: BLS Capital, årsregnskaber, og FactSet.

Status på porteføljerne

Som medinvestorer ved, så anvender vi primært tre nøgletal til at vurdere selskabernes kvalitet, balancestyrke og værdiansættelse. Nedenstående tabel viser disse nøgletal ved udgangen af 2024 samt for de foregående år.

Tabel 2: Nøgletal for vores porteføljer

BLS Invest Globale Aktier	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Afkast på den investerede kapital	49,1%	45,6%	43,1%	46,4%	43,0%	44,3%
Nettogæld / Driftsindtjening før afskrivninger	0,2x	0,7x	0,4x	0,4x	0,9x	0,7x
Fri pengestrømsrente	4,5%	4,3%	4,3%	4,8%	5,2%	5,6%
BLS Invest Danske Aktier	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Afkast på den investerede kapital	27,6%	23,7%	30,7%	28,1%	24,3%	27,3%
Nettogæld / Driftsindtjening før afskrivninger	0,2x	0,0x	-0,7x	0,2x	0,5x	0,7x
Fri pengestrømsrente	4,3%	4,5%	4,0%	5,5%	5,9%	5,7%

Kilde: BLS Capital, årsregnskaber, og FactSet.

Afkast på den investerede kapital

Vores nøgletal til vurdering af vores selskabers kvalitet har altid været afkast på den investerede kapital, som viser forholdet mellem et selskabs årlige driftsindtjening efter skat og den kapital, der er investeret i driften. Vi foretrækker et højt afkast på den investerede kapital, da det betyder, at selskabet skaber en højere indtjening per krone investeret i driften. Ved udgangen af 2024 var afkastet på den investerede kapital for vores globale portefølje på 44,3 procent, mens det var 27,3 procent for vores danske portefølje, hvilket i begge tilfælde flugter med de historiske niveauer.

Nettogæld i forhold til driftsindtjeningen før afskrivninger

Til at vurdere et selskabs gælds niveau og dermed, hvor robuste og modstandsdygtige selskaberne er i forhold til blandt andet finansiering, anvender vi forholdet mellem "nettogæld" og "driftsindtjening før renter, skat og afskrivninger". Ultimo december udgjorde dette nøgletal for såvel vores globale portefølje som vores danske portefølje 0,7x. Det tilsvarende nøgletal for verdensindekset MSCI AC World var 1,7x. Selskaberne i begge vores porteføljer har

således solide balancer, der gør dem i stand til at navigere i svære markedsforhold, for eksempel ved stigende renter eller i situationer, hvor adgang til ekstern finansiering er svær.

Frie pengestrømsrente

Den frie pengestrømsrente er vores primære målestok, når vi skal vurdere, hvor attraktivt et selskab er prisfastsat. En høj pengestrømsrente er mest attraktiv. Den frie pengestrømsrente for vores globale portefølje steg fra 5,2 procent ved udgangen af 2023 til 5,6 procent ved udgangen af 2024, mens den er gået fra 5,9 til 5,7 procent for vores danske portefølje. For begge porteføljer vurderer vi fortsat, at værdiansættelsen er attraktiv og danner et godt udgangspunkt for langsigtede attraktive absolutte afkast.

Da vi udelukkende investerer i kvalitetsselskaber, klarer selskaberne i vores porteføljer sig også godt målt på forskellige ESG-parametre. Eksempelvis scorer de konsekvent højt på MSCI's ESG-rating og langt højere end det gennemsnitlige selskab i MSCI AC World-indekset.

Hvad der ligger til grund for vores selskabers evne til at fastholde en høj kvalitet og attraktive indtjeningsperspektiver, kan der læses endnu mere om i vores årlige udgivelse, Vores Selskaber.

Hvad drev afkastet i vores globale portefølje?

Selskaberne med de højeste afkastbidrag til vores globale portefølje i 2024 var vores britiske formuerådgiver St. James's Place (37 procent afkast), vores kinesiske fastfoodkæde Yum China (24 procent) og løn- og HR-software-selskabet Automatic Data Processing (37 procent). Modsat var selskaberne med de laveste afkastbidrag vores digitale sportsmediehus Better Collective (-58 procent), vores asiatisk fokuserede bryggeri Budweiser APAC (-43 procent) og vores verdensledende bryggeri Anheuser-Busch InBev (-16 procent). Vi benyttede kursfaldene i disse tre selskaber til at øge vores medejerskaber.

Tabel 3: Højeste og laveste afkastbidrag til den globale portefølje

Højeste afkastbidrag	Afkast på den investerede kapital eksklusiv goodwill	Årlig indtjeningsvækst			2024 afkast	Porteføljevægt slut 2024
		5 år	10 år	Årtiet før pandemien		
St. James's Place	31,2%	8,1%	10,0%	20,7%	36,9%	8,9%
Yum China	90,7%	5,7%	6,7%	8,6%	23,5%	8,5%
Automatic Data Processing	+100%	11,0%	14,9%	10,2%	37,3%	5,9%

Laveste afkastbidrag	Afkast på den investerede kapital eksklusiv goodwill	Årlig indtjeningsvækst			2024 afkast	Porteføljevægt slut 2024
		5 år	10 år	Årtiet før pandemien		
Better Collective	+100%	10,9%	26,0%	n.a	-57,9%	1,4%
Budweiser APAC	+100%	-1,1%	7,0%	17,0%	-42,8%	3,2%
Anheuser-Busch InBev	+100%	1,8%	4,4%	7,6%	-16,2%	5,7%

Kilde: BLS Capital, årsregnskaber og FactSet.

St. James's Place: Skarp driftsmæssig eksekvering

St. James's Place var i 2024 selskabet med det højeste afkastbidrag til vores globale portefølje. Det kommer efter et 2023, hvor aktiekursen var præget af meget støj og uro omkring ændringer i selskabets gebyrer, foranlediget af politisk motiveret pres på rådgivningsindustrien fra det britiske finanstillsyn.

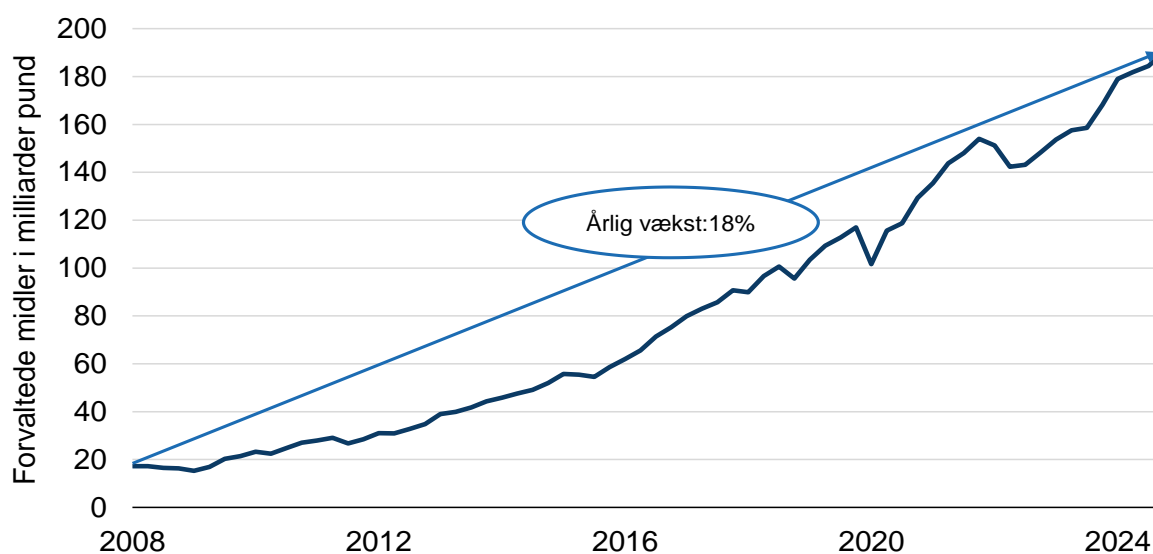
Vores analyser og dialog med selskabet indikerede ikke, at aktiemarkedets bekymringer var funderede i ændrede vækstudsigter for selskabets fremtidige indtjening, hvorfor vi øgede vores beholdning i lyset af den faldende aktiekurs i 2023. Den stærkere kursudvikling i 2024 kommer som følge af, at ledelsen har været mere klare i deres kommunikationen omkring vækstudsigterne. Den administrerende direktør Mark FitzPatrick meddelte således ved halvårsregnskabet i juli, at de frie pengestrømme skal fordobles i perioden fra 2023 til 2030, hvilket svarer til en årlig vækstrate på 10 procent. Vi ser dog nærmere potentiale for 15 procent.

St. James's Place har betydelig indsigt i pengestrømsvæksten for de kommende år, da kundefastholdelsesraten er omkring 95 procent, svarende til en kundelevetid på 20 år. Dertil kommer, at selskabet hvert kvartal de seneste mere end 20 år har haft højere kapitaltilgang end afgang fra sine kunder.

De årlige frie pengestrømme, eksklusive ekstraordinære poster, i St. James's Place var i 2024 omkring 500 millioner britiske pund, svarende til mere end 10 procent af selskabets markedsværdi. Dette til trods for, at hele 50 milliarder pund – eller en fjerdedel af den samlede formue, der rådgives – endnu ikke bidrager til pengestrømmene.

Dette gør de ikke, da St. James's Place har givet afkald på gebyrer fra disse kunder i deres første seks år, eftersom de har betalt et gebyr ved opstarten af deres kundeforhold. Når disse 50 milliarder pund ikke længere modtager denne rabat, vil det bidrage med knap 300 millioner pund i årlige pengestrømme – et løft svarende til omkring 6 procent af markedsværdien. Alene frigørelsen af disse penge fra rabatordningen, og forventede positive afkast på den samlede formue, vil bringe St. James's Place tæt på ledelsens mål om en fordobling af pengestrømmene i 2030 – og det inden pengestrømsbidraget fra forventet nysalg.

Figur 4: Fortsat vækst i den samlede formue



Kilde: BLS Capital og St. James's Place.

På omkostningssiden har administrerende direktør Mark FitzPatrick vist en øget vilje til at gennemgå selskabets omkostningsbase med en tættekam. Frem mod 2027 vil selskabet identificere og reducere årlige omkostninger med 100 millioner pund – svarende til knap hver syvende pund af de nuværende omkostninger, hvilket naturligvis også vil have en positiv effekt på selskabets pengestrømme.

I lyset af prissætningen på St. James's Place finder vi det glædeligt, at ledelsen har justeret selskabets udlodningspolitik. St. James's Place har historisk distribueret mellem 70 og 80 procent af de frie pengestrømme i form af udbytter. På den korte bane vil de samlede udlodninger udgøre omkring 50 procent af pengestrømmene, mens der investeres i at få tilpasset organisationen og IT til en ændret gebyrstruktur. Halvdelen af udlodningen vil fortsat være som udbytter, mens den anden halvdel vil komme i form af aktietilbagekøb, hvilket vi længe har advokeret for som værende en værdiskabende måde at distribuere kapitalen til medejerne på. Med en attraktiv fri pengestrømsrente, og en rabat på 45 procent alene for den eksisterende forretning helt uden vækst, er det utvivlsomt værdiskabende for medejerne med disse aktietilbagekøb.

Yum China: Voksende værdiskabelse i et hårdt marked

Yum China, der driver fastfoodkæderne KFC og Pizza Hut i Kina, fortsætter med stærk driftsfremgang med omsætnings- og indtjeningsvækst, selv i et udfordret kinesisk marked, hvor forbrugerne er tilbageholdende. Selskabet øgede i 2024 antallet af restauranter med 12 procent og forbedrede driftsmarginen med 1,4 procentpoint i anden halvdel af 2024 sammenlignet med samme periode året før. Selv med tilbageholdende forbrugere formår Yum China at øge trafikken til eksisterende butikker, selv om salget per butik ikke ser samme positive udvikling, da det gennemsnitlige forbrug per besøg er lavere. Set i lyset af den marginalt lavere omsætning per restaurant finder vi det imponerende, at Yum China fortsat

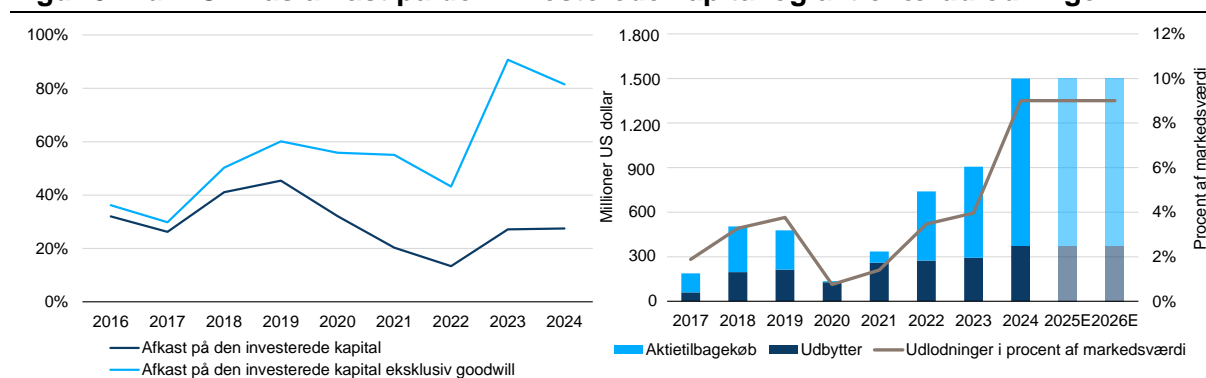
formår at øge profitabiliteten, og med ledelsens fokus på at drive vækst i salget per restaurant, er det fordrende for en øget langsigtet profitabilitet.

Vi er fortsat begejstrede for vækstudsigterne i Yum China på trods af den makroøkonomiske situation i Kina, hvor forbrugertilliden er lav. Yum China sigter mod at have 20.000 restauranter inden udgangen af 2026, og med en høj encifret til tocifret årlig vækst i omsætningen og stigende driftsmarginer – kombineret med løbende aktietilbagekøb – vil det føre til tocifret vækst i indtjeningen per aktie.

Yum China øger andelen af nyåbnede restauranter, der drives på franchisekontrakter, hvilket muliggør hurtigere vækst med højere indtjeningsevne og uden kapitalinvesteringer. Derudover har selskabet implementeret initiativer for at forenkle driften, reducere kompleksiteten og assistere restaurantcheferne i deres daglige arbejde. Dette gør det muligt for restaurantcheferne at drive flere restauranter end tidligere. Yderligere har selskabet indført nye butikskoncepter såsom "KCOFFEE side-by-side Cafes" i forlængelse af eksisterende restauranter samt konceptet "Pizza Hut WOW" for at tiltrække nye kunder – specielt i de mere prisfølsomme dele af markedet – med gode kapitalafkast og med attraktiv profitabilitet til følge. Yum China udvider også deres tilstedeværelse i mindre byer med nye formater, der kræver lavere kapitalinvesteringer, hvilket sikrer et fortsat attraktivt afkast på den investerede kapital.

Med en kontantbeholdning på tre milliarder US dollar, svarende til knap en femtedel af selskabets markedsværdi, og betydelige årlige frie pengestrømme, har selskabet øget sine aktionæruddelninger. Selskabet planlægger at udbetale mindst 1,5 milliarder dollar i kapital til aktionærerne i både 2025 og 2026. Dette var også niveauet i 2024, men næsten det dobbelte af, hvad der blev udbetalt i 2023. De 1,5 milliarder dollar svarer til 9 procent af Yum Chinas markedsværdi og er særdeles høje uddelninger samtidig med, at selskabet investerer betragteligt i restaurantåbninger og forventes at øge indtjeningen per aktie med tocifrede vækstrater.

Figur 5: Yum Chinas afkast på den investerede kapital og aktionæruddelninger



Kilde: BLS Capital, Yum China, og FactSet.

Vi er optimistiske omkring Yum Chinas langsigtede vækstpotentiale, og vi øgede vores ejerandel i selskabet fra årets begyndelse frem til september, da aktiekursen ikke fulgte med pengestrømsvæksten. Vi er dybt imponerede over det altid energiske og kompetente lederskab af administrerende direktør Joey Wat, som vi betragter som en central drivkraft i realiseringen af de langsigtede vækstmuligheder på det kinesiske marked.

Automatic Data Processing: Fortsat stabil fremgang

Vores amerikanske udbyder af lønsystemer og andet software til HR-løsninger, Automatic Data Processing, fortsatte sin solide og stabile eksekvering og øgede omsætningen og indtjeningen per aktie med henholdsvis 7 og 12 procent i 2024. Over det sidste årti har Automatic Data Processing vokset indtjeningen per aktie med 15 procent om året, og vi forventer, at den fremadrettede vækst vil være i tråd med ledelsens udmeldinger om 11 til 13 procents årlig vækst i indtjeningen per aktie.

I 2024 øgede selskabet også sit udbytte per aktie med 10 procent, og selskabet har dermed øget sit udbytte per aktie 50 år i træk. Det gør Automatic Data Processing til medlem af den eksklusive gruppe af *Dividend Kings*, som kun består af 53 selskaber. Siden 1990 har Automatic Data Processing i gennemsnit øget udbyttet per aktie med 15 procent om året, og det årlige udbytte svarer i dag til et direkte udbytteafkast på omkring 2 procent.

Automatic Data Processing er, med sit høje afkast på den investerede kapital, solide og forudsigelige vækst, høje marginer samt sit stærke og langsigtede ledelsesteam, et selskab, der lever op til alle vores kriterier.

Better Collective: En skuffende nedjustering, men en intakt forretningsmodel

Vores digitale sportsmediehus, Better Collective, havde den største negative indflydelse på afkastudviklingen for begge vores porteføljer i 2024. En skuffende nedjustering af forventningerne til årets resultat, der blev annonceret forud for selskabets regnskab for tredje kvartal, overraskede investorerne negativt. Nedjusteringen var ifølge selskabet selv drevet af udviklingen på det stadig umodne amerikanske marked samt en midlertidig aktivitetsnedgang i Brasilien forud for en regulering af markedet i januar 2025. Trods disse kortsigtede udfordringer, som betyder, at driftsindtjeningen i 2024 nu forventes at være på niveau med 2023, ser vi ingen tegn på en forringelse af selskabets grundlæggende forretningsmodel.

I forbindelse med nedjusteringen annoncerede ledelsen også et bespareelsesprogram, der skal reducere de årlige omkostninger med 50 millioner euro, hvilket svarer til 40 procent af selskabets samlede omkostninger. Initiativet understreger forretningens høje skalerbarhed samt behovet for effektivisering efter en periode med betydelig opkøbsaktivitet, der har ført til en markant vækst i medarbejderstaben.

Better Collective står midt i en ændring af deres omsætningsmodel, hvor selskabets omsætning i stigende grad skal være baseret på deling af omsætningen hos selskabets partnere frem for engangsbetalinger ved henvisning af spillere til sportsbetting-platforme. Denne model, hvor selskabet modtager en andel af indtægterne over tid, øger livstidsværdien af hver enkelt henvisning og bidrager positivt til den langsigtede fundamentale værdi.

Da vi købte vores første aktier i Better Collective, estimerede vi, at omkring halvdelen af selskabets markedsværdi kunne henføres til allerede henviste spillere. I dag svarer denne værdi til hele selskabets markedsværdi. Dette til trods for, at selskabet har en markedsledende position inden for sportsmedier og et kernemarked i strukturel vækst.

Better Collective er fortsat med at rapportere vækst i antallet af henvisninger. Vi forventer, at denne tendens vil fortsætte på tværs af Europa, Brasilien og USA, hvor Brasilien har udgjort

20 procent af omsætningen, og hvor Nordamerika for nuværende udgør i underkanten af 25 procent af omsætningen.

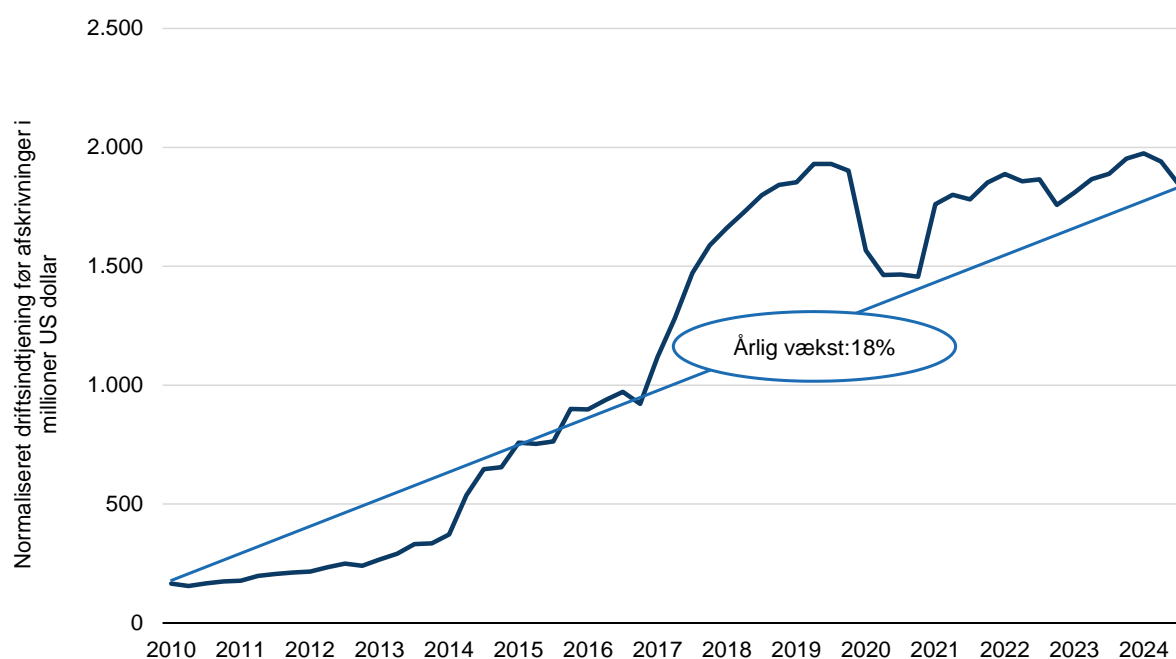
Vi værdsætter selskabets fastholdelse af en sund og stærk balance men med den øgede diskrepans mellem selskabets fundamentale værdi og markedsværdi, kan der næppe findes mere værdiskabende kapitalallokering end at bruge selskabets frie pengestrømme på at tilbagekøbe egne aktier. Værdiskabelsesmuligheden ved en sådan beslutning er således kun blevet større med årets aktiekursfald, og ledelsen har tidligere vist sig villig til netop at tilbagekøbe aktier, når aktiekursen ikke har fulgt med udviklingen i selskabets pengestrømsgenerering.

Budweiser APAC: Fortsat betydelige vækstudsigter

Vores asiatiske bryggerigigant, Budweiser APAC, sælger størstedelen af sine øl i Kina, og i 2024 udgjorde landet således omkring 70 procent af selskabets samlede omsætning. Kina er da 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 frem for billigere alternativer. Salget af premiumøl forventes derfor at vokse, som det har været tilfældet de seneste 20 år, selv om det samlede ølmarked ikke oplever en stigning i de solgte mængder.

Budweiser APAC har derfor en klar premiumiserings-strategi i Kina, hvor selskabet fokuserer på segmenterne for premium- og super-premium-øl, hvilket historisk har ført til vækst i de gennemsnitlige salgspriser på omkring fem til seks procent om året før pandemien. Disse højere salgspriser kom selv uden nævneværdig inflation i landet. Salget af premiumøl udgør i dag kun omkring 17 procent af det samlede ølsalg i Kina, hvilket er markant lavere end i markeder som Sydkorea og USA, hvor salget af premiumøl udgør omkring 40 procent. Da premiumsegmentet allerede i dag står for to tredjedele af selskabets omsætning, er Budweiser APAC stærkt positioneret til at drage fordel af den ventede markedsudvikling. Strategien er desuden særligt profitabel, da produktionsomkostningerne for premiumøl kun er marginalt højere end for mainstream-øl.

Figur 6: Betydelig indtjeningsvækst før pandemien



Kilde: BLS Capital, Anheuser-Busch InBev, og Budweiser APAC.

Selvom markedet på længere sigt er attraktivt, var 2024 et udfordrende år for Budweiser APAC. Svagere forbrugertillid i Kina resulterede i et mindre fald i både volumen og indtjening. På trods af disse kortsigtede udfordringer har selskabet dog formået at fastholde sin markedsandel i Kina og har fortsat investeret i at fastholde sin position som markedsleder inden for premiumsegmentet.

Foruden valutapåvirkning var omsætningen og indtjeningen for Budweiser APAC i 2024 på omtrent samme niveau som før pandemien. I årtiet frem til 2019 voksede Budweiser APAC sin driftsindtjening med næsten 30 procent om året. Vi forventer, at de seneste fem års stagnerede indtjening vil vise sig blot at være et midlertidigt tilbageslag i selskabets langsigtede udsigter for tocifret vækst i indtjeningen og de frie pengestrømme.

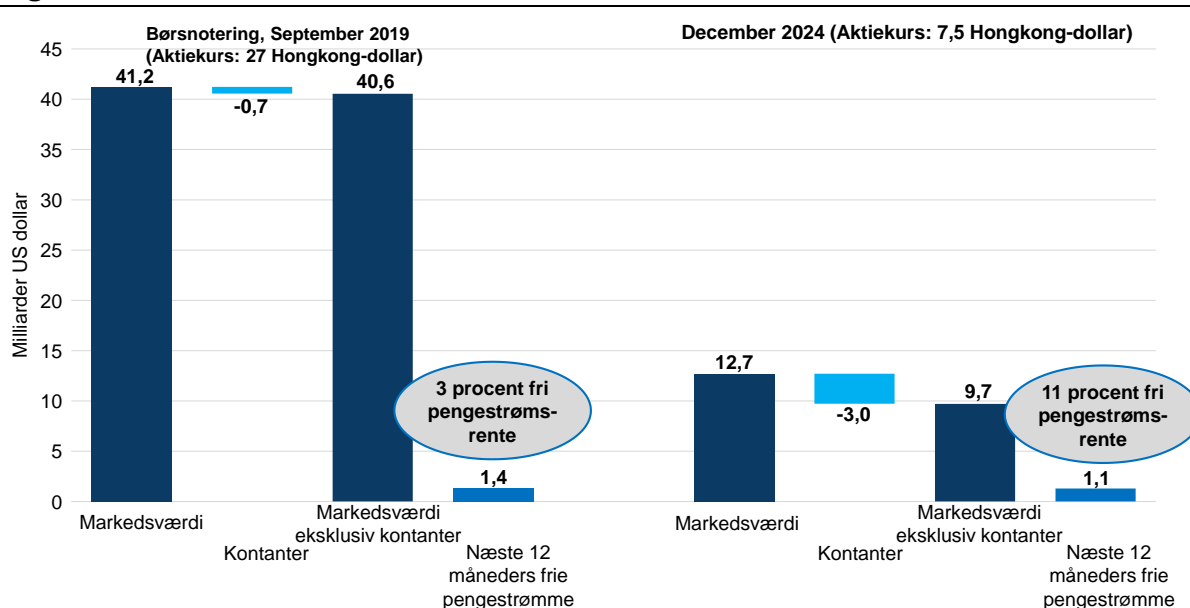
Budweiser APAC udvider konstant sin distribution til flere byer med særligt fokus på partnerskabet med Swire Coca-Cola – en af de største Coca-Cola-producenter og -distributører i Kina – for at styrke sin tilstedeværelse i nye provinser. Swire Coca-Cola er eksklusiv leverandør af Coca-Cola i flere Kinesiske provinser.

Budweiser APAC har også iværksat en række omkostningsinitiativer, herunder effektivisering og investeringer i returnerbar emballage. Selskabets medarbejderstab er samtidig blevet reduceret med cirka 15 procent siden udgangen af 2019. Et andet væsentligt strategisk tiltag, som selskabet har foretaget, er investeringen i digitalisering gennem deres B2B e-handelsplatform, BEES, der allerede har bidraget til øget produktivitet og nu anvendes i mere end 300 byer i Kina.

Mens vi venter på, at den forventede udvikling i de frie pengestrømme udspiller sig, udbetaler Budweiser APAC årlige udbytter svarende til 6 procent af markedsværdien. Selskabet har desuden forpligtet sig til at udlodde minimum 700 millioner amerikanske dollar hvert af de kommende 3 år, ligesom de udloddede for 2023. I betragtning af vores langsigtede forventning

om, at Budweiser APAC kan vokse sin indtjening med mere end 10 procent om året, finder vi værdiansættelsen særdeles attraktiv med en fri pengestrømsrente på omkring 11 procent.

Figur 7: Budweiser APAC's værdiansættelse er blevet markant mere attraktiv



Kilde: BLS Capital, FactSet, og Budweiser APAC.

Anheuser-Busch InBev: Lavere gældsætning baner vejen for øgede aktionær-udlodninger

Anheuser-Busch InBev, verdens største bryggeri, fortsatte med at levere solide operationelle resultater med en forventet organisk vækst i driftsresultatet før afskrivninger i den øvre ende af selskabets forventning om 6 til 8 procent i 2024.

Resultatet afspejlede sig dog ikke i aktiekursen, som faldt med 16 procent i 2024. Kursfaldet skyldes sandsynligvis en kombination af generel aktiekurssvaghed blandt forbrugsselskaber og selskaber med eksponering mod udviklingslande. Derudover oplevede selskabet også valutakursmodvind på den brasilianske real og mexicanske peso, som begge faldt med omkring 20 procent over for den amerikanske dollar. Dette havde en negativ påvirkning på værdien af selskabets indtjening målt i amerikanske dollar, som selskabet aflægger sit regnskab i. Anheuser-Busch InBev genererer omkring 80 procent af sin driftsindtjening uden for USA, så selvom ledelsen er baseret i New York City, er selskabet i høj grad eksponeret mod udviklingslande og dermed andre valutaer end dollaren.

Vi anser selskabets eksponering mod udviklingslande som en langsigtet styrke, da det understøtter volumenvæksten og premiumisering sammenlignet med, hvad der kan forventes i mere udviklede markeder som eksempelvis USA eller Europa. Anheuser-Busch InBev nyder godt af ledende markedspositioner i mange lande, hvilket muliggør fortsat vækst i driftsindtjeningen i den øvre ende af selskabets langsigtede målsætning på fire til otte procent om året. Denne vækst drives af lav encifret vækst i volumenerne, højere gennemsnitlige salgspriser samt margineksponering som følge af produktivitetstiltag og skalafordel.

Anheuser-Busch InBev er ledet af administrerende direktør Michel Doukeris og finansdirektør Fernando Tennenbaum. Ledelsen har en balanceret tilgang til at investere i selskabets organiske vækstmuligheder, foretage værdiskabende tilbagekøb af selskabets gæld og

returnere kapital til sine aktionærer gennem udbytter og aktietilbagekøb. Udlodninger er særligt blevet en del af overvejelserne, da selskabet har reduceret sin gældsætning ned til omkring tre gange den årlige driftsindtjening før afskrivninger. Anheuser-Busch InBev annoncerede i forbindelse med sin rapport for tredje kvartal af 2024, at selskabet vil tilbagekøbe aktier til en værdi af 2 milliarder dollar (cirka 2 procent af selskabets markedsværdi), hvilket er en fordobling i forhold til året før, hvor selskabet annoncerede tilbagekøb for 1 milliard dollar.

Med en gældsjusteret fri pengestrømsrente på omkring 7 procent mener vi, at kvaliteten, de vedvarende konkurrencemæssige fordele samt de pæne vækstudsigter er undervurderede.

Hvad drev afkastet i vores danske portefølje?

Selskaberne med de højeste afkastbidrag til vores danske portefølje i løbet af 2024 var IT-konsulenthuset Netcompany (50 procent afkast), plantageselskabet UIE (69 procent) og speditøren DSV (30 procent). Selskaberne med de laveste afkastbidrag til vores danske portefølje var det digitale sportsmediehus Better Collective (-58 procent), der blev beskrevet i forbindelse med vores globale portefølje ovenfor, det ledende nordiske online-stormagasin Boozt (-10 procent) og ejendomsselskabet Jeudan (-10 procent).

Tabel 4: Højeste og laveste afkastbidrag til den danske portefølje

Højeste afkastbidrag	Afkast på den investerede kapital eksklusiv goodwill	Årlig indtjeningsvækst			2024 afkast	Porteføljevægt slut 2024
		5 år	10 år	Årtiet før pandemien		
Netcompany	22,3%	4,1%	12,7%	n.a.	50,3%	8,7%
UIE	37,8%	22,1%	10,9%	6,6%	68,6%	3,7%
DSV	+100%	18,5%	17,3%	18,9%	29,8%	10,0%

Laveste afkastbidrag	Afkast på den investerede kapital eksklusiv goodwill	Årlig indtjeningsvækst			2024 afkast	Porteføljevægt slut 2024
		5 år	10 år	Årtiet før pandemien		
Better Collective	+100%	10,9%	26,0%	n.a.	-57,9%	5,5%
Boozt	24,0%	39,6%	n.a.	n.a.	-9,8%	9,8%
Jeudan	13,3%	3,4%	7,6%	12,6%	-10,1%	5,1%

Note: For Jeudan anvendes den gennemsnitlige forrentning af egenkapitalen fra 2019-2023 som en stedfortræder for afkastet på den investerede kapital eksklusiv goodwill.

Kilde: BLS Capital

Netcompany: Stabil driftsmæssig eksekvering efter et støjfyldt 2023

I 2024 leverede IT-konsulenthuset Netcompany det næsthøjeste aktieafkast i vores danske portefølje, men selskabet stod for det største bidrag til afkastudviklingen i de danske afdelinger. Vi investerede første gang i Netcompany i 2019, og selskabet har siden ydet et solidt afkastbidrag til de danske afdelinger, selv om kursudviklingen til tider har været volatil.

Netcompany udvikler og driver systemkritiske IT-platforme og software på tværs af industrier, der spiller en central rolle i sine kunders digitale infrastruktur. Dette er afgørende for at udnytte mulighederne inden for eksempelvis kunstig intelligens og den stadig stigende mængde data, som virksomheder skal håndtere. For at drage fordel af disse teknologier kræver det en velfungerende IT-plattform, hvilket skaber et behov for modernisering af de ofte forældede systemer, som eksempelvis banker, forsikringselskaber og offentlige institutioner er afhængige af.

Netcompany har en stærk og stabilt voksende kerneforretning i Danmark med høje marginer. Gennem en række mindre opkøb har selskabet desuden udvidet sin tilstedeværelse i flere nordiske og europæiske lande. Opkøbet af Intrasoft har yderligere styrket Netcompany's position, da det har sikret adgang til en række store EU-rammeaftaler med betydelige budgetter til IT-udvikling.

Kerneforretningen i Netcompany vokser med større forudsigelighed end selskabets til tider volatile aktiekurs antyder. Vi ser potentiale for løbende forbedringer i indtjeningsmarginerne gennem mere effektiv ressourceudnyttelse af selskabets konsulenter, øget salg i Netcompany-Intrasoft samt muligheden for at øge softwarelicens-indtægterne ved at genbruge allerede udviklet software på tværs af kunder.

Netcompany's frie pengestrømme var omkring 820 millioner kroner i 2024, svarende til 5 procent af selskabets markedsværdi. Selskabet har en målsætning om tocifret vækst i indtjeningen frem mod 2026 – drevet af høj encifret omsætningsvækst og en betydelig forøget indtjeningsmargin.

UIE: Aktietilbagekøb skaber betydelig værdi

Vores investering i palmeolieplantageejereren United International Enterprises (UIE) leverede det højeste afkast i begge vores porteføljer med en imponerende stigning på næsten 69 procent. Selskabet bidrog dermed markant til afkastet i særligt vores danske portefølje men også i vores globale portefølje.

Plantagedriften i United Plantations (UP), som UIE ejer knap halvdelen af, nød godt af fortsat høje palmeoliepriser og øgede sin indtjening med cirka 5 procent i 2024 – oven på en stærk indtjeningsvækst på 17 procent i 2023. UP leverede i 2024 et totalafkast på hele 104 procent i danske kroner, men på trods af dette handles selskabet fortsat til en attraktiv fri pengestrømsrente på omkring 7 procent.

UIE lancerede i 2024 et aktietilbagekøbsprogram, hvor selskabet tilbagekøbte 3 procent af den udestående aktiekapital. Vi ser meget positivt på dette initiativ, da UIE's markedsværdi er betydeligt under den børsnoterede værdi af selskabets aktiver, en "rabat" som i gennemsnit lå på cirka 25 procent i 2024. Når UIE tilbagekøber egne aktier, svarer det i praksis til at købe en 100-kroneseddel for 75 kroner. Vi estimerer, at det seneste tilbagekøbsprogram har skabt mere end 100 millioner kroner i værdi for medejerne.

Vi har været medejere af UIE siden 2009, og vi ser frem til selskabets fortsatte værdiskabelse – både fra dets plantager og fra fornuftige kapitalallokeringsbeslutninger.

DSV: Nu verdens største speditør

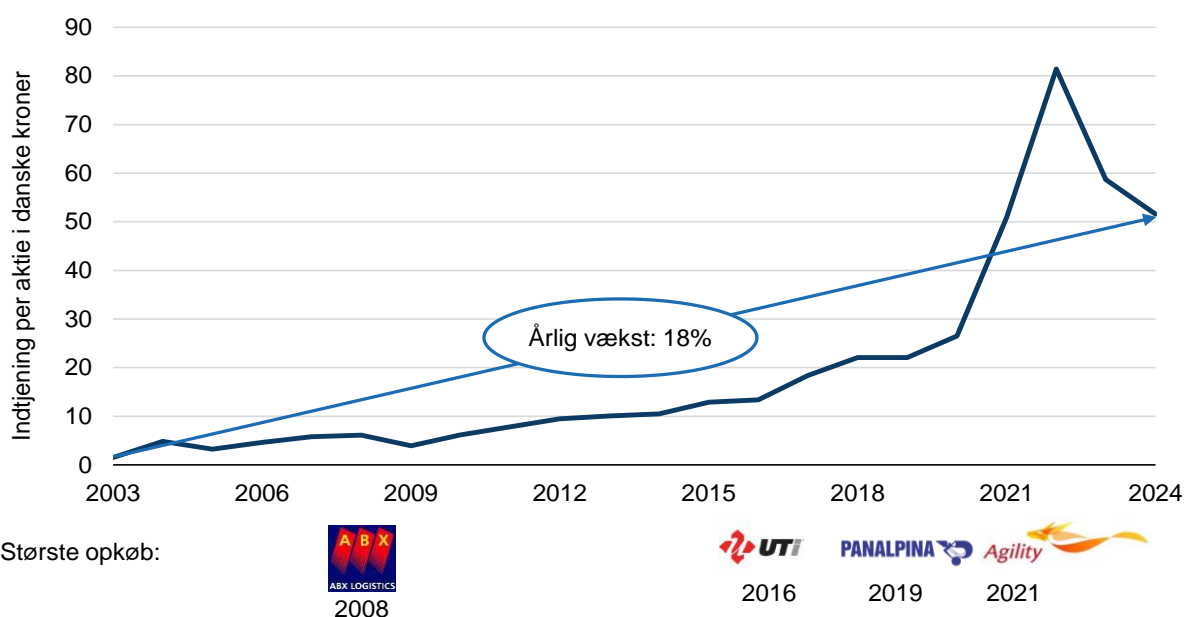
DSV, vores danske speditør, var blandt selskaberne med de højeste afkastbidrag til begge vores porteføljer. Vi har været medejere af DSV i den danske portefølje siden vores opstart i 2008, og vi har i perioder også haft selskabet i vores globale portefølje – senest fra oktober 2023.

DSV har industriens højeste profitabilitet og leverer tårnhøje afkast på den investerede kapital, eksklusiv den regnskabsmæssige goodwill fra selskabets opkøb. Ved indgangen til 2024 var DSV verdens tredjestørste speditør målt på omsætning, men med annonceringen af opkøbet af den tyske logistikgigant DB Schenker vil DSV dog overtage positionen som verdens største speditør målt på omsætning – samtidig med at selskabet bevarer sin industriledende profitabilitet.

Selvom vi generelt er skeptiske over for opkøbsdrevet vækst, har DSV længe været en undtagelse. Selskabet har gentagne gange bevist sin evne til at overtage mindre profitable – og i visse tilfælde endda tabsgivende – konkurrenter og løfte deres indtjening til DSV's høje standarder. Denne succes skyldes blandt andet DSV's stærke, resultatfokuserede og pragmatiske virksomhedskultur, der sammen med en høj datakvalitet giver ledelsen et solidt beslutningsgrundlag til at sikre langsigtet værdiskabelse.

Mellem 2003 og 2024 formåede DSV at øge indtjeningen per aktie med 18 procent årligt – drevet af både organisk og opkøbsbaseret vækst, forbedret profitabilitet og løbende aktietilbagekøb.

Figur 8: DSV's årlige indtjening per aktie



Kilde: BLS Capital og DSV.

Tyske DB Schenker er et af de mere veldrevne selskaber på listen over DSV's historiske opkøb. Dette ændrer dog ikke på, at der vil være muligheder for betydelige synergier i sammenlægningen, og ledelsens hidtidige indikationer går på omkring 1 milliard euro i omkostningssynergier, svarende til omkring 15 procent af omkostningerne i DB Schenker eller en fordobling af driftsindtjeningen i de overtagne aktiviteter, hvortil DSV formentlig vil kunne frigøre kapitalbinding fra tidligere DB Schenker ejendomme for mere end 2 milliarder euro. Med overtagelsen vil DSV styrke sin markedsposition og lønsomhed yderligere, og vi anser derfor DSV som værende attraktivt prissat med en fri pengestrømsrente på mere end 4 procent, uden at dette inkluderer indtjeningsløft eller synergier fra DB Schenker eller provenuet fra forventelige ejendomssalg.

Boozt: Uændret potentiale for højere indtjeningsevne

Med en negativ kursudvikling leverede vores nordiske online-stormagasin, Boozt, et mindre negativt afkastbidrag til vores danske portefølje i 2024. Selskabet øgede ellers sin omsætning med cirka seks procent og fortsatte med at overgå sine konkurrenter og vinde markedsandele. Trods denne fremgang faldt aktiekursen med 10 procent i 2024, hvilket formentlig kan tilskrives generel usikkerhed om forbrugsvilligheden i Norden samt en omsætningsvækst og driftsmargin i den lave ende af selskabets egne forventninger.

Vi forventer fortsat, at Boozt vil fastholde sin position som markedsleder og gradvist forbedre sin driftsmargin til ledelsens langsigtede mål om 10 procent. Dette, i kombination med fortsat omsætningsvækst, vil resultere i en årlig vækst i indtjeningen per aktie på mere end 20 procent.

Der er flere indikationer på, at 2025 bliver et år med betydelig marginforbedring for Boozt. For det første annoncerede Boozt i starten af 2025 en reduktion af medarbejderstaben med 10 procent. Effektivitetsforbedringer drevet af teknologi og kunstig intelligens gør det muligt at fastholde væksten med færre medarbejdere. For det andet afholdte Boozt i 2024 engangsomkostninger til investeringer i logistik, som vil effektivisere og yderligere automatisere selskabets lagerdrift og drive betydelige årlige besparelser. Sidst men ikke mindst vandt Boozt i 2024 sin skattesag mod de norske myndigheder, hvilket betyder, at selskabet fremover slipper for at betale toldafgifter på salg til norske kunder.

Selvom Boozt allerede har industriens højeste marginer, er det tiltag som netop disse, der baner vejen mod selskabets mål om en driftsmargin på 10 procent.

Boozt returnerer også overskydende kapital til aktionærene og har forpligtet sig til at tilbagebetale 800 millioner svenske kroner frem mod foråret 2026 (9 procent af markedsværdien) – hvoraf 250 millioner allerede er distribueret. Disse udlodninger sker via aktietilbagekøb, hvilket vi vurderer som yderst værdiskabende givet selskabets attraktive værdiansættelse med en fri pengestrømsrente på omkring 5 procent.

Jeudan: Attraktiv værdiskabelse til en attraktiv pris

Vores ejendomsselskab, Jeudan, leverede et negativt afkastbidrag til vores danske portefølje i 2024. Jeudan er Danmarks største børsnoterede ejendomsselskab med omkring 200 ejendomme, hovedsageligt på attraktive adresser i indre København, til en regnskabsmæssig værdi på 35 milliarder kroner. I 2024 var Jeudans driftsindtjening på niveau med året før, men rentefald medførte en negativ kursregulering på selskabets fastforrentede gæld.

Over de sidste 15 år har Jeudan vokset sit resultat før kurs- og værdireguleringer med omkring 9 procent om året. Med Jeudans historiske værdiskabelse og kompetente ledelse finder vi selskabets værdiansættelse attraktiv, da markedsværdien ligger 10 procent lavere end den konservativt opgjorte egenkapital.

Porteføljændringer – BLS Invest Globale Aktier

I vores globale portefølje solgte vi i anden halvdel af året vores ejerandele i læskedriksgiganten Coca-Cola og kaffekæden Starbucks, mens vi genkøbte Novo Nordisk til porteføljen.

Coca-Cola

Salget af aktierne i Coca-Cola var alene et resultat af en mindre attraktiv prissætning som følge af stærk kursmæssig udvikling, hvor aktiekursen løb hurtigere end væksten i selskabets pengestrømme. Ledelsen i Coca-Cola opjusterede i løbet af året sine vækstforventninger to gange, da selskabet har set en fortsat vækst i antallet af solgte liter læskedrik, selv efter de seneste års betydelige prisstigninger som følge af højere råvarepriser.

Starbucks

Starbucks udnævnte i august deres nye administrerende direktør, den velansete Brian Niccol, der senest har haft stor succes hos den amerikanske restaurantkæde Chipotle og før det som administrerende direktør for Taco Bell hos Yum! Brands. Da Starbucks annoncerede udnævnelsen, steg aktiekursen med mere end 20 procent.

Vi ser fortsat en stor værdi i Starbucks-brandet, men den kortsigtede indtjeningsudvikling er under pres fra en kombination af lavere forbrugsvillighed samt nogle image-problemer. Omend Brian Niccol virker som den rette til at overtage styringen, ser vi det mindre sandsynligt, at disse modvinde vil gå væk blot på grund af hans tilgang. Vi udnyttede derfor den stærke kursreaktion til at sælge vores ejerandele og i stedet fordele kapitalen ud på en række af vores andre selskaber, hvor prissætningen havde været tiltagende attraktiv grundet svagere kursudvikling.

Genkøb af Novo Nordisk

Novo Nordisk har været en del af vores danske portefølje siden opstarten af BLS Invest i februar 2008, og selskabet har ligeledes været en del af vores globale portefølje over en længere årrække. Vi frasolgte Novo Nordisk fra vores globale portefølje i starten af 2024 efter en stærk kursudvikling og allokerede kapitalen til andre porteføljeselskaber, hvor kursudviklingen omvendt ikke havde fulgt med udviklingen i de frie pengestrømme.

Trods en indtjeningsfremgang på omkring 25 procent i 2024 og udsigten til fortsat årlig vækst på mere end 20 procent fulgte aktiekursen ikke med. Omsætningen i Novo Nordisk er vokset med 18 procent om året siden 2019, mens indtjeningen per aktie er vokset med 22 procent om året grundet stigende profitabilitet og løbende aktietilbagekøb. I denne periode er selskabets salg af GLP-1, der typisk er behandlingstrinnet inden insulin for diabetikere, vokset med 40 procent om året. Siden 2020 er produktkategorien vokset med næsten 50 procent om året, hvor væksten ikke blot har været drevet af salg til diabetesbehandling – men også til fedmebehandling.

Tabel 5: Nøgletal for Novo Nordisk

Novo Nordisk	2019	2024	Årlig vækst
Omsætning (DKK mio.)	122.021	290.403	19%
Driftsindtjening (DKK mio.)	52.483	136.251	21%
Antal aktier (mio.)	4.727	4.463	-1%
Indtjening per aktie (DKK)	8,19	24,04	24%
Frie pengestrømme (DKK mio.)	34.451	73.804	16%
Anlægsinvesteringer (DKK mio.)	8.932	47.164	39%
Afkast på den investerede kapital	+100%	68%	

Kilde: BLS Capital og Novo Nordisk.

Aktiekursen i Novo Nordisk tog et betydeligt fald i december 2024, da selskabet offentliggjorde vægttabstal fra et fase 3-studie for næste produktgeneration af deres fedmebehandling. Det gennemsnitlige vægttab endte på knap 23 procent, hvilket var lavere end de 25 procent, som både ledelsen og aktiemarkedet havde forventet af studiet. På dagen for offentliggørelsen resulterede dette i et kursfald på hele 20 procent, svarende til mere end 600 milliarder kroner – eller næsten to gange markedsværdien af DSV. Vi benyttede dette kursfald til at købe Novo Nordisk tilbage i vores globale porteføljer på kurser omkring 20 procent lavere, end hvor aktierne blev solgt i begyndelsen af året.

Vores beslutning om at genkøbe Novo Nordisk til vores globale portefølje på de lavere kurser skyldes, at de skuffende vægttabdata i december ikke ændrer afgørende på forventningerne til Novo Nordisks indtjeningsvækst i de kommende år, hvorfor prissætningen blev betydeligt mere attraktiv. Væksten er her i langt højere grad påvirket af, at efterspørgslen efter Novo Nordisks overvægtsprodukt Wegovy samt amerikanske Eli Lillys konkurrerende produkt Tirzepatide, er mange gange større, end hvad der i dag kan produceres. Det er eksempelvis bemærkelsesværdigt, at trods den brede og store omtale, så er det faktisk blot i overkanten af én million amerikanere, der i dag behandles med Wegovy. Dette skal ses i lyset af, at der er mere end 100 millioner amerikanere med en BMI over 30, og at 55 millioner af disse har sundhedsforsikringer, der giver forsikringsdækning til Wegovy.

Novo Nordisk investerer betydeligt i at udvide sin produktionskapacitet for at kunne levere til yderligere patienter. Siden 2019 er de årlige anlægsinvesteringer således øget til det firedobbelte, og dertil har Novo Nordisk opkøbt 3 produktionssites fra tidligere underleverandør og kontraktproducent Catalent, der også vil øge produktionskapaciteten betydeligt over de kommende år. Novo Nordisk har fortsat de højeste indtjeningsmarginer og afkast på den investerede kapital blandt større, globale farmaceutiske selskaber, hvilket i høj grad kan tilskrives et isoleret terapifokus med høje vækstrater. Ved udgangen af 2024 udgjorde Novo Nordisks årlige frie pengestrømme, justeret for det nuværende overnormalt høje investeringsniveau, mere end 120 milliarder kroner, hvilket svarer til over 4 procent af markedsværdien. Vi forventer, at Novo Nordisk i de kommende år vil levere en højere indtjeningsvækst end de mere end 15 procent, som indtjeningen per aktie er vokset med over det sidste årti.

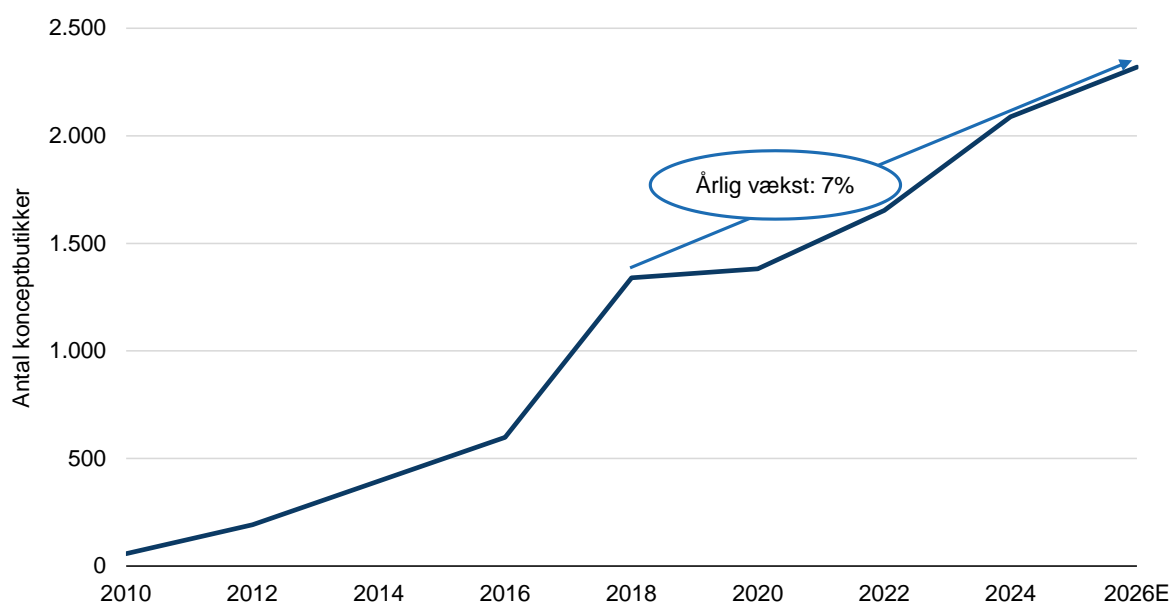
Porteføljændringer – BLS Invest Danske Aktier

I andet halvår tilkøbte vi smykkeproducenten Pandora og den gamle kending, høreapparatsproducenten Demant, til vores danske afdelinger, mens vi frasolgte vores ejerandele i bryggeriet Carlsberg.

Pandora

Pandora er en ny tilføjelse til vores danske portefølje. Vi vurderer, at selskabet nu har opnået en dokumenteret kvalitet og modenhed, der gør det investerbart for os samtidig med, at det, trods en imponerende vækstrejse, fortsat besidder særdeles attraktive vækstmuligheder.

Figur 9: Antallet af Pandoras egne konceptbutikker



Kilde: BLS Capital og Pandora.

Pandora har udviklet sig fra en lille dansk smykkeforretning til verdens største smykkeproducent med en årlig omsætning på 31 milliarder kroner. Selskabet sælger mere end 100 millioner smykker årligt, primært drevet af deres populære charms-koncept, der udgør omkring 80 procent af omsætningen. Pandora har gennem årene styrket sin indsigt i lagrene på tværs af salgskanaler med en højere andel af salg gennem egne butikker, der i dag udgør omkring 80 procent af selskabets omsætning fra omkring 20 procent i 2012. Dette er en udvikling, der blev startet allerede under tidligere ledelser, men under den nuværende ledelse med administrerende direktør Alexander Lacik og finansdirektør Anders Boyer har selskabet forbedret sine detailhandelskompetencer markant og styrket sit brand.

Dette har også ført til, at Pandora har opnået såvel evnen som villigheden til at hæve sine salgspriser – ikke blot for at imødekomme stigende råvarepriser, men ligeledes for at styre enhedsindtjeningen, hvilket bidrager til bedre marginer og mere stabilitet i forretningen. Med lave produktionsomkostninger har Pandora en særdeles attraktiv bruttomargin på næsten 80 procent og dermed en stærk indtjeningsevne. Denne indtjeningsevne vil skinne yderligere igennem i takt med en stigende omsætning, hvormed driftsmarginen vil stige fra det nuværende niveau på 25 procent.

Trods uro omkring marginpåvirkningen fra især høje sølvpriser har vi en tiltro til, at ledelsen med organisk vækst fra prisstigninger, butiksåbninger og en øget andel af direkte distribution samt omkostningstiltag vil føre Pandora sikkert mod målsætningen om en driftsmargin på 26 til 27 procent i 2026. Dette bør ikke blive endestationen for højere profitabilitet, da Pandora i dag investerer betydelige summer i marketing og salgsfremmende initiativer, der ikke vil følge omsætningsudviklingen i det lange løb.

Selskabets vækstambitioner bygger på en høj encifret organisk vækst understøttet af en ambitiøs butikseksponering med 150 nye butikker årligt. Investeringer i nye butikker har en tilbagebetalingstid på blot 1 år og en positiv effekt på driftsmarginen. Særligt USA, der udgør 30 procent af omsætningen, forventes at drive væksten fremadrettet. Derudover er der nye initiativer kaldet "Fuel with More", som udgør knap hver fjerde omsætningskrone. Fuel with More voksede med en attraktiv vækstrate på mere end 20 procent i 2024 og forventes at bidrage pænt til målsætningen om en høj encifret organisk vækstrate for hele Pandora frem mod 2026.

Et afkast på den investerede kapital på 40 procent og frie pengestrømme svarende til hele indtjeningen muliggør betydelige udlodninger til aktionærerne. Ledelsen forventer at udlodde 14 til 17 milliarder kroner til aktionærerne i perioden fra 2024 til 2026, svarende til cirka 5 procent af markedsværdien om året. Med en fri pengestrømsrente på næsten 7 procent og en forventet vækst i indtjeningen per aktie på 15 til 18 procent om året ser vi et attraktivt afkastpotentiale.

Demant

Demant er et velkendt selskab i vores danske portefølje, som vi tidligere har ejet fra vores opstart i 2008 og frem til 2020, og som vi nu igen mener tilbyder en gunstig langsigtet investeringsmulighed, eftersom prissætningen er blevet mere attraktiv. Siden 2019 har Demant øget sin indtjening per aktie med mere end 80 procent, mens aktiekursen blot er steget 26 procent. Som verdens næststørste høreapparatselskab med en markedsandel på 25 procent har Demant siden grundlæggelsen i 1904 været drevet af missionen om at forbedre livskvaliteten for mennesker med høretab. Den langsigtede strategiske stabilitet sikres gennem William Demant Fondens ejerskab af knap 60 procent af aktierne.

Selskabets forretning er bygget op omkring 3 kerneområder, hvor høreapparater udgør 45 procent af omsætningen, mens over 3.500 høreklinikker bidrager med 44 procent, og den resterende del kommer fra salg af diagnostisk udstyr. Væksten i forretningen drives af stærke demografiske trends, da høretab er en naturlig følge af aldring. Den globale aldrende befolkning, kombineret med stigende penetration af høreapparater, resulterer i en stabil markedsvækst på fire til seks procent årligt. Demant formår konsekvent at vokse hurtigere end markedet med typisk otte til ni procents årlig vækst, drevet af teknologisk innovation og betydelige stordriftsfordele.

Forretningsmodellen udmærker sig ved en pæn driftsmargin på omkring 20 procent, en indtjening, der til fulde bliver til frie pengestrømme og et højt afkast på den investerede kapital på omkring 40 procent. Demant har forudsætningerne for at fortsætte med at levere tocifret vækst i både indtjeningen og de frie pengestrømme i de kommende år. Kombinationen af en solid ledelse og en disciplineret kapitalallokering, kombineret med en attraktiv prissætning,

hvor et års frie pengestrømme udgør seks procent af markedsværdien, gør selskabet til en interessant mulighed for langsigtede kursgevinster.

Frasalg fra vores danske portefølje

Bryggeriet Carlsberg er ikke længere en del af vores danske portefølje. Som vores ejerskab af bryggerierne Anheuser-Busch InBev og Budweiser APAC i vores globale portefølje viser, ser vi fortsat positivt på muligheden for langsigtet økonomisk værdiskabelse i bryggeriindustrien. Vi er dog forbeholdne over for Carlsbergs strategiske retning, som indikeret ved opkøbet af britiske Britvic. Ledelsens allokering af et selskabs frie pengestrømme er en helt central del af vores selskabsvurdering, og da beslutningen var en anden prioritet i brugen af pengestrømmene, end vi forventede, valgte vi at frasælge vores aktier i Carlsberg grundet en større usikkerhed omkring den forventede økonomiske værdiskabelse.

Derudover er forsikringsselskabet Topdanmark blevet erstattet af forsikringsselskabet Sampo i vores danske portefølje, da Sampo, efter mange år som største aktionær i Topdanmark, endelig lykkedes med sin overtagelse af selskabet. Sampo købte sine første aktier i Topdanmark i 2008, og siden da har en fuld overtagelse ligget i kortene. Den endelige overtagelse giver mulighed for bedre udnyttelse af pan-nordiske skalafordele på tværs af blandt andet IT, skadeshåndtering og administrationsomkostninger.

Som en del af overtagelsen betalte Sampo en præmie på 25 procent i forhold til kursen før annonceringen til Topdanmarks aktionærer, heriblandt os. Vi værdsætter, at Sampo ved overtagelsen valgte at lave en parallelnotering i København, således at vores danske afdelinger kunne forblive medejere – som vi også er det i vores globale portefølje.

Voksende værdiskabelse til historisk attraktive priser

Vi ser positivt på fremtiden og mulighederne for attraktive aktieafkast i begge vores porteføljer. Fundamentet er solidt med stærke forretningsmodeller og dygtige ledelser, der disciplineret allokere de betydelige løbende frie pengestrømme.

Aktiemarkedet vil altid byde på perioder med med- eller modvind, men vi navigerer efter det samme kvalitetsfunderede kompas, som vi altid har gjort – og som vi er overbeviste om fortsat vil være den bedste strategi fremadrettet. Vores investeringsfilosofi og -proces er ledestjernen i alt, hvad vi gør.

De selskaber, vi er medejere af, har i gennemsnit eksisteret i 100 år. De har dermed bevist deres robusthed gennem skiftende markedsvilkår og har en veldokumenteret historik for vedvarende værdiskabelse.

Vi forventer en langsigtet tocifret vækst i indtjeningen for begge vores porteføljer. Historisk har indtjeningsudvikling haft den største forklaringsgrad på langsigtet aktiekursudvikling, og vi kan ikke se, hvorfor dette skulle være ændret.

Kvaliteten af vores porteføljer forbliver høj målt på forrentningen af den investerede kapital. Samtidig vurderer vi prissætningen som attraktiv – både absolut men også i et historisk perspektiv – med frie pengestrømsrenter på henholdsvis 5,6 og 5,7 procent for henholdsvis den globale og danske portefølje.

Slutteligt vil vi gerne takke vores medinvestorer for den tillid, I udviser os – en tillid, vi bestemt ikke tager for givet, og som vi dagligt arbejder hårdt på at leve op til. Derudover vil vi gerne benytte lejligheden til at takke for den store og utrættelige daglige indsats, som ledelserne og medarbejderne i vores porteføljeselskaber lægger for dagen. En indsats, der er selve fundamentet for den fortsatte fremtidige værdiskabelse.

På glædeligt gensyn

Vi glæder os til at se jer til vores årsmøde **tirsdag den 8. april** i forlængelse af generalforsamlingen i Kapitalforeningen BLS Invest. Generalforsamlingen begynder kl. 15.30, og **årsmødet indledes umiddelbart efter kl. 16.30**. Vi håber, at I kommer i stort antal – og medbring gerne en ledsager, som måske kunne være interesseret. Traditionen tro byder vi på et let traktement i forbindelse med mødet. Arrangementet afholdes igen i år på det traditionsrige Moltkes Palæ i København.

På vegne af BLS Capital



Anders Lund
Partner og porteføljeformaler



Peter Bundgaard
Partner og porteføljeformaler

Noter til tabeller og figurer:

Tabel 1: Afkast i danske kroner. Alle afkast er inklusive geninvesterede udbytter, og for BLS Invest er det efter alle omkostninger.

Tabel 2: 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.

Tabel 3: De årlige indtjeningsvækstrater er i rapporteret valuta (undtagen Yum China, som er i Kinesisk renminbi og Budweiser APAC og Anheuser-Busch InBev, som er baseret på organiske vækstrater på grund af opkøb/frasalg). Afkast er i danske kroner.

Tabel 4: De årlige indtjeningsvækstrater er i rapporteret valuta. Afkast er i danske kroner.

Tabel 5: Ingen note.

Figur 1 og 2: Ingen note.

Figur 3: Histogrammerne viser, hvordan selsaberne i BLS Invest Danske Aktier og BLS Invest Globale Aktier fordeler sig i forhold til indtjeningsvækst. 5, 10 og 15 år henviser til den seneste rapporterede indtjening per 31. december 2024. For St. James's Place refererer vækstraterne til de seneste 24 måneders indtjening for at undgå misvisning på grund af kortsigtet udsving.

Figur 4, 5 og 6: Ingen note.

Figur 6: Normaliseret driftsindtjening før afskrivninger i 2019 er justeret for salget af den australske forretning.

Figur 7: Kontanter ved udgangen af 2024 er baseret på konsensusestimater.

Figur 8 og 9: Ingen note.

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. Investeringsbeslutninger bør ikke træffes vedrørende Kapitalforeningen BLS Invests afdelinger uden at læse foreningens og afdelingens investoroplysninger samt afdelingens dokument med central information, der kan hentes på foreningens hjemmeside, www.blsinvest.dk.

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

Tabel 6: BLS Invest portefølje afkast

Afkast pr. 31. dec, 2024	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
BLS Invest Globale Aktier KL	-18,6%	35,2%	22,6%	2,2%	20,7%	24,6%	5,5%	16,3%	10,2%	21,1%	3,8%	30,9%	2,9%	23,1%	-0,7%	6,8%	10,5%
BLS Invest Globale Aktier AKK							-1,4%	16,4%	9,5%	21,6%	3,0%	32,8%	2,4%	24,5%	-0,7%	6,9%	10,5%
BLS Invest Danske Aktier KL	-42,8%	58,8%	34,6%	-8,7%	24,3%	28,1%	5,3%	32,4%	-1,7%	15,0%	8,2%	30,8%	17,9%	23,7%	-14,9%	11,1%	4,4%
BLS Invest Danske Aktier AKK													12,7%	23,9%	-15,0%	11,1%	4,4%

Afkast er efter alle omkostninger og inklusive geninvesterede udbytter.

Opstartsdatoer for afdelingerne: BLS Invest Globale Aktier KL: d. 30. september 2008, BLS Invest Globale Aktier AKK: d. 30. november 2014, BLS Invest Danske Aktier KL: d. 26. februar 2008 og BLS Invest Danske Aktier AKK: d. 5. februar 2020.