



Halvårsbrev 2025

Kapitalforeningen BLS Invest

Klampenborg, august 2025

Kære Medinvestor

“Keep Calm and Carry On”, lyder et britisk ordsprog fra 30’erne, som på mange måder indfanger idealet om stoicisme, modstandsdygtighed og stille styrke i mødet med modgang. Et udtryk der er værd at erindre sig, når man betragter første halvdel af 2025, hvor stigende geopolitisk uro og specielt USA's raslen med told-sablen bidrog til usikkerhed på de globale finansielle markeder.

For i et miljø præget af usikkerhed forbliver vores investeringsfilosofi uændret, og vi fortsætter ufortrødent med at investere i selskaber med veldokumenterede og langtidsholdbare forretningsmodeller, kompetente ledelser, konservative balancer og en stærk evne til at generere stigende frie pengestrømme. Det gør vi i sikker overbevisning om, at investering i grundigt analyserede og nøje udvalgte selskaber, til attraktive værdiansættelser, er opskriften på at opnå et attraktivt langsigtet risikojusteret afkast.

Det er unægtelig ikke første gang, vores selskaber befinder sig i tider præget af usikkerhed. Og de har tidligere bevist deres forretningsmodellers styrke og modstandsdygtighed. I gennemsnit har de eksisteret i et århundrede og dermed bestået tidens prøve og kommet stærkt igennem store finansielle kriser, naturkatastrofer, pandemier samt verdenskrige. Det perspektiverer selvsagt også, hvorfor man ikke kan konkludere noget præcist baseret på blot 6 måneders udvikling.

Ser vi først på udviklingen i vores globale afdelinger var afkastet i første halvår af 2025 -3,5 procent efter alle omkostninger. Verdensindekset, MSCI AC World leverede et afkast på -2,9 procent.

Europæiske aktier (opgjort ved MSCI Europa) var med 8 procent regionen med det højeste afkast, det amerikanske S&P 500 var negativt med et afkast på -7 procent, Emerging markets (MSCI Emerging Markets) havde et afkast på 1 procent, mens kinesiske aktier, opgjort ved MSCI Kina, havde et afkast på 3 procent. På sektorbasis kom de højeste afkast fra Industri, Finans og Forsyning, der leverede afkast på henholdsvis 4, 3 og 1 procent, mens Diskretionært Forbrug med et kursfald på knap 12 var den ringest performende sektor. Sundhed var nede med -11 procent, og Energi havde et kursfald på 8 procent.

Spekulative og AI relaterede aktiver fortsatte i starten af året deres stærke kursfremgang fra 2024, men oplevede efterfølgende en markant tilbagegang delvist drevet af et skift i den generelle perception af styrken i de amerikanske AI selskabers konkurrencemæssige position, symboliseret ved "Deep Seek Moment" - en overraskende billig og effektiv kunstig intelligens fra en mindre kinesisk tech-virksomhed, der i januar vendte op og ned på de grundlæggende forestillinger om AI-

industrien. Efterfølgende blev den globale markedsuro forstærket af Trumps erklæring af "Liberation Day". Efter dette kraftige tilbageslag genvandt blandt andet de dominerende Magnificent 7 selskaber dog fuldt momentum mod slutningen af halvåret.

I et længere perspektiv har BLS Invest Afdeling Globale Aktier KL, siden opstart i september 2008, leveret et samlet afkast på 560,2 procent efter alle omkostninger, inklusive geninvesterede udbytter. MSCI AC World har til sammenligning leveret et afkast på 416,8 procent i den tilsvarende periode.

For vores danske afdelinger var afkastet -3,8 procent (kraftigt påvirket af Novo Nordisks kursudvikling), mens OMX Copenhagen-Capped indekset leverede et afkast på 1,8 procent. 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 449,5 procent, hvorimod det generelle markedsindeks, OMX Copenhagen Capped, til sammenligning har leveret et afkast på 324,3 procent.

Isoleret set er negative afkast, som dem vi oplevede i årets første halvår, naturligvis altid skuffende. Selv om historiske resultater aldrig er en garanti for fremtidige afkast, er vi meget tilfredse med, at begge vores strategier lever op til målet om at levere attraktive, langsigtede absolutte afkast, som efter alle omkostninger overstiger de mest relevante aktieindeks.

Tabel 1: Afkast for vores porteføljer

	Afd. Globale Aktier KL	MSCI AC World
1H2025	-3,5%	-2,9%
Siden opstart, årligt gennemsnit	11,9%	10,3%
Siden opstart, total	560,2%	416,8%

	Afd. Danske Aktier KL	OMX Copenhagen Capped
1H2025	-3,8%	1,8%
Siden opstart, årligt gennemsnit	10,3%	8,7%
Siden opstart, total	449,5%	324,3%

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. Historiske afkast er ikke en garanti for fremtidige afkast. Foregående års afkastudvikling kan ses på side 24.

Kilde: BLS Capital og Bloomberg.

I tillæg til beskrivelse af udviklingen i en række af vores selskaber i første halvår af 2025 beskriver vi i dette brev vores tilkøb og frasalg. Mens vi ikke har haft nogle selskabsudskiftninger i vores danske portefølje, har vi i vores globale portefølje tilkøbt Zoetis, verdens største producent af medicin til kæledyr, Haleon, et verdensledende selskab inden for forbrugersundhedsprodukter, samt genkøbt speditørvirksomheden Expeditors International of Washington, som vi var medejere af i perioden fra 2014 til 2023. Tilkøb der blandt andet er finansieret af frasalg af domæneadministratoren Verisign og sportsbrandet Nike.

Portefølje status

Som mange af vores medinvestorer vil være bekendt med, anvender vi fire finansielle nøgletal i den løbende monitorering af vores porteføljer. Vores primære målestok til at vurdere et selskabs kvalitet er afkastet på den investerede kapital. Balancestyrken vurderes ud fra forholdet mellem nettogæld og driftsindtjening, mens indtjeningskvaliteten vurderes på baggrund af pengestrømskonverteringen.

Pengestrømskonverteringen viser, hvor stor en andel af overskuddet efter skat der bliver til frie pengestrømme. Endelig er det afgørende, at prissætningen ikke er for høj. Til vurdering af prissætningen benyttes den frie pengestrømsrente. Nedenstående tabel viser disse nøgletal ved udgangen af juni 2025 samt for de foregående 5 år.

Tabel 2: Nøgletal for vores porteføljer

BLS Invest Globale Aktier	2020	2021	2022	2023	2024	1H2025
Afkast på den investerede kapital	45,6%	43,1%	46,4%	43,0%	44,3%	45,9%
Nettogæld / Driftsindtjening før afskrivninger	0,7x	0,4x	0,4x	0,9x	0,7x	0,8x
Pengestrømskonvertering	102,3%	107,1%	107,0%	107,3%	102,1%	97,3%
Fri pengestrømsrente	4,3%	4,3%	4,8%	5,2%	5,6%	5,5%
BLS Invest Danske Aktier	2020	2021	2022	2023	2024	1H2025
Afkast på den investerede kapital	23,7%	30,7%	28,1%	24,3%	27,3%	24,4%
Nettogæld / Driftsindtjening før afskrivninger	0,0x	-0,7x	0,2x	0,5x	0,7x	1,1x
Pengestrømskonvertering	107,0%	106,9%	87,9%	108,5%	118,6%	103,8%
Fri pengestrømsrente	4,5%	4,0%	5,5%	5,9%	5,7%	6,1%

Kilde: BLS Capital, årsregnskaber og FactSet.

Ved udgangen af første halvår 2025 var den frie pengestrømsrente for henholdsvis den globale og danske portefølje 5,5 og 6,1 procent. For begge porteføljer finder vi fortsat, at prissætningen er attraktiv og danner et godt udgangspunkt for attraktive absolutte afkast drevet af selskabernes langsigtede tocifrede indtjeningsvækst. Over de seneste 5, 10 og 15 år har vores selskaber i gennemsnit øget deres indtjening med 12 til 13 procent om året, og vi forventer, at porteføljerne som helhed vil fortsætte med at vokse indtjeningen med 10 til 12 procent om året.

Da vi udelukkende investerer i kvalitetsselskaber, præsterer selskaberne i vores porteføljer sig også godt målt på 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.

Selskaber med særlig betydning for afkastudviklingen i første halvår

BLS Globale Aktier

Selskaberne med de højeste afkastbidrag til vores globale portefølje i første halvdel af 2025 var vores britiske formuerådgiver St. James's Place, bryggeriet Anheuser-Busch InBev og skadesforsikringsselskabet Sampo. Omvendt var selskaberne med de laveste afkastbidrag diabetes og fedmeselskabet Novo Nordisk, Nordens ledende online stormagasin Boozt og luksusgiganten LVMH.

Tabel 3: Højeste og laveste afkastbidrag til den globale portefølje

Højeste afkastbidrag	Afkast på investeret kapital eksklusiv goodwill		Årlig indtjeningsvækst		1H2025 afkast	Porteføljevægt juni 2025
			5 år	10 år		
St. James's Place	32,0%		8,5%	10,3%	33,6%	8,9%
Anheuser-Busch InBev	+100,0%		4,2%	4,5%	22,7%	5,1%
Sampo	29,5%		13,8%	12,3%	20,5%	4,0%

Laveste afkastbidrag	Afkast på investeret kapital eksklusiv goodwill		Årlig indtjeningsvækst		1H2025 afkast	Porteføljevægt juni 2025
			5 år	10 år		
Novo Nordisk	+100,0%		22,4%	16,0%	-28,4%	8,6%
Boozt	20,8%		39,3%	n.a.	-35,4%	1,9%
LVMH	28,8%		16,3%	15,3%	-29,0%	3,1%

En approksimation for det totale aktionærafkast er summen af den årlige indtjeningsvækst og udbytteafkastet. De seneste årlige udbytteafkast for St. James's Place, Anheuser-Busch InBev, Sampo, Novo Nordisk og LVMH er henholdsvis 1,5, 1,9, 4,2, 3,2 og 1,8 procent. Boozt betaler ikke udbytte.

Kilde: BLS Capital, årsregnskaber og FactSet.

St. James's Place – udsigt til tocifret vækst i de frie pengestrømme

St. James's Place er den største investering i vores globale portefølje. Vores britiske formuerådgiver har fortsat sin stabile og forudsigelige udvikling med en årlig kundefastholdelse omkring 95 procent og kvartalsvis nettotilgang af ny kapital, ligesom det har været tilfældet kvartal efter kvartal de seneste 20 år. Ved udgangen af første kvartal var den samlede rådgivne formue i St. James's Place knap 190 milliarder pund, som stammer fra deres i alt 1 million kunder.

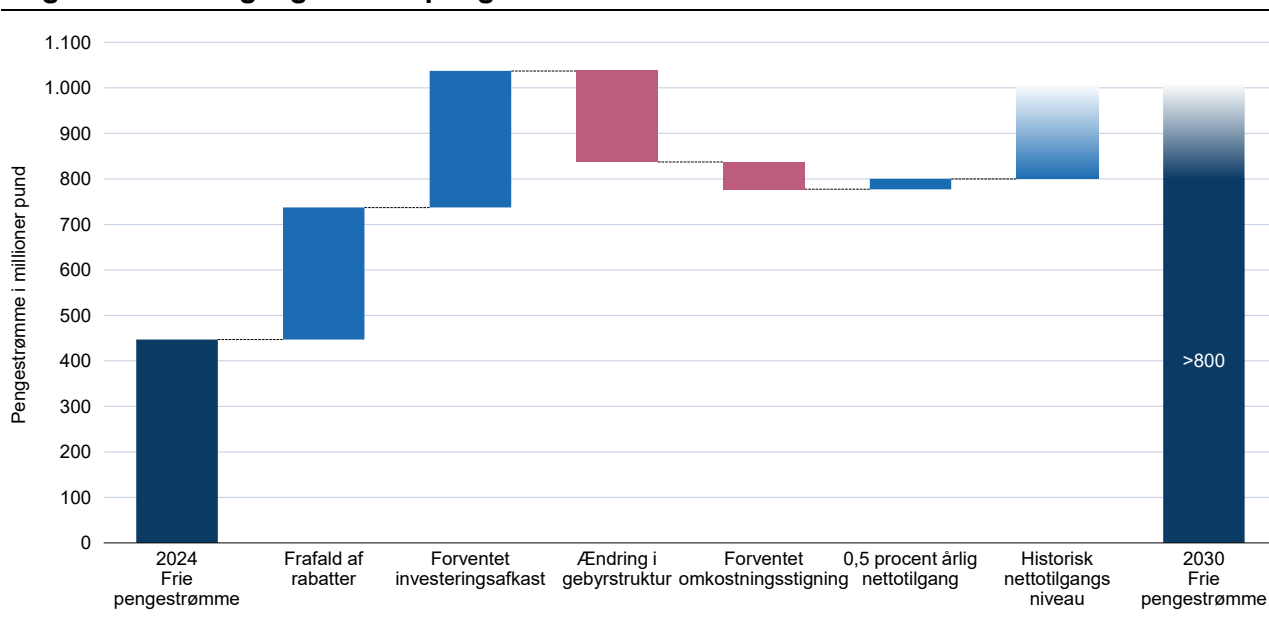
Da St. James's Place sidste år aflagde sit halvårsregnskab for 2024, kom de samtidig med en udmelding om, at de forventer at deres frie pengestrømme vil være mindst 800 millioner britiske pund i 2030. Disse 800 millioner er en fordobling fra omkring 400 millioner i 2023, der var seneste helår på tidspunktet, og kan ses i forhold til selskabets nuværende markedsværdi på 6 milliarder pund efter en stærk kursudvikling i år.

Vi forventer, at ledelsens målsætning vil vise sig at være konservativ og dermed vil ende med en højere vækstrate end de 10 procent om året i perioden, der vil realisere målsætningen om 800 millioner. Over de seneste 10 år har St. James's Place da også realiseret årlige vækstrater i de frie pengestrømme på mere end 10 procent.

St. James's Place er et af de selskaber, hvor vi har det klareste udsyn til de kommende års pengestrømme, da størstedelen vil komme fra kapital, der allerede er en del af den rådgivne formue. Ved udgangen af 2024 var 50 af 190 milliarder pund nemlig ikke gebyrbetalende, da de modtog en rabat for tidligere afholdte opstartsgebyrer. Når disse bliver gebyrbetalende i løbet af de kommende 6 år, vil de for sig selv øge pengestrømmene med 290 millioner pund om året. Dertil kommer gennemsnitlige kursstigninger og nettotilgang af ny kapital, hvilket yderligere vil øge den rådgivne formue. Den rådgivne formue driver gebyrindtægterne og dermed de frie pengestrømme.

Vi forventer, at St. James's Place kan opnå målet om mindst 800 millioner pund i frie pengestrømme ved en årlig nettotilgang af kapital på blot 0,5 procent af den rådgivne formue. En årlig nettotilgang på omkring 4 procent ville bidrage med knap 200 millioner i årlige frie pengestrømme i 2030 sammenlignet med dette. 4 procent er omkring det niveau, som St. James's Place historisk har leveret.

Figur 5: Forudsigelig vækst i pengestrømmene



Kilde: BLS Capital og årsregnskaber.

Implementeringen af selskabets nye gebyrstruktur går efter planen, og ledelsen har dygtigt kommunikeret det ventede mekaniske, midlertidige fald i frie pengestrømme, som et frafald af opstartsgebyrer vil medføre.

Det er lykkedes administrerende direktør Mark FitzPatrick, gennem skarp driftsmæssig eksekvering samt troværdig og klar kommunikation, at genopbygge både myndighedernes og aktiemarkedets tillid til selskabet. Dette har været med til reduceret rabatten til St. James's Place "værdi uden vækst" (rapporteret som European Embedded Value (EEV) af ledelsen). Aktiekursen er dog fortsat knap 30 procent under denne værdi, og selskabets løbende aktietilbagekøb er derfor særdeles værdiskabende. Til sammenligning var prissætningen i de seneste 10 år før 2023 i gennemsnit på niveau med den konservativt opgjorte EEV. Den frie pengestrømsrente på St. James's Place er omkring 6,5 procent.

Anheuser-Busch InBev – Øllenes konge regerer fortsat

Anheuser-Busch InBev har været den næsthøjeste bidragsyder til afkastet i vores globale portefølje i halvåret. Selskabet har med succes navigeret tidligere udfordringer, herunder Bud Light-kontroversen i USA, og fortsætter med at levere resultater, der understreger styrken i forretningsmodellen.

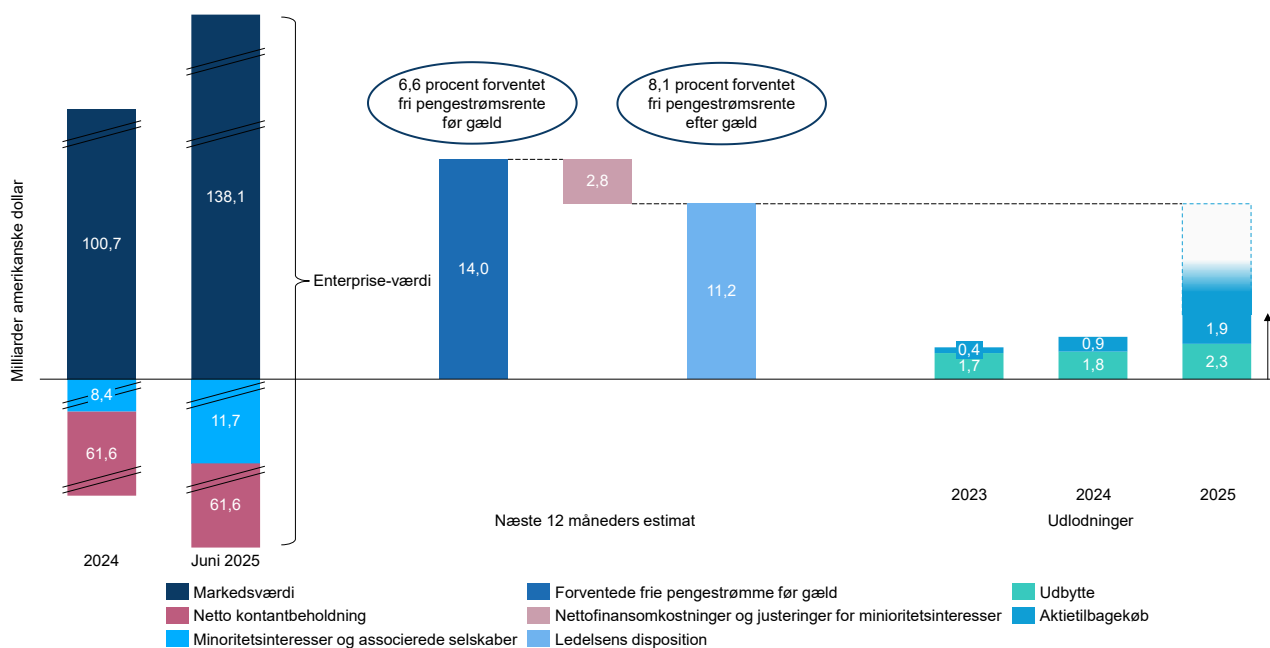
Fundamentet for succesen er Anheuser-Busch InBevs position som verdens førende bryggeri. Med en markedsandel på næsten 27 procent globalt og dominerende positioner i 8 ud af 10 af verdens mest profitable ølmarkeder, nyder selskabet godt af betydelige stordriftsfordele og en stærk pricing power. Denne struktur blev demonstreret gennem 2024, hvor Anheuser-Busch InBev på trods af markedsudfordringer i Kina formåede at levere en omsætningsvækst på knap 3 procent, drevet af i gennemsnit 4 procent højere salgspriser.

Denne positive udvikling er som forventet fortsat ind i 2025 med en fremgang i gennemsnitlige salgspriser på knap 4 procent. Baggrunden for de solide stigninger i gennemsnitlige salgspriser og indtjeningsvækst er ledelsens fokus på premium og super premium segmentet gennem en portefølje af megabrande. Ved at koncentrere sig om globale vindere som Corona, Stella Artois og Budweiser, samt succesfuldt at løfte Michelob Ultra i USA, øger Anheuser-Busch InBev den gennemsnitlige indtjening per solgte øl.

Væksten i driftsindtjeningen før af- og nedskrivninger var 8 procent, hvilket vidner om en forbedret lønsomhed og effektiv drift. Den organiske vækst i driftsindtjeningen er på niveau med de seneste 3 år og er i den øvre ende af ledelsens generelle målsætning om 4 til 8 procent. Udviklingen i 2024 og 2025 underbygger selskabets vej tilbage mod de marginer, der var før pandemien. I 2019 var marginen på driftsindtjeningen før af- og nedskrivninger således mere end 40 procent, hvilket er 5 procentpoint højere end den rapporterede margin for 2024. Anheuser-Busch InBev forventer at kunne genetablere de tidligere marginniveauer.

I 2024 demonstrerede Anheuser-Busch InBev en stærk pengestrømsgenerering, hvilket bidrog til en forbedret gældsætning på 2,9x et års driftsindtjening før af- og nedskrivninger ved udgangen af regnskabsåret 2024. Denne forbedrede finansielle position har givet ledelsen større fleksibilitet, hvilket gav muligheden for et aktietilbagekøbsprogram på 2 milliarder dollar i efteråret 2024, som indikerer tillid til den fremtidige pengestrømsgenerering. Denne solide pengestrømsgenerering forventes at fortsætte i 2025 med godt 11 milliarder dollar understøttet af et fortsat lavt investeringsniveau og solid styring af arbejdskapitalen, som resulterer i en pengestrømskonverteringsrate på omkring 150 procent. Vi forventer, at ledelsen prioriterer en yderligere nedbringelse af gælden til niveau mellem 2 og 2,5 gange driftsindtjeningen før af- og nedskrivninger, mens der kan forventes støt stigende distributioner i form af udbytter og aktietilbagekøb.

Figur 6: Faldende afdrag og renter afløst af stigende distributioner til aktionærerne



Kilde: BLS Capital, årsregnskaber, Bloomberg og FactSet.

Vi har nedbragt vores beholdning i Anheuser-Busch InBev en smule i halvåret, da andre medejerskaber har oplevet en tiltagende attraktiv prissætning, herunder Budweiser APAC som handler med en betydeligt højere fri pengestrømsrente end Anheuser-Busch InBev.

Sampo – øgede vækstrater i en ellers kedelig industri

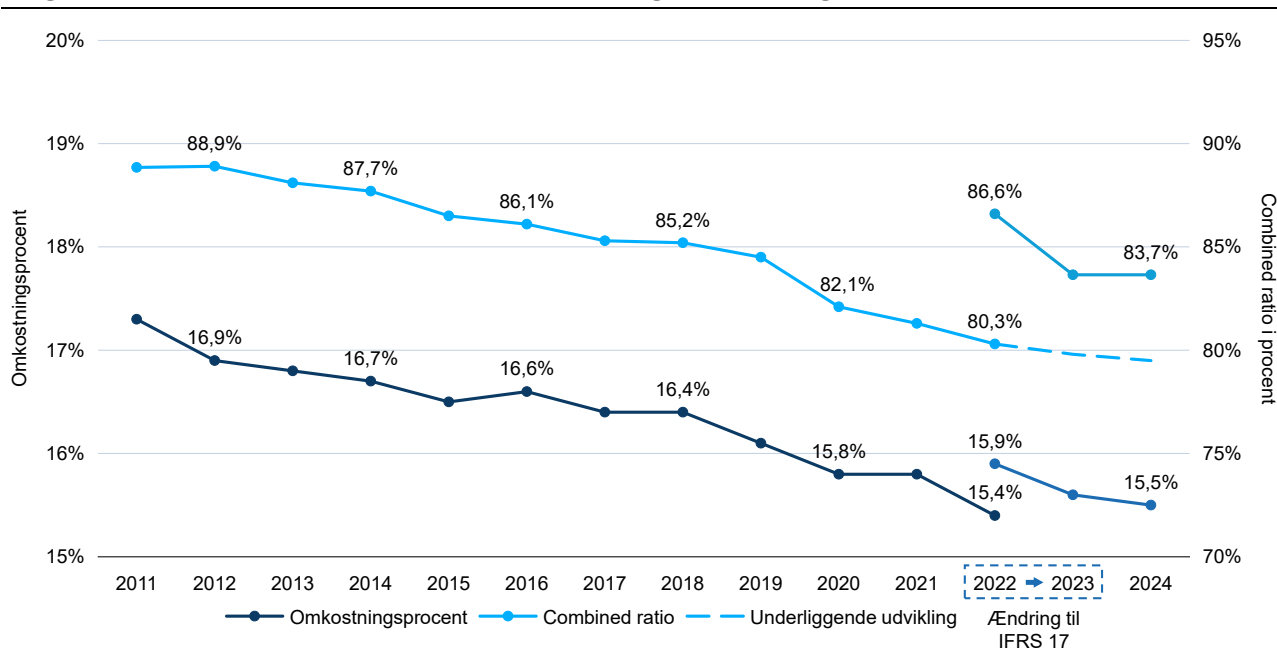
Nordens største skadesforsikringsselskab, Sampo, har leveret fortsat stærke driftsresultater i årets første halvår. Skadesforsikring i Norden har en verdensledende profitabilitet på tværs af sektoren, der understøttes af en høj konsolidering, en kundefastholdelse for de største aktører på omkring 90 procent og årlige præmiereguleringer, der som minimum er i takt med inflationen.

De største og samtidig mest profitable skadesforsikringsselskaber i regionen har meget stabile combined ratios i underkanten af 85 procent med høj omkostningseffektivitet og stærk forsikringsdisciplin. Dette resulterer i en forrentning af egenkapitalen, der meget konsistent er omkring 25 procent for If P&C, der er det største forsikringsselskab i Sampo.

Denne profitabilitet opnås trods en betydelig konservatisme i ledelsens hensættelser til skadeserstatninger. At disse er konservative, kan aflæses på kontinuerligt positive såkaldte afløbsgevinster. Positive afløbsgevinster rapporteres, når tidligere foretagne hensættelser til erstatningsudbetalinger viser sig at have været for høje.

Sampo har længe haft en af sektorens stærkeste combined ratios og har stabilt forbedret denne til et niveau på knap 84 procent. Dette svarer til en driftsmargin på 16 procent. Dette er tæt på 10 procentpoint bedre end gennemsnittet af større europæiske skadesforsikringsselskaber.

Figur 7: If P&C's konsistent lavere omkostningsprocent og combined ratio



Indførelsen af IFRS 17 medførte en stigning på cirka to procentpoint i den underliggende combined ratio, idet ændringer i diskonteringsrenter fremover indregnes under finansielle poster i stedet for at påvirke run-off-resultatet. Dette bidrog til en højere genberegnet combined ratio.

Kilde: BLS Capital og årsregnskaber.

År efter år forbedrer Sampo såvel sin omkostningseffektivitet samt forbedrer niveauet af erstatningsudbetalinger i procent af præmieindtægterne gennem pristilpasninger og stærk

indtegningsdisciplin. Sampo forventer en årlig forbedring i sin underliggende combined ratio på 0,6 procentpoint, hvoraf to-tredjedele vil komme fra omkostningseffektivitet og omkring en tredjedel fra lavere erstatningshensættelser i procent af præmieindtægter. Disse forbedringer vil tilsammen bidrage omkring 3 til 4 procentpoint til den årlige vækst i det forsikringstekniske resultat i tillæg til præmievæksten. Præmievæksten forventes at være i hvert fald midt-encifret i Norden.

Det forgangne 2024 var året, hvor Sampo endelig opnåede fuldt ejerskab af Topdanmark. Efter 15 års tilløb er Sampo dermed blevet den næststørste aktør i det danske marked, hvor de også har ledende positioner i de øvrige nordiske lande. Vi ser mulighed for stærk værdiskabelse ved en realisering af synergier fra Topdanmark-opkøbet over de kommende år. Synergierne er i år blevet opjusteret til 140 millioner euro fra 95 millioner euro, svarende til næsten halvdelen af omkostningerne i Topdanmark, og dertil vil der være mulighed for kapitalfrigørelse fra den større samlede kapitalbase.

I juni meddelte Sampo, at administrerende direktør Torbjörn Magnusson vil træde tilbage efter knap 30 år i Sampo. Morten Thorsrud, der er administrerende direktør i If P&C, vil overtage posten i Sampo. Morten Thorsrud har været i If P&C siden 2002, og det var ventet, at han ville være arvtageren. Vi sætter stor pris på den ledelsesmæssige og strategiske kontinuitet.

Mens Sampos indtjening over de kommende 12 måneder svarer til 6 procent af markedsværdien, skal dele af denne kapitalvækst hensættes til selskabets kapitalgrundlag grundet den fortsættende forretningsvækst. Når dette er fratrullet indtjeningen, er den årligt skabte udlovningskapacitet omkring 5 procent af markedsværdien.

Novo Nordisk – det langsigtede potentiale forbliver intakt

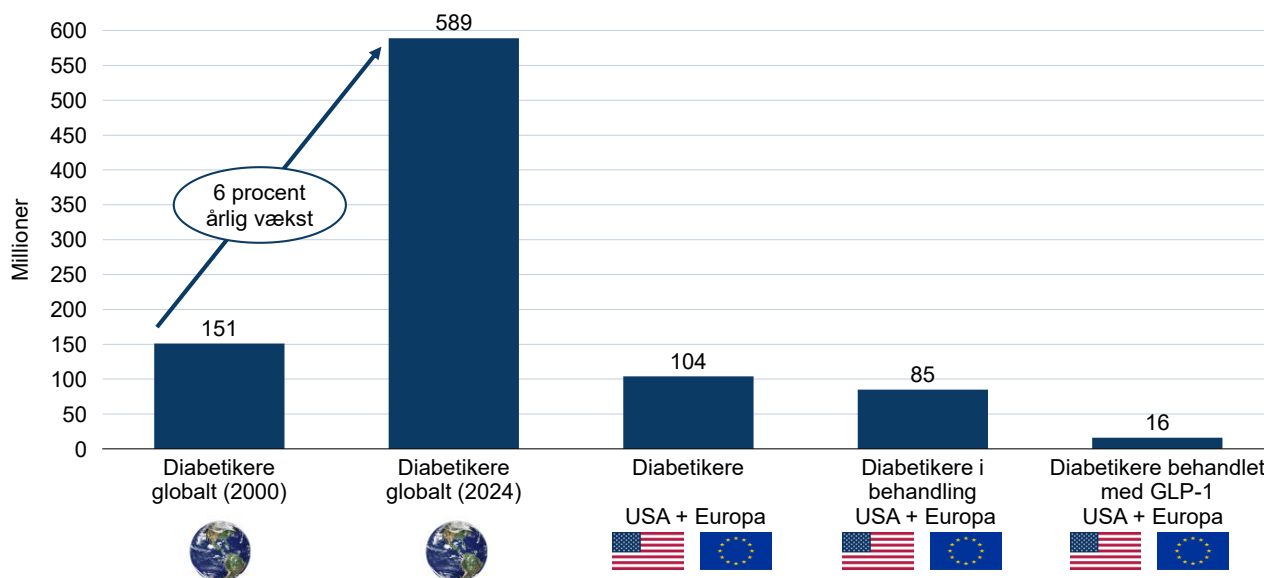
Novo Nordisk er verdensledende inden for diabetesbehandling og er én af blot to globale aktører på det hastigt voksende marked for behandling af fedme. Trods de attraktive markedspositioner og fortsat pæn tocifret vækst har kursudviklingen i første halvdel af 2025 negativt påvirket afkastudviklingen i begge vores porteføljer. Efter afslutningen på halvåret annoncerede Novo Nordisk endnu en nedjustering af forventningerne til 2025. Omfanget af nedjusteringen var større end forventet og førte til yderligere betydelige kursfald. Vi forventer, at størrelsen af nedjusteringen er selskabets forsøg på at give den nyudpegede administrerende direktør et mere konservativt, tilpasset udgangspunkt at levere på.

Vi ser fortsat den danske verdensleder som et stærkt selskab med et industriledende højt afkast på den investerede kapital på 70 procent og brutto- og driftsmarginer på henholdsvis 85 og 44 procent. Novo Nordisk har i de sidste 10 år drevet indtjeningen per aktie op med mere end 15 procent årligt, og vi forventer, at de vil levere op imod 15 procent årlig vækst også over de kommende 3 til 5 år. Novo Nordisks succes blev skabt med et fokus på insulinbehandlinger til diabetikere. Diabetes er fortsat selskabets største forretningsområde og udgjorde i 2024 cirka 70 procent af omsætningen. I 2024 voksede diabetesomsætningen med 20 procent i forhold til året før. Traditionel insulin er fortsat en del af behandlingstilbuddet, men den egentlige drivkraft bag væksten er behandling med GLP-1'ere, der fortsat bliver en større andel af diabetesmarkedet. Salget af GLP-1 til diabetes udgjorde således knap 80 procent af væksten i diabetesforretningen i 2024.

På trods af, at GLP-1'er har været markedsført siden 2005, er antallet af patienter på denne behandlingstype fortsat beskedent. Globalt lever knap 600 millioner mennesker med diabetes, hvoraf halvdelen bliver medicinsk behandlet. Af de omkring 300 millioner, der medicineres, bliver kun cirka 20 millioner behandlet med GLP-1, selv om det på alle måder er at betragte som den

medicinske "guld-standard". For patienten har GLP-1 behandling, i tillæg til stærk blodsukkerkontrol, en fordel på vægttab, og Novo Nordisk har yderligere godkendelser på, at deres GLP-1 behandling også har en positiv indvirkning på hjerte-, nyre-, arterie- og leversygdomme.

Figur 8: Fortsat stort potentiale i udbredelsen GLP-1 til diabetes



Kilde: BLS Capital, Diabetes Atlas og The New England Journal of Medicine.

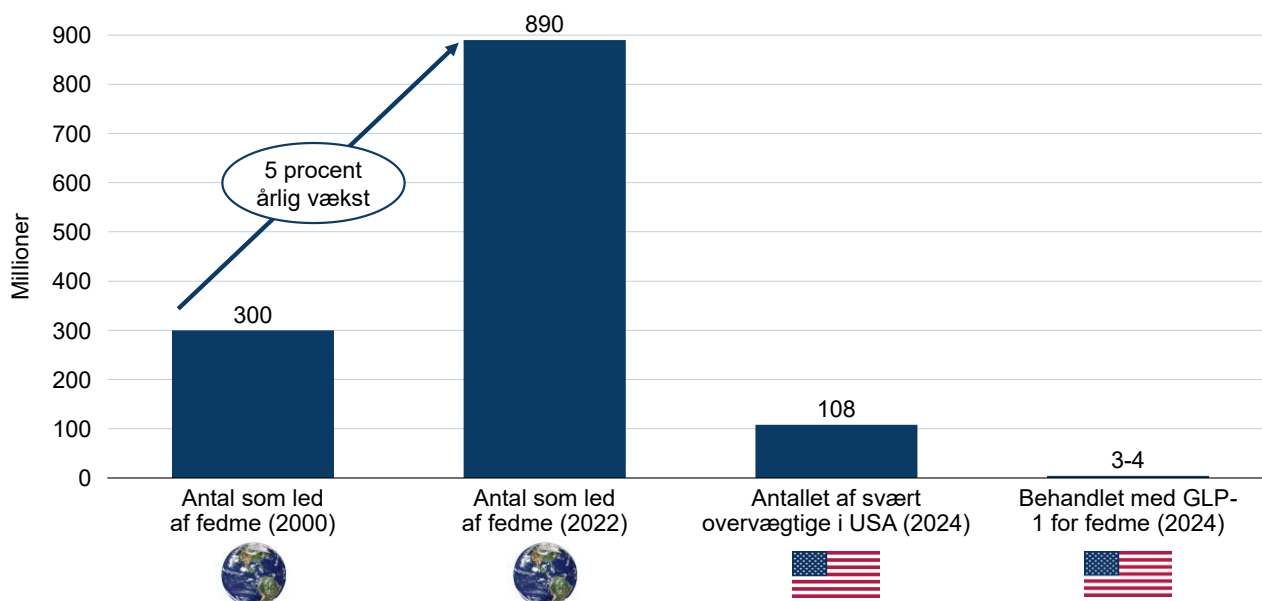
I USA, som er det sted i verden, der har størst fokus på innovation og den højeste betalingsvilje, er det omkring hver fjerde diabetiker, der behandles med GLP-1. Uden for USA er penetrationen af GLP-1 markant lavere, nemlig omkring 5 procent af udskrevne recepter. De 5 procent er en kombination af 9 procents andel af recepter i Europa og Canada, og kun omkring 2 procents andel i resten af verden. Det giver et betydeligt vækstpotentiale i GLP-1 baseret diabetesbehandling, som Novo Nordisk, med en eksisterende global markedsandel på 60 procent og deres øgede produktionskapacitet, er velpositioneret til at få andel af.

Når en patient påbegynder GLP-1 behandling, øger det den gennemsnitlige omsætning per patient med 3 til 5 gange sammenlignet med omsætningen for en patient på insulinbehandling. Dette er medvirkende til, at bruttomarginen på GLP-1 er betydeligt højere end selskabets gennemsnit på 85 procent.

GLP-1 til behandling af fedme

Mens diabetes er et veletableret og forholdsvis forudsigeligt marked, hvor Novo Nordisk realiserer to cifret vækst, er markedet for behandling af fedme, selv med sin hastige vækst, stadig i sin vorden. Markedet for behandling af fedme er, som resten af GLP-1 markedet, et duopol mellem Novo Nordisk og amerikanske Eli Lilly. Og på trods af, at flere farmaceutiske virksomheder har lægemiddeld kandidater til behandling af fedme i deres kliniske udviklingsportefølje, forventer vi, at duopoltilstanden vil være stort set uforandret over de næste 5 år.

Figur 9: Stort potentiale i behandling af svært overvægtige



Kilde: BLS Capital, World Health Organization og Novo Nordisk.

Trods et attraktivt marked for fedmebehandling der, undskyld udtrykket, synes umætteligt, har Novo Nordisks lancering af Wegovy udvist skuffende fremgang siden lanceringen i 2021. Den langsommelige penetration er blevet forværret af en utilstrækkelig produktionskapacitet, hvilket fik de amerikanske sundhedsmyndigheder til at sætte Wegovy på "shortage list", hvilket igen banede vej for, at såkaldte "compounds" lovligt kunne producere og markedsføre kopiversioner af Wegovy.

Efter at have øget produktionskapaciteten i 2024, har Novo Nordisks produktion nået en skala, der gør, at leveringsproblemerne blev elimineret fra starten af 2025. FDA annoncerede derfor i marts, at compounds ikke længere lovligt kunne producere og markedsføre Wegovy efter 22. maj. Tilstedeværelsen af compounds har dog fortsat været større end ventet, hvilket har dæmpet Wegovys vækst i USA gennem første halvår.

Eli Lillys konkurrerende lægemiddel, Zepbound, var også på FDAs "shortage" liste og har derfor også været påvirket af compounds, om end i mindre grad end for Novo Nordisk. På trods af det, har Eli Lilly indtil videre klaret sig langt bedre end Novo Nordisk, hvilket også understreger, at Novo Nordisk ikke har været dygtige nok til at tilpasse sig markedsdynamikkerne på markedet for fedmebehandling.

Salg af GLP-1 til fedme har vist sig langt mere forbrugerorienteret end diabetesmarkedet, hvor udskrivning af recepter i højere grad bliver foretaget af specialiserede læger. Med en skarpere kommerciel eksekvering og høj receptvækst har Eli Lilly vundet markedsandele i fedmemarkedet. Selvom markedsvæksten i et ungt marked er betydeligt vigtigere end kortsigtede markedsandele, forventer vi, at Novo Nordisk vil styrke sin kommercielle eksekvering.

En ting, der kan medvirke til at ændre dynamikken i markedet for behandling af fedme, er, at Novo Nordisk i starten af 2025 har ansøgt om godkendelse af selskabets orale GLP-1 til brug for fedmebehandling. Den orale behandling vil tilbyde bekvemmeligheden ved en daglig tablet modsat en ugentlig indsprøjtning. Da tabletten allerede er markedsført til behandling af diabetes under navnet Rybelsus, forventes der at være meget begrænset regulatorisk risiko i forbindelse med

godkendelsen. Det forventes dog også, at Eli Lilly vil være i stand til at markedsføre en oral formulering inden for 6 måneder af Novo Nordisks forventede lancering.

Amerikanske Dave Moore er blevet udpeget til ny direktør for Novo Nordisks amerikanske forretning, hvor det bliver en af hans vigtigste opgaver at revitalisere salgsorganisationen indenfor såvel fedme som diabetes. Derudover har den lavere end ventede omsætningsvækst hos Novo Nordisk også medført ændringer i koncernens øverste ledelsesstruktur, hvor det efter halvåret blev annonceret, at Mike Doustdar vil overtage rollen som administrerende direktør fra Lars Fruergaard Jørgensen.

Et kursfald på mere end 50 procent i danske kroner over det sidste år og en prissætning med en fri pengestrømsrente på mere end 6 procent efterlader unægtelig indtrykket af et selskab uden vækst. Dette er på ingen måder tilfældet. Og efter refinansiering af gælden fra opkøbet af påfyldningskapacitet fra Catalent ser vi frem til, at Novo Nordisk genoptager deres løbende aktietilbagekøb.

Efter en omsætningsvækst på 25 procent i 2024, og en forventet pæn omsætningsvækst i 2025, vil Novo Nordisks omsætning, i lokale valutaer, være knap 40 procent højere ved udgangen af 2025, end den var i 2023. For de kommende år forventer vi fortsat tocifret vækst på baggrund af den fortsat voksende diabetesforretning, og en hastigere voksende fedmeforretning.

Boozt – fremdrift i et forsigtigt forbrugermarked

Boozt fortsætter utrætteligt med at effektivisere og optimere sin drift mod målet om at nå en driftsmargin på 10 procent i 2028, selvom Boozt allerede i dag er den europæiske industris mest effektive spiller med den højeste gennemsnitlige ordreværdi og en driftsmargin på 5,7 procent. Boozts fortsat vundne markedsandele og øgede effektivitet har imidlertid ikke afspejlet sig i aktiekursen, der faldt med 35 procent i løbet af halvåret og dermed udgjorde den mest negative kursudvikling i begge vores porteføljer.

I begyndelsen af året kunne ledelsen ellers meddele, at Boozt grundet effektivitetsgevinster fra øget brug af teknologi og kunstig intelligens ville opgive cirka 10 procent af medarbejderstaben. Boozts brug af teknologi og selskabets effektive drift med ét lager i Ängelholm medvirker til, at selskabet løbende tager markedsandele fra fysiske detailforretninger.

I lyset af den svage forbrugertillid og modvind fra styrkelsen af den svenske krone meddelte Boozt i årets første kvartalsregnskab, at selskabet foretog en mindre nedjustering af forventningerne for 2025. Boozt har en betydeligt højere andel af sine omkostninger afholdt i svenske kroner, mens omsætningen er mere balanceret mellem de nordiske valutaer. Selvom omsætningsvæksten for 2025 forventeligt ender i den lave ende, af hvad selskabet historisk har leveret, rykker det ikke på vores forventning om, at Boozt på længere sigt vil vokse hurtigere end sine konkurrenter og øge indtjeningsniveauet markant.

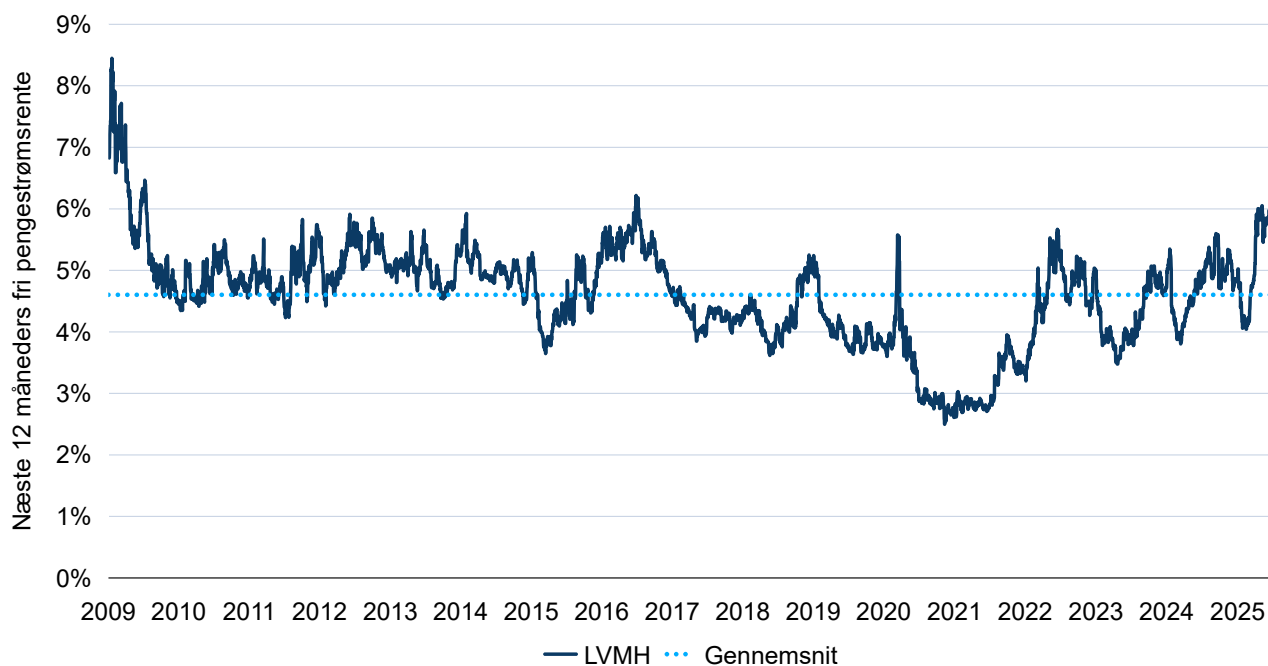
I takt med at forbrugertilliden på et tidspunkt bedres, er det vores vurdering, at Boozts effektiviseringstiltag vil resultere i en stigende driftsmargin. Mens værdiansættelsen fortsat er attraktiv, værdsætter vi derfor, at Boozt tilbagekøber egne aktier. Over det næste år forventer vi, at selskabet tilbagekøber egne aktier for samlet 400 millioner svenske kroner, svarende til cirka 7,5 procent af selskabets nuværende markedsværdi. Da værdiansættelsen på Boozt, efter vores vurdering, ikke inddiskonterer selskabets betydelige vækstpotentiale, finder vi disse aktietilbagekøb yderst værdiskabende.

LVMH – luksus i lavt gear

Som verdens største luksusproducent er LVMH's resultater et barometer for den globale luksusforbruger på kortere sigt, og de seneste tal viser en tydelig normalisering. Efter flere års usædvanlig høj tocifret vækst oplevede koncernens vigtigste mode- og lædervare-division en mindre encifret organisk tilbagegang i anden halvdel af 2024 og i første kvartal af 2025. Regionalt var resultaterne i årets første kvartal blandede: Asien (eksklusiv Japan) oplevede en tilbagegang på 11 procent, USA ligeledes tilbagegang, mens Europa så svag vækst. Denne midlertidige afmatning er dog ikke et tegn på, at LVMH's brands mister deres tiltrækningskraft, men snarere en cyklisk afmatning efter en usædvanlig gunstig periode efter pandemien. Dette afspejles også i mindre pristilpasninger i "Wine and Spirits" divisionen. Vi forventer, at prisstigninger vil være mere moderate efter en periode med generel højere inflation.

På længere sigt er LVMH fortsat særdeles stærkt positioneret til at drage fordel af strukturelle medvinde. Den stigende velstand og en voksende middelklasse i Kina og andre nye markeder vil fortsat drive en øget efterspørgsel efter luksusvarer i topklasse. LVMH's enestående portefølje af mærker og et tæt kontrolleret globalt distributionsnetværk sikrer, at virksomheden er bedst muligt rustet til at indfange denne vækst, når stemningen vender. Det er værd at huske på, at selskabet de seneste 2 årtier blot har oplevet 2 år (2009 og 2020) med negativ omsætningsudvikling, og i perioden siden 2007 har LVMH realiseret en årlig gennemsnitlig vækst i driftsindtjeningen på næsten 13 procent. Ledelsen reagerer fornuftigt ved at kontrollere omkostningerne og være mere selektiv med markedsføringsinvesteringer, samtidig med at den fortsat investerer i mærkernes langsigtede attraktivitet gennem brand innovation og kreativt talent. Værdiansættelsen er nu på tæt på det mest attraktive niveau siden finanskrisen med en fri pengestrømsrente på 6 procent. Den gennemsnitlige pengestrømsrente har i perioden været 4,6 procent og kom kortvarigt under 3 under covid nedlukningen, som selvsagt påvirkede det rejserelaterede salg af luksusgoder dramatisk.

Figur 3: LVMH er tæt på den højeste frie pengestrømsrente siden finanskrisen



Kilde: FactSet.

Selskaber med særlig betydning for afkastudviklingen i første halvår

BLS Danske Aktier

Selskaberne med de højeste afkastbidrag til vores danske portefølje i løbet af første halvdel af 2025 var Sampo, det digitale sportsmedie Better Collective, og forsikringsselskabet Tryg. Selskaberne med de laveste afkastbidrag til vores danske portefølje var Boozt, Novo Nordisk, og IT-konsulenthuset Netcompany. Sampo, Boozt og Novo Nordisk er allerede beskrevet tidligere i dette brev.

Tabel 4: Højeste og laveste afkastbidrag til den danske portefølje

	Afkast på investeret kapital eksklusiv goodwill	Årlig indtjeningsvækst 5 år	10 år	1H2025 afkast	Porteføljevægt juni 2025
Højeste afkastbidrag					
Sampo	29,5%	13,8%	12,3%	20,5%	9,8%
Better Collective	+100,0%	11,6%	34,9%	17,7%	6,4%
Tryg	n.a.	18,8%	4,7%	10,6%	8,4%
Laveste afkastbidrag					
Boozt	20,8%	39,3%	n.a.	-35,4%	5,5%
Novo Nordisk	+100,0%	22,4%	16,0%	-28,4%	9,9%
Netcompany	27,7%	5,8%	12,7%	-20,4%	9,9%

En approksimation for det totale aktionærafkast er summen af den årlige indtjeningsvækst og udbytteafkastet. De seneste årlige udbytteafkast for Sampo, Tryg og Novo Nordisk er henholdsvis 4,2, 5,1 og 3,2 procent. Better Collective, Boozt og Netcompany betaler ikke udbytte.

Kilde: BLS Capital, årsregnskaber og FactSet.

Better Collective – tilbage i god gænge efter tumultarisk 2024

Efter tumult i 2024 har der i 2025 været mere ro omkring selskabet, efter ledelsen i marts kommunikerede, hvad den kortsigtede økonomiske effekt af markedsudfordringerne i Brasilien og USA kunne forventes at være. Aflæggelsen af årsregnskabet bragte godt nyt for langsigtede medejere.

Ledelsen i Better Collective gjorde det klart, at selskabets høje opkøbsaktivitet ikke er på dagsordenen, så længe markedsværdien befinder sig så langt fra selskabets fundamentale værdi. Der blev derfor igangsat et aktietilbagekøb, der svarer til 40 millioner euro årligt, eller mere end 6 procent af markedsværdien ved udgangen af 2024, med henblik på annullering af de tilbagekøbte aktier.

I Brasilien kom den længe ventede regulering i januar, og alle online spiludbydere skulle derfor søge om licens til at drive forretning i landet. I løbet af januar og februar kom dette for de største og vigtigste aktører på plads, og derefter startede processen med, at spillere skulle genoprette sig på platformene for at forbedre såkaldte "kend-din-kunde" processer med et mål om at mindske risikoen for illegal aktivitet samt forbedre myndighedernes muligheder for at kunne opkræve de rette skatter.

Ledelsen i Better Collective indikerede i marts, at disse genopretningsaktiviteter, samt introduktionen af skatter på spilgevinster, potentielt ville halvere selskabets omsætning i Brasilien fra et niveau på 70 millioner euro i 2024, svarende til et fald i selskabets samlede omsætning på 9 procent. Starten på året har været bedre end frygtet, og vi forventer, at risikoen for en halvering af omsætningen i Brasilien i 2025 er blevet mindre, som året er skredet frem. Det samlede brasilianske marked har potentiale til at fordobles frem mod 2028.

Omsætningen i USA er som ventet blevet negativt påvirket af, at der modsat de seneste 3 år ikke har været nogle stater, der har introduceret online sports-betting. Mens markedet fortsat har pæn vækst, forventes der ikke yderligere statslanceringer i den resterende del af året. Muligheden for yderligere liberalisering af stater i løbet af 2026 virker lovende.

Resten af Better Collectives forretning, svarende til omkring halvdelen af omsætningen i 2024, er som forventet fortsat med at vokse med midt-til-høje encifrede vækstrater. Better Collective forventes at returnere til tocifret organisk omsætningsvækst i 2026, da Brasilien og USA vil vokse fra de nyetablerede omsætningsniveauer.

Omkostningsprogrammet lanceret ved aflæggelsen af regnskabet for tredje kvartal i 2024 har succesfuldt fjernet 50 millioner euro i omkostninger, hvorfor vi forventer, at selskabet i år, trods de kortsigtede modvinde i Brasilien og USA, som minimum vil kunne fastholde driftsindtjeningen på niveau med året før.

Better Collectives "lager" af tidligere henviste spillere, der endnu ikke skaber omsætning, er betydeligt og fortsat voksende. Over de sidste 24 måneder har selskabet henvist knap 3 millioner nye spillere på aftaler, hvor Better Collective vil modtage en andel af spiludbydernes fremtidige omsætning fra disse spillere. Better Collectives erhvervelsesomkostninger for disse er afholdt, og indtjeningsmarginen på denne fremtidige, stabile og forudsigelige omsætningsstrøm er derfor så godt som 100 procent. Vi estimerer værdien af allerede henviste spillere til at være højere end markedsværdien på Better Collective.

Med en fri pengestrømsrente på omkring 10 procent, ser vi megen pessimisme om Better Collectives fremtid indregnet i markedsværdien. Den pessimisme deler vi absolut ikke.

Tryg – fortsat løbende forbedringer

Tryg har været i vores danske portefølje siden 2018, og har gennem perioden bidraget pænt til afkastet, hvilket også har været tilfældet i første halvdel af året.

Ved selskabets kapitalmarkedsdag i december 2024 introducerede ledelsen strategien "United Towards '27", hvor ambitionen er en yderligere styrkelse af deres stærke kerneforretning. Trygs fokus er på forsikringsprodukter til private samt små til mellemstore virksomheder, hvor stabiliteten, forudsigeligheden og indtjeningsevnen er høj. Gennem strategiperioden vil Tryg vokse fra et forsikringsteknisk resultat på mere end 7 milliarder kroner i 2024 til 8,2 milliarder kroner i 2027. Det svarer til en årlig vækstrate på mellem 5 og 5,5 procent. Det, forventer vi, at Tryg vil overgå. Strategien skal også styrke Trygs combined ratio fra 83 til 82 procent, hvor forbedringen i denne alene vil bidrage knap 2 procentpoint om året til væksten i det forsikringstekniske resultat.

Vores positive syn på Trygs muligheder for fortsat at rapportere kontinuerlig præmievækst i veludviklede nordiske forsikringsmarkeder er ikke blevet ændret af, at det danske konkurrenceråd i april 2025 kom med en rapport, der satte spørgsmålstejn ved den årlige, kontraktuelle, automatiske løninflationsregulering af forsikringspræmier. Det er alene i Danmark, at de årlige præmiereguleringer på baggrund af løninflationsindeks har været automatiske og kontraktuelle.

I Norge og Sverige, hvor der ikke har været en automatisk inflationsregulering, har de dygtigste skadesforsikringsselskaber også en årlig kundefastholdelse på omkring 90 procent, og dermed på niveau med i Danmark. De har samtidig vist sig i stand til, som minimum, at hæve præmierne i takt med inflationen. Derfor forventer vi ikke, at der vil ske en forværring af hverken præmievæksten eller

indtjeningsevnen, hvis konkurrencestyrelsen i Danmark fjerner muligheden for den automatiske inflationsregulering.

Netcompany – Europas digitalisering giver fortsatte muligheder

Netcompanys succes bygger på en anerkendt evne til at levere komplekse, samfunds- og forretningskritiske softwareløsninger "til tiden, inden for budgettet og med den aftalte funktionalitet". Med en stærk dansk platform og en skalerbar, kapitallet forretningsmodel ekspanderer Netcompany i et stort og voksende europæisk marked med fortsat lav penetration og har udviklet sig til at være en central aktør i den digitale transformation i Europa med en ny væsentlig mulighed i lyset af de øgede investeringer i forsvaret og en vis tilbageholdenhed med køb af amerikanske IT-løsninger. Forretningsmodellen er yderst profitabel, understøttet af en unik kultur med unge, dygtige medarbejdere, der tager ejerskab over opgaverne.

Det private marked for IT-services i Europa har oplevet flad vækst i de seneste kvartaler, og den europæiske IT-servicesektor har med et kursfald på godt 7 procent i halvåret afspejlet denne stagnation. Den udfordrende situation i det private IT-service marked var den væsentligste grund til, at Netcompany i forbindelse med regnskabet for fjerde kvartal af 2024 udskød sin målsætning om at nå 8,5 milliarder kroner i omsætning fra 2026 til 2027. På trods af modvinden på det private marked er vi betryggede af Netcompanys cirka 70 procent eksponering til den offentlige sektor, som muliggør en omsætningsvækst i niveauet 5 til 10 procent i 2025. Samtidig forventes det strategiske opkøb af SDC at blive integreret relativt hurtigt med realisering af meget betydelige omkostningssynergier.

Den langsigtede vækst drives af selskabets evne til at vinde markedsandele samt en stabil og forudsigelig vedligeholdelsesforretning, der udgjorde omkring 70 procent af omsætningen i 2024. Det strategiske opkøb af SDC i 2025 er en målrettet satsning på finanssektoren, som forventes at bidrage positivt til indtjeningen fra 2026. Netcompany har en klar vej mod højere driftsmarginer fra niveauet på 17 procent i 2024, drevet af skalafordele, øget genbrug af softwaremoduler og et voksende licenssalg. Den nuværende målsætning er en driftsmargin på 20 procent i 2026, som vi forventer, at Netcompany vil nå. Hele indtjeningen konverteres til frie pengestrømme, og med ledelsen som en betydelig medejer er der et stærkt interessefællesskab med aktionærerne.

Vi er fortsat begejstrede for at være med på Netcompanys værdiskabende rejse som en førende bidragsyder til den digitale transformation af EU's offentlige og private sektor. Prissætningen på Netcompany er blevet tiltagende attraktiv i lyset af den svage kursudvikling.

Porteføljeændringer – frasalg og tilkøb

I vores globale portefølje har vi frasolgt vores ejerandele i Verisign samt Nike, mens vi har tilkøbt Zoetis, Haleon og Expeditors. To af de tre selskaber, Zoetis og Haleon, er af MSCI klassificeret som værende sundhedsselskaber, der som tidligere benævnt har været en af de svageste kursmæssigt performende sektorer. Haleon er dog i vores optik et forbrugsselskab – som det også vil fremgå af nedenstående afsnit, mens Zoetis er et pharma-selskab. Zoetis er dog i en industri og med en forretningsmodel, der adskiller sig positivt fra traditionelle pharma-selskaber.

I vores danske portefølje har der hverken været nye tilkøb eller fulde frasalg.

Verisign

I løbet af halvåret frasolgte vi Verisign. Selvom vores ejerskabsperiode endte med at blive kortere, end vi forventede og har tradition for, tjente frasalget os godt. Vores tidlige frasalg skyldes, at prissætningen blev tiltagende mindre attraktiv, da en kursstigning på omkring 35 procent i danske kroner siden vores køb var pænt over væksten i selskabets fundamentale evne til at generere frie pengestrømme. Vores frasalg skal også ses i lyset af attraktive alternativmuligheder, og vi har således allokeret kapitalen fra Verisign over i andre selskaber med højere risikojusteret langsigtet afkastpotentiale.

Nike

Vi frasolgte vores ejerandele i sportsbrandet Nike i årets første kvartal, og dermed inden toldudmeldingerne fra den amerikanske regering skabte betydelig usikkerhed omkring toldniveauerne på varer fra Vietnam, hvor mere end halvdelen af Nikes sneakers bliver produceret.

Vi havde været medejere af Nike siden maj 2022 efter tidligere at have haft en succesfuld periode som ejere fra 2016 til 2019. Frasalget i år sker ikke kun grundet prissætningen, men skal dertil ses i lyset af, at Nikes forretning har vist sig at være mindre indtjeningsrobust og forudsigelig, end vi havde forventet.

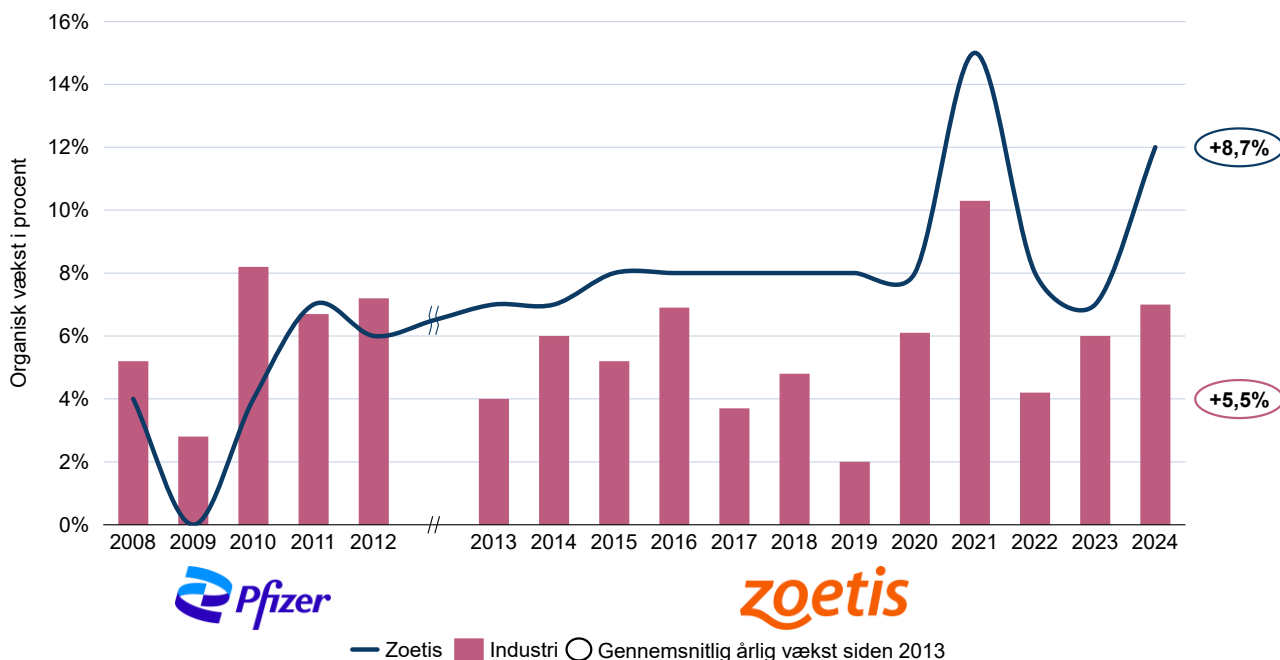
Zoetis – attraktivt marked for medicin til kæledyr

Zoetis, som blev udskilt fra Pfizer i 2013, er verdens største producent af medicinske behandlinger til dyr med en global markedsandel på cirka 20 procent. Zoetis er markedsleder inden for medicin til kæledyr og næststørst inden for salg af medicin til produktionsdyr. Den globale industri for dyremedicin er med blot fire dominerende aktører (Zoetis, Elanco, Merck & Co og Boehringer Ingelheim) både velkonsolideret og karakteriseret ved stabil og forudsigelig omsætningsvækst.

Stabiliteten i industrien kan illustreres ved, at der ikke har været ét år med negativ omsætningsvækst over de seneste godt 20 år, og industriens årlige omsætningsvækst har siden 2008 været mere end 5 procent. Siden Zoetis blev børsnoteret i 2013 har deres vækst været tæt på 9 procent årligt, mens markedsvæksten også i denne periode har været 5 procent. Zoetis' højere vækst kan tilskrives deres isolerede fokus på dyresundhed efter udskillelsen fra Pfizer, en stærk og bred produktportefølje samt en række nye produktlanceringer på tværs af hastigt voksende kategorier. Dette gælder blandt andet dermatologi (hvor Zoetis har en markedsandel på 95 procent), loppe- og flåttbehandling (30 procent) samt ikke mindst smertebehandling til hund og kat, hvor Zoetis er dominerende med en markedsandel på mere end 90 procent.

Inden for kæledyr er betalingsvilligheden ofte stor, da kæledyr i stigende omfang bliver anset som værende et familiemedlem. Medicin til kæledyr udgør 60 procent af industriens samlede omsætning på 50 milliarder amerikanske dollar. De resterende 40 procent er salg af medicin til produktionsdyr, hvor prismekanismen er en anden. Her er slutkøberen en erhvervskunde, hvor der er en betydelig større økonomisk evaluering af forholdet mellem omkostninger og fordele ved brugen af det enkelte lægemiddel. Salg af medicin til produktionsdyr har en lav encifret vækstrate og et betydeligt lavere bidrag til væksten fra prisstigninger.

Figur 10: Stabilt voksende industri



Kilde: BLS Capital og årsregnskaber.

For os som medejere adskiller virksomheder, der producerer dyremedicin sig på mange måder positivt fra traditionelle farmaceutiske virksomheder, der forsker, udvikler og markedsfører humane lægemidler.

Tabel 5: Nogle af fordelene ved dyremedicin

Fordele	Detaljer
Favorabel F&U proces	• Enklere regulatorisk godkendelse • Kortere, mindre omkostningstung udvikling • 3-7 år mod 9-13 år • Tidligere test i endelig patientpopulation
	• Kæledyrers levetid begrænser behovet for langtidsstudier
Ingen større indkøbsorganisationer	• Myndighederne er ikke involveret i prisfastsættelsen • Begrænset involvering fra forsikringselskaber • Produkter betales typisk kontant af slutkunden
	• Lav konkurrence fra generiske produkter
Længere livscyklusser for produkter	• Lavere omsætning per produkt
	• Producenter af generiske produkter møder distributionsbarrierer grundet manglende indkøbsorganisationer
	• Flere muligheder for at forlænge kommerciel levetid gennem tiltag til at styrke produktets livscyklus • Langsigtet omsætningsvækst bliver mere forudsigelig og stabil over tid

Source: BLS Capital og industrirapporter.

Grundet mindre kompleksitet i den kliniske udvikling med mindre omfattende regulatoriske krav, kan dyremedicin udvikles med betydeligt lavere budgetter til forskning og udvikling (F&U), end det normalt kendes fra virksomheder indenfor den traditionelle farmaceutiske industri. På trods af at Zoetis har industriens største F&U budget, er der langt fra Zoetis' niveau på omkring 7 procent af omsætningen til de 15 til 20 procent F&U omkostninger, som kendes fra de fleste større farmaceutiske selskaber, der udvikler medicin til mennesker. De 7 procent er endog fuldt tilstrækkeligt til at drive markedsledende innovation og samtidig udvikle eksisterende produkter for at øge værdien af produktet ved at forlænge patentbeskyttelsen eller udvide terapiområderne for eksisterende produkter.

Udvidelsen af terapiområder kan eksempelvis være at opnå godkendelse af parasit-produkter til flere arter inden for lopper og flåter, hvor Zoetis med Simparica Trio, der beskytter mod lopper, flåter og hjerteorm, har opnået såvel en prispræmie til eksisterende produkter som øget overholdelse af behandlingsretningslinjer hos kæledyrsejere. Zoetis har således ikke set en negativ omsætningsudvikling i parasitbehandlinger, selvom en konkurrent, Elanco, har lanceret et produkt til behandling af fire større parasitgrupper.

I pipelinen har Zoetis flere produkter til at udvide antallet af sygdomme, der kan behandles med selskabets mediciner. Dette vil inkludere at ekspandere inden for cancer, hjerte-kar-sygdomme og fedme.

Patentudløb har derudover ikke den samme effekt, som det typisk ses inden for humane lægemidler. Mens der typisk ses et mindre omsætningsfald i det første år grundet lidt lavere realiserede priser, så er det typisk tilfældet, at priserne vil stige igen. Kombineret med en fortsættende mængdevækst, så har Zoetis ofte set produkter vende tilbage til positiv omsætningsvækst inden for få år af patentudløb.

En af årsagerne til dette er, at dyrlæger som udgangspunkt udskriver recepter på "brandnavn". Human-medicin udskrives omvendt oftest på den aktive medicinske substans, hvilket vil sige lægemidlets generiske navn. Derfor skal det også være det angivne brandnavn, der udleveres til dyreejeren, og da Zoetis har den bredeste og dybeste portefølje i industrien, vil det ofte være et Zoetis brand. I Zoetis' amerikanske kæledyrsforretning kræver alle Zoetis' produkter enten recept fra eller, som minimum, et besøg hos en dyrlæge.

Zoetis har industriens største salgsstyrke og er derigennem til stede hos relevante dyrlægeklinikker med mulighed for hyppig dialog med receptudskrivende dyrlæger. Kontakten med dyrlæger er vigtig, da salg til dyrlægerne ikke går gennem centrale indkøbsorganisationer. 80 procent af omsætningen i Zoetis' amerikanske kæledyrsforretning sker gennem dyrlæger, 15 procent sker gennem enten apoteker eller detailforretninger såsom Chewy.com eller Costco, og de sidste 5 procent købes online fra dyrlæger men sendes til køberen fra online retailers. 60 procent af distributionen fra Zoetis sker gennem distributionspartnere, og 40 procent sker direkte fra Zoetis.

Som markedsleder og med industriens bredeste og dybeste produktportefølje er Zoetis oftest største leverandør. Større kunder opnår visse mængderabatter ved Zoetis. Zoetis benytter dog også disse rabatter til at beskytte sine volumener. Hvis kunder overvejer at flytte dele af deres medicinindkøb væk fra Zoetis, vil mængderabatterne blive mindre, og den lavere volumen vil således mitigeres med højere realiserede priser.

Størst hvor indtjeningen er højest

Knap 70 procent af Zoetis' omsætning er fra salg af medicin til kæledyr, hvor bruttomarginen samtidig er højest. Bruttomarginen i Zoetis er omkring 70 procent og forventes at være gradvist stigende som et resultat af væksten i kæledyrssegmentet samt fra introduktion af nye produkter, der påvirker bruttomarginalen positivt. Siden 2013 har selskabet formået at øge sin driftsmarginal med mere end 1 procentpoint om året til nu 38 procent. Dette er sket gennem såvel en kontinuerligt stigende bruttomargin som omkostningsdisciplin, hvorfor der er realiseret stigende skalafordele.

Driftsindtjeningen er derfor vokset med 11 procent om året i perioden. Zoetis har til fulde distribueret sine frie pengestrømme til medejere gennem et mindre udbytte på 2 dollar per aktie, svarende til et udbytteafkast på lidt mere end 1 procent, og dertil løbende aktietilbagekøb, hvormed indtjeningen per aktie er vokset med 14 procent om året.

Det er vores forventning, at indtjeningen per aktie fortsat vil vokse med mere end 10 procent. Den årlige omsætningsvækst forventes at være mellem 6 og 8 procent, hvoraf prisstigninger vil udgøre 2 til 4 procentpoint. Den langsigtede vækst i volumen understøttes af en voksende kæledyrspopulation, øget overholdelse af behandlingsretningslinjer blandt kæledyrsejere, nye terapiområder samt en høj andel af kæledyr med ubehandlede sygdomme. Zoetis estimerer eksempelvis, at 27 millioner hunde i USA lider af ledsmerter, men at kun en tredjedel af disse behandles – og næsten 90 procent af disse med ældre generationer af smertebehandlinger.

Indtjeningen per aktie vil yderligere understøttes af fortsat stigende indtjeningsmarginer og kontinuerlige aktietilbagekøb. Zoetis har et afkast på den investerede kapital på omkring 30 procent og en stærk balance med en moderat gældsætning i overkanten af et års driftsindtjening før af- og nedskrivninger.

Da Zoetis investerer i produktionskapacitet til kommende års lanceringer, udgør anlægsinvesteringerne omkring 8 procent af omsætningen i indeværende år. Et mere normaliseret niveau efter 2026 forventes at være tættere på 5 procent af omsætningen. Pengestrømskonverteringen forventes derfor at stige fra omkring 80 til tæt på 100 procent inden for de kommende år.

Mens indtjeningen per aktie er vokset med mere end 10 procent over de seneste 5 år, så er aktiekursen steget med mindre 5 procent om året. Dette har ført til, at vi er blevet komfortable med prissætningen på Zoetis, hvor et års frie pengestrømme udgør omkring 3,5 procent af markedsværdien.

Haleon – markedsleder i strukturelt voksende sundhedsmarked

I løbet af første halvår tilkøbte vi Haleon til vores globale portefølje. Selskabet er blandt verdens førende inden for forbrugersundhedsvarer og har solide markedspositioner i seks nøglekategorier, herunder premium tandpasta og mundhygiejne, smertelindring, samt fordøjelse. Produktporteføljen indeholder en række kendte brands såsom Sensodyne, Parodontax og Panodil. Det er alle brands, som nyder høj tillid blandt forbrugere verden over.

Haleon blev børsnoteret i 2022 som resultatet af en gradvis sammenlægning af forbrugersundhedsaktiviteter fra GSK, Pfizer og Novartis. Processen begyndte i 2014 med oprettelsen af et joint venture mellem GSK og Novartis' forbrugersundhedsaktiviteter, og blev yderligere styrket, da Pfizer i 2018 lagde sine forbrugersundhedsaktiviteter sammen med GSK. Siden har Haleon bevæget sig fra et tungt og langsommeligt pharma-mindset og i retning af en egentlig forbrugerorienteret virksomhed, som Colgate og Procter & Gamble, med et fokus på at drive brands, øget effektivisering og optimering af driften. Et typisk pharmaselskab har ofte en nulfejlskultur, som afspejler stringente regulatoriske rammer fremfor et fokus på at effektivisere, hvilket Haleon nu er i gang med. Selskabet er nået langt i denne transformation, men der er fortsat betydeligt potentiale for forbedring.

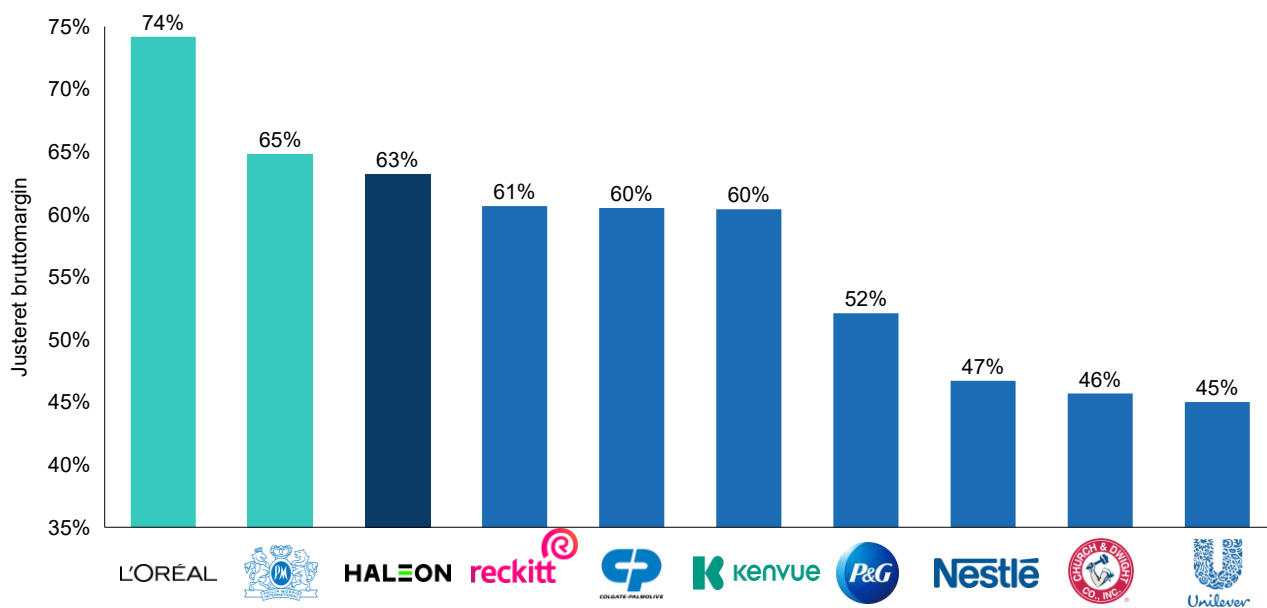
Haleon har markedsledende brands inden for hurtigt voksende produktkategorier, der har en dokumenteret lang historik med pæne vækstrater, som vi forventer vil fortsætte. Hvor det samlede marked vokser med 3 til 4 procent årligt, vokser Haleons divisioner konsekvent endnu hurtigere – drevet af selskabets stærke brandportefølje, relativt store marketingbudget, solide eksekvering og markedsledende positioner i 4 ud af sine 6 kategorier.

Vi forventer en årlig organisk omsætningsvækst på 4 til 6 procent, hvor både volumen og prisstigninger forventes at bidrage nogenlunde ligeligt. Haleons kendte brands besidder desuden

betydelig pricing power, som giver selskabet mulighed for at hæve priserne mindst på linje med inflationen – endnu en faktor, der bidrager til den strukturelt høje vækst.

Haleon kombinerer denne vækst med en attraktiv bruttomargin på hele 63 procent, og der er yderligere potentiale for forbedringer, hvilket er særdeles imponerende taget i betragtning af, at selskabet allerede har industriens højeste bruttomargin. Inden for den stabile forbrugsvaresektor er det kun kosmetik og tobaksselskaber som L’Oreal og Phillip Morris, som besidder højere bruttomarginer. Haleons høje bruttomargin skyldes særligt, at selskabets produkter er inden for attraktive kategorier med solid pricing power.

Figur 11: Haleons har industriens højeste bruttomargin



Source: BLS Capital og årsregnskaber.

Som tidligere del af tre store medicinalkoncerner har Haleon arvet en række komplekse forsyningskæder og funktioner, som skal strømlines. Til denne reorganisering har Haleon hyret en ny øverste ansvarlig for forsyningskæden, Namrata Patel, som tidligere var næsten 20 år hos Procter & Gamble som er kendt for netop fokus på effektiviseringer og optimering.

Haleon har lanceret et effektiviseringsprogram af sine indkøbsfunktioner og produktionsanlæg, og der er identificeret talrige muligheder for at reducere kompleksitet og ressourcespild. Fra 2026 til 2030 forventer Haleon besparelser på 800 millioner pund, hvilket vil medføre en årlig bruttomarginseksponation på mellem 0,5 og 1 procentpoint. Et eksempel på simplificeringspotentialer er selskabets mål om at reducere antallet af sine 13.000 varenumre med 30 procent. Ved Haleons kapitalmarkedsdag tidligere i år viste selskabet også, hvordan de p.t. producerer utallige størrelser af pilleæsker, som fremover i højere grad vil produceres i færre størrelser og dermed reducere produktionskompleksiteten.

Den høje bruttomargin tillader Haleon at investere omkring 19 procent af omsætningen i markedsføring for yderligere at styrke selskabets brands. Dette kan sammenlignes med 13 og 11 procent af omsætningen for konkurrenterne Colgate og Procter & Gamble. Yderligere investeringer går blandt andet til at have salgsrepræsentanter i løbende dialog med fageksperter. Haleon har

stærke kliniske kompetencer, som foretrækkes af professionelle, for eksempel tandlæger, hvis rådgivning om brugen af eksempelvis Sensodyne understøtter efterspørgslen fra forbrugerne.

Driftsindtjeningen forventes at vokse hurtigere end omsætningen primært drevet af bruttomarginsekspansionen. Sammenlagt betyder Haleons effektiviseringstiltag, kombineret med yderligere skalafordele, at den årlige driftsindtjening ventes at vokse med en høj encifret organisk vækstrate og øge driftsmarginen fra de nuværende 22 procent.

Haleon er desuden en stærk pengestrømsgenerator, da selskabet har et lavt behov for anlægsinvesteringer. De høje marginer kombineret med en relativ lav kapitalintensitet afspejler sig således i et højt afkast på den investerede kapital på 49 procent eksklusiv opkøbsrelateret goodwill. Siden børsnoteringen har selskabet nedbragt sin gæld til under 3x driftsindtjeningen før afskrivninger, hvilket øger den finansielle fleksibilitet.

Sidst men ikke mindst vurderer vi ledelsen, med Brian McNamara i spidsen siden 2016, som værende særdeles kompetent og dybt engageret i forretningen. Brian McNamara og den øvrige ledelse har et klart fokus på at omstille Haleon til et brand-drevet forbruger-mindset og på at levere på de udmeldte mål omkring organisk omsætningsvækst og marginekspansion.

Med de beskrevne kvaliteter og det fortsatte potentiale vurderer vi Haleons værdiansættelse som attraktiv, givet en fri pengestrømsrente på omkring 5 procent. Haleons værdiansættelse afspejler i vores optik ikke, at selskabet har en attraktiv høj omsætningsvækst kombineret med en troværdig marginekspansion drevet af selskabets egne initiativer.

Expeditors International of Washington

Vi startede med at genopbygge en ejerandel i Expeditors den 3. april på baggrund af kursfald i forbindelse med USA's toldannoncering den 2. april. Selskabet var en fast værdiskabende bestanddel af porteføljen i tæt på et årti frem til 2023 og skiller sig ud som en af de bedste operatører i speditorbranchen med en smidig, stabil og forudsigelig forretningsmodel, hvor store dele ligner DSV's, men til en stadigt mere attraktiv relativ værdiansættelse med en fri pengestrømsrente på godt 5 procent.

Frasalget til fordel for DSV i november 2023 har bidraget solidt til porteføljens afkast, da DSV i perioden har leveret et godt 53 procent højere afkast end Expeditors. Men den relative prissætning er blevet tiltagende attraktiv i Expeditors, hvor vi har kunne tilbagekøbe dele af aktierne på samme kursniveau, som de blev frasolgt på for halvandet år siden. Selskabet driver en kapitallet og meget rentabel forretning med afkast på den investerede kapital på 50 procent og betydelige årlige frie pengestrømme samt en lang historie med at returnere kapital via udbytte og aktietilbagekøb på baggrund af en stærk finansiell position med kontantbeholdning på 1,3 milliarder amerikanske dollar, svarende til mere end 8 procent af markedsværdien på 16 milliarder. Expeditors ville således kunne tilbagekøbe mere end 13 procent af egne aktier i løbet af et år uden at gældsætte sig, og balancen er et godt værn.

Expeditors stærke virksomhedskultur og effektive incitamentsprogram fremmer en ejertænkning, der skaber sammenfald mellem ledelsens og aktionærenes interesser. Selskabet har en historie med stærk organisk vækst og vinder konsekvent markedsandele uden større opkøb.

Syretesten fortsætter

I gennemgangen af en række af vores selskaber har vi givet eksempler på deres evne til at navigere i usikre markeder, og det er tydeligt, at det nuværende miljø kræver både robusthed og tilpasningsevne. I gamle dage havde guldgraverne brug for en pålidelig metode til at skelne ægte guld fra andre skinnende metaller som for eksempel pyrit (også kendt som "narreguld"). De brugte en simpel kemisk metode, hvor salpetersyre blev påført en prøve. Ægte guld er kemisk stabilt og reagerer ikke på salpetersyre. Andre metaller opløses derimod eller udviser en synlig reaktion. Metoden blev kendt som "syretesten" – en afgørende prøve til at fastslå om et materiale havde høj eller ringe værdi.

2025 kan på mange måder blive en sådan syretest for de børsnoterede selskaber, hvor aktiemarkederne - også i den resterende del af året - kan forblive følsomme over for geopolitiske udviklinger, især den amerikanske handelspolitik. Hvordan, det præcist kommer til at spille sig ud, er på nuværende tidspunkt umuligt at spå om. Vi kan dog med tilfredshed konstatere, at vores selskaber, i de første 6 måneder af året, har bestået syretesten og bevist deres kvalitet og modstandskraft.

Vores investeringsfilosofi har ikke ændret sig, 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 porteføljernes afkast på den investerede kapital på henholdsvis 46 procent og 24 procent for 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. Med frie pengestrømsrenter på henholdsvis 5,5 og 6,1 procent for den globale og danske portefølje og solide vækstudsigter er porteføljerne attraktiv værdiansat, hvilket indikerer et attraktivt langsigtet afkastpotentiale for os og vores medinvestorer.

På vegne af BLS Capital



Anders Lund
Partner og porteføljeforvalter



Peter Bundgaard
Partner og porteføljeforvalter

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 rapporteret valuta, mens det samlede afkast er i danske kroner.

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

Tabel 5 & 6: 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 2025.

Figur 6: Udlodninger dækker gennemførte aktietilbagekøb i 2023 og 2024, og for 2025 dækker de den resterende del af det aktietilbagekøbsprogram på 2 milliarder amerikanske dollar, der blev annonceret i forbindelse med resultatet for tredje kvartal 2024. Udbytter dækker det udbytte, der blev annonceret på generalforsamlingen.

Figur 7: Omkostningsprocent som rapporteret af Sampo. Historiske combined ratios er eksklusive engangsposter. Den underliggende udvikling er baseret på den rapporterede udvikling i underliggende erstatninger.

Figur 8: Andelen af diabetikere i behandling i Europa er baseret på en antagelse om, at den svarer til niveauet i USA. Andelen af diabetikere i behandling med GLP-1'er er baseret på udtalelser fra ledelsen, mens andelen af recepter er rapporteret af selskabet.

Figur 9: Antallet af personer med overvægt i behandling med GLP-1'er er baseret på selskabets egne estimater og forskningsrapporter.

Figur 11: Henviser til det seneste rapporterede regnskabsår.

Figur 2-5 og figur 10: 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. 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: Afkast for afdelingerne i BLS Invest

Afkast pr. 31. dec. 2024	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1H2025
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%	-3,5%
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%	-3,5%
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%	-3,8%
BLS Invest Danske Aktier AKK													12,7%	23,9%	-15,0%	11,1%	4,4%	-3,8%

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.