

## Årsbrev til medinvestorerne

Gl. Holte, marts 2021

Kære Medinvestor,

2020 forløb på en måde, som nogen næppe ved årets begyndelse havde kunnet forestille sig. Den globale coronapandemi var årsag til betydeligt stress, både i forhold til den globale økonomi, de finansielle markeder, folkesundheden og de betydelige bekymringer som coronasmitten medførte på alle samfundsniveauer. Trods dette sluttede året med absolutte positive og robuste aktieafkast.

Da omfanget og alvoren af coronapandemien for alvor blev kendt mod slutningen af marts 2020, medførte det markante kursfald på de globale aktiemarkeder. Der var tale om negative kursbevægelser, der var endnu mere markante end under de mørkeste perioder af den globale finanskriser for mere end et årti siden.

Imidlertid reagerede såvel regeringer som centralbanker resolut ved at pumpe hidtil usete beløb ud i økonomien dels via direkte støtteordninger til især forbrugere og coronaramte virksomheder og dels via centralbankers endnu mere forcerede opkøb af obligationer i markedet. Dette var med til at sikre likviditeten for virksomheder, og dermed også deres medarbejdere, ved at fastholde renterne på historisk lave - og i stort omfang negative - niveauer. Hvordan centralbankerne skal afvikle deres enorme beholdninger af værdipapirer, er dog endnu et åbent spørgsmål, som der endnu ikke er kommet nogle entydige svar på. Disse værdipapirer steg for amerikanske Federal Reserve fra 19 procent af det amerikanske bruttonationalprodukt ved udgangen af 2019 til 35 procent ved udgangen af 2020, og for Den Europæiske Centralbank fra 39 procent af eurozonens bruttonationalprodukt ved udgangen af 2019, til 62 procent ved udgangen af 2020.

### **Fokus på momentum på aktiemarkederne i 2020**

Aktiemarkederne var i 2020 - særligt efter de markante kursfald i slutningen af marts - især karakteriseret ved, at den investeringsstrategi, der gav det bedste absolutte afkast uden hensyntagen til risici, var de såkaldte momentum-strategier. De går populært sagt ud på at købe de aktier, der er steget mest. Når nok investorer gør det, bliver yderligere kursstigninger en selvopfyldende profeti, så længe der er nok investorer, der bliver ved med at tro på, at man skal købe de aktier, der er de mest populære i øjeblikket.

Kursgevinsterne i 2020 for større aktiemarkedsindeks var betydeligt koncentreret om få, større selskaber, og særligt de med karakteristika af høj vækst og teknologi. New York Stock Exchange har lanceret det såkaldte FANG+ Indeks, der oprindeligt bestod af Facebook, Amazon, Netflix og Google-ejeren Alphabet, men som nu består af i alt 10 selskaber med lignende karakteristika. Dette FANG+ leverede i 2020 et afkast på knap 86 procent i danske kroner (faktisk mere end 100 procent opgjort i amerikanske dollars), mens et ligevægtet S&P500 indeks, hvor alle selskaber uagtet markedsværdi har samme betydning, leverede et afkast på 3 procent i danske kroner. Verdensindekset

MSCI AC World havde et afkast på 6,3 procent for helåret. Det er en stor spredning, hvor høje kursafkast er koncentreret om de største selskaber. Dette var ikke alene tilfældet for 2020 men har været tilfældet over de sidste tre år om end i stigende grad.

For verdensindekset MSCI AC World udgjorde afkastbidraget fra de ti selskaber i FANG+ omkring en tredjedel af hele indeksets afkast. Vi har ikke ejerandele i nogle af medlemmerne af FANG+, og vores eneste ejerskab deriblandt var en mindre eksponering til Alphabet, der blev frasolgt i andet halvår 2018.

Mens benævnelsen af "verdensindeks" kan tilskynde en opfattelse af såkaldt spredning eller diversitet, så har afkastkoncentrationen i 2020 været særdeles høj for de større aktieindeks.

I slutningen af 2020 blev elbilproducenten, Tesla, inkluderet i det amerikanske S&P 500-indeks og blev ved inkluderingen det sjette største selskab i indekset. Omkring 11 billioner dollar følger vægtingen i S&P 500-indekset gennem passive fonde som eksempelvis indeksfonde (ETF'er), og med en vægt i indekset på omkring 1,5 procent, betyder dette, at omkring 160 milliarder dollars, svarende til en femtedel af markedsværdien, har søgt mod Tesla i forbindelse med, at Tesla blev en del af indekset. Dette er det dobbelte af Teslas markedsværdi ved udgangen af 2019. Generel begejstring for Teslas "aktiehistorie" som producent af elbiler, kombineret med inklusionen af bilfabrikanten i blandt andet S&P 500-indekset, førte til at Tesla-aktien i 2020 steg med ikke mindre end 729 procent. Allerede ved indgangen til 2020 forekom Tesla uforståeligt højt prissat baseret på frie pengestrømme – eller fraværet deraf.

### **BLS jagter ikke de mest populære aktier**

Her er det relevant at beskrive, hvordan vi vurderer selskaber.

Vi ser naturligvis på prisen for en aktie, men det er blot et af mange parametre, der er med til at afgøre, hvorvidt et selskab vurderes som attraktivt at investere i.

I BLS Invests afdelinger har der altid været et entydigt fokus på alene at investere i selskaber, der efter vores vurdering har en stærk markedsposition, en solid og voksende indtjening, stærke balancer og ledelser. Det er efter vores vurdering også denne type selskaber, der har de bedste forudsætninger for at håndtere uventede skift i deres markeder eller i samfundsøkonomien, hvilket også viste sig i perioden efter den nærmest totale nedlukning af økonomien i blandt andet Europa og store dele af Asien i foråret 2020.

Den markante støtte til samfundsøkonomien fra stater og centralbanker betød, at aktiemarkederne globalt ikke blot kom sig hurtigt efter de markante kursfald i slutningen af marts, men også efterfølgende steg, i visse tilfælde mærkbart.

Dette var især gældende i Danmark, hvor aktiemarkedet steg med 29,4 procent, mens BLS Invest afdeling Danske Aktier KL i 2020 gav et afkast på 17,9 procent efter alle omkostninger. Afdelingen Danske Aktier Akk., der blev etableret den 5. februar 2020, men indeholder samme portefølje af selskaber som afdeling Danske Aktier KL, gav et afkast på 12,7 procent.

Tilsvarende gav afdelingen Globale Aktier KL et afkast i 2020 på 2,9 procent, og afdeling Globale Aktier Akk. et afkast på 2,4 procent, begge efter alle omkostninger. Til sammenligning steg MSCI AC World-indekset 6,3 procent i 2020 målt i danske kroner

Såfremt det var foreningens formål at skabe et afkast, positivt eller negativt, der lå så tæt som muligt på markedsudviklingen, ville resultaterne i 2020 naturligvis være skuffende. Det er dog ikke tilfældet

for vores særlige tilgang til investering som en meget langsigtet disciplin, hvor investeringer dikteres af grundige fundamentale analyser og ikke af hvilken aktie, der stiger mest et enkelt år. Det betyder, at det bør være helt forventeligt, at afkastet i foreningens afdelinger også i længere perioder kan afvige markant fra markedsafkastet. Hvis det ikke var tilfældet, kunne medinvestorerne lige så godt placere deres penge i de talrige passive aktiefonde, der netop lover at levere et afkast før omkostninger svarende til markedsudviklingen.

### **Historisk højere afkast med lavere risiko i BLS Invest**

Vi konstaterer med tilfredshed, at foreningens afdelinger fortsat ved udgangen af 2020 har leveret et betydeligt merafkast i de respektive afdelingers levetid, samt at afdelingerne også på tre, fem og ti års sigt og siden opstart fortsat har givet et afkast der, efter alle omkostninger, er højere end markedsafkastet.

Vi hæfter os også ved, at afdelingerne har skabt disse afkast med en risiko, der er mindre end den generelle risiko i markedet. Der findes en række nøgletal der belyser risici i en portefølje, men eksempelvis er den såkaldte Sortino-ratio, der måler standardafvigelsen på negative afkast, på 2,02 over de seneste tre år for afdeling Danske Aktier KL, mens den for det danske aktiemarked er på 1,18. Dette fortæller, at afdelingen er betydeligt bedre end markedet til at undgå negative afkast. Sortino-ratioen er lavere for afdeling Globale Aktier KL med 0,75 over tre år men fortsat højere end det globale aktiemarkeds værdi som er 0,50. Faktisk er Sortino-ratioen for begge afdelinger også bedre end aktiemarkedet både over tre, fem og ti år og siden start. Det samme gør sig gældende for det måske mere kendte risiko-nøgletal Sharpe-ratio.

Fra afdeling Globale Aktier KL blev etableret 30. september 2008 og frem til udgangen af 2020 har afdelingen leveret et samlet afkast på 374,8 procent, svarende til 13,6 procent om året, forudsat at medinvestorerne har geninvesteret de udbetalte udbytter. I samme periode har verdensmarkedet, opgjort ved MSCI AC World-indekset inklusive geninvesterede udbytter, opnået et samlet afkast på 212,4 procent, svarende til 9,7 procent om året. En investering i Afdeling Globale Aktier KL på 100.000 kroner ved afdelingens etablering er derfor blevet til 474.800 kroner, mens verdensindekset tilsvarende ville have givet en porteføljeværdi på 312.400 kroner.

Afdeling Globale Aktier Akk. blev etableret 28. november 2014. Levetidsafkastet for afdelingen er 114,1 procent, svarende til 13,3 procent om året. Verdensindekset, også her opgjort ved MSCI AC World, har i samme periode haft et samlet afkast på 73,7 procent, svarende til 9,5 procent om året.

Fra afdeling Danske Aktier KL blev etableret 28. februar 2008 til udgangen af 2020 har afdelingen leveret et afkast efter alle omkostninger på 368,0 procent til medinvestorerne, svarende til 12,8 procent om året. I den samme periode har det danske aktiemarked, opgjort ved KAXCAP-indekset, givet et afkast på 264,1 procent, svarende til 10,6 procent om året. En investering på 100.000 kroner ved afdelingens etablering er således i dag 468.000 kroner værd, såfremt medinvestorerne løbende har geninvesteret udbytter. Tilsvarende er 100.000 kroner i KAXCAP-indekset i samme periode blevet til 364.100 kroner, også under forudsætning af, at udbytter løbende er blevet geninvesteret.

De historiske afkast siger naturligvis intet om fremtidige afkast, men vi konstaterer, at et eller flere år med afkast i afdelingerne, der kan være både højere og lavere end markedsafkastet, ikke er afgørende for de langsigtede medinvestorerers samlede afkast.

## Investeringsfilosofien

På trods af de, efter vores vurdering, tilfredsstillende resultater for foreningens afdelinger i 2020, er der netop i dette årsbrev en god anledning til nærmere at beskrive, hvorfor afkastet i foreningens afdelinger også i fremtiden sandsynligvis vil afvige markant fra markedsudviklingen, både i positiv og negativ retning. Vi vil også forklare, hvorfor vi finder afkastene i alle foreningens fire afdelinger tilfredsstillende, på trods af at de i 2020 leverede et afkast til medinvestorerne, der var lavere end markedsafkastet.

I BLS Invest har vi valgt en aktiv investeringsstrategi, der indebærer, at vi alene investerer i selskaber, som efter vores vurdering kan give et attraktivt afkast på lang sigt. Derfor har vi i vores afdelinger intet målepunkt eller "benchmark", og vi oplyser alene om markedsafkastet for at kunne give nuværende og potentielle medinvestorer et sammenligningspunkt.

Det betyder, at porteføljerne i BLS Invest adskiller sig markant fra de fleste andre investeringsforeninger hvilket især er tydeligt i afdeling Danske Aktier KL og dermed også den nyetablerede afdeling, Danske Aktier Akk.

Helt konkret har afdeling Danske Aktier KL siden etableringen 26. februar 2008 eksempelvis aldrig ejet aktier i A.P. Møller-gruppen, Vestas eller Ørsted, der ellers er tre af de mest værdifulde danske selskaber opgjort på markedsværdi. Det er en beslutning som man kan være uenig i, men vi vil gerne forklare baggrunden for, at det er tilfældet.

Set i bakspejlet er det altid nemt at se, hvad man som investor burde have sat sine penge i. Eksempelvis burde man i 2020 ikke have sat sine penge i danske aktier, på trods af de markante kursstigninger. Man burde ubetinget have købt ind i Tesla eller kryptovalutaen Bitcoin, der ved udgangen af 2019 kunne købes for godt 7.200 dollar men ved udgangen af 2020 kostede næsten 29.000 dollar. I starten af 2021 har Tesla endda købt Bitcoins for 1,5 milliard dollar. Det virker ikke som den disciplinerede kapitalallokering, som vi søger at identificere i vores selskaber.

Det er dog en måde at investere på, der er lige så risikabel som at forsøge at gætte på næste uges vindende lottotal. Vi giver os *ikke* i kast med vilde gætterier og håb om den store gevinst.

Da porteføljerne i vores afdelinger består af betydeligt færre selskaber end andre tilsvarende afdelinger, foretager vi et betydeligt analysearbejde for at identificere de selskaber, der har det største potentiale for at levere attraktive og positive afkast på lang sigt.

Den analyse begynder ikke med at gætte på, hvilke aktier der vil stige i kurs de næste 3 eller 12 måneder. Den begynder med en analyse af den enkelte virksomhed: Er virksomheden i en sektor i vækst? Har virksomheden en solid markedsposition, både nu og i fremtiden? Er ledelsen kompetent og erfaren, og har selskabet historisk set en dokumenteret evne til at skabe værdi for ejerne?

For rigtig mange selskaber er svaret til et eller flere af disse spørgsmål nej, og alene derfor vil de aldrig indgå i porteføljerne i BLS Invest. Der er også de tilfælde, hvor en virksomhed eller industri simpelthen er for svær for os at forstå og gennemskue, eller slet og ret for uforudsigelig. I disse tilfælde ryger de i bunken af "for svært at forstå".

Der er også et vigtigt ekstra spørgsmål: Kan vi i BLS Invest blive medejere af en attraktiv virksomhed til en rimelig pris, som giver os en berettiget forventning om, at BLS Invests medinvestorer som ejere af en del af virksomheden kan få et attraktivt fremtidigt afkast i form af kursstigninger og udbytter? Elementet af prissætning førte til frasalgene af Estée Lauder, Starbucks og Factset fra de globale afdelinger i 2020.

## Hvilke pengestrømme kan en virksomhed skabe?

Et nøglebegreb i vores analyseapparat er den frie pengestrømsrente, "free cash flow yield", der alt andet lige gerne skal være så høj som muligt.

De frie pengestrømme er de kontanter, der rent faktisk skabes ved at en virksomhed sælger sine varer eller tjenesteydelser til mere, end de samlet koster at producere og ikke baseret på fremtidige håb eller drømme.

Anlægsinvesteringer i eksempelvis nye fabrikker eller andre produktionsanlæg har i første omgang ikke indflydelse på et selskabs rapporterede indtjening. Derfor er det vigtigt for os hvorvidt 100 kroners yderligere indtjening kræver anlægsinvesteringer på 5 eller 50 kroner. Hvis 100 kroners indtjening kræver 50 kroners investering, er den frie pengestrøm alene 50 kroner, men hvis det kræver 5 kroners investering, er den frie pengestrøm i stedet 95 kroner. For selskaberne i BLS Invest er det tilfældet, at indtjeningsvækst kommer uden noget betydeligt investeringsbehov. Derfor bliver mere end 90 procent af indtjeningen i vores porteføljer til frie pengestrømme, og det er samtidig stærkt positivt for vores centrale kvalitetsmål, afkastet på den investerede kapital.

Hvis værdien af disse årlige frie pengestrømme sættes i procent af et selskabs markedsværdi, findes pengestrømsrenten. Det tal bør være nogenlunde konstant. Hvis aktiekursen på et selskab stiger, skal det helst være fordi selskabet ganske enkelt genererer højere frie pengestrømme og dermed reelt tjener flere penge til ejerne. Vi foretager løbende rebalanceringer i porteføljerne til selskaber med svagere kursmæssig udvikling uden ændringer i de fundamentale værdier. Når kursudving er større, som det var tilfældet i 2020, er denne rebalanceringsaktivitet højere. Omlægningerne i året havde en betydelig positiv afkastpåvirkning.

Vi øgede eksempelvis vores ejerskab i den britiske investeringsrådgiver St. James's Place betydeligt, da aktiekursudviklingen var særdeles svag gennem året. Dette til trods for at den rådgivne formue, der i vores optik er den primære kilde til fremtidige pengestrømme, voksede fra 115 til 130 milliarder britiske pund, og med en rekordhøj fastholdelsesrate af formuen på mere end 96 procent, og nytilkommen kapital hvert eneste kvartal.

Det er selvfølgelig altid vigtigt, hvad prissætningen på vores selskaber i BLS Invest er. Prissætningen overvåges løbende, således at der, uagtet kvalitet og forventet vækstprofil, altid er en vis sikkerhedsmargin i forskellen mellem selskabernes værdi på aktiemarkedet og selskabernes fundamentale værdi. For såvel de to globale aktieafdelinger som de to danske aktieafdelinger gør det sig gældende, at de er prissat på en fri pengestrømsrente på omkring 4,5 procent, hvilket er omtrent samme niveau som i 2019 og for 5 år siden. Dermed er det vores vurdering, at prissætningen på vores selskaber fortsat indeholder et attraktivt risiko-justeret afkastpotentiale.

## Tesla langt mere værdifuld end Novo Nordisk – eller er det omvendt?

Netop denne tilgang til udvælgelse af aktier gør, at eksempelvis Tesla ikke var en del af de globale afdelingers porteføljer, hverken ved indgangen til 2020 eller ved årets udgang, selvom det nok blev en af de mest ombejlede amerikanske aktier.

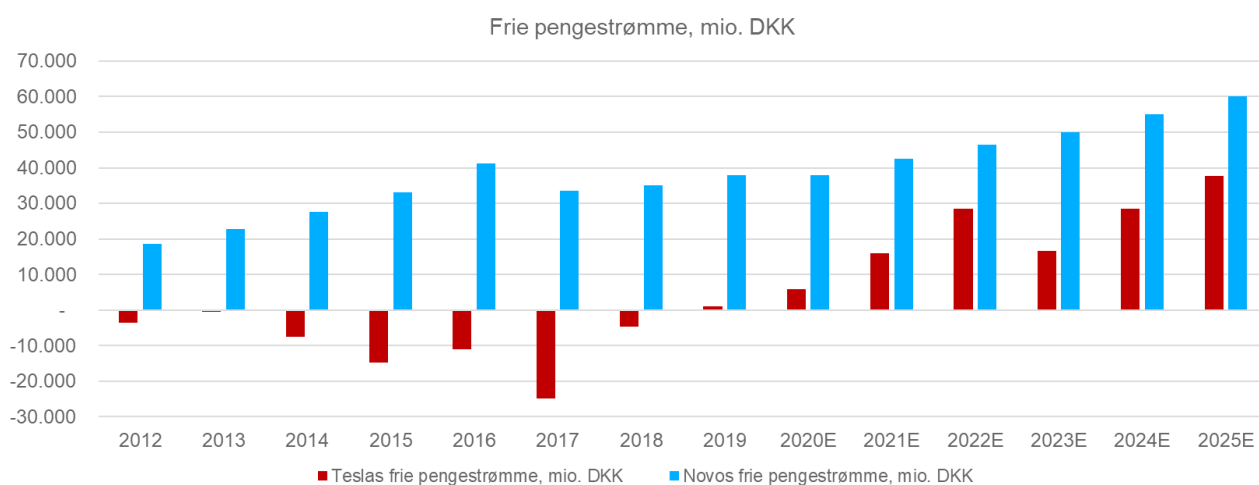
For realiteten er, at Tesla er et selskab, der foruden salget af certifikater på CO2-kvoter endnu mangler at vise evnen til kontinuerligt at skabe overskud, endsige frie pengestrømme.

Selv baseret på optimistiske analytikerestimater vil det tage Tesla omkring fem år at skabe frie pengestrømme på 40 milliarder danske kroner, svarende til knap 6,5 milliarder amerikanske dollar, hvil-

ket vil være på niveau med den globalt markedsledende producent af medicin til behandling af diabetes og fedme, Novo Nordisks, frie pengestrømme i 2020. Hvis Tesla når at skabe frie pengestrømme om fem år, vil de frie pengestrømme i Novo Nordisk til den tid formentlig være omkring 60 milliarder kroner, svarende til knap 10 milliarder amerikanske dollar.

Novo Nordisk har en markedsværdi på 1.100 milliarder kroner, mens markedsværdien af Tesla er seks gange højere. Dette til trods for, at Novo Nordisk har dokumenteret og påvist evnen til at skabe flotte og stabilt voksende frie pengestrømme, og hvor der alt andet lige er betydeligt mindre usikkerhed om de kommende fem til ti års udvikling, end for Tesla, der er i en uhyre hård og uforudsigelig konkurrence om at udvikle den teknologi til elbiler, der ender med at blive markedsdominerende.

Mens Novo Nordisk har et afkast på den investerede kapital på omkring 80 procent, er dette nøgletal grundet kapitalintensitet et lavt encifret tal i bilindustrien, og endnu lavere for Tesla. Vi ved godt, hvilket af disse selskaber, vi anser som en god investering, og hvilket vi anser som kortsigtet spekulation.



Kilder: Årsrapporter og FactSet konsensus. Som vist på årsmødet for BLS Capital i september 2020.

Novo Nordisk var ved udgangen af 2020 den største position i alle fire BLS Invest-afdelinger, som det også var tilfældet ved udgangen af 2019. Selskabet opnåede i 2020 at vokse såvel omsætning som indtjening med 7 procent og havde et aktieafkast, inklusiv geninvesterede udbytter, på 13 procent i danske kroner.

Det er også sigende, at den gennemsnitlige ejertid af en Tesla-aktie er under 18 dage, hvis man ser bort fra Elon Musk, der ejer knap 20 procent af selskabet. Baseret på denne data, er der ikke umiddelbart særligt meget langsigtet over den gennemsnitlige Tesla-aktionær.

Problemet med aktier, der er drevet af et momentum, er, at selv selskaber, der vokser og sælger gode produkter eller tjenesteydelser, ganske enkelt kan blive prissat så højt af investorer, der alene køber aktierne i forventning om, at de på kort sigt skal stige endnu mere, at det til sidst ender i en stor skuffelse og markante kursfald.

### Problemet med Vestas og Ørsted

Danske eksempler på selskaber, hvor aktiekursen i 2020 i høj grad blev drevet af momentum, var energiselskabet Ørsted og vindmølleproducenten Vestas. Det er således ikke kun teknologiselskaber, hvor vi har set stærk kursudvikling uagtet manglende tilsvarende udvikling i de forventede frie pengestrømme. Det samme har været tilfældet i alternativ energi.

Vestas har i mange år haft stor bevågenhed på grund af sin ledende rolle inden for grøn energi, som der er en betydelig og stadigt voksende interesse for – især de seneste år på grund af bekymringen for klimaforandringer.

Vestas-aktien, der aldrig har indgået i porteføljerne i BLS Invests afdelinger, steg sidste år med 113 procent, mens Ørsted-aktien steg med 83 procent, og de var således blandt de virksomheder, der i betydelig grad bidrog til store stigninger på det danske aktiemarked.

Mens Ørsted ikke har en lang historik som børsnoteret selskab, er det langt fra første gang, at Vestas-aktien har været en favorit. I perioden fra begyndelsen af 2005 til august 2008 steg Vestas' aktiekurs med hele 917 procent. En kombination af en alt for høj værdiansættelse i forhold til selskabets underliggende rentabilitet, og den globale finanskrise betød dog, at Vestas-aktien i perioden fra august 2008 til slutningen af 2012 faldt med godt 95 procent. Faktisk var det først i begyndelsen af 2020, at en Vestas-aktie igen kostede det samme, som investorerne mente aktierne var værd i sommeren 2008.

Det tankevækkende er, at kursstigningerne for Vestas og Ørsted i 2020 er sket uden, at der har været positive ændringer i indtjeningsforventningerne til selskaberne fra de aktieanalytikere, der følger selskaberne tæt. Det er således kursstigninger, der alene bygger på nogle investorers vilje til at betale en (endnu) højere pris for den samme indtjening. Faktisk er forventningerne til selskabernes indtjening for det indeværende regnskabsår, 2021, lavere nu, end de var ved indgangen til 2020.

Ørsted leverer ikke afkast på den investerede kapital, der lever op til vores strenge krav. Med et encifret afkast på den investerede kapital finder vi niveauet for værdiskabelse tvivlsomt. Det anvendte afkastkrav til investeringerne skal være forholdsvis lavt, førend der kan argumenteres for, at et encifret afkast resulterer i økonomisk værdiskabelse.

Risikoen i et selskab som Ørsted findes i vores optik derudover i, at det langt hen af vejen er at satse på én enkelt teknologi i et kapløb om at blive den foretrukne teknologi på længere sigt. Hvis vindteknologi ikke bliver den vindende teknologi – og der er allerede indikationer på, at solceller har en større sandsynlighed for at blive dette – kan Ørsted sidde inde med betydelige vindmølleaktiver, hvor markedsværdien ikke er på niveau med det, der blev beregnet ved projektopstart.

Vi sætter yderligere spørgsmålstejn ved, hvorvidt selskabet altid kan agere i alle aktionærers interesse, når den danske stat ejer mere end halvdelen af kapitalen. Ved at have en stat som hovedaktionær, kan det være tvivlsomt, hvorvidt interessesammenfaldet altid er det samme, og om staten vil lade ledelsen tage de mest rationelle økonomiske beslutninger, ligesom det kan skabe en politisk problematik omkring allokeringen af kapital og hvilke teknologier, der skal investeres i.

Kursbevægelser i Vestas og Ørsted lader ikke til at være drevet af nogen fundamental fremgang i selskabernes indtjeningsevne, men derimod lader de til at være drevet af at Vestas og Ørsted er blandt de selskaber, der har fået et "grønt stempel" i denne tid, hvor fokus på miljø og fremtidens miljø naturligt har fået større bevågenhed. For os er investeringer i grønne energikilder forbundet med stor høj risiko grundet usikkerhed omkring politiske støttetiltag samt i de betydelige udfordringer, der er i entydigt at kunne identificere fremtidens teknologiske vindere.

Når investeringer ikke bliver baseret på fundamentale analyser men i stedet på kortsigtet gætværk, kan det sammenlignes med et spil Sorteper. Det hele kommer ned til, hvorvidt man evner at komme af med kortet igen inden spillet slutter – eller i eksemplet med Tesla at komme af aktien, inden at kursopturen stopper. Meget kan man sige om Sorteper, men det har sjældent været et spil, der bliver afgjort af den enkelte spillers dybdegående kendskab og grundige analyser.

## Status på porteføljerne

For at et selskab kan komme i overvejelser til porteføljerne i BLS Invest kræver det, at det er et kvalitetsselskab. For os kvantificeres kvalitet bedst ved nøgletallet afkast på den investerede kapital. For præcis ligesom, at foreningens afdelinger skal skabe et fornuftigt langsigtet afkast på medinvestorenes penge, så skal de selskaber, der investeres i, have en dokumenteret evne til at generere et tilfredsstillende afkast på den kapital, der er investeret i forretningen.

<b>BLS Globale Aktier</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
RoIC	44,4%	49,1%	45,6%
Gæld / Driftsindtjening	0,1	0,2	0,7
Pengestrømsrente	5,1%	4,5%	4,3%

<b>BLS Danske Aktier</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
RoIC	36,4%	27,6%	23,7%
Gæld / Driftsindtjening	-0,1	0,2	0,0
Pengestrømsrente	5,6%	4,3%	4,5%

Kilde: Årsregnskaber, Bloomberg og BLS Capitals beregninger.

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

Gæld / Driftsindtjening er defineret som selskabernes udestående gæld fratrukket kontanter i forhold til indeværende års driftsindtjening for af- og nedskrivninger

Pengestrømsrenten er defineret som de forventede frie pengestrømme i forhold til selskabernes markedsværdi

Såvel de danske som de globale afdelinger holder en høj kvalitet, hvor niveauet for de danske afdelinger er omkring 25 procent og de globale afdelinger omkring 40 procent. Dette er overordnet på niveau med situationen sidste år, og vi kan dermed glæde os over, at porteføljerne fastholder et højt kvalitetsniveau nøjagtig som de skal.

Gældsætningen i porteføljerne er samtidig behersket. Mens de danske afdelinger er uden gæld, er der i de globale en mådeholden gældsætning på 0,7 års driftsindtjening før af- og nedskrivninger, hvilket svarer til omkring 8 måneders pengestrømme. Det højere gælds niveau end tidligere år skyldes primært tilføjelsen af Anheuser-Busch Inbev, hvor grunden til vores komfort med gælden blev beskrevet i vores investorbrev for første kvartal. Dette niveau kan sammenholdes med, at selskaberne i verdensindekset for MSCI AC World i gennemsnit har en gældsætning svarende til omkring to års driftsindtjening før af- og nedskrivninger.

Denne mådeholdige gældsætning for de globale selskaber, og fraværet af gæld i de danske selskaber, giver et stærkt fundament og betydelig finansiel stabilitet, ligesom det mindsker afhængigheden af tilgangen til kapital i det finansielle system, hvad enten det er gennem banker eller andre långivere.

Den begrænsede gæld var med til at skabe tryghed, da coronavirus ramte i foråret, og der skete en vis økonomisk opbremsning af varierende karakter på tværs af lande og industrier. Ved at have en begrænset gældsætning kunne vores selskaber holde fokus på de langsigtede muligheder trods kampen for at komme gennem de kortsigtede forhindringer. Dette fokus har ladet ledelserne i vores selskaber tage de beslutninger, der efter alt at dømme stiller selskabet bedst muligt til ikke blot at tage markedsandele på den korte bane, men ligeledes øge sine langsigtede markedsandele og værdiskabelse.



## Ændringer i porteføljerne

Gennem årets sidste seks måneder blev vi i de globale afdelinger medejere af den globale læsedrikproducent Coca-Cola og finske Sampo, der driver Nordens største skadesforsikringsselskab, If.

Mens disse to selskaber blev tilkøbt, blev ejerandelene i den amerikanske dataplatform FactSet, kaffekæden Starbucks og skønhedsproducenten Estée Lauder frasolgt, da prissætningen på disse selskaber var nået et niveau, hvor vi så mere attraktivt risikjusteret afkastpotentiale i andre selskaber. Vi skal kunne se et absolut afkastpotentiale i alle vores selskaber. For hele året var omlægningsaktiviteten i de globale porteføljer således betydeligt højere end det har været tilfældet tidligere, og end det generelt vil være tilfældet fremover.

De store udsving i kursniveauerne – særligt i foråret – resulterede efter vores vurdering i et betydeligt større udvalg af højkvalitetselskaber på tilbudspriser. Når kursudsvingene er størst og med betydelige afvigelser mellem enkelte selskaber, vil handelsaktiviteten i porteføljerne typisk være højere.

De højeste kursudviklinger kom i året fra tilkøbte Otis (31 procent), og vel nok lidt overraskende fra det franske luksuskonglomerat LVMH (24 procent) samt den amerikanske kosmetikproducent Estée Lauder (19 procent). Med tanke på pandemien og uhyre begrænset rejseaktivitet, ville det formentlig ikke være selskaber som LVMH og Estée Lauder, der ville tippes til at have højest kursmæssig udvikling. Vores Macau-kasino Sands China (-23 procent), hotel-franchisekæden IHG (-15 procent) og spiritusproducenten Diageo (-13 procent) havde de laveste kursudviklinger.

Da vi rapporterede på året 2019 skrev vi omfangsrigt om vores speditører, der på det tidspunkt udgjorde en betydelig andel af begge porteføljer. I årets første kvartal holdt aktiekurserne på speditørerne sig godt oppe, mens flere andre interessante selskaber som bekendt faldt drastisk. Vi frasolgte i den sammenhæng ejerandelene i amerikanske C.H. Robinson og schweiziske Kuehne+Nagel, ligesom vores ejerskab i amerikanske Expeditors er reduceret som følge af stærk relativ kursudvikling og dermed attraktive bytteforhold til andre selskaber.

Vi har i året set, hvordan de største speditører har vundet markedsandele fra de mindre. Når fragtkapaciteten bliver trang, som når store dele af flyflåder ligger stille hen, er det en fordel at være blandt de større speditører, der i sagens natur er mere værdifulde kunder for flyselskaberne, grundet de større volumener, de fragter. Trods fald i de transporterede volumener har de største speditører således vist stærk indtjeningsfremgang grundet evnen til at beholde en højere profit per fragt. Den fleksible forretningsmodel uden nævneværdige anlægsaktiver har dermed også i denne svære tid bevist sit værd. Danske DSV og amerikanske Expeditors leverede således 20 procents vækst i indtjeningen per aktie trods et organisk fald i volumener.

I de danske afdelinger blev vi medejere af skadesforsikringsselskabet Alm. Brand og internetdistributøren Boozt, mens ejerandelene i IT-konsulenthuset Netcompany blev frasolgt, da prissætningen efter knap 100 procents afkast i året var blevet højere, og afkastpotentialet i vores optik dermed var lavere. Høreapparatsproducenten Demant blev ligeledes frasolgt i årets anden halvdel.

De højeste kursudviklinger i de danske afdelinger kom fra IT-konsulenthuset Netcompany (96 procent), speditøren DSV (33 procent) og skadesforsikringsselskabet Alm Brand (22 procent), mens skadesforsikringsselskabet Topdanmark (-17 procent), ejendomsselskabet Jeudan (-2 procent) og bryggeriet Carlsberg (1 procent) havde de laveste kursudviklinger.

## At holde det lange fokus

Vi taler ofte – og ofte langt – om langsigtede investeringer. Vi vurderer således selskabers langsigtede indtjeningsudvikling og værdiskabelsespotentialer, hvilket er kernen i investeringstilgangen selv når bølgerne på aktiemarkedet går højt, og aktiekurser enten stiger eller falder med høj fart. Det er kernen i investeringsdisciplinen at holde fokus på og vurdere, hvorvidt kortsigtet aktieudvikling er udtryk for bekymringer, der kan forventes at have indflydelse på selskabernes langsigtede indtjeningsudvikling samt deres forventede indtjeningsprofil om 5 til 10 år.

Vi er ikke blinde for, at indtjeningsudviklingen for de globale afdelinger i 2020 som helhed ikke har holdt den takt, som vi havde forventet, og som vi fortsat forventer vil være takten for de kommende år. Tilbagegangen i indtjeningen var faktisk højere end i 2009, hvor indtjeningen allerede i 2010 var tilbage på et højere niveau end i 2008. Om end det måske ikke går lige så hurtigt for alle selskaberne denne gang, ser vi tydelige indikationer på, at udviklingen går hastigt i den rette retning. For selskaberne i de globale afdelinger ses ikke tegn på en forringelse af den længerevarende indtjeningsudvikling eller udbyttekapacitet trods mørke skyer og storm gennem året. Vi ser endda, at porteføljen og selskaberne står stærkere positioneret til en mere normaliseret verden efter årets omlægningsaktivitet. Da de første nyheder om en virkende vaccine kom den 9. november oplevede den globale portefølje således også særdeles stærk afkastudvikling – såvel absolut som i forhold til verdensmarkedet.

Omkring 40 procent af den globale portefølje er investeret i forbrugsselskaber, som det i øvrigt længe har været tilfældet, og dette har næsten selvsagt ikke bidraget positivt til afkastet i forhold til verdensmarkedet i 2020.

For en række af selskaberne, eksempelvis kreditvurderingsbureauerne S&P Global og Moody's, har der været pæn og attraktiv indtjeningsvækst i året på mere end 20 procent, mens andre forretninger har været under et andet og større nedadgående pres, som tidligere omtalt.

For de danske afdelinger bød 2020 faktisk i gennemsnit på encifret vækst i indtjeningen per aktie. Dette er resultatet af stærke forretningsmodeller, sunde balancer og generelt forretninger, hvor påvirkningen af samfundsrestriktioner som følge af pandemien har været mere begrænset.

For langtidstestede og holdbare forretninger med betydelig fri pengestrømsgeneration af stabilt voksende karakter, er et års frie pengestrømme ofte ikke en særlig betydelig del, men typisk en encifret procentdel, af selskabets fundamentale værdi. Dette sætter lidt perspektiv på, når der ses betydelige daglige eller månedlige kursudviklinger. Det er selskabernes langsigtede fundamentale værdi, der er i fokus, og interessen er selvsagt større, jo større en forskel der er mellem denne fundamentale værdi og aktiemarkedets prissætning af selskabet, såfremt det lever op til de klare og strenge kvalitetskrav, vi har for vores investeringer.

Som langsigtede investorer vil der komme perioder af og til, hvor vinden ikke blæser i ens retning, og der er det vigtigt at have disciplin til at bevare sit fokus og holde sig til sin filosofi – også selvom tingene ikke går i den retning, man gerne vil have det og som ens analyse ellers indikerer det. Jo kortere horisonter – og her kan op til flere år endda vise sig at være for kortvarige – der ses på, jo større en grad af tilfældighed spiller ind i kursudviklingen. Over tid bør kursudviklingen i selskaber afspejle selskabets fundamentale værdiskabelse (eller -destruktion), og derfor skal man som langsigtet investor have en vis tålmodighed og ro i maven.

Man kan som langsigtet investor ikke vurdere den langsigtede udvikling alene på baggrund af enkelte observationer af de kortsigtede udviklinger. Lineære fremskrivninger af kortsigtede udviklinger

kan føre til særdeles ekstreme observationer. Dette ville kunne sammenlignes med at vejrudsigten i morgen altid skulle være den samme som i dag, og selvom det regner i dag, og måske har regnet de sidste dage, så er der alt andet lige en god sandsynlighed for, at solen kommer til at skinne igen.

Siden 1940'erne er den legendariske, daværende britiske premierminister Winston Churchill blevet citeret for, at man ikke skal spilde en god krise. Det har ledelserne i vores selskaber ej heller gjort.

Selskaberne på tværs af porteføljerne i BLS Invest har vundet markedsandele gennem 2020 ved at udvise stor omstillingsparathed, værdien af fleksible omkostningsbaser, høje indtjeningsmarginale og fokus på langsigtet succes. Der har været fokus på at identificere områder med effektiviserings- og besparelspotentiale, hvormed selskaberne vil komme ud på den anden side af pandemien med mindre, men også mere fleksible og agile omkostningsbaser, hvormed vi forventer, at en større andel af fremtidig omsætning vil falde til bundlinjen og blive til frie pengestrømme.

Det er dog særligt et udtryk for stærke virksomhedskulturer, når vores ledelser har gjort, hvad de kunne for at styrke selskabernes konkurrencemæssige positioner til en normaliseret verden. Dette er en af de mange grunde til, at vi har en vurdering af ledelsen som et helt grundlæggende led i vurderingen af, hvorvidt et selskab har, hvad der skal til for at blive et BLS-selskab eller ej.

Evnen til at agere hurtigt og fleksibelt med omstillingsparathed styrkes af, at vores selskaber har begrænsede aktiver på balancen. Det er sværere at foretage ændringer, hvis man har betydelige produktionsapparater, huslejepligtigheder eller lignende, hvormed historiske beslutninger kan virke som en klods om benet.

### **Tag en Cola og smil**

Et godt eksempel er tilkøbte Coca-Cola, der er verdens ledende læskedrikproducent. Trods en global markedsandel omkring 50 procent, hvormed Coca-Cola er betydeligt større end den nærmeste konkurrent, PepsiCo, har ledelsen under administrerende direktør James Quincey bevist evnen og viljen til at agere beslutsomt. Det er således blevet annonceret, at Coca-Cola vil optimere sin amerikanske omkostningsbase, ligesom at antallet af produkter bliver skåret fra 500 til omkring 200 produkter. Dette for at holde fokus på samt investere bag tiltag med det mest attraktive, langsigtede værdiskabelsespotentiale.

Størstedelen – faktisk 80 ud af 100 liter – af Coca-Colas salg verden over produceres ikke på selskabets egne faciliteter, men derimod hos distributionspartnere, altså franchisetagere, der betaler en andel af omsætningen tilbage til hovedkvarteret i Georgia, Atlanta, for rettigheden til at kunne producere og sælge produkter fra Coca-Colas imponerende produktportefølje. Resultatet af dette er, at driftsindtjeningen i Coca-Cola udgør omkring 27 dollars for hver 100 dollars i omsætning, og afkastet på den investerede kapital er 50 procent foruden goodwill.

Coca-Cola har en markedsledende tilstedeværelse blandt restauranter, barer og lignende – altså steder, hvor omsætningen har været mere negativt påvirket af samfundsrestriktioner, end det har været tilfældet for den del af omsætningen, der går gennem supermarkeder. Grundet nedlukningerne har der været øget fokus på supermarkeder og andre distributionskanaler, hvor salg har været muligt. Dette har ført til vundne markedsandele, og Coca-Cola vil derfor være styrket, når indbyggere verden over igen får mulighed for at besøge barer, restauranter og lignende.

Coca-Cola har efter en årrække i stilstand genfundet sit værdiskabelsesfokus under den nuværende ledelse, hvor James Quincey blev administrerende direktør i sommeren 2017 og John Murphy blev finansdirektør i 2019. De har øget fokus på værdien af omsætningen mere end antallet af solgte

enheder, og større dele af produktionen er blevet lagt hos franchisetagere. Vi forventer, at dette vil fortsætte, samt at Coca-Cola i en mere normaliseret verden vil levere omsætningsvækst i den øverste halvdel af ledelsens udmeldte målsætning om 4 til 6 procents årlig vækst. Kombineret med effektiviseringstiltag og fortsatte skalafordele bør dette resultere i tæt på 10 procents årlig indtjeningsvækst. Dertil kommer, at vi forventer genoptagede aktietilbagekøb, når gældsætningen er kommet inden for ledelsens målsætning på 2 til 2,5 års driftsindtjening før af- og nedskrivninger. Med disse tilbagekøb vil indtjeningen per aktie således kunne vokse med to-cifrede årlige vækstrater.

Dertil kommer, at Coca-Cola har et udbytte svarende til 3,2 procent af markedsværdien, hvad vi omtaler som en udbytterente. Med denne udbytterente er Coca-Cola en del af det såkaldte Dogs of Dow, der er de ti selskaber i det kendte Dow Jones Industrial Average indeks med højeste udbytterente. Dette udbytte er øget hvert af de seneste 57 år, og Coca-Cola er dermed en del af S&Ps Dividend Aristocrats indekset, hvor det kræver 25 år i træk med udbyttestigninger at være med. Faktisk er fire af vores nordamerikanske selskaber med i dette indeks. Coca-Cola er dog som den eneste af dem en såkaldt Dividend King, hvilket kræver 50 år i træk stigende udbytter. Selvom aktiemarkedet i 2020 ikke har belønnet selskaber med høje og voksende udbytter, vurderer vi det som en stærk kvalitet i en selvfinansierende, voksende forretning.

### **Lav risiko i forsikringselskaber af høj kvalitet**

For ikke at sidde med Sorteper i andre henseender tegnes der ofte forsikringer, der kan give økonomisk beskyttelse, såfremt en række definerede uheld sker. Alle afdelinger i BLS Invest har ejerskaber i flere nordiske skadesforsikringselskaber, hvoraf Tryg, Topdanmark og Alm Brand indgår i den danske portefølje, og Tryg samt finske Sampo, der har Nordens største skadesforsikringselskab, If, er dele af de globale afdelinger.

De skandinaviske forsikringsmarkeder var hver for sig pænt konsoliderede allerede i 2020, hvor de fem største spillere i henholdsvis Norge, Sverige og Finland sad på mere end 80 procent af markedet. Markederne står nu til at blive yderligere konsoliderede, efter at Tryg sammen med canadiske Intact overtager engelske RSA's forsikringsforretning. Tryg overtager i aftalen RSA's svenske og norske forretning, og konsoliderer dermed sin plads blandt de tre største i Norge, og bliver Sveriges næststørste skadesforsikringselskab med overtagelsen.

Det er yderst stabilt voksende markeder, hvor priskonkurrencen er rationel og uden hovedløs jagt på markedsansede. Mens markedet vokser med omkring tre procent om året, er det vores forventning, at de største aktører vil vinde markedsansede, grundet stærkere finansiel styrke til at investere bag forretningsudvikling, herunder investeringer i IT og software og bedre udnyttelse af data til såvel risikoselektion som nøjsom prissætning.

Rentabiliteten og forrentningen af egenkapitalen for de største aktører er dermed forudsigelig høj og attraktiv. Skadesforsikringsdelen af vores fire spillere har forholdsvis konsistent forrentet egenkapitalerne med mere end 20 procent. Det betyder samtidig, at vi ser en meget lav risiko i disse selskaber, hvor forsikringsdisciplinen over længere tid er bevist i form af stabile risikomarginer og generelt forsigtighed i indregningen af erstatningskrav med betydelige tre til fire procentpoints afløbsgevinster.

Skandinavisk skadesforsikring har haft et godt driftsmæssigt år i 2020, hvor skadesforløb generelt har været faldende grundet særligt mindre trafik og dermed færre bilskader, og ligeledes har der været betydelige fald i mængden af indbrud. Kursudviklingen på selskaberne har dog ikke fulgt denne fremgang i det forsikringstekniske resultat, og vi har derfor i stigende grad adderet til vores

ejskaber i selskaberne i de danske afdelinger, og gennem året tilkøbt to skadesforsikringselskaber til de globale afdelinger, senest med tilføjelsen af Sampo i efteråret. Kort efter vores tilkøb af Sampo annoncerede aktivistinvestoren Elliott sin ankomst, og offentliggjorde et brev, hvor argumenterne for, hvorfor Sampo er undervurderet, faldt helt i tråd med vores analyse.

Trods den pæne resultatudvikling i året, og de lavere skadesforløb, har aktørerne i de nordiske markeder ikke tilbagebetalt præmier til kunderne på baggrund af dette. Dette har ellers været tilfældet i andre markeder – eksempelvis det britiske. Det taler for os til den rationelle tilgang til at fastholde en stor og voksende profitpulje. Vores dialog med ledelserne på tværs af alle ledende aktører bekræfter i høj grad vores vurdering.

På tværs af selskaberne oplever vi betydelige investeringer i IT og dataanalyse, hvor vores forsikringselskaber kan udnytte disse muligheder til bedre at prisfastsætte risikoen i den enkelte police. Det kan samtidig være med til bedre at identificere svigagtige erstatningskrav eller lignende, og dermed ligeledes styrke indtjeningssevnen. Dette kræver investeringer, men over tid forventer vi, at digitalisering kan være med til at sænke såvel driftsomkostninger som erstatningshensættelser i procent af præmieindtægterne. Dette til trods for, at skandinavisk skadesforsikring allerede på nuværende tidspunkt har verdensledende rentabilitet. Driftsomkostningerne i vores skadesforsikringselskaber er således omkring 15 procent af præmieindtægter, hvilket kan sammenholdes med omtrent 25 procent for større europæiske forsikringselskaber. Dette giver såkaldte Combined Ratios på omkring 85 procent – igen 10 procentpoint bedre end de større europæiske konkurrenter, samt GEICO, der er succesfuldt ejet af Warren Buffetts Berkshire Hathaway. Forskellen i omkostningsprocenter kombineret med fastholdelsesgrader på mere end 90 procent, betyder, at risikoen for nye konkurrenter efter vores vurdering er lav.

Vores forsikringselskaber vil være positivt stillede når renterne engang stiger, da det lave renteniveau både øger hensættelseskravene til fremtidige udbetalinger, ligesom det forventede investeringsafkast er presset ned af lave renter. Højere renter vil således både være positivt i opgørelsen af, hvad en fremtidig udbetaling kræver af hensættelser i dag, og investeringsafkastet vil forventeligt øges, hvor langt størstedelen af investeringerne er placeret i rentefølsomme aktiver. Dette betyder dog også, at rentefaldene over de sidste ti år har haft en negativ påvirkning på selskabernes rapporterede indtjeningssevne. Faktisk har rentefaldene over de sidste 10 år haft omkring 5 procentpoints negativ påvirkning på selskabernes Combined Ratios. Trods dette har de alle været i stand til at øge andelen af præmieindtægter, der bliver forsikringsteknisk resultat, og rentabiliteten har dermed været forbedret. Dette havde ikke været muligt uden en kombination af prisdisciplin i markedet samt god selektion og prisning af risiko i selskaberne.

## **Kasinoer og hoteller**

Vi er i de globale afdelinger fortsat medejere af de to Macau-kasinoer Sands China og Galaxy Entertainment. Det har været et udfordrende år for kasinoerne, hvor takterne gående ind i 2020 ellers indikerede stærke udsigter på baggrund af de fremadrettede hotelreservationer. Med udbruddet af coronavirus og efterfølgende restriktioner for rejsende, både hvad angår visumansøgninger og karantænekrav, udspillede 2020 sig, selvfølgelig, anderledes.

Kasinoerne blev således ramt på værst tænkelige vis, da det ikke kun var international rejsetrafik, der blev begrænset, men ligeledes var kinesernes mulighed for at rejse internt i Kina begrænset. Der blev lukket for elektroniske visumansøgninger, hvormed ansøgningsprocessen blev forlænget og besværliggjort, og at skulle i karantæne op til 14 dage for et gennemsnitlig besøg på 2 dage

komplerede det yderligere. Vi endte derfor i den helt ekstraordinære situation, at to af vores selskaber havde underskudsgivende drift gennem halvdelen af året.

Vores kasinoer har dog særdeles stærke balancer, hvor Galaxy Entertainment eksempelvis har netto kontanter på 40 milliarder Hong Kong dollars, svarende til en femtedel af selskabets markedsværdi. Selv uden omsætning har Galaxy således kapacitet til at finansiere driften i 5 år, ligesom Sands China kan holde sig kørende i 2 år uden omsætning.

Der er klare indikationer på kinesernes fortsatte lyst til at spille på kasinoerne, men en tilbagevenden til normale tider for Macau afhænger i høj grad af genåbningen af elektroniske visumansøgninger samt en lempelse af karantæne reglerne. Der har været bedringer i Macau gennem anden halvdel af 2020, og i de første måneder af nedlukningen var der fortsat stor opbygget efterspørgsel, hvor de fremadrettede hotelreservationer tydeligt indikerede kinesernes fortsatte efterspørgsel.

Opbygget efterspørgsel ser vi ligeledes i forbindelse med hotelnetværket IHG, hvor rejserestriktioner har lagt en dæmper på efterspørgslen gennem det meste af 2020. Der har dog været tydelige beviser på forbrugeres fortsatte rejselyst. Eksempler på dette har været under amerikanernes fejring af selvstændighed i weekenden omkring den fjerde juli. Andelen af udlejede værelser på IHG's kinesiske hoteller var i december tilbage på niveau med året før.

Turisme er dog langt fra al trafikken på hotellerne i IHG's netværk. Faktisk er fordelingen mellem forretningsrelaterede rejser og turisme omkring lige. På de amerikanske hoteller i netværket var belægningen gennem sommeren i 2020 faktisk omkring 40 procent. Dette er selvfølgelig lavere end året før, hvor belægningen lå omkring 65 procent, ligesom den gennemsnitlige pris per værelse er lavere, men viser, at der fortsat har været brug for, og efterspørgsel efter, hotelværelser. Vi forventer, at der vil være en opbygget rejseefterspørgsel, når verden bliver mere normaliseret, og rejseaktivitet igen kan foretages med en fornemmelse for sikkerhed og uden strikse krav til karantæne og isolation.

Det er også vigtigt at holde for øje, at ikke al forretningsmæssig aktivitet kan foretages online gennem video eller konferencekald, trods gode teknologiske tilbud. Hvis et produktionsanlæg er brudt ned, eller en ny fabrik skal sikkerhedsgodkendes, kan teknikere eksempelvis ikke nødvendigvis klare dette uden at besøge fabrikken – præcis som det var tilfældet inden pandemien.

IHG's forretningsmodel med høje indtjeningsniveauer i forhold til salget på omkring 53 procent, kombineret med ledelsens evne til at finde betydelige besparelser på 150 millioner amerikanske dollars, betød, at omsætningen ville kunne falde med op mod 70 procent, førend driften ville blive tabsgivende. Helt så slemt blev det ikke med et fald på 55 procent, og IHG kom gennem året med positive frie pengestrømme.

Det er vores klare forventning, at der vil være en bevægelse tilbage mod normalen, når pandemien er overstået. IHG står stærkere positioneret til at fortsætte den betydelige værdiskabelse med højere marginer, positiv vækst i pipelinen af fremtidige værelsesåbninger og så godt som intet frafald fra systemet. Vores langsigtede overbevisning om forretningsmodellens styrke og værdiskabelsespotentiale er fortsat stor.

### **Forbrugerne vil stadig forbruge**

Hvis udviklingen i Kina er en indikator for en normaliseret verden, så vi gennem året, hvordan forbrugerne glædeligt rejste rundt internt i provinserne, hvor karantæne regler ikke påvirkede beslutningsprocessen, på samme vis som ved eksempelvis internationale rejser. Da kinesiske butikker i storbyer genåbnede i starten af april, var der da også betydelig vækst i luksusbutikkerne hos de

franske luksusmestodoner LVMH og Kering, hvor salget per butik voksede med mere end 50 procent fra året før gennem april. I årets fjerde kvartal voksede LVMH's største division for læder og modevarer da også hele 18 procent i forhold til året før, hvor Kina var den primære drivkraft med en markant højere omsætningsvækst.

Disse takter blev selvfølgelig ikke ved, men der har været pæn vækst for luksusproducenterne i Kina gennem 2020 – og samme mønster har vi observeret i andre forbrugskategorier, som sportsproducenten adidas eller nu frasolgte kosmetikproducent Estée Lauder. Det er med til at understøtte vores holdning om, at når forbrugere verden over igen føler sig sikre, så er forbrugerlysten der fortsat – og det står vores selskaber stærkt stillet til at kapitalisere på.

Tyske adidas har en markedsledende position på det kinesiske marked, hvilket er positivt for den forventede omsætningsvækst samt udviklingen i indtjeningsevnen for selskabet. Derfor nød adidas da også godt af, at den kinesiske forbruger kom igen efter genåbningen af Kina – og andre steder for den sags skyld. Online-salget er i den grad eksploderet for adidas i Kina og i resten af verden, hvor der var tæt på trecifret omsætningsvækst i andet kvartal, der var dybt påvirket af tvangslukkede butikker og mange samfund med betydelige restriktioner for indbyggerne.

Nedlukkede butikker resulterede i et negativt driftsresultat i andet kvartal på godt 300 millioner euros. Med den hastige onlinevækst og gradvist åbne butikker, formåede adidas at øge driftsoverskuddet til 700 millioner euros i tredje kvartal, og for hele året blev driftsoverskuddet 1 milliard euros. Inden pandemien var det forventet, at adidas ville have et driftsoverskud omkring 2,9 milliarder euros.

Hvad der lige så er essentielt for fastholdelsen af brand-værdi og værdiskabelse i adidas, kom der allerede styr på lagersituationen i løbet af året, trods midlertidigt forhøjede lagre grundet de mange nedlukninger. På et tidspunkt var op mod 90 procent af butikkerne i adidas' netværk lukkede. Ved at have styr på lagerne er der en mindsket risiko for unødvendige udsalg eller tilbudsperioder, og dermed kan adidas have fokus på optimering af den langsigtede forretning og værdiskabelse.

Det er vores forventning, at adidas i 2021 vil opnå frie pengestrømme på niveau med 2019, svarende til i underkanten af 4 procent af markedsværdien. Adidas bør i den nystartede strategiperiode kunne vokse omsætningen med en høj encifret vækstrate, hvortil kontinuerlige forbedringer i driftsindtjeningen i procent af salget i kombination med vores forventning om aktietilbagekøb, vil resultere i årlige vækstrater i omegnen af 13 til 15 procent i indtjeningen og de frie pengestrømme per aktie. Afkast på den investerede kapital var i 2019 højere end 30 procent, og vi forventer, at dette gradvist vil styrkes i takt med indtjeningsevnen.

Ledelsen i adidas under administrerende direktør Kasper Rørsted udviste stærk handlekraft, agilitet og fleksibilitet i at få tilrettelagt forretningen således, at der kunne behandles og leveres stærkt gennem den online salgskanal. Når en voksende andel af salget sker gennem adidas' fuldt kontrollerede kanaler, som direkte online salg eller gennem selskabets egne butikker, opnås en stærk kontrol over promovringstiltag, og fokus kan holdes på at sælge den størst mulige mængde til fuld pris. Dette har været med til at skabe et betydeligt løft i bruttoindtjening, hvor adidas' bruttoindtjening er steget til 52 euros per 100 euros i omsætning fra omkring 48 euros for fem år siden.

Ved online salg opnår adidas desuden en anden indsigt i forbrugeradfærd, og har med sin kundeklub en platform, hvor der kan adresseres særtilbud til de vigtigste og bedst forbrugende medlemmer. Denne kundeklub voksede med mere end 70 millioner medlemmer gennem 2020, og tæller nu mere end 150 millioner medlemmer i alt. Ledelsen estimerer, at livstidsværdien af en digital kunde er omkring 2-2,5 gange værdien af den generelt besøgende i butikkerne.

Som en stor del af vores selskaber bør adidas således nyde godt af teknologi, også selvom det ikke er et teknologiselskab. Med det skifte vi generelt ser fra fysisk detailhandel til online handel, er det vigtigt i forhold til hvert enkelt selskab og industri at tage stilling til, hvor i værdikæden at profitpuljen er størst. Er det for dem, der producerer varerne, dem der ejer brandet, eller dem der distribuerer produkterne?

I mange tilfælde kan det i sidste ende blive dyrt, hvis man sidder på dyre adresser med omfattende huslejepligtelser, når forbrugertrafikken i stedet for fysiske butiksbesøg bevæger sig online. For stærke brands er profitpuljen fortsat betydelig, da forbrugerne her oftere har mere fokus på *hvad* de vil købe, end *hvor* de vil købe det. For udifferentierede varer, hvor mærkaterne på produktet eller indpakningen ikke er afgørende, er distributionsstyrken vigtig, hvad enten det er at have den rette hyldeplads i supermarkedet eller den rette lokation på online handelsplatforme.

Boozt blev en del af de danske afdelinger, da selskabet blev børsnoteret i Danmark efter allerede at være noteret i Sverige. Gennem flere års fokuserede investeringer i opbygningen af platformen, samt investering i lagerplads til fremtidig vækst, har Boozt i 2020 vist, at der nu er nået en kritisk masse og indtjeningsevne. Driftsindtjeningen nåede i året således et niveau på 6 procent af omsætningen, hvilket vi forventer vil fortsætte opad i takt med øget omsætning.

Selskabet fungerer som en platform for eksterne producenter, og er dermed en nordisk Zalando. Boozt har derfor en stor fleksibilitet i at kunne tilbyde kunderne de efterspurgte produktgrupper. I det forgangne år har dette resulteret i, at salget af eksempelvis kjoler eller anden påklædning tiltænkt festlige lejligheder faldt med omkring 30 procent fra året før. Omvendt har det været positivt for Boozt, at de har kunne tilbyde mere dagligdags nødvendige produkter til hjemmet, hvor selskabet har nydt pæn vækst.

Boozt beskriver sig selv som værende et teknologiselskab, der sælger mode og livsstilsprodukter i Norden. Medstifter og administrerende direktør Hermann Haraldsson har stiftet Boozt med en målsætning om at skulle være for online, hvad Magasin du Nord på Kongens Nytorv har været for den fysiske detailhandel. Et samlested for en lang række produktgrupper, men hvor det emmer af brand og kvalitet, så kunden ved, hvad platformen står inde for. Vi sætter pris på selskabets klare fokus på onlinehandel, og ledelsens meget klare fravalg af fysisk distribution i strategien.

Nedlukninger af fysisk handel var gavnende for Boozt, da meget handel i sin natur flyttede online. Tilbage i februar ventede ledelsen således en organisk vækst mellem 15 og 20 procent, og en "bedring" i indtjeningsmarginalen. Fire gange gennem året måtte ledelsen justere disse forventninger, der endte på en organisk vækst på mere end 25 procent, og en driftsmarginal omkring 6 procent, hvilket var en fordobling fra 2019.

Det er vel næsten selvsigende, at det er svært at forvente stabile vækstrater i dette niveau, men vi forventer ikke, at Boozt forretningsniveau falder tilbage. I Boozt mener vi at have identificeret et sted, hvor der er en betydelig og voksende profitpulje i distributionsledet. For flere af vores globale selskaber, hvor værdien ligger i betydelige brand-værdier i produktet, finder vi, at profitpuljen er i brand-ejernes favør.

### **Er gambling og investering nu det samme?**

Nedlukningen af sportsaktiviteter har efter alt at dømme efterladt et behov for dele af befolkningen, der tidligere blev stillet ved at spille på sportsresultater, eller andre former for sportsrelateret gambling. Som konsekvens af dette har online handelsplatforme oplevet rekordhøje tilmeldinger og betydelig handelsaktivitet. Tidligere beskrevne eksempel på Tesla er vel nok et af symptomerne for det



samme, om end den generelle kortsigtede ejertid på Tesla-aktier er en observation, vi allerede i tidligere breve har kommenteret på.

Flere af disse handelsplatforme markedsfører sig som gratis og uden omkostninger. Eksempelvis amerikanske Robinhood, hvor de kontohavende kan handle "uden omkostninger". Det har været lidt et skår i glasset for Robinhood, at de har fået en bøde på 65 millioner amerikanske dollars for ikke at informere kontohavende om, at de i eksekveringen af ordre ikke har gjort det med målet om at optimere eksekveringskursen for sine kunder, men derimod handlet ordrene på den vis, hvor Robinhood har kunne modtage de højeste betalinger for at lægge ordren.

Når investeringsaktivitet bliver en erstatning for at spille på sport, kasino eller lignende, får det i stedet for investering et element af spekulation, altså allokering af kapital uden hensyntagen til fundamentale værdier eller prissætning. I stedet bliver det forsøg på at gætte kortsigtede kursudviklinger, der som tidligere beskrevet er behæftet med en langt højere grad af tilfældigheder, end hvis der ses på mangeårige horisonter.

Antallet af nyåbnede handelskonti på platforme er for os at se ikke det eneste signal på spekulativ opførsel i aktiemarkedet, såvel som andre værdipapir eller investeringsmarkeder. Bitcoin, og andre kryptovalutaer, havde kronede dage i 2020, hvor Bitcoin steg med mere end 300 procent. Det er altid meget anvendt at forsøge at perspektivere eventuelle "bobler" tilbage til tidligere begivenheder, og tulipanløgs-boblen i 1600-tallet bliver ofte citeret for at være den første boble i historien. For os at se kunne købere af tulipanløg i det mindste nyde synet af en flot blomst, indtil den visnede. Ligesom sirenerne flotte sang lokkede mange sømænd på afveje i græsk mytologi, så gør vi som Odysseus, og binder os fast til masten for at sikre, at vi holder vores kurs.

Der er for os at se ikke noget underliggende aktiv at evaluere eller vurdere i kryptovalutaer, og det bliver dermed nærmere et håb om, at efter et foretaget køb, vil der være en ny køber, der har lyst til at betale mere, end man selv gjorde i første omgang. I BLS investerer vi ikke i håb. I stedet bliver vores og vores medinvestorers kapital allokert til de investeringsmuligheder, hvor vi på baggrund af en grundig analyse af selskabers fundamentale værdi baseret på fremtidige frie pengestrømme finder, at det risiko-justerede afkastpotentiale er mest attraktivt på den lange bane.

### **Har amerikanske statsobligationer den samme risiko som græske?**

De fortsat uhyre lave renter, hvor omkring en fjerdedel af udestående gæld har negative effektive renter, lader i vores optik til at skabe en skævvridning af risikoopfattelsen grundet en jagt på afkast. Omkring en fjerdedel af udestående obligationer har negative effektive renter, og 8 ud af 10 virksomhedsobligationer af "investment grade" har renter under 1 procent.

I 2020 er der ligeledes set stigende mængder kapital allokert til såkaldte "SPAC's". Dette står for Special Purpose Acquisition Company, hvilket praktisk talt er en børsnoteret skal uden nuværende forretningsaktivitet. Det går i alt sin enkelthed ud på, at der allokeres et antal millioner eller milliarder kroner til en forvalter af denne SPAC, der derefter har i omegnen af to år til at identificere og opkøbe en eller flere virksomheder, der dermed bliver den fortsættende forretning – typisk ikke-børsnoterede selskaber, der dermed bliver børsnoteret gennem denne SPAC uden at skulle gennemgå en børsnoteringsproces. Typisk er det efter vores opfattelse ikke defineret inden for hvilket område den opkøbte virksomhed skal være, eller med hvilke kvalitetskaraktistika.

For os at se er incitamenter i denne struktur ekstremt skævvredet. Jo længere der går i denne periode uden et opkøb, desto mere vil forvalteren være incentiveret til bare at "gøre et eller andet" – ellers ryger kapitalen tilbage til investorerne. Hvis den ene af to handlende parter er tvunget til at

gøre noget, mens den anden ikke er, er det næppe den tvungne part, der afstedkommer som vinder af transaktionen. SPAC's virker på os som tidens forsøg på uproduktiv finansiel alkymi.

Trods disse, for os, yderst spekulative elementer i SPAC's, har vi kunne observere stærkt stigende kapital allokering i den retning. For os lyder det mest af alt som et instrument til at børsnotere ideer, og ikke solide selskaber.

### **Inflation har måske været fraværende, men er ikke glemt**

Vi har i mange år talt om, at vi ser en vis risiko eller sandsynlighed for stigende inflationsrater. Det gør vi fortsat, også selvom der er en vis risiko for, at det kan minde om Peter og ulven. Det er ikke et forsøg på at fastslå nogen form for timing eller tidspunktet for dette. Vi ser dog flere indikationer, der kan være med til at skabe en højere inflationsrate.

Opsparinger er høje som følge af offentlige støtteordninger, hvor ikke alle udbetalinger er blevet brugt. Dette skaber en latent forbrugsefterspørgsel. Vi ser samtidig, at der er flaskehalse i de globale forsyningskæder, hvormed transportomkostninger for såvel vores selskaber som andre selskaber har været stigende grundet en mere begrænset transportkapacitet, blandt andet som følge af store fly-parker, der ligger hen som følge af internationale rejserestriktioner. Sidst har mange råvarepriser oplevet markante stigninger. Dette betyder, at der kan ske en kombination af såvel øgede omkostninger til produktion, øgede omkostninger til distribution og sidst en potentielt øget efterspørgsel. Igen, så er dette et forsøg på at gætte, om det er nu, der vil opleves stigende inflation.

Øgede råvarepriser kan yderligere være positivt for den disponible indkomst i udviklingslande, hvor råvareudvinding oftere udgør en betydelig del af den nationale økonomi og beskæftigelse. For vores bryggeri, Anheuser-Busch Inbev, er dette positivt, da 70 ud af 100 øl sælges netop i udviklingslande, og omkring hver tredje indtjeningsdollar er fra selskabets brasilianske datterselskab.

Vi ser vores selskaber stå stærkt i et inflationært miljø. Det er et fast punkt i vores investeringsanalyse at identificere selskabers evne til over tid at videreføre stigninger i inputomkostninger til sine salgspriser, og dermed bør virksomhedernes salgspriser løbende følge inflationen. Dette resulterer i indtjeningsmarginer, der er uafhængige af det inflationære miljø, og pengestrømmene er således i sidste ende inflationssikrede. Skulle der komme højere inflationsniveauer, vil vores selskaber således kunne skinne igennem, men selskaber med udifferentierede produkter og uden denne "pricing-power" vil opleve pres på indtjeningsevnen og evnen til at skabe voksende frie pengestrømme.

### **2020 var et anderledes år – men fremtiden er fortsat lys**

2020 var et anderledes år, hvor vi på samme tid oplevede en pandemi, stærke internationale rejserestriktioner og samfundsnedlukninger. Kursudsvingene i marts måned var flere og større, end det har været tilfældet på noget tidspunkt siden opstarten af BLS – og end vi kan huske fra vores investeringslivstid. Vores, og andre selskaber stod pludselig over for nogle betydelige kortsigtede udfordringer om, hvordan der skulle ageres for at stille selskaberne bedst muligt. Vi har på tværs af vores selskaber set en evne og vilje til at agere, og ikke spille en krise. Vi har set effektiviseringstiltag og besparellesprogrammer, uden at vi ser indikationer på, at der er gået på kompromis med at foretage de rette investeringer i langsigtede værdiskabende tiltag.

Indtjeningsevnen og værdiskabespotentialer i vores porteføljer vurderes som intakt. Mens selskaberne i vores danske afdelinger er kommet igennem året med en pæn indtjeningsvækst, har vores globale selskaber i gennemsnit mærket et betydeligt, midlertidigt fald i indtjeningen. Hastigheden hvormed de vil komme tilbage på samme rapporterede indtjeningsniveau, afhænger selvsagt fortsat

af, hvor hurtigt samfundene kommer tilbage til mere normaliserede tilstande. Vi ser dem dog alle stærkt positioneret til dette, og vi ser porteføljen som helhed velplaceret til at kapitalisere på normaliseringen.

På vegne af BLS Capital



Anders Lund  
Partner og porteføljeformaler



Peter Bundgaard  
Partner og porteføljeformaler

**Ansvarsfraskrivelse**

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

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