

## Årsbrev 2022

Klampenborg, februar 2023

Kære Medinvestor

Efter mange år med lave og faldende renteniveauer blev 2022 et paradigmeskifte i takt med at centralbankerne verden over begyndte at hæve renterne i bestræbelsen på at bekæmpe en historisk høj inflation. Det skete i kølvandet på krig og geopolitisk usikkerhed, skyhøje energipriser (specielt i Europa), historisk lav forbrugertillid og COVID-19 pandemien, der endnu ikke havde sluppet sit tag i det kinesiske samfund. Frygten for en alvorlig recession voksede derfor hos både forbrugere og investorer. Samlet set var det en cocktail, der medførte usædvanligt store udsving på finansmarkederne og faldende priser på de fleste aktivklasser.

Igennem de sidste 15 år har vi omhyggeligt opbygget vores porteføljer, så de er modstandsdygtige overfor såvel inflation som et stigende renteniveau. Som vi uddybede i vores [halvårsbrev for 2022](#), så er vores selskaber godt rustet til fortsat at kunne levere stærke resultater - også i det nuværende mere udfordrende økonomiske miljø. Det skyldes, at de er karakteriseret ved at have "Pricing Power", altså evnen til at løfte sine priser uden at det negativt påvirker efterspørgslen, høje indtjeningsmarginer, et højt afkast på den investerede kapital og lav til ingen gæld. I dette årsbrev ser vi på, hvordan vores selskaber har klaret sig i sammenligning med selskaberne i verdensmarkedsindekset, MSCI AC World, siden den globale finanskrisen i 2008 til 2009. Vi bliver bekræftet i, at vores selskabers stabile og imponerende historiske operationelle resultater, både absolut og relativt set, har været stærke og allerstærkest netop i hårde tider med økonomisk modvind.

I BLS Capital investerer vi langsigtet i højkvalitetsselskaber, når disse kan erhverves til attraktive priser. Vores investeringsunivers, som vi udvælger vores aktier fra, tæller omkring 200 selskaber, som lever op til vores investeringsfilosofi og vores investeringskriterier. Dette indebærer, at selskaberne har udsigt til stabil og forudsigelig tocifret indtjeningsvækst flere år frem, hvor op imod hele indtjeningen bliver til frie pengestrømme. Som følge af deres stabile og forudsigelige langsigtede indtjeningsvækst har selskaberne tilsvarende stabile fundamentale værdier. I perioder med store udsving på aktiemarkedet har vi således flere muligheder for at omlægge investeringerne i vores porteføljer, når aktiemarkedet overfortolker betydningen af kortsigtede nyhedsstrømme og sender aktiekurserne på afveje i forhold til de fundamentale værdier af selskabernes langsigtede pengestrømme. Mulighederne for, som langsigtede investorer, at profitere fra aktiemarkedets til tider kortsigtede fokus kalder vi for "tidshorisontarbitrage". Senere i dette årsbrev kommer vi ind på, hvordan vi identificerer muligheder for "tidshorisontarbitrage", og vi giver eksempler på, hvordan det har påvirket sammensætningen af vores porteføljer i 2022 og tidligere år.

I 2022 fastholdt vi vores høje eksponering mod den voksende kinesiske middelklasse og deres tiltagende forbrugsmuligheder. Mod slutningen af året blev mange af Kinas COVID-restriktioner

endelig ophævet, og der blev lagt en plan for genåbning af grænserne for internationale rejser. De af vores selskaber, der har aktiviteter i Kina, har klaret sig godt under de vanskelige driftsforhold som COVID-19 pandemien medførte. Ved hjælp af en fornuftig omkostningsstyring har selskaberne beskyttet deres indtjeningsevne, og de har samtidig formået at opretholde deres langsigtede investeringer i fremtidig vækst. Senere i dette årsbrev konstaterer vi endnu engang, at vores selskaber står stadigt stærkere i Kina, hvilket i kombination med de kinesiske husstandes stigende opsparinger under pandemien, lover godt for den indtjeningsfremgang vores selskaber har i vente, når forholdene i verdens folkerigeste land normaliseres.

Ved indgangen til 2023 har vi fortsat og uforandret stærk tiltro til vores investeringsstrategi. Med porteføljernes afkast på den investerede kapital på henholdsvis 28,1 procent for den danske portefølje og 46,4 procent for den globale portefølje, er vi fortsat trygge ved vores selskabers høje kvalitet og deres fortsatte evne til at øge indtjeningen og de frie pengestrømme med i omegnen af 10 procent om året på langt sigt. Vi tror fuldt og fast på, at vores porteføljeselskaber er gunstigt positioneret til fortsat at skabe attraktive langsigtede driftsresultater, og med frie pengestrømsrenter på henholdsvis 5,5 procent for den danske portefølje og 4,8 procent for den globale portefølje er de på et langsigtet attraktivt niveau for os og vores medinvestorer. Vi ser derfor optimistisk på 2023 og de kommende år.

## Afkast

Vores filosofi har siden opstarten af BLS Capital været, og vil fortsat være, at holde os inden for vores kompetenceområder og nøje udvælge selskaber med attraktive, langtidstestede og holdbare forretningsmodeller, gode vækstperspektiver på mellemlangt til langt sigt samt kompetente ledelser, stærke balancer og betydelige løbende frie pengestrømme. At identificere disse selskaber, købe når prissætningen vurderes tilpas attraktiv og forblive langsigtede medejere, er efter vores opfattelse opskriften på at skabe fundamentet for robust værdiskabelse og kapitaltilvækst.

Skønt historiske afkast ikke er nogen garanti for fremtidige afkast, er udgangen af et kalenderår blevet det tidspunkt, hvor branchen giver et tilbageblik på den historiske udvikling.

Alle afkast for BLS Invest opgøres efter *alle* omkostninger, og inklusive geninvesterede udbytter, ligesom aktiemarkedsindeks også inkluderer geninvesterede udbytter, men ikke indeholder omkostninger.

BLS Invest Afdeling Danske Aktier KL havde i 2022 et negativt afkast på 14,9 procent. Siden opstarten den 26. februar 2008 og til slutningen af 2022 har afkastet været 392,4 procent svarende til et årligt afkast på 11,3 procent. I samme periode har aktieindekset OMX Copenhagen Capped givet et afkast på 282,3 procent svarende til 9,5 procent årligt. En investering på 100.000 kroner ved opstarten i 2008 vil således være forrentet til 492.400 kroner i afdelingen i dag mod 382.300 kroner ved en investering i OMX Copenhagen Capped i samme periode.

BLS Invest Afdeling Danske Aktier Akk. havde i 2022 et negativt afkast på 15,0 procent, og afdelingen har siden opstarten den 5. februar 2020 haft et afkast på 18,8 procent svarende til 6,1 procent årligt.

For BLS Invest Afdeling Globale Aktier KL var afkastet i 2022 negativt med -0,7 procent. Siden opstarten den 30. september 2008 og til udgangen af 2022 har afkastet dermed været 480,0 procent svarende til et årligt afkast på 13,1 procent. I samme periode har det brede verdensindeks, MSCI AC World, givet et afkast på 246,0 procent i danske kroner svarende til 9,1 procent årligt. En

investering på 100.000 kroner ved afdelingens opstart i 2008 vil således være forrentet til 580.000 kroner i afdelingen i dag mod 346.000 kroner ved en investering i det brede verdensindeks.

Afdeling Globale Aktier Akk. havde i 2022 et negativt afkast på -0,7 procent, og afdelingen har siden sin opstart den 30. november 2014 leveret et afkast på 164,6 procent svarende til 12,8 procent om året. I samme periode har det brede verdensindeks MSCI AC World haft et afkast på 92,4 procent eller 8,4 procent om året.

Som langsigtede, absolutte investorer vil vi aldrig være tilfredse med en negativ afkastudvikling. Vi er dog glade for, at vores globale afdelinger i 2022 opnåede en udvikling, hvor beskyttelsen af vores og vores medinvestorers kapital var bedre end den havde været i et markedsindeks. Mens det ikke var gældende for vores danske afdelinger på kort sigt, ser vi uændret positivt på selskabernes langsigtede værdiskabelsesmuligheder.

Vi er glade for, at de langsigtede afkast fortsat lever op til vores målsætning om positive, absolutte, langsigtede afkast, der efter *alle* omkostninger er højere end de mest sammenlignelige markedsindeks og foreninger. Dette endda med hvad vi vurderer til at være en lavere investeringsrisiko grundet vores stålsatte fokus på at identificere forretningsmodeller af høj kvalitet, stabil og forudsigelig pengestrømsvækst og konservative balancer med ingen eller lav gæld.

Vores primære overvejelse i forhold til risiko er en vedvarende udvanding af kapitalen i vores porteføljeselskaber som følge af vedvarende lavere frie pengestrømme. Vi overvåger dagligt denne risiko gennem målinger, analyse og samtaler med vores selskaber, konkurrenter og andre selskaber, der kunne komme til overvejelse for vores porteføljer af nøje udvalgte selskaber. Vi har fuld tillid til, at vi kan håndtere de potentielle risici i vores selskaber.

### **Afkastudviklingen bredt set**

2022 trak dybe spor i markedsværdierne på tværs af aktivklasser, da stigende renter og den højere inflation åd sig ind på pengestrømmenes værdi. Alle aktivklasser som aktier, obligationer, ejendomme og lignende, oplevede således en negativ kursudvikling.

Hvad angår aktier, havde både det amerikanske indeks S&P 500, der inkluderer de 500 største børsnoterede selskaber i USA, og verdensindekset MSCI AC World i de forudgående år været kraftigt påvirket af de allerstørste selskabers imponerende kursudvikling. For de amerikanske aktier, målt ved S&P 500-indekset, var det i 2022 omvendt de største navne, der førte an i nedturen, idet det markedsværdivægtede S&P 500-indeks faldt med 13 procent, hvorimod det "ligevægtede" S&P 500-indeks (hvor der, uagtet selskabets markedsværdi, er en lige stor andel af alle selskaber i indekset) "blot" faldt med 6 procent. Globalt set faldt det markedsvægtede og det ligevægtede indeks nogenlunde lige meget, hvorfor størrelsen på markedsværdi ikke havde den samme forklaringsgrad globalt som i USA.

Energisektoren var den eneste sektor i 2022, der leverede et betydeligt positivt afkast (42 procent målt i danske kroner), mens forsyningsselskaber havde et beskedent positivt afkast på 1 procent. Vi er fortsat ikke eksponeret mod energisektoren, da vi ikke har været i stand til at identificere nogen selskaber, som opfylder vores strenge krav til kvalitet og kontinuerlig værdiskabelse, som vi søger i vores investeringsfilosofi. Alle andre sektorer realiserede negative afkast. De laveste afkast stod Kommunikation (-31 procent), Diskretionære Forbrugsgoder (-27 procent) og IT (-27 procent) for.

Value-faktoren var den, der klarede sig bedst med et encifret negativt afkast, mens de øvrige "klassiske" faktorer – Vækst, Kvalitet og Momentum – gav negative afkast på mellem 15 og 25

procent. Mere spekulative aktiver oplevede kraftig nedgang, som eksemplificeret ved et negativt afkast på 60 procent for såkaldte MEME-aktier (opgjort ved Solactive Roundhill-indekset). MEME-aktier er karakteriseret ved at være selskaber, som oplever stor opmærksomhed og popularitet på særligt sociale medier. MEME-aktier var et særdeles omtalt emne i 2020 og 2021, hvor særligt GameStop skabte overskrifter i medierne. Selskaber med høje udbyttebetalinger i forhold til deres markedsværdi realiserede også lavere negative afkast, hvilket sandsynligvis hang sammen med udviklingen i både Value-faktoren og Energisektoren.

Regionalt set gav alle de større indeks tocifrede negative afkast, mens der var langt større spredning i afkastene på nationale aktieindeks. Det var her bemærkelsesværdigt, at Europa oplevede det mindste kursfald til trods for, at de økonomiske forhold alt andet lige virker mere foruroligende her.

Vi sammensætter vores porteføljer ud fra en stringent bottom-up-filosofi, hvor vi nøje udvælger hvert enkelt selskab uden at skele til sammensætningen af markedsindeks. Vores aktievalg var hele årsagen til, at vi opnåede et bedre afkast end MSCI AC World-indekset i 2022, og det er ligeledes den primære drivkraft bag strategiens afkast siden fastlæggelsen i 2008.

### **Status på porteføljerne**

Mens en afkastopgørelse på kortere horisonter kan være meget påvirket af det enkelte tidspunkt, så vil en statusopgørelse på vores porteføljer være meget mindre influeret af dette. I lighed med tidligere år benytter vi årsskiftet som lejlighed til at give en kort status på vores porteføljer og de nøgletal vi bruger til at vurdere kvaliteten, balancestyrken og værdiansættelsen af henholdsvis vores Danske Aktier og Globale Aktier. Vores nøgletal er de samme som hidtil, og tabellen på næste side viser status ultimo 2022 samt sammenligningstal for de forudgående år.

Vi måler kvalitet ved hjælp af nøgletallet RoIC (afkast på den investerede kapital) som viser forholdet mellem et selskabs driftsindtjening efter skat og den kapital, der er investeret i driften. Jo højere nøgletallet er, desto højere er indtjeningen per krone investeret i driften. Et højere afkast på den investerede kapital indikerer således også, at forretningsmodellen bør have betydelig, løbende pengestrømsgenerering. Afkastet på den investerede kapital er det primære nøgletal, når vi måler kvalitet, og det har været et centralt nøgletal i vores investeringsproces siden vi startede BLS Capital for 15 år siden. Ved udgangen af 2022 var porteføljernes afkast på den investerede kapital henholdsvis omkring 46 procent og 28 procent for vores Globale og Danske Aktier, hvilket er på linje med de historiske niveauer.

Vores selskaber har fortsat bundsolide balancer med lav eller ingen gæld. I vores globale portefølje står Anheuser-Busch InBev, verdens største bryggeri, for omkring halvdelen af porteføljens nettogæld i forhold til driftsindtjening før renter, skat og afskrivninger, og bryggerigiganten er dermed hovedårsagen til, at dette tal ligger over nul. Vi er fortsat trygge ved gælden i Anheuser-Busch InBev, da selskabets lån har en gennemsnitlig varighed på 16 år, 96 procent af gælden er fastforrentet og at selskabet ikke er underlagt nogen finansielle klausuler, såkaldte *covenants*. Sidst er der ikke nogen gældsforfald inden for de næste fem år. Ledelsen har et klart fokus på at nedbringe gældsætningen til omkring 2 gange driftsindtjeningen før af- og nedskrivninger, og i 2022 udnyttede selskabet det generelt stigende renteniveau til førtidig indfrielse af gæld for 3,5 milliarder dollar til under kurs 100.

Den frie pengestrømsrente er fortsat vores primære nøgletal, når vi vurderer, hvor attraktivt vores selskaber er prisfastsat. Porteføljernes prisfastsættelse er fortsat attraktiv og understøttende for et fortsat højt risikojusteret afkastpotentiale. Den stigende frie pengestrømsrente gennem 2022, hvor den for vores globale portefølje endte på 4,8 procent og 5,5 procent for vores danske portefølje, skal ses i lyset af porteføljernes absolutte afkastniveau og den fortsatte vækst i vores selskabers frie

pengestrømme, samt ligeledes i de ændringer, der har været i allokeringen mellem selskaberne i hver af de 2 porteføljer.

BLS Globale Aktier	2018	2019	2020	2021	2022
RoIC	44,0 %	49,3 %	45,6 %	43,1 %	46,4 %
Nettogæld / Driftsindtjening før afskrivninger	0,1 x	0,2 x	0,7 x	0,5 x	0,4 x
Frie pengestrømsrente	5,1 %	4,5 %	4,3 %	4,3 %	4,8 %
BLS Danske Aktier	2018	2019	2020	2021	2022
RoIC	36,4 %	27,6 %	23,7 %	30,7 %	28,1 %
Nettogæld / Driftsindtjening før afskrivninger	-0,1 x	0,2 x	0,0 x	-0,7 x	0,2 x
Frie pengestrømsrente	5,6 %	4,3 %	4,5 %	4,0 %	5,5 %

Kilde: BLS Capitals beregninger, årsregnskaber og FactSet.

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

Nettogæld / Driftsindtjening før afskrivninger er defineret som selskabernes udestående gæld fratrukket kontanter i forhold til indeværende års driftsindtjening før af- og nedskrivninger.

Den frie pengestrømsrente defineres som de forventede frie pengestrømme i forhold til selskabernes markedsværdi.

Vores porteføljer scorer endvidere højt på MSCI's ESG-ratings (altså MSCI's vurdering af forhold vedrørende miljø, sociale forhold og selskabsledelse), hvor porteføljerne ligger markant højere end det gennemsnitlige selskab i MSCI AC World-indekset.

### Ændringer i porteføljerne

Vores danske portefølje havde alene 1 tilkøb i 2022, hvor software-konsulenthuset Netcompany igen blev et af vores selskaber. I årets anden halvdel sagde vi farvel til medejerskabet af enzyfabrikanten Chr. Hansen. Beholdningen i Chr. Hansen var allerede i løbet af første halvår blevet nedbragt betydeligt. Vi øgede gennem andet halvår vores ejerandele i Ringkjøbing Landbobank, Coloplast og Netcompany, mens vi solgte en del af beholdningen i Tryg.

Ringkjøbing Landbobank bliver, sammen med den resterende banksektor, positivt påvirket af de stigende såvel korte som lange renter. Med de højere renter har der været lidt af et paradigmeskifte i banksektoren, hvor bankerne nu igen kan tjene på indeståender efter at renterne havde været faldende siden 1980'erne, og for store dele af perioden siden finanskrisen i 2008 særdeles lave eller endda negative. Med de nuværende renteudsigter står Landbobanken til at kunne hæve sine renteindtægter med mere end 700 millioner kroner, hvilket skal ses i lyset af netto renteindtægter på omkring 1.700 millioner gennem 2022, og denne type indtægter kommer uden at det kræver investeringer eller øgede omkostninger.

De grundlæggende kvaliteter og dyder i Landbobanken ser vi som uændrede med en stærk omkostningsdisciplin, betydelig hensættelseskonto trods uændret høj kreditkvalitet og en langsigtet, fokuseret ledelse. Omkostningsniveauet er fortsat bedst i Europa, og formentlig i verden, og vil i procent af indtægterne falde igen i 2023. Yderligere forventer vi at forrentningen af egenkapitalen bevæger sig op over 20 procent.

Omvendt blev der i løbet af 2022 tilføjet en del nye navne til vores globale portefølje. Dertil var der en betydelig handelsaktivitet internt i porteføljen, hvor vi øgede vores beholdninger af eksisterende medejerskaber og nedbragte beholdningerne af andre, som det ofte vil være tilfældet i de perioder, hvor der ses øget kursudsving i aktiemarkedet.

Desto større forskel der er mellem aktiekursudviklingen og udviklingen i de frie pengestrømme i de enkelte selskaber, desto flere muligheder ser vi for at omfordele porteføljens kapital mod selskaber med et tiltagende attraktivt risikojusteret afkastpotentiale. Da vores porteføljer altid er fuldt investeret, altså ikke har nogen nævneværdige kontantbeholdninger, stiller vi skrappe krav til vores

porteføljeselskaber, når vi allokerer kapital til dem, da enhver tilføjelse eller øget vægtning skal finansieres ved at reducere eksponeringen mod andre af porteføljens navne.

Ved udgangen af 2022 var der tilføjet 8 nye navne til vores globale portefølje, hvoraf de 7 tidligere har været en del af porteføljen. De syv gengangere fandt vej tilbage til porteføljen, da perioder med svagere kursudvikling gjorde det muligt for os igen at investere i aktierne til en langsigtet attraktiv prisfastsættelse. Alle beholdninger i årets nye navne blev erhvervet på aktiekurser, der lå mere end 20 procent – og for nogle vedkommende hele 40 procent – under kursniveauerne ved årets begyndelse.

I andet halvår 2022 generhvervede vi ejerandele i elevatorselskabet Kone (efter at have solgt vores sidste aktier i andet halvår 2019), og vi tilføjede software- og cloud-udbyderen Microsoft til vores globale portefølje. Vi købte Kone-aktierne til en kurs, der lå 20 procent under den kurs, vi solgte til omkring 3 år tidligere, hvilket efter vores mening ikke hænger sammen med den attraktive værdiskabelse, vi forventer fra den kraftige vækst i den forudsigelige og stabile serviceforretning, der udgør mere end 70 procent af indtjeningen. Siden 2019, hvor vi solgte vores aktiepost, har Kone udvidet serviceporteføljen og øget den underliggende pengestrømsgenerering.

På baggrund af en solid drifts- og kursudvikling solgte vi i andet halvår 2022 vores aktier i de nordiske skadesforsikringsselskaber Tryg og Sampo, da vi så et tiltagende attraktivt risikojusteret afkastpotentiale i vores øvrige investeringer. Hvor Tryg og Sampos kurs- og driftsudvikling ikke viste tegn på svækkelse i 2022, faldt andre investeringsmuligheder med mere end 30 procent i løbet af året. Endelig solgte vi vores aktiepost i adidas.

Mens salget af aktieposterne i Tryg og Sampo, hvor vi fortsat ser dem positioneret til langsigtet strukturel værditilvækst, udelukkende var begrundet i prisfastsættelsen, skyldtes salget af adidas, at vi havde fejlvurderet kvaliteten af både selskabet og dets ledelse. Vi er fortsat tilfredse medejere af Nike, og vi finder industrien langsigtet attraktiv, men vi fejlvurderede kvalitetsforskellen mellem Nike og adidas, da vi udnyttede de COVID-relaterede kursfald til at købe vores første adidas-aktier i marts 2020. Vi lærte på den hårde måde, at man aldrig skal gå på kompromis med kvaliteten.

Ud over de tilkøbte og frasolgte navne øgede vi i betragtelig grad vores beholdning i St. James's Place, Moody's og LVMH på baggrund af en svag kursudvikling. Vi finansierede disse køb ved hjælp af proventet fra vores frasalg, samt ved at reducere aktieposterne i Novo Nordisk, Otis og InterContinental Hotels Group efter solide kursstigninger.

### **Hvem trak op, og hvem trak ned?**

I vores globale portefølje kom de højeste afkast i 2022 fra medicinalvirksomheden Novo Nordisk (30 procent i danske kroner, inklusive geninvesterede udbytter), det asiatisk fokuserede bryggeri Budweiser APAC (29 procent) og den amerikanske bilreservedelsforhandler AutoZone (25 procent).

I den anden ende af spektret leverede adidas det laveste afkast (-49 procent i danske kroner, inklusive geninvesterede udbytter) efterfulgt af Boozt (-40 procent) og St. James's Place Plc (-35 procent).

Vores førende nordiske online-stormagasin, Boozt, klarede sig bedre end alle selskabets nordiske og europæiske konkurrenter. Boozt erobrede betydelige markedsandele, samtidig med at selskabet styrkede sin konkurrencemæssige position. Til vores store undren var kursudviklingen i høj grad afkoblet fra udviklingen i driftsresultaterne. Selskabet forventede oprindeligt en omsætningsvækst på 20 til 25 procent, men selskabet var nødt til at nedjustere forventningerne, da den historisk lave forbrugertillid også ramte vores førende nordiske online-stormagasin. Trods de vanskelige forhold realiserede Boozt en ganske imponerende omsætningsvækst på 16 procent, idet den flerstrengede

nordiske stormagasinstrategi cementerede selskabets overlegne markedsposition. Næsten alle kategorier, regioner og kanaler leverede gode resultater, og med kraftig fremdrift inden for de tilknyttede forretningsområder Booxt Media Partners og Booxt Pay, hvor marginerne er bemærkelsesværdigt høje (en samlet bruttomargin på over 80 procent), var rentabiliteten ligeledes i top.

Efter et godt salg i forbindelse med Black Friday og julehandlen sluttede Booxt året af med en rekordhøj gennemsnitlig ordreværdi som følge af, at kunderne handlede varer fra flere kategorier i samme ordre. Mængden af returvarer var stabil sammenholdt med året før og et godt stykke under niveauet fra før pandemien. Det høje gennemsalg slog positivt igennem på varelageret, og Booxt sluttede således året af med en solid finansiel position, som giver rige muligheder for at fortsætte investeringerne i øgede markedsandele i 2023. Ved årets udgang havde Booxt gennemført den planlagte udvidelse af det højautomatiserede lager, hvilket vil gøre det muligt for selskabet at fortsætte sin vækstrejse uden yderligere investeringer i de kommende år. Uden investeringer og med fortsat høj vækst og stigende rentabilitet som følge af skalafordelen og automatisering, vil de frie pengestrømme vokse hurtigere og bidrage yderligere til selskabets allerede betydelige likviditet på over én milliard svenske kroner. Vi ser gode muligheder for udlodning af kapital til aktionærerne i 2023 og de kommende år, og vi øgede dermed vores position i Booxt i løbet af årets første 9 måneder, hvor aktien blev ved med at falde, uden at der var tegn på forværring af den underliggende udvikling.

2022 var endnu et godt år for St. James's Place. En øget tilgang af kapital og øgede markedsandele i kombination med en kundefastholdelse, der fortsat ligger på over 96 procent, underbygges platformens styrke og stabilitet samt de gode langsigtede vækstperspektiver. Skønt de faldende aktivpriser medførte en mindre nedgang i de forvaltede aktiver og de relaterede gebyrindtægter, er udsvingene i aktivpriserne blot et kortvarigt bump i forhold til den langsigtede tendens mod stigende kurser. St. James's Place opererer konsekvent med en konservativt opgjort indre værdi af den eksisterende forretning, hvor selskabet ikke medregner værdien af platformens kundetilgang. Den konservativt opgjorte indre værdi var nogenlunde uændret igennem året, og da aktiekursen faldt til et niveau, der lå markant under den indre værdi af den eksisterende kundebase, var det en kærkommen lejlighed til at øge vores beholdning i St. James's Place til spotpris. Forøgelsen af vores investering i St. James's Place og selskabets bundsolide og voksende forretning til en betydelig rabat i forhold til den underliggende dagsværdi, hvor vi samtidig fik værdien af den fremtidige kundetilgang gratis med i købet, var en af de fantastiske muligheder for langsigtet værdiskabelse, som vi udnyttede i 2022.

I vores danske aktieportefølje kom de højeste afkast fra Novo Nordisk (30 procent i danske kroner, inklusive geninvesterede udbytter), Ringkjøbing Landbobank (9 procent) og skadesforsikringsselskaberne Topdanmark (9 procent) og Tryg (6 procent), mens de laveste afkast kom fra Netcompany (-58 procent), Booxt (-40 procent) og SimCorp (-32 procent).

På trods af udfordringer med forhøjet sygefravær gennem flere perioder af 2022 leverede Netcompany på sine ambitiøse målsætninger for 2022 om 15 procents organisk salgsvækst i forhold til året før og 20 kroners driftsoverskud per 100 kroners omsætning. Netcompanys integration af opkøbte Intrasoft forløber planmæssigt, og synergierne med den øvrige forretning materialiserer sig i form af vundne udbud baseret på forretningernes komplementære kompetencer. Behovet for øget digitalisering i såvel det private- som det offentlige europæiske marked, er uændret stort og Netcompany vinder stadig størstedelen af de udbud de deltager i. Da bekymringerne om Netcompanys forhøjede sygefravær blandt medarbejderne var på deres højeste faldt aktiekursen betydeligt. Som forventet blev Netcompanys ansatte raske igen. Netcompany har haft et turbulent

år og aktiekursen har ikke udviklet sig i tråd med værdiskabelsen i selskabet, men så længe selskabet fortsætter med at øge sin indtjening på driften og levere på sine finansielle og strategiske målsætninger og muligheder, så vil værdiansættelsen på aktiemarkedet komme til at afspejle de fundamentale værdier i selskabet. Fremtiden ser lys ud for vores ledende danske IT-konsulenthus og vi glæder os over, at de kortsigtede bekymringer gennem 2022 gav os lejlighed til at tilkøbe yderligere aktier til vores danske portefølje til særdeles attraktive priser.

Simcorp, der udvikler porteføljestyringsystemer, oplevede i årets tre første kvartaler begrænset tilgang af nye kunder og væsentlig usikkerhed om hvordan det makroøkonomiske miljø ville påvirke den kortsigtede efterspørgsel. I oktober afholdt SimCorp en kapitalmarkedsdag i London, hvor selskabets ledelse gennemgik strategien for de kommende år. Kapitalmarkedsdagen bestyrkede vores tiltro i, at SimCorp gennem sit førende porteføljestyringsystem, SimCorp Dimension, vil være i stand til at konvertere sin forretning til en moderne, cloud-baseret, Software-as-a-Service (SaaS) abonnementsforretning med øget omsætningsvækst og indtjening til følge. Væksten skal dels drives af mersalg til SimCorps særdeles loyale eksisterende kunder og dels af nysalg til et betydeligt ikke-penetreret marked som SimCorp vil nå, dels via sine egne salgsfolk og dels gennem nye distributionskanaler med betydeligt potentiale. Omstillingen til SaaS forretningsmodellen kræver organisatorisk tilpasning i form af ændrede processer og nye kompetencer og i slutningen af 2022 påbegyndte SimCorp tilpasningen som forventes at fortsætte gennem 2023. I årets sidste kvartal kom kundeaktiviteten tilbage både i form af øget salg til eksisterende kunder og i form af SimCorp Dimension kontrakter med nye kunder. SimCorp står stærkt positioneret til at lykkes med sin ambitiøse strategi og i takt med at det sker, vil forretningsomfanget og indtjeningen forventeligt fordobles. SimCorp er den ene af verdens to førende udviklere af softwareløsninger til porteføljestyringsystemer og gennem året benyttede vi os af kursmæssigt svage perioder til at øge vores ejerandel.

### **Normaliseringen i Kina rykker nærmere**

Vi fastholder vores positive syn på de langsigtede værdiskabelsesmuligheder, der kan findes i høj kvalitetsselskaber med eksponering til den voksende kinesiske middelklasse. Vores selskaber med drift i Kina er alle kendetegnet ved god og vestlig selskabsledelse, hvor vi har adgang til ledelsen og kan læse og forstå de løbende regnskabsaflæggelser.

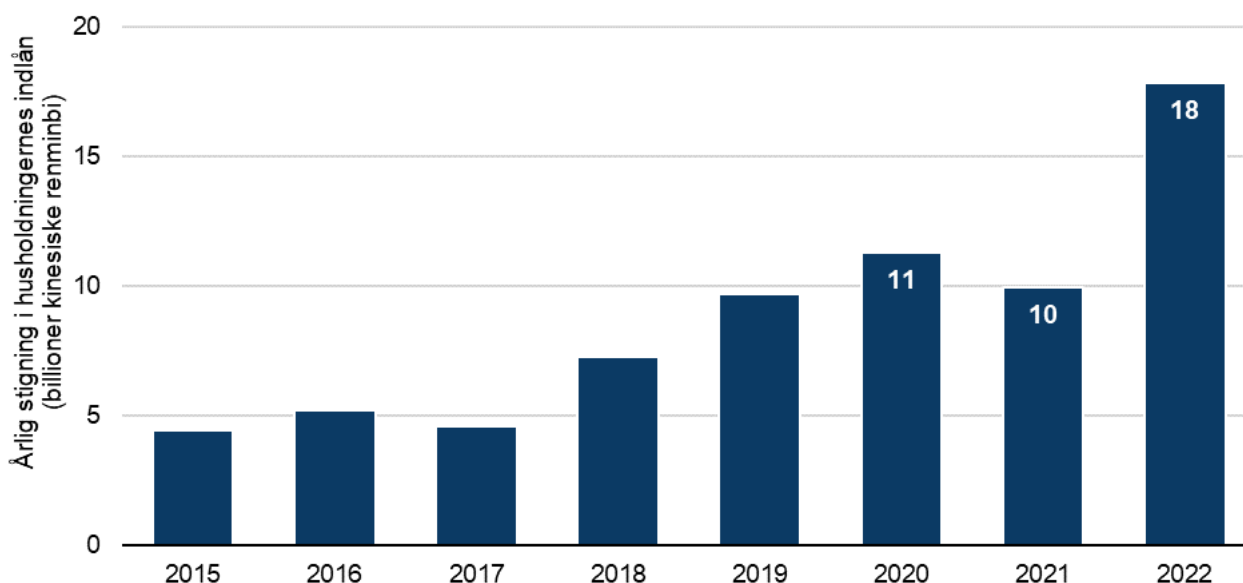
Xi Jinping blev ikke overraskende genvalgt som generalsekretær for det kinesiske kommunistparti i 2022, og hans bestræbelser på at opnå "fælles velstand" var fortsat det, der satte den politiske og makroøkonomiske scene i Kina. De af vores selskaber, der er eksponeret mod Kina, er ikke aktive inden for politisk følsomme industrier. De appellerer i stedet til den kinesiske middelklasseforbruger og landets voksende middelklasse samt den gennemsnitlige kinesers stigende disponible indkomst – hovedmålene i det politiske program for fælles velstand.

De forlængede COVID-19 restriktioner fortsatte i 2022 med at udfordre selskaber med aktiviteter i Kina og selskaber med forsyningskæder, der er afhængige af Kina. Den strenge nultolerance over for COVID-19 blev opretholdt i størstedelen af året, og mange kinesiske storbyer, herunder Shanghai, var lukket helt ned i længere perioder. Mod slutningen af året blev mange af Kinas COVID-19 restriktioner ophævet, og en plan for genåbning af grænserne for internationale rejser blev gennemført i begyndelsen af januar 2023. De af vores selskaber, der har aktiviteter i Kina, har klaret sig godt under de vanskelige forhold ved hjælp af en fornuftig omkostningsstyring, samtidig med at de har opretholdt investeringerne i fremtidig vækst. Derfor forventer vi også, at en normalisering af indtjeningen er på vej for vores selskaber.



I 2022 øgede de kinesiske husstande deres indlån med 17,8 billioner renminbi (18 billioner kroner, svarende til mere end 6 gange det danske bruttonationale produkt), hvilket var mere end den totale opsparing i 2018 og 2019, altså før pandemien. De strenge COVID-19 nedlukninger gjorde det vanskeligt for de kinesiske forbrugere at bruge deres penge, og den generelle usikkerhed omkring de globale økonomiske udsigter og den geopolitiske stabilitet, fik forbrugerne til at holde på pengene og i stedet øge deres opsparing. I takt med genåbningen af Kina forventer vi, at der frigives en betydelig opsparret efterspørgsel, hvor de kinesiske forbrugere i stigende grad trækker på opsparingen og øger deres forbrug, som vi også har set det i mange vestlige lande, i takt med at pandemien har sluppet sit greb. Dette vil være til gavn for de af vores selskaber, der henvender sig til den kinesiske middelklasseforbruger.

### Årlig stigning i kinesiske husholdningers indlån



Kilde: Den kinesiske centralbank

Konsekvenserne af Kinas meget strenge COVID-19 restriktioner nåede hidtil usete højder i 2022. Mange byer blev helt eller delvist lukket ned i adskillige uger eller endog måneder, heriblandt enorme storbyer som Shanghai, Shenzhen og Guangzhou. Da situationen var værst, var 1.500 restauranter hos Yum China, der driver KFC og Pizza Hut restauranter i Kina, midlertidigt lukket ned, mens yderligere 1.500 kun tilbød mad ud af huset og udbringning, svarende til næsten 25 procent af selskabets omkring 12.400 restauranter. Da Shanghai var lukket helt ned, var over 90 procent af Yum Chinas restauranter i byen midlertidigt lukket, og de restauranter, der holdt åben, kørte med begrænset kapacitet. På imponerende vis formåede Yum China ikke desto mindre at realisere næsten 50 procent af den normale omsætning i Shanghai.

Yum China lod sig ikke gå på af disse udfordringer, men bevarede troen på forretningens langsigtede muligheder og fortsatte med at investere i vækst gennem åbning af nye restauranter samt driftseffektiviseringer. Dette var kun muligt takket være Yum Chinas konservative balance med likvide midler på 4 milliarder amerikanske dollar og en positiv pengestrømsgenerering igennem hele pandemien. I 2022 forventede Yum China at åbne mellem 1.000 og 1.200 nye restauranter, svarende til 1 ny restaurant hver ottende time eller en vækst på omkring 9 procent i antallet af restauranter. Nye KFC-restauranter, som Yum China åbner i Kina, er i gennemsnit to år om at tjene etableringsomkostningerne hjem, og Yum China har på imponerende vis formået at opretholde denne ultrakorte tilbagebetalingsperiode på trods af de vanskelige driftsforhold. Dette har kunnet

lade sig gøre ved at fastholde fokus på at åbne mindre forretninger med større fokus på udbringning, forhandle attraktive vilkår på plads med udlejerne og effektivisere driften ved hjælp af automatisering. Yum Chinas ledelse ser fortsat gode muligheder for at åbne nye restauranter med en god rentabilitet og har som målsætning at fortsætte med at øge antallet af restauranter, samtidig med at der investeres i digitalisering, automatisering og deres forsyningskæder.

Som reaktion på de omfattende nedlukninger traf Yum China hurtigt en række foranstaltninger, der skulle vende de hidtil usete udfordringer til noget positivt. På den korte bane gjorde selskabet brug af sin fleksible omkostningsbase og tilpassede reklame- og salgsaktiviteterne, udskød opgraderingen af butikker, forkortede åbningstiderne og omlagde forsyningskæderne omkring de nedlukkede områder for at opretholde likviditeten. Selskabet forhandlede sig proaktivt frem til huslejereduktioner, fik lejeaftalerne gjort mere afhængige af omsætningen, hvorved udlejerne kom til at tage del i risikoen, og forenkledede menuerne for at øge produktiviteten – allesammen tiltag som forventes at påvirke Yum Chinas lønsomhed positivt og mindske den operationelle risiko også efter pandemien.

Yum China fokuserede samtidig på at øge medlemstallet i KFC- og Pizza Hut-kædernes medlemsklubber. Loyalitetsklubberne havde i 2019 240 millioner medlemmer, som tegnede sig for 52 procent af restaurantkædernes omsætning. I dag har medlemsklubberne 400 millioner medlemmer, som tilsammen står for 62 procent af omsætningen. Loyalitetsklubberne har således fået 160 millioner nye medlemmer på lidt under 3 år, hvilket svarer til en årlig vækst på næsten 20 procent. Disse astronomiske tal ses ikke højere noget sted i verden og tyder på, at der er et betydeligt potentiale for yderligere omsætningsvækst efter pandemien.

### **Positive demografiske tendenser lover godt for vores selskaber**

Vores entusiasme i forhold til Kina strækker sig ud over den forventede indtjeningsfremgang efter pandemien. Også på endnu længere sigt vil vores kinesiske eksponerede selskaber drage fordel af den voksende kinesiske middelklasse, de stigende disponible indkomster og den fortsatte urbanisering.

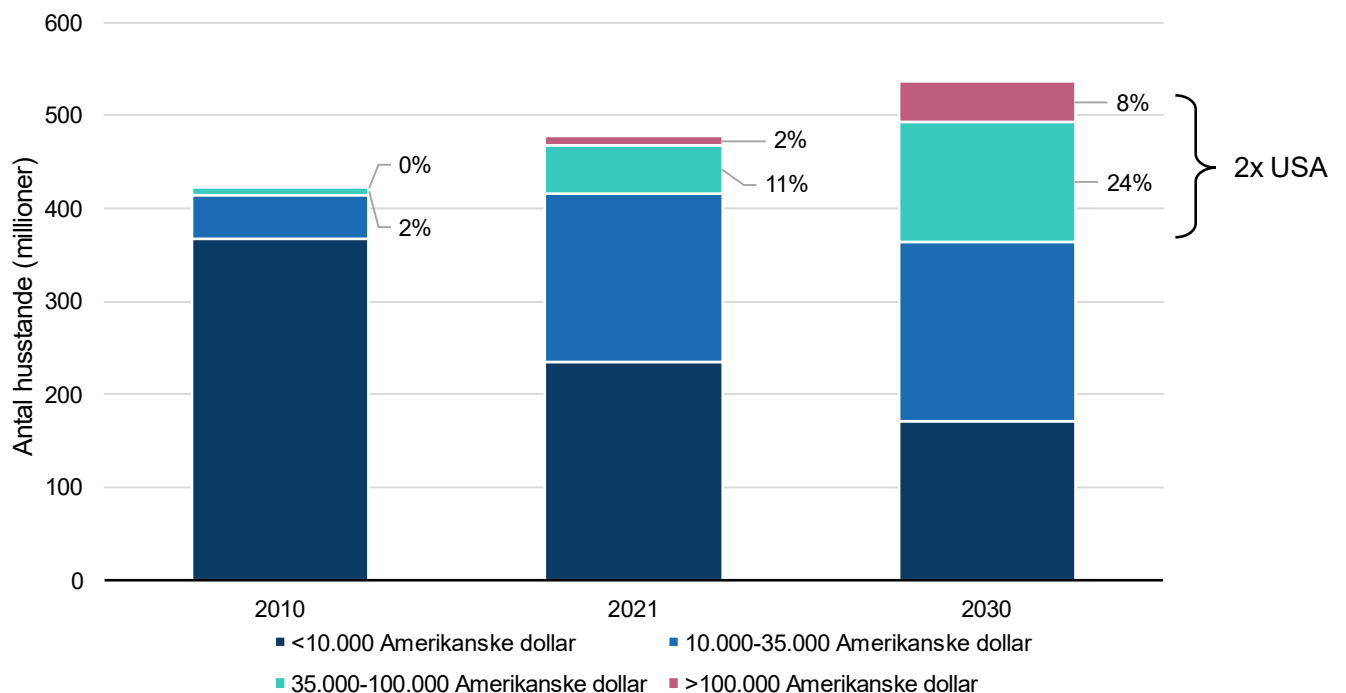
I 2010 havde blot 2 procent af de kinesiske husstande en årlig disponibel indkomst på mellem 35.000 og 100.000 dollar, som er Budweiser APAC's definition af husstande, som har råd til premiumøl. I 2021 var denne andel vokset til 11 procent, og den forventes at stige til 24 procent i 2030.

Det betyder, at antallet af kinesiske husstande, som har råd til premiumøl, er vokset med mere end 18 procent om året i perioden fra 2010 til 2021, og at antallet af sådanne husstande forventes at stige med mere end 10 procent om året i perioden fra 2021 til 2030. Sagt på en anden måde forventes antallet af husstande, som har råd til premiumøl og mange andre forbrugsvarer, som appellerer til den kinesiske middelklasse, i 2030 at være 2,5 gange større end i dag og 15 gange større end den var i 2010.

Antallet af husstande med en årlig disponibel indkomst på mere end 100.000 amerikanske dollar, som er Budweiser APAC's definition af husstande, som har råd til super-premiumøl, altså endnu dyrere end premium, forventes at vokse endnu hurtigere, nemlig med mere end 18 procent om året i perioden fra 2021 til 2030, svarende til 4,5 gange så mange husstande som i 2021 og 21 gange så mange som i 2010.

For at sætte den positive demografiske udvikling i perspektiv vil antallet af kinesiske husstande med en disponibel indkomst på over 35.000 dollar i 2030 være dobbelt så højt som det samlede antal husstande i USA. Det er en yderst positiv demografisk udvikling for Budweiser APAC, Carlsberg og de andre selskaber i vores porteføljer, som er eksponeret mod den kinesiske middelklasse.

## Antal husstande i Kina efter årlig disponibel indkomst



Kilde: Nielsen, Euromonitor og World Economic Forum

Budweiser APAC er det største bryggeri i Asien og det fjerdestørste bryggeri i verden målt på driftsindtjening før afskrivninger. Special- og luksusøl udgør omkring 65 procent af omsætningen, en andel der har været stigende i de senere år, og som forventes at stige yderligere i de kommende år. Budweiser APAC blev børsnoteret som selvstændigt selskab i 2019. Verdens største bryggeri, Anheuser-Busch InBev, ejer fortsat 87 procent af Budweiser APAC og yder fortsat støtte i form af adgang til nogle af verdens mest populære ølmærker som Budweiser, Corona, Stella Artois og Hoegaarden. Budweiser er det mest populære og det bedst kendte specialølmærke i Kina, og da Budweiser APAC har en markedsandel på omkring 55 procent af markedet for special- og luksusøl, er det det bryggeri i Kina, der er bedst positioneret til at drage fordel af den hastigt voksende middelklasse og de stigende disponible indkomster, som gør det muligt for flere forbrugere at købe special- og luksusøl. I dag udgør special- og luksusøl kun 18 procent af det kinesiske marked målt på salgsvolumen, mens den tilsvarende andel er 25 procent i Sydkorea og omkring 40 procent på vestlige markeder som det amerikanske og australske.

Special- og luksusøl signalerer velstand og status i Kina. Salget af special- og luksusøl er derfor størst i restauranter, barer og klubber, hvor venner, familie og forbipasserende kan se, hvad det er for et ølmærke, man drikker. Salget i barer og klubber har været kraftigt udfordret under de seneste års nedlukninger, men vi er overbeviste om, at der vil ske en fuld genåbning og normalisering af det kinesiske natteliv. Vi forventer indtjeningsfremgang i Budweiser APAC i takt med genåbningen af Kina.

De vanskelige operationelle forhold fik ikke Budweiser APAC til at afholde sig fra at investere i driften i form af digitalisering, forsyningskæder og bæredygtighed samt produktionsanlæg. Særligt i kraft af den markante oprustning i brugen af BEES, selskabets innovative B2B distributionsapp, i 2022, er Budweiser APAC godt positioneret i forhold til de mindre digitale industriaktører. Hvor der nærmest

ikke gik nogen omsætning gennem BEES i 2021, var omkring 25 procent af omsætningen digitaliseret og gik gennem BEES i oktober 2022. Digitaliseringen af bestillinger og distribution giver Budweiser APAC indgående viden om forbrugernes præferencer og effekten af salgsaktiviteter samt et bedre overblik over forsyningskæder og distribution.

Special- og luksusøl sælges til markant højere priser end de mere almindelige ølmærker, men er ikke tilsvarende dyrere at producere. Salget af special- og luksusøl i Kina genererer således et overskud efter produktionsomkostninger i procent af omsætningen, der ligger 6 til 12,5 gange over niveauet for de mere almindelige øltyper. Når man lægger den stigende rentabilitet fra skiftet mod special- og luksusøl sammen med det voksende antal husstande med råd til at købe special- og luksusøl, bliver resultatet et yderst attraktivt potentiale på mellemlang til langt sigt, som Budweiser APAC er bedst positioneret til at udnytte.

De samme fordele og udviklinger er i den grad ligeså at finde i Carlsberg, der fortsat er en del af vores danske portefølje. Kina og Asien udgør en voksende andel af indtjeningen og værdiskabelsen i Carlsberg. Asien udgjorde i 2022 omkring 34 kroner for hver 100 kroner i omsætning for hele Carlsberg – og 47 kroner i driftsindtjening for hver 100 indtjeningskroner. Kina er da også det største enkeltland i hele Carlsberg-koncernen målt på omsætning, hvor bryggeren fra Valby sidder på stærke markedspositioner i vestlige områder af Kina.

Et andet af vores porteføljeselskaber, som også nyder godt af denne demografiske udvikling, er Starbucks. Kina er Starbucks' næststørste marked (9 procent af omsætningen) efter USA (72 procent af omsætningen), og det kinesiske marked forventes at stå for størstedelen af den fremtidige vækst. Før pandemien genererede Starbucks' kinesiske aktiviteter markant højere marginer end aktiviteterne i USA. Starbucks driver på nuværende tidspunkt mere end 6.000 butikker i Kina, og selskabet planlægger at øge antallet med 50 procent til 9.000 butikker inden udgangen af 2025, svarende til at der åbnes en ny butik hver niende time. Rentabiliteten i Starbucks' kinesiske butikker er endnu bedre end Yum Chinas, som i forvejen er imponerende. Det tager under to år for nye butikker at tjene etableringsomkostningerne hjem, hvilket gør det attraktivt for Starbucks at investere massivt i nye butikker.

Te er den foretrukne varme drik i Kina, men kaffe vinder i stigende grad indpas blandt de kinesiske forbrugere. I 2019 lå det årlige kaffeforbrug per indbygger i Kina på omkring 10 kopper, men det forventes at stige til omkring 14 kopper i 2025, en stigning på 40 procent på 6 år. Disse tal er dog fortsat lave i sammenligning med Sydkorea, hvor forbruget per indbygger er omkring 350 kopper om året, eller USA, hvor hver indbygger i gennemsnit drikker omkring 390 kopper kaffe om året.

Urbaniseringen er en anden stærk tendens, som lover godt for Starbucks' fremtidige vækst. Andelen af befolkningen, der bor i byer, forventes at stige fra 64 procent til 75 procent i perioden fra 2020 til 2030. Det svarer til, at der i denne periode er omkring 160 millioner mennesker – eller mere end 1,5 procent af befolkningen der hvert år – flytter fra land til by. Når folk flytter fra landet til byen, er der en tendens til, at de finder bedre betalte jobs og klumper sig sammen på mindre geografiske områder, og på den lange bane vil den øgede urbanisering være medvirkende til, at både de der flytter til byerne, såvel som deres børn og børnebørn, får bedre adgang til uddannelse. Den øgede urbanisering ventes således at bidrage til væksten i den kinesiske middelklasse.

Den stigende interesse for kaffe er sammen med den voksende kinesiske middelklasse, den stigende urbanisering og de stigende disponible indkomster markante tendenser, som understøtter Starbucks' vækstmuligheder i Kina. Starbucks forventer, at det kinesiske marked for specialkaffe vil vokse med 23 procent om året i perioden fra 2022 til 2025, og ledelsen har en erklæret ambition om at fordoble omsætningen og firedoble driftsindtjeningen i Kina i samme periode. Vi er glade for, at

Starbucks investerer i langsigtet vækst på trods af de nuværende vanskelige operationelle forhold, og vi forventer – som det også er tilfældet for vores andre selskaber med aktiviteter i Kina – at indtjeningen vil vokse efter pandemien, og at selskabet vil være understøttet af en positiv demografisk udvikling i mange år fremover.

Der er mange andre selskaber i vores portefølje, ud over Yum China, Budweiser APAC og Starbucks, som er eksponeret mod Kina og er positivt påvirket af væksten i den kinesiske middelklasse og de stigende disponible indkomster. Vores modeselskaber LVMH og Kering, sportsbrandet Nike og vores skønhedsselskab Estée Lauder har alle blikket rettet mod Kina i jagten på vækst og rentabilitet. Og vores elevatorselskaber Otis og Kone og vores hotelnetværk IHG nyder alle godt af Kinas økonomiske udvikling og stigende urbanisering.

De strenge COVID-19 restriktioner blev opretholdt længere, end vi havde forudset, men vi ser nu frem til, at forholdene normaliserer sig i Kina. De af vores selskaber, der har en stor eksponering mod Kina, har klaret sig godt på trods af de senere års udfordringer, og deres ufortrødne investeringer i langsigtet vækst lover, sammen med den positive demografiske udvikling, godt for de kommende år. Vores optimistiske syn på Kina har ikke ændret sig, og i lyset af den forestående normalisering af driftsforholdene i landet – som ser ud til at indtræffe allerede i 2023 – ser vi på fremtiden med øget optimisme på kort sigt og uændret optimisme på længere sigt.

### **Tyngdekraftens tilbagevenden**

Den væsentligste årsag til de faldende markedsværdier på tværs af alle aktivklasser i det forløbne år var formentlig hastigheden, samt størrelsen, hvormed såvel nominelle som reelle renter steg.

Warren Buffett er citeret for at sige "*Interest rates are to asset prices what gravity is to the apple. When interest rates are low, there is a low gravitational pull on asset prices*". Dette kan oversættes til, at renten er for værdien af aktiver, hvad tyngdekraften er for æblet. Når renten er lav, er tyngdekraftens virkning på aktivernes værdi begrænset.

Newton beskrev sine tanker om tyngdekraften i udgivelsen *Principia* i 1686. Det kan diskuteres, om han "opdagede" tyngdekraften, men med den velkendte historie om, at han fik et æble i hovedet, er det den generelle opfattelse. Der er udbredt forståelse og accept af tyngdekraften som begreb, og i BLS sætter vi pris på den finansielle tyngdekraft, da den er medvirkende til, at de finansielle markeder holder fødderne på jorden.

Siden 1980'erne har renterne generelt været faldende. De seneste årtiers faldende og lave renter påvirkede dagligdagen for investorer, og for mange påvirkede det ligeså, hvordan de er gået til deres investeringsbeslutninger på tværs af alle aktivklasser. For de investorer, der ellers har tyet til fastforrentede instrumenter som eksempelvis statsobligationer som et investeringsalternativ med "lavere risiko", og alt andet lige lavere afkast, har mange statsobligationer igennem de seneste mange år ikke udgjort et attraktivt eller endsige reelt rentabelt investeringsalternativ. I takt med at centralbanker øgede pengeudbuddet gennem nedsættelse af indlånsrenterne og gennemførte massive obligationsopkøb, måtte investorerne vende opmærksomheden andre steder hen for at få opfyldt deres afkastmål. Da de lavere renter samtidig resulterede i lavere låneomkostninger, medførte dette en øget risikovillighed i jagten på afkast, hvilket særligt gavnede aktivpriserne på mere risikofyldte eller spekulative aktiver.

De seneste års pengepolitiske eksperiment med negative renter i Europa og Japan, stred imod al økonomisk fornuft samt princippet om tidsværdien af penge. Ifølge al sund fornuft – samt økonomiske teorier – er en krone om ti år mindre værd end en krone i dag, ikke omvendt. Ultralave, og i nogle tilfælde negative renter, betød at der på verdensplan eksempelvis var gæld svarende til

mere end 18 billioner amerikanske dollar (mere end 120 billioner danske kroner), som gav negativ rente, og at alle tyske statsobligationer, uanset løbetid, på et og samme tidspunkt i 2020 havde negativ rente. Dette afsporede opmærksomheden fra det, der virkelig betyder noget; aktivers – eller i vores verden af aktieinvesteringer; selskabernes – løbende værdiskabelse og risiko.

De ultralave eller endog negative renter fik markedsværdien af mere fjerne, og dermed alt andet lige mere usikre, pengestrømme til at skyde i vejret, mens kvaliteterne ved selskaber med en dokumenteret evne til at skabe stabile og voksende pengestrømme nu og i fremtiden, blev tillagt lavere værdi.

Fra slutningen af 2021 og i tiltagende grad gennem 2022, steg de nominelle renter til et godt stykke over nul, da centralbankernes renteforhøjelser og den historisk høje inflation, skabte en ny og anderledes situation på de finansielle markeder. Nu, hvor renteeksperimentet er ovre, er det igen de gængse økonomiske regler og i højere grad sund fornuft der gælder, og de traditionelle dyder som værdi og værdiskabelse er igen i højsædet.

Det betyder, at værdien af usikre og fjerne pengestrømme, som ikke kan opveje den stigende inflation og de stigende realrenter, er faldende, mens den fundamentale værdi af de voksende fremtidige pengestrømme fra selskaber med pricing power, som gør, at de kan hæve salgspriserne på niveau med eller over inflationstakten uden at miste omsætning, er stigende. Og endelig betyder det, at det igen koster penge at optage gæld, hvorfor selskaber med for meget gæld kan ende i en økonomisk spændetrøje, mens selskaber med robuste pengestrømme og en konservativ balance, har bevaret deres strategiske og operationelle frihed.

I BLS Capital har vi i vores selskabsudvælgelse altid lagt vægt på kvaliteter som pricing power, fleksible og lave omkostningsniveauer kombineret med konservative balancer med moderat gældsætning og dermed lave renteudgifter. I vores seneste [Halvårsbrev i 2022](#) gennemgik vi igen flere konkrete eksempler på, hvordan disse dyder, særligt pricing power, er at finde i vores porteføljer. Uanset rente- og inflationsmiljøet beskytter disse kvaliteter vores selskabers indtjeningssevne og giver dem mulighed for at øge deres frie pengestrømme i et langsigtet, stabilt og forudsigeligt tempo, som overstiger den nominelle økonomiske vækst. Dette samtidig med at selskaberne opretholder deres langsigtede strategiske investeringer med henblik på at sikre fremtidig vækst, uden at skulle diskutere gælds niveauer og finansielle klausuler med bankerne eller andre långivere. Disse kvaliteter er altid vigtige værdiskabende faktorer – og i perioder med stigende realrenter og historisk høj inflation er de endnu mere afgørende for at sikre, at vi og vores medinvestorer fortsat modtager attraktive, risikostjernerede *realafkast*.

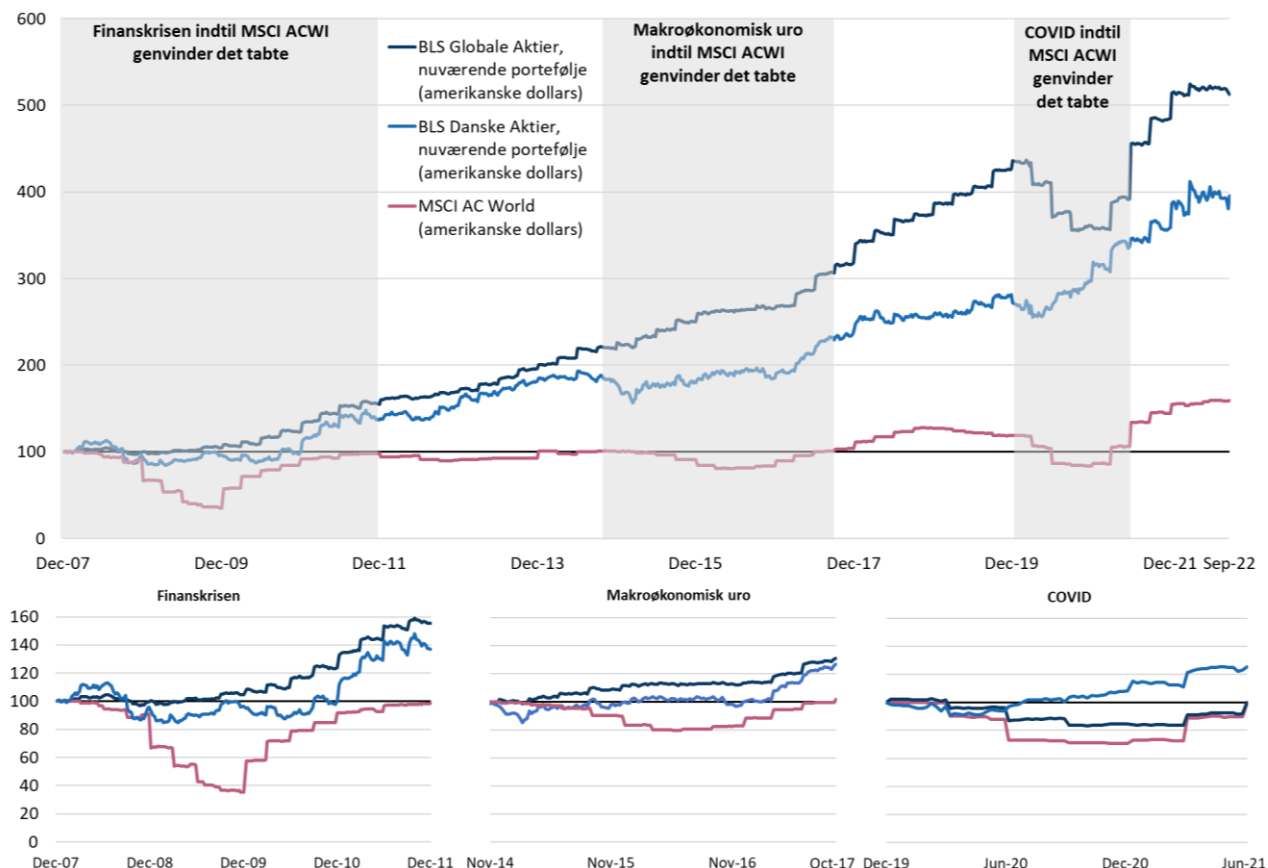
### **When the going gets tough, the tough get going**

I gennemsnit er vores selskaber cirka 100 år gamle og igennem deres levetid, har der været meget få år, hvis nogen overhovedet, hvor kortsigtede investorer ikke har haft noget at bekymre sig over. Listen over krige, recessioner, pandemier, bobler på de finansielle markeder og andre bekymringer er lang, og mediernes fokus på disse begivenheder har altid været stor.

Hvad angår mulige bekymringer for investorer med et kortsigtet fokus var 2022 også et begivenhedsrigt år. Geopolitiske spændinger og krig, høj inflation, stigende renter, lav forbrugertilid og en global pandemi som stadig satte sine spor i store dele af verden, var blot nogle af de emner, som var på dagsordenen. Vi anerkender, at disse begivenheder har skabt store trængsler for de mennesker, der har været involveret, men hvor dystre denne liste end kan forekomme, og hvor stor den kortsigtede påvirkning på markedsstemningen end er, er der stort set ikke noget på listen, som vores selskaber ikke har oplevet før. Med deres førende positioner inden for koncentrerede

industrier, "pricing power", høje marginer, høje afkast på den investerede kapital, stabile og forudsigeligt voksende frie pengestrømme og balancer med lav eller ingen gæld, har vores selskaber bevist, at de kan levere gode resultater igennem næsten alle slags økonomiske forhold. Den modstandskraft, vores selskaber har vist i løbet af det seneste århundrede, er et vidnesbyrd om den underliggende styrke i deres forretningsmodeller – en styrke, som kun er vokset større over tid, og som vi er overbeviste om også vil være herskende fremover.

### Udvikling i indtjening per aktie for vores porteføljer



Kilde: BLS Capital, Bloomberg og FactSet

Note: "BLS Globale Aktier" og "BLS Danske Aktier" er vores nuværende porteføljer og afspejler ikke de historiske beholdninger

Vi stiftede BLS Capital i 2008, og ovenstående graf viser løbende 12 måneders indtjening per aktie for vores nuværende porteføljer sammenlignet med MSCI AC World-indekset fra begyndelsen af 2008 til tredje kvartal 2022. Alle indtjeningstal, både for vores porteføljer samt MSCI AC World-indekset, er omregnet til amerikanske dollar. Denne periode omfatter to recessioner og andre midlertidige bekymringer som for eksempel den globale finanskrisen i 2008 til 2009, det brede fald i virksomhedernes indtjening i 2015 til 2016, samt COVID-19-pandemien og de aktuelle problemstillinger i forhold til inflation, renter og recessionsbekymringer. Med henblik på at vise den relative forskel i udviklingen i indtjening per aktie mellem vores porteføljer og MSCI AC World-indekset er begyndelsen af perioden sat til indeks 100. I de tre mindre grafer, hvis perioder er

markeret med gråt i den øverste graf, sætter vi fokus på den relative udvikling i perioder, hvor der har været økonomiske kriser eller en særlig høj grad af markedsure.

Under den globale finanskrisen viste vores porteføljer stor modstandsdygtighed, og vores globale portefølje oplevede stort set ikke noget fald i indtjeningen per aktie, mens vores danske portefølje kun oplevede et mindre og kortvarigt fald. I modsætning faldt MSCI AC World-indeksets indtjening per aktie med 67 procent. Under afmatningen i 2015 til 2016, i kølvandet på den makroøkonomiske uro fortsatte vores portefølgers indtjening per aktie med at stige, mens MSCI AC World-indeksets indtjening per aktie faldt med mere end 20 procent. Det kortvarige fald for den danske portefølje skyldes udelukkende omregningen til amerikanske dollar, og dermed dollarkursen, da porteføljen opgjort i danske kroner ikke oplevede et indtjeningsfald i perioden. Under COVID-19-pandemien faldt MSCI AC World-indeksets indtjening per aktie med 29 procent fra højpunkt til lavpunkt, mens vores globale og danske portefølgers indtjening per aktie kun faldt med henholdsvis 19 procent og 9 procent. Vores danske porteføljes operationelle resultater var solide under COVID-19 pandemien, hvor porteføljen i gennemsnit havde en flad indtjeningsudvikling i 2020, men kom stærkt igen allerede i 2021, hvor der blev realiseret stærk indtjeningsfremgang. Indtjeningsfremgangen fra udgangen af 2019 til udgangen af 2021 var således på niveau med dens langsigtede gennemsnitlige indtjeningsvækst. Siden begyndelsen af 2008 har vores nuværende globale og danske porteføljer således øget indtjeningen per aktie med 12 procent og 10 procent om året mod MSCI AC World-indeksets 3 procent.

De markant bedre resultater for vores porteføljer gennem de fremhævede, udfordrende perioder i tabellen, er ingen tilfældighed. Porteføljernes bedre resultater er tværtimod funderet i vores selskabers modstandsdygtige forretningsmodeller, som leverer gode resultater næsten uagtet den økonomiske situation. Det er derfor vores overbevisning, at denne tendens også vil fortsætte fremover.

Novo Nordisk er som verdens førende leverandør af medicin til behandling af diabetes og fedme, eksponeret mod nogle enorme globale sundhedsudfordringer der udviser betydelige og meget langsigtede vækstrater. Væksten er uafhængig af konjunkturer og Novo Nordisk har øget både salg og indtjening betydeligt gennem årtier. I 2022 voksede den rapporterede omsætning med 26 procent, mens den rapporterede indtjening voksede med 28 procent.

DSV's erfarne ledelsesteam har ført selskabet sikkert og styrket gennem flere konjunkturcykler. Gennem et utrætteligt fokus på effektivitetsforbedringer formår selskabets ledelse løbende at øge forretningsomfanget per ansat. Vi er normalt ikke tilhængere af, at vores selskaber bruger ressourcer på opkøb, men DSV er undtagelsen der bekræfter reglen. DSV skaber løbende betydelig værdi ved at implementere effektivitetsforbedringer i forbindelse med opkøb af konkurrenter, og eftersom denne værdiskabelse helt og aldeles beror på ledelsens evner og dedikation, er afhængigheden af konjunkturer særdeles lav.

LVMH, vores luksuskonglomerat, fortsætter med at skabe bedre operationelle resultater, selv når tiderne er vanskelige. Selskabets største division, mode- og lædervarer, øgede omsætningen med mere end 75 procent i de første 9 måneder af 2022 sammenlignet med samme periode i 2019, altså før COVID-19-pandemien.

Visa, vores globale betalingsnetværk, leverer fortsat gode operationelle resultater på baggrund af sin dominerende forretningsmodel. I regnskabsåret 2020 lukkede landegrænser, og privatforbruget dykkede grundet COVID-19-pandemien, men Visas omsætning faldt kun med 5 procent i forhold til



2019. I regnskabsåret 2022 kunne Visa rapportere en omsætning, der var næsten 28 procent højere end i 2019.

Experian, vores kreditoplysningsbureau, er et godt eksempel på et selskab, som takket være sin stærke, brede, datadrevne og skalerbare forretningsmodel samt sin førende position inden for en regionalt konsolideret industri, er i stand til at skabe bedre resultater under de fleste, hvis ikke alle, økonomiske forhold. Mens det af Experians forretningsben, der beskæftiger sig med kreditvurderinger af virksomheder og privatpersoner, er karakteriseret ved en vis grad af konjunkturfølsomhed, så er aktiviteterne inden for beslutningsværktøjer, kundehenvvisninger og opdagelse af snyd og forfalskning i forbindelse med betalinger, modstandsdygtige over for alle slags forhold. Det har endda visse træk, der bør resultere i omsætningsvækst selv i hårdere økonomiske tider. Takket være sine bomstærke evner til at generere pengestrømme kan Experian fortsætte de langsigtede investeringer i vækst og effektiviseringer under alle økonomiske forhold, og ved at justere sine fleksible omkostninger kan selskabet sikre, at driftsmarginerne fortsat stiger støt.

Med afsæt i vores selskabers stærke operationelle resultater kan de fortsætte med at øge pengestrømmene, også når tiderne er vanskelige. Deres strukturelle underliggende vækst, konkurrencemæssige fordele og solide balancer giver vores selskaber strategisk og økonomisk råderum til at operere og eksekvere med et langsigtet perspektiv, og skabe driftsresultater som er modstandsdygtige over for stort set alle økonomiske forhold. Vores selskaber bruger deres voksende pengestrømme til at skabe mere værdi ved at investere i deres egen forretning, nedbringe gæld eller øge udlodningerne til aktionærerne. Vores selskabers modstandsdygtige forretningsmodeller, langsigtede fokus og operationelle eksekveringsevne, selv når der er kortsigtede udfordringer, skubber yderligere til deres overlegenhed i forhold til konkurrenterne og accelererer deres langsigtede værdiskabelse.

Vi er ikke makroøkonomer, og vi ved ikke, hvilke kortsigtede bekymringer vores selskaber kommer til at stå over for på den korte bane, og vi bruger heller ikke tid på at spekulere over dette. Vi er langsigtede investorer i modstandsdygtige, velafprøvede høj kvalitetsselskaber, og det eneste vi føler os overbeviste om er, at vores markedsledende selskaber med stærke forretningsmodeller og forudsigelige voksende frie pengestrømme, vil fortsætte med at udkonkurrere de øvrige spillere i de forskellige industrier. Det har de altid gjort. Og når tiderne bliver hårde, vil deres konkurrencedygtighed for alvor vise sig og accelerere deres langsigtede værdiskabelse yderligere. *When the going gets tough, the tough get going.*

### **When the going gets tough, the tough get stronger**

Når tiderne har været vanskelige, har vores markedsledende selskaber typisk distanceret sig yderligere fra sine konkurrenter. Det blev senest set i forbindelse med pandemien og ligeledes under finanskrisen i 2008 og 2009, og det har også været tilfældet tidligere. Med en gennemsnitsalder på omkring 100 år har vores selskaber klaret sig igennem op- og nedture. På trods af den strukturelle vækst der kendetegner deres attraktive industrier har været med til at bane vejen, havde det ikke været muligt at vinde markedsandele i hårde tider uden langsigtede ledelser og generelt konservative balancer. Det er ikke manglende overskud, der får selskaber til at dreje nøglen om – det er manglende likviditet. Tungt gældsatte balancer kan således udgøre en bremseklods i økonomisk pressede perioder, hvor selskaber kan få sværere ved at overholde betalinger på deres gæld, og dermed tvinge selskaberne til at lade strategiske, attraktive investeringsmuligheder passere på grund af manglende økonomiske eller ledelsesmæssige ressourcer.

Størstedelen af vores selskaber er markedsledere, og de fleste er markedsledere inden for konsoliderede industrier med et fåtal af konkurrenter, såkaldte oligopol. OECD definerer et oligopol som et marked, der er karakteriseret ved et begrænset antal selskaber, som hver især ved, at deres tilgang til priser og mængden af producerede produkter eller services er gensidigt afhængige, og hvor antallet af udbydere er så begrænset, at de hver især har en betydelig indflydelse på det samlede marked.

### **To veje til konsolidering**

Markedskonsolidering kan principielt foregå på to måder, hvor den første er opkøb af konkurrenter, og den anden er erobring af markedsandele ved hjælp af organisk vækst. I industrier med en lavere konsolideringsgrad er en kombination af de to måder sandsynlig. Men jo mere konsolideret en industri er, desto større er sandsynligheden for, at konsolideringen vil ske ved erobring af markedsandele gennem organisk vækst, da konkurrencemyndighederne alt andet lige, vil være mindre tilbøjelige til at godkende opkøb, hvor et selskab med et tag kan øge sin markedsandel betydeligt.

Da vores selskaber som oftest opererer inden for industrier med en høj grad af konsolidering, ser vi typisk, og foretrækker faktisk også klart, at konsolidering sker ved, at de mindre aktører mister markedsandele til de større. Dette kan eksempelvis skyldes, at de større aktører har skalafordele i forhold til eksempelvis investeringer i teknologi, branding eller markedsføring og distribution, som giver markedslederne mulighed for at opnå yderligere fordele oven i dem, de allerede har i kraft af deres førende brands og størrelse.

Dette går godt i tråd med vores præference for organisk omsætningsvækst, da det er forbundet med færre risici i forhold til kapitalafkast, købesum og integration.

### **Styrkede positioner i svære tider**

I en strukturelt voksende og veletableret industri med få selskaber nyder de største aktører godt af skalafordele, hvor omkostningsstigningen ved et forøget forretningsomfang er tilstrækkeligt lavere end omsætningsstigningen – hvorved der er flere kroner i overskud for hver ekstra krone i omsætning, end det ses for selskabet i dag. I industrier karakteriseret ved stordriftsfordele er størrelse i sagens natur afgørende og udgør ofte en markant indtrængningsbarriere, som beskytter de eksisterende aktørers samlede økonomiske overskud. Pricing power i kraft af differentierede brands, produkter, serviceydelser og skalafordele er ofte kraftigt medvirkende til at skabe attraktive afkast på den investerede kapital, og netop dette er, som tidligere beskrevet, vores primære nøglefaktorer for en kvantificerbar opførelse af selskabskvalitet.

Store spillere med industriførende rentabilitet har bedre muligheder for geninvestering med henblik på at øge efterspørgslen ved hjælp af forhøjede markedsføringsbudgetter eller lancering af nye tiltag til at skabe endnu større skalafordele. Dette medvirker til at differentiere vores selskaber yderligere i vanskelige tider, hvor der ikke er så nem adgang til kapital, renterne er højere, og den økonomiske usikkerhed opfattes som højere.

Størstedelen af vores selskaber opererer inden for industrier, som af mange af de ovenfor beskrevne årsager har opnået en høj grad af konsolidering igennem det seneste århundrede, hvorfor deres mulighed for at vinde yderligere markedsandele er tilsvarende mindre. Et par af vores selskaber opererer dog inden for mindre konsoliderede industrier, og de viste under pandemien og gennem den efterfølgende svære periode med høj inflation og stigende renter, at de var i stand til at erobre og derefter fastholde markedsandele i betydeligt højere grad end normalt.

Reservedelsforhandleren AutoZone er et godt eksempel herpå. AutoZone forøgede sin markedsandel med tre procentpoint under pandemien, da selskabet var i stand til at levere produkter til sine kunder, mens andre og mindre virksomheder ikke havde samme evne. AutoZone har på imponerende vis formået at fastholde disse erobringer selv efter genåbningen i USA. Det ville under normale omstændigheder tage flere år for AutoZone at øge sine markedsandele i denne størrelsesorden, men denne gang blev det opnået ved hjælp af effektiv eksekvering og uden væsentlig brug af kapital – mere indtjening uden betydelig brug af kapital er i vores bog den bedste indtjening.

Et andet godt eksempel er vores førende nordiske online-stormagasin, Boozt. Gennem 2022 hvor forbrugertilliden nåede et historisk lavpunkt klarede Boozt sig betydeligt bedre end alle sine nordiske og europæiske konkurrenter. Trods de vanskelige forhold realiserede Boozt en ganske imponerende omsætningsvækst på 16 procent, idet den flerstrengede nordiske stormagasinstrategi cementerede selskabets overlegne markedsposition. Langt de fleste konkurrenter voksede kun meget begrænset eller slet ikke, og mens Boozt leverede betydelige frie pengestrømme, tabte konkurrenterne penge. Næsten alle Boozt's produktkategorier, regioner og kanaler leverede gode resultater, og med kraftig fremdrift inden for de tilknyttede forretningsområder Boozt Media Partners og Boozt Pay, hvor marginerne er bemærkelsesværdigt høje, var rentabiliteten ligeledes i top. Gennem 2022 erobrede Boozt betydelige markedsandele, samtidig med at selskabet styrkede sin konkurrencemæssige position.

### **Jo færre, jo bedre**

Vi ville på mange måder foretrække at investere i ikke-regulerede værdiskabende monopoler, idet det ofte er forbundet med pricing power samt stabilitet og forudsigelighed i efterspørgslen, at være den eneste udbyder af en serviceydelse eller et produkt (hvis man er eneudbyder i en industri med langsigtet strukturel vækst, vel at mærke). Under antagelse af at vi har at gøre med en industri uden behov for større, løbende investeringer, skaber dette mulighed for attraktive afkast på den investerede kapital.

Men der er fornuftige og naturlige årsager til, at monopoler bliver reguleret af konkurrencemyndighederne, som længe har været meget fokuseret på de negative effekter som er forbundet med stærke monopoler. Disse uheldige følgevirkninger kunne være, at priserne er for høje, eller at monopol-virksomheden nedprioriterer udvikling af nye og bedre produkter, fordi man alligevel sidder på hele markedet. En sådan "sløv" adfærd vil således være negativ for kunderne på lang sigt, fordi de er tvunget til at affinde sig med et forældet produktudbud. Af de mere kendte eksempler på sådanne ekstreme markedsforhold kan nævnes Rockefeller's Standard Oil og den store monopol-sag, der kørte mod Microsoft i slutningen af halvfemserne.

Industrier med en høj konsolideringsgrad, altså få udbydere, og strukturel vækst byder på mange af de samme fordele for os som medejere, som monopoler gør det. Gode eksempler herpå er vores kreditvurderingsbureauer Moody's og S&P Global, som tilsammen har en markedsandel på omkring 80 til 85 procent; Mastercard og Visa, som tilsammen udgør et duopol inden for internationale kortbetalinger; Novo Nordisk, der er én af to aktører på markedet for fedmemedicin og én af en lille håndfuld aktører inden for insulin og præ-insulinet GLP-1; Coloplast der er én af tre aktører inden for produkter til såvel stomi som kontinens; skadesforsikring i Danmark, hvor Tryg og Topdanmark er to af de tre største, der tilsammen har mere end halvdelen af markedet; SimCorp der er én af under en håndfuld udbydere af software til porteføljestyring og Microsoft, som selv efter de førnævnte konkurrencesager, indtager en meget dominerende position inden for operativsystemer og softwareløsninger. Den knap så modne, men hurtigere voksende industri for cloud-tjenester, er

nærmere et oligopol, men er fortsat meget koncentreret i vestlige lande med Microsoft, Amazon og Alphabet (Google) som ledende aktører.

Konsoliderede markeder og strukturelt voksende og profitable industrier giver ledelserne mulighed for at fokusere på at drive den langsigtede værdi, fremfor at skulle konkurrere om små markedsandele, hvor hård konkurrence kan resultere i en lavere samlet indtjening for hele industrien, eksempelvis grundet irrationelle prisenedsættelser med henblik på at tage markedsandele fra konkurrenterne. Dette er dog kun muligt, hvis kunderne eller forbrugerne ikke går op i, hvem de køber produkterne fra eller ikke oplever en forskel i kvalitet, da pris og tilgængelighed dermed bliver afgørende for, hvilket produkt der købes.

Det modsatte heraf ville være industrier med mange selskaber, og hvor et produkt fra den ene virksomhed er lige så godt som produktet fra den anden, tredje, fjerde, femte eller sjette. I sådanne industrier har priserne en tendens til at nærme sig produktionsomkostningerne, hvilket dermed vil sige lav indtjeningsevne og ligeledes lavt afkast på den investerede kapital, med mange leverandører og dermed ingen klar markedsleder. Dette er ofte tilfældet i industrier, hvor aktørerne kæmper om at blive den største ved at konkurrere om volumen for at opnå en vis grad af rentabilitet (som for eksempel inden for containerfragt), da den lave pris per produkt i forhold til produktionsomkostningerne betyder, at den eneste måde at vokse på, er gennem øget volumen. Når produkter eller services ikke kan skelnes fra hinanden, er kundeloyaliteten som regel lav, og prisen bliver dermed den afgørende faktor i kundernes valg af leverandør. Markeder som disse har en tendens til at bevæge sig mod færre aktører, og konsolidering er således ikke ensbetydende med, at markedet er attraktivt for os.

### **Hvordan måles konsolidering**

Herfindahl-Hirschman-indekset (HHI) er en af måderne, hvorpå man kan vurdere en industris konsolideringsgrad. Dette indeks anvendes ofte af konkurrencemyndigheder, når de skal vurdere overtagelsers mulige påvirkning af en industris markedsdynamik. HHI måler industriens konsolidering med udgangspunkt i markedsandele, samt hvordan disse er fordelt mellem konkurrenterne. En industri med ti lige store aktører vil således have en lavere HHI-score end en industri med ti aktører, der har forskellige markedsandele – og desto større markedslederen er sammenlignet med de andre spillere, desto højere bliver HHI-scoren. Mange af vores selskaber opererer inden for industrier med færre end fem konkurrenter og ofte med markant forskel mellem markedslederens markedsandel og konkurrenternes, hvorfor HHI-scoren i udgangspunktet er i den højere ende af skalaen.

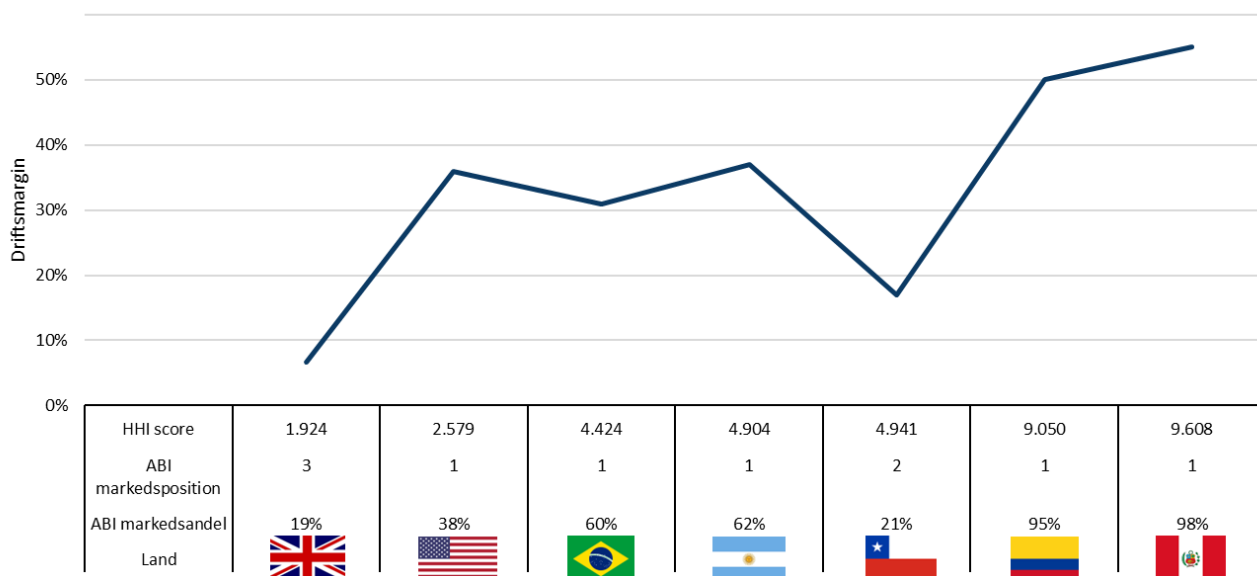
Ved beregning af HHI-scoren opløftes alle konkurrenternes markedsandele i anden potens og lægges herefter sammen. Resultatet anvendes som målestok for en branches konsolideringsgrad. Et ægte monopol med blot 1 enkelt virksomhed vil således have en HHI på 10.000 (markedsandel på 100 procent opløftet til anden potens), mens en branche med 10 lige store konkurrenter vil have en HHI på 1.000 (10 gange markedsandel på 10 procent opløftet i anden potens), og en branche med 1 selskab, der har en markedsandel på 55 procent, og 9 selskaber med en markedsandel på hver 5 procent vil have en HHI på 3.250 (55 opløftet i anden potens plus 9 gange 5 opløftet i anden potens).

En værdi under 1.500 afspejler et konkurrencepræget marked, mens en værdi mellem 1.500 til 2.500 afspejler et moderat koncentreret marked, og en værdi på over 2.500 afspejler et meget koncentreret marked.

En høj HHI er således en positiv markør for et markeds forventeligt mindre irrationelle konkurrencedynamik. En høj HHI-værdi på over 2.500 kan antages at være en god indikator for

højere rentabilitet og kapitalafkast og er således noget, vi søger i forbindelse med vores selskabs- og industrianalyse. Disse udregninger besværliggøres dog af, at vi som udenforstående ikke har adgang til de relevante tal for både markedsandele og rentabilitet på markedsniveau. For nogle brancher foreligger der imidlertid flere markedsdata på enkelte markeder, og disse kan således bruges som eksempel med henblik på at illustrere sammenhængen mellem HHI-værdi og rentabilitet.

### Anheuser-Busch InBev – markeds-koncentration og profitabilitet



Kilde: Sanford C. Bernstein og årsrapporter. ABI er en forkortelse for Anheuser-Busch InBev

Figuren ovenfor viser en række af vores markedsledende bryggeri Anheuser-Busch InBevs markeder i Amerika (som tegner sig for mere end halvdelen af driftsindtjeningen) rangeret efter 1) markedsposition (hvor Anheuser-Busch InBev er markedsleder eller nummer to på alle disse markeder), 2) HHI-værdi (med de laveste HHI-værdier til venstre) og 3) de enkelte markeds indtjening per 100 omsætningskroner. Som det ses på figuren, er der en tæt sammenhæng mellem HHI-værdi og indtjeningsniveau, idet grafens eneste afviger er det marked, hvor Anheuser-Busch InBev ikke er markedsleder. Storbritannien er medtaget for at vise et mindre konsolideret marked, sammenlignet med de amerikanske markeder, hvor det britiske marked målt efter konkurrencemyndighedernes målestok blot er "moderat koncentreret".

Ølindustrien er reelt ikke en global industri, skønt de største bryggerier hver især er til stede på næsten alle kontinenter. Vurderet på forbrugernes præferencer for mærker og typer er industrien meget national eller regional. Den er karakteriseret ved differentierede produkter med høj forbrugerloyalitet samt strukturel vækst i de øverste priskategorier for specialøl. Dette gør sig gældende i såvel udviklingslande som i mere modne ølmarkeder som USA og Vesteuropa. Skalafordele inden for produktion, markedsføring og distribution er markante, og det er således positivt for både brandets styrke og rentabiliteten at være markedsleder. Anheuser-Busch InBev, som er den ubestridte markedsleder på de fleste regionale markeder, hvor industrien som helhed har højest indtjening, er den klart mest rentable aktør med en driftsindtjening på omkring 26 euros per 100 euros i omsætning.

I Nordisk sammenhæng er skadesforsikring ligeledes et godt eksempel på, hvordan industrier med få og rationelle aktører i strukturelt voksende markeder kan resultere i betydelig værdiskabelse. For hvert af de skandinaviske lande udgør de 5 største spillere en betydelig andel af det samlede marked, hvor Danmark er det mindst konsoliderede marked, hvor de 5 største aktører har omkring 65 kroner ud af 100 kroner i præmieindtægter for industrien. I Sverige er det samme tal knap 85 ud af 100, i Norge er det 70 og i Finland mere end 95 euros ud af 100.

Nordisk skadesforsikring er et af verdens mest profitable geografiske områder for forsikringsselskaber, hvis ikke det mest profitable. De største aktører opfører sig rationelt hvad angår at prissætte forsikringsrisici og kæmper ikke unødigt på pris for at vinde markedsandele. Sammen med et løbende fokus på at optimere omkostningsforbruget, så tjener de største nordiske skadesforsikringsselskaber i overkanten af 15 kroner i forsikringsoverskud for hver 100 kroner i præmieindtægter, hvilket næsten er 10 kroner mere for hver 100 kroner, end det ses på tværs af de største europæiske eller amerikanske skadesforsikringsselskaber. Til trods for at denne høje indtjeningsevne skulle kunne tiltrække nye konkurrenter udefra, så er det svært for nye spillere at komme ind, da fastholdelsesgraden er mere end 90 ud af 100 kroner, og omkostningseffektiviteten blandt de større nordiske spillere gør det betydeligt sværere at konkurrere mod dem på pris. Dette gavner såvel Topdanmark som Tryg i vores danske portefølje, ligesom det er gavnende for Sampo, som vi frasolgte fra vores globale portefølje i efteråret. Sampo, der ejer skadesforsikringsselskabet If, er sammen med Tryg de to største aktører i Norden, mens Topdanmark er tredjestørste spiller på det danske skadesforsikringsmarked.

### **Vi ser ud over den kortsigtede støj ...**

Der er mange lavthængende afkast at hente. Uanset markedsforholdene er det nemt at opnå et gennemsnitligt investeringsafkast – man skal bare investere i en indeksfond. Det er også nemt at opnå et afkast, der skiller sig ud fra gennemsnittet – man skal bare afvige fra indeksfonden. Hvis man placerer sine penge på en opsparingskonto, får man et garanteret afkast (som i nominelle tal nu igen er positivt) for en bestemt periode, og hvis man køber statsobligationer med kort løbetid, hvor afkastet ikke er negativt, er det til gengæld meget lavt, fordi det er et meget sikkert papir med en meget lille risiko. Men hvis man stræber efter afkast som *konsekvent er bedre end gennemsnittet over lange perioder* (og det er sikkert din investeringstilgang siden du læser dette årsbrev), så skal man være sig bevidst, at sådanne afkast er vanskeligere at opnå.

For at levere et bedre afkast end gennemsnittet, skal man både investere *anderledes*, men også *bedre*. Og siden vi mennesker jo genetisk er flokdyr, som typisk følger – i det her tilfælde flokken af investorer – så kræver det både mod, vedholdenhed og tålmodighed at være modstridende og afvige fra konsensus. Særligt på den lange bane. Og da markedsuro, usikkerhed og en generel overflod af unyttige informationer konstant rammer os og truer med at lede rationelle og logiske tanker på vildspor, så skal vedholdenheden ledsages af de klassiske investeringsdyder, disciplin og fokus, hvis man skal gøre sig forhåbninger om at gøre det bedre end gennemsnittet.

I 2020 og 2021, som på den korte bane var udfordrende år for vores porteføljer, tog COVID-19 pandemien – og dens afledte effekter på global mobilitet og handel – markedsuroen og usikkerheden til historiske højder. Og i et turbulent 2022 førte uventede og store negative begivenheder, som eksempelvis krigen i Ukraine samt en fortsat voldsom strøm af uvæsentlige kortsigtede informationer, til en irrationel flokmentalitet på de finansielle markeder. Ligesom sirenerne der forsøgte at lokke Odysseus på afveje, ansporede mange såkaldte investeringseksperter flokken til at reagere på de kraftigt stigende energipriser, svingende råvarepriser, høje inflation, stigende renter, udfordringer i forsyningskæden, COVID-nedlukninger, krig i Ukraine, en truende recession og så videre. Da de fleste aktivklasser oplevede betydelige fald, satte frygten ind i markedet, og

bidrog til følelsen af, at man var nødsaget til "i det mindste at gøre bare et eller andet", som et forsøg på at ride stormen af. Denne flokmentalitet betød, at mange løb mod udgangen, og i stor stil solgte ud af deres værdipapirer i bestræbelserne på at komme væk fra alle farerne på de finansielle markeder.

Hos BLS Capital anerkender vi, at der var store udsving på de finansielle markeder i 2022, og at de informations- og begivenhedsdrevne støjniveauer var ganske høje. Vi er også klar over, at den korte bane altid har været præget af udsving og uforudsigelighed, hvilket må antages at være et grundvilkår i en omskiftelig verden. Inflation og renter går op og ned, recessioner kommer og går, pandemier vil opstå (dog forhåbentlig ikke i det næste århundrede) og blive slået ned, og krige vil desværre begynde og slutte. Det er triste kendsgerninger, som vi dog føler os overbeviste om er en uundgåelig del af den verden vi lever i, og som derfor fortsat vil have indflydelse på de afkast vi som investorer kan opnå på den korte bane.

For dem som måtte ligge inde med en makroøkonomisk, geopolitisk og markedspsykologisk krystalkugle, giver ovenstående muligheder for at slå markedsafkastet gennem vel-timedede omfordelinger af investeringer mellem geografiske markeder, sektorer og investeringsformer. Vi har ikke sådan en krystalkugle, og vi har generelt ingen særlige fordele i forhold til at kunne forudse makroøkonomiske og geopolitiske begivenheder. Derfor brugte vi i 2022 ikke tid på at ...

... omlægge vores porteføljer, så de afspejlede de aktuelle makroøkonomiske forhold

... spekulere i den geopolitiske udvikling og dens tidsmæssige perspektiver eller

... justere vores porteføljer i forhold til populære tendenser som afspejlet i benchmarks og udvikling på sektorplan.

### **... og holder os til vores værdiansættelsesbaserede udvælgelse af aktier ...**

Vi brugte i stedet 2022 på mere velkendte aktiviteter. Med udgangspunkt i vores investeringsfilosofi analyserede og fulgte vi selskaberne i vores investeringsunivers og brugte året på at sikre os, at vores porteføljer fortsat består af attraktivt prisfastsatte aktier i nøje udvalgte høj kvalitetsselskaber, som opfylder vores investeringskriterier. I vores fortsatte stræben efter "anderledes og bedre" langsigtede afkast fortsatte vi således vores disciplinerede udvælgelse af enkeltaktier, som vi har gjort det siden opstarten af BLS Capital for snart 15 år siden, i starten af 2008.

Hos BLS Capital udvælger vi aktier med udgangspunkt i to grundtanker.

For det første er vi langsigtede investorer, og det er fortsat vores passion og formål at investere i markedsledende selskaber inden for koncentrerede industrier med holdbar pricing power, høje indtjeningsmarginale, høje afkast på den investerede kapital, stabile og forudsigeligt voksende frie pengestrømme, lav eller ingen gæld og kompetente ledelser med veldokumenterede og disciplinerede kapitalallokeringshistorikker. Som nærmere beskrevet i tidligere investorbreve drives de langsigtede afkast, vi som investorer opnår ved at investere i aktier, primært af den indtjeningsvækst, som et selskab kan levere over længere tid. Vores investeringsunivers omfatter omkring 200 selskaber, som opfylder vores investeringskriterier, hvilket blandt andet udmønter sig i, at de har udsigt til årtier med tocifret indtjeningsvækst, hvor nærmest hele indtjeningen bliver konverteret til frie pengestrømme. Vores investeringsunivers er den bruttopulje, som vi udvælger vores aktier fra.

For det andet følger vi en disciplineret værdiansættelsesproces, når vi afsøger investeringsuniverset med henblik på at sikre, at det kun er universets mest attraktivt prisfastsatte aktier, som får plads i vores porteføljer. Denne del af udvælgelsesprocessen forbedrer vores afkastmuligheder, da den

sikrer, at det langsigtede afkastpotentiale, der knytter sig til den stabile og forudsigelige underliggende vækst i indtjening og pengestrømme, suppleres af potentiale i forbindelse med den skæve prisfastsættelse, som med jævne mellemrum forekommer på aktiemarkedet.

### **... og drager fordel af mulighederne for “tidshorizontarbitrage”**

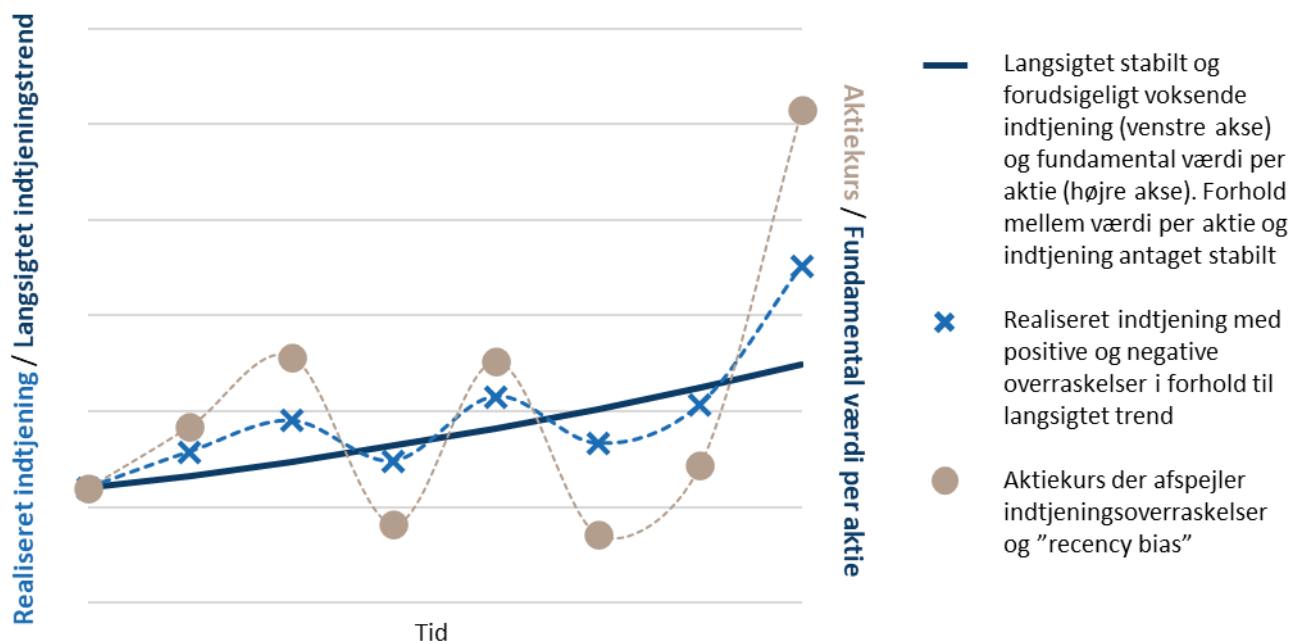
Mens kortvarige ændringer i markedsstemningen og konjunkturbestemte makroøkonomiske begivenheder ikke påvirker vores investeringsfilosofi eller vores investeringsunivers, har de dog betydning for, hvor store og hvor attraktive muligheder der er for udvælgelse af enkeltaktier på baggrund af prisfastsættelsen.

Skønt selskaberne i vores investeringsunivers er kendetegnet ved at være stabilt og forudsigeligt voksende, vil disses driftsindtjening og pengestrømme fra tid til anden blive markant påvirket på den korte bane af større makroøkonomiske begivenheder, som vi har set de seneste år med eksempelvis forstyrrelser i de globale forsyningskæder, omfattende nedlukninger på grund af COVID-19 og historisk høj inflation.

Det psykologiske fænomen “recency bias” betyder, at den menneskelige psyke har en tendens til at ekstrapolere vores seneste erfaringer for langt og for kraftigt ud i fremtiden. Når et selskabs overskud skuffer på kort sigt, reagerer aktiemarkedet automatisk ved også at nedjustere forventningerne til fremtidige overskud – også selvom den kortsigtede skuffelse tydeligvis er forårsaget af forbigående begivenheder som eksempelvis en COVID-nedlukning. Når de kortsigtede vækstforventninger nedjusteres, falder også den pris, som aktiemarkedet er villig til at betale for en overskudskrone. Et for kraftigt nedsat prisskilt på en for kraftigt nedjusteret indtjeningsforventning bevirker, at aktiekursen overreagerer i nedadgående retning i forhold til den midlertidige indtjeningsnedgangs reelle påvirkning af selskabets langsigtede fundamentale værdi (og omvendt ved positive indtjeningsoverraskelser). Og når aktiekurserne for selskaberne i vores investeringsunivers bevæger sig længere væk fra den grundlæggende langsigtede værdi, skaber det flere og mere attraktive aktieudvælgelses-muligheder for BLS Capital. Vi tror fortsat på, at reel og varig værdiskabelse sker over længere tid, og vi hilser det derfor velkomment, når aktiemarkedets kortsigtede fokus bevirker, at vores langsigtede fokus går imod strømmen, og at vi kan udnytte det til at udøve det vi kalder “tidshorizontarbitrage”.



## Tidshorizontarbitrage – Et illustrativt eksempel



Kilde: BLS Capital

Med flere og større makroøkonomiske udsving, der skabte flere og større udsving end sædvanligt i markedspriserne, bød 2022 på flere muligheder for tidshorizontarbitrage end normalt. Det førte til, at vi tilføjede otte høj kvalitetsselskaber med stabilt og forudsigeligt voksende pengestrømme til vores globale portefølje samt et til vores danske portefølje, da deres prisfastsættelser var blevet tilstrækkeligt attraktive i forhold til deres fundamentale langsigtede værdier. Det er noget over vores normale tilgang af selskaber, men vi begejstres som altid af vores porteføljeselskabers langsigtede indtjeningspotentiale, og vi er meget tilfredse med de tilføjelser, som vi fik mulighed for at foretage på baggrund af udsvingene i aktiekurserne i 2022. Alle nye selskaber blev købt til aktiekurser, der lå 20 til 45 procent under deres kurser ved indgangen til 2022.

I andet halvår 2022 geninvesterede vi som tidligere nævnt i elevatorselskabet Kone. Vi købte aktierne til en kurs, der lå omkring 20 procent under den kurs, vi solgte til i andet halvår 2019, hvor den kortsigtede udvikling i nysalget var kraftigt påvirket af Kinas COVID-restriktioner. Eftersom det langsigtede strukturelle behov for elevatorer i en stadig mere urbaniseret verden ikke har ændret sig, må denne opbremsning på alle måder antages at være forbigående. Endvidere er Kones værdi koncentreret i serviceforretningen, som udgør omkring 70 procent af selskabets indtjening og er den primære kilde til frie pengestrømme og stabil vækst. Kundefastholdelsesgraden i serviceforretningen er på over 90 procent, og der er lovkrav om vedligeholdelse af elevatorer, hvilket betyder, at forretningen er uafhængig af det makroøkonomiske miljø. Desuden reguleres prisen på servicekontrakter i mange regioner i takt med ændringer i forbrugerprisindekset og genforhandles ellers som regel på årlig basis, hvilket betyder, at pengestrømmene er beskyttet mod inflation. Omsætningsvæksten fortsatte i 2022, og vi forventer, at omsætningen fremover vil blive positivt påvirket af den højere inflation, samtidig med at antallet af elevatorer i servicebogen forventes at vokse med omkring 5 procent om året som hidtil. Vi er glade for, at de kortsigtede bekymringer omkring det kinesiske nysalgsmarked gav os mulighed for igen at blive medejere af Kone til en attraktiv kurs.

I februar fik Experian sin debut i porteføljen, og i løbet af foråret fik vi med afsæt i vores langsigtede investeringstilgang mulighed for at udbygge positionen. Omkring årsskiftet udløste stigende bekymringer omkring en global vækstafmatning markante kursfald blandt mange vækstaktier, hvor der ikke syntes at være særlig fokus på forskellene mellem de underliggende forretningers kvalitet. I begyndelsen af februar, hvor Experians største konkurrent, amerikanske Equifax, meldte om en markant afmatning i den hjemlige realkreditforretning, fik det frygten for en negativ konjunkturpåvirkning til at eskalere og Experians aktiekurs til at falde yderligere. Forretning i relation til realkredit udgør dog kun omkring 3 procent af Experians omsætning (mod omkring 20 til 25 procent af Equifax'), og selvom Experians kreditvurderingsforretning er karakteriseret ved en vis grad af konjunkturfølsomhed, er omsætningen fra Experians beslutningstagningsværktøjer og henvisninger af kunder modstandsdygtig over for konjunkturudsving og har endda visse kontracykliske træk. Experians omsætning er vokset organisk gennem alle tidligere økonomiske nedgangsperioder, og skønt der må forventes en vis konjunkturrefekt på den korte bane, vil dette ikke påvirke Experians forretning på længere sigt. Takket være sine betydelige frie pengestrømme kan Experian fortsætte de langsigtede investeringer i vækst og effektiviseringer under alle økonomiske forhold. Og med udgangspunkt i selskabets fleksible omkostningsbase kan Experian sikre, at driftsmarginerne fortsat stiger støt. Markedets kortsigtede overreaktion på begivenheder, som vi forventer vil have lille eller ingen påvirkning på værdien af Experians forretning på længere sigt, åbnede således en mulighed for, at vi kunne være tidshorizontkontrære og tilføje verdens førende udbydere af datatjenester relateret til forbrugercredit til vores globale portefølje.

I vores danske portefølje blev vi i første halvår igen medejere af IT-konsulenthuset Netcompany, hvor vi købte aktierne omkring 10 procent lavere, end vi havde solgt dem i sensommeren 2020. Dette til trods for, at forretningen efter vores vurdering står med en højere indtjeningsevne i dag og således er blevet mere attraktivt prissat som følge af kursudviklingen. Integrationen af opkøbte Intrasoft forløber planmæssigt, og synergierne med den øvrige forretning materialiserer sig i form af vundne udbud baseret på forretningernes komplementære kompetencer. Behovet for øget digitalisering i såvel det private – som det offentlige europæiske marked – er uændret stort. Vi forventer derfor, at Netcompany vil fortsætte med at vinde en betydelig andel af udbudte projekter. Gennem 2022 gjorde forhøjet sygefravær det ekstra udfordrende for Netcompany at levere sine projekter til tiden, og da bekymringerne var på deres højeste faldt aktiekursen betydeligt. Som forventet blev Netcompanys ansatte raske igen, og på trods af den udfordrende periode nåede selskabet dets mål for 2022. Vi glæder os over, at de kortsigtede bekymringer gav os lejlighed til at tilkøbe yderligere aktier til vores danske portefølje til endnu mere fordelagtige priser. Netcompany har haft et turbulent år, og aktiekursen har ikke udviklet sig i tråd med værdiskabelsen i selskabet. Men så længe selskabet fortsætter med at øge sin indtjening på driften og levere på sine finansielle og strategiske målsætninger og muligheder, så vil værdiansættelsen på aktiemarkedet komme til at afspejle de fundamentale værdier i selskabet. Fremtiden ser lys ud for vores ledende danske IT-konsulenthus.

Ligesom i alle tidligere år afveg vores aktievalg betydeligt fra de fleste andres i 2022, og vores porteføljes fællestræk med aktieindeks for "Verden", Værdi-, Vækst- og Kvalitetsfaktorerne og alle andre indeks, var fortsat begrænsede. "Aktiv andel" er et mål for, hvor meget en portefølje adskiller sig fra et givent benchmark. En aktiv andel på 100 procent betyder, at porteføljen ikke har noget tilfælles med benchmarket, hvorimod en aktiv andel på 0 procent betyder, at porteføljen er et spejlbillede af det pågældende benchmark. Vores globale porteføljes aktive andel i forhold til MSCI AC World-indekset er fortsat høj på 93 procent, skønt den faldt fra 96 procent, da vi købte aktier i Microsoft, fordi prisfastsættelsen endelig nåede et niveau, hvor vi kunne være med. Vores danske porteføljes aktive andel i forhold til OMX Copenhagen Capped på 67 procent er ligeledes høj omend

lavere end den globale porteføljes, idet det mest sammenlignelige indeks består af relativt færre selskaber.

Disciplineret forfølgelse af vores investeringsfilosofi får os til at skille os ud fra flokken.

### Vi vil blive ved med at skille os ud

Siden opstarten for 15 år siden, har vi nøje og uden afvigelser fulgt vores investeringsfilosofi og -proces. I kraft af vores markant anderledes investeringsbeslutninger har vi leveret afkast, som adskiller sig betydeligt fra markedsgennemsnittet.

Hos BLS Capital har vi holdt fast i de kvalitetsselskaber, som vi har udvalgt gennem årene. Fire af de selskaber, som vi har haft i længst tid i den globale portefølje er kreditvurderingsvirksomheden Moody's, luksusvare-koncernen LVMH, forhandleren af reservedele til biler, AutoZone og betalingsnetværket Mastercard. Første gang vi købte aktier i disse selskaber var i henholdsvis maj 2009, december 2010, maj 2011 og december 2011. Siden dengang har de leveret afkast på henholdsvis 1.225 procent, 681 procent, 1.065 procent og 1.143 procent, i danske kroner når man inkluderer geninvesterede udbytter.

### Indtjeningsvækst og afkastudvikling siden første investering

BLS Globale Aktier	Gns. årlig EPS-vækst	År med faldende indtjening	Gns. årligt afkast	Gns. årligt markedsafkast	Forskel
Moody's	11,5 %	2009, 2022	18,9 %	9,4 %	9,5 %
Moody's indtil 2021	15,8 %	2009	23,7 %	11,9 %	11,8 %
LVMH	16,9 %	2015, 2020	18,6 %	9,3 %	9,3 %
AutoZone	18,7 %	Ingen	20,7 %	7,2 %	13,5 %
Mastercard	18,3 %	2020	23,4 %	9,0 %	14,4 %

Kilde: BLS Capital, Bloomberg og årsrapporter

Note: Moody's indtil 2021 er baseret på beregninger fra første investering til 31/12/2021. Alle indtjeningstal i rapporteret valuta og alle afkast i lokal valuta

I BLS' danske portefølje er 4 af de længst ejede selskaber speditøren DSV, softwareselskabet SimCorp, medicoselskabet Coloplast og medicinalsekskab Novo Nordisk, som siden de første investeringer i 2008 har givet henholdsvis 1.091 procent, 570 procent, 1.250 procent og 1.755 procent i afkast, når man inkluderer geninvesterede udbytter.

### Indtjeningsvækst og afkastudvikling siden første investering

BLS Danske Aktier	Gns. årlig EPS-vækst	År med faldende indtjening	Gns. årligt afkast	Gns. årligt markedsafkast	Forskel
Novo Nordisk	15,8 %	Ingen	21,7 %	9,4 %	12,3 %
DSV	19,3 %	2009	18,2 %	9,4 %	8,8 %
SimCorp	10,0 %	2009, 2010, 2022	13,7 %	9,4 %	4,3 %
Coloplast	19,7 %	Ingen	19,1 %	9,4 %	9,7 %

Kilde: BLS Capital, Bloomberg og årsrapporter

Note: Alle indtjeningstal i rapporteret valuta og alle afkast i lokal valuta

Ovenstående vidner om det afkastpotentiale, man får ved at investere i attraktivt prisfastsatte selskaber inden for koncentrerede industrier med pricing power, høje marginer, høje afkast på den investerede kapital, stabile og forudsigeligt voksende frie pengestrømme, lav eller ingen gæld og kompetente ledelser.

Når vi kigger fremad, er vi ligeledes begejstrede over afkastudsigterne for vores porteføljeselskabers attraktivt prisfastsatte aktier. Som erklærede fortalere for en grundig og fundamental investeringstilgang, hvor vi har fokus på de enkelte selskaber og deres langsigtede driftspotentiale, vil vi hilse perioder med store udsving og betydelig usikkerhed velkommen og med glæde udnytte de medfølgende muligheder for at øge vores forventede langsigtede risikjusterede afkast. At udnytte disse muligheder i markedet er nemlig en fasttømret del af vores jagt efter de langsigtede attraktive risiko-justerede afkast. Vi forventer at fortsætte med at være markant anderledes omkring både vores investeringer, og de resultater vi leverer – sammenlignet med den gennemsnitlige investor i markedet.

### **Vi er optimistiske omkring fremtiden**

For første gang siden 1999 forventer den gennemsnitlige strateg ifølge Bloomberg, at aktiemarkedet vil falde i det kommende år. På trods af markedets bekymringer om høj inflation, stigende renter, betydelig geopolitisk uro, historisk lav forbrugertillid og en lurende recession ser vi fortsat lyst på fremtiden.

Vores investeringsfilosofi har ikke ændret sig, siden vi stiftede BLS Capital i 2008, og vi er fortsat langsigtede medejere af stærke, rentable, veldrevne og forudsigeligt voksende markedsførende selskaber. Vores portefølje består af høj kvalitetsselskaber, som har en gennemsnitsalder på omkring 100 år, og som har vist deres værd under snart sagt alle slags økonomiske forhold. De resultater, de har opnået i 2022, er et vidnesbyrd om deres modstandsdygtighed og driftsmæssige styrker, og deres fortsatte investeringer i langsigtet vækst understreger de kompetente ledelsers urokkelige fokus på at beskytte og øge værdierne.

Som den sidste større region i verden opretholdt Kina sine COVID-restriktioner i 2022. Mod slutningen af året tog centralregeringen dog en række skridt mod at genåbne Kina, hvilket tyder på, at vi nærmer os en normalisering. De af vores selskaber, der er eksponeret mod Kina, er gunstigt positioneret til at drage fordel af dette, da de har styrket deres langsigtede rentabilitet og deres aktiviteter i Kina yderligere i 2022.

Pricing power, vækst, omkostningsstyring, stærke marginer, markedsførende positioner, kapitallette forretningsmodeller, lav gældsætning, fornuftig kapitalallokering og kompetente ledelser vil altid være i højsædet hos BLS Capital. I lyset af porteføljernes afkast på den investerede kapital på henholdsvis 46,4 procent for den globale portefølje og 28,1 procent for den danske, har vi fortsat tiltro til vores selskabers høje kvalitet og deres evne til at øge indtjeningen og de frie pengestrømme med i omegnen af 10 procent om året på langt sigt. Vi tror fuldt og fast på, at vores porteføljer er gunstigt positioneret til fortsat at skabe attraktive langsigtede driftsresultater, og med frie pengestrømsrenter på henholdsvis 5,5 procent for den danske portefølje og 4,8 procent for den globale portefølje, ligger værdiansættelserne under det historiske gennemsnit og på et langsigtet attraktivt niveau for os og vores medinvestorer. Vi ser således optimistisk på de kommende år.

På vegne af BLS Capital

Anders Lund  
Partner og porteføljeforvalter

Peter Bundgaard  
Partner og porteføljeforvalter

## **Ansvarsfraskrivelse**

Dette årsbrev ("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.