

Halvårsbrev 2022

Kapitalforeningen BLS Invest

Klampenborg, august 2022

Kære Medinvestor

Høj og stigende inflation, stigende renter, fortsatte udfordringer i de globale forsyningskæder, en pandemi, der endnu ikke er overstået og fortsat hærger i Kina, krig, betydelig geopolitisk uro og historisk lav forbrugertillid – første halvår 2022 var i den grad præget af usikkerhed og begrænset sigtbarhed for samfund, økonomier og virksomheder verden over.

Efter flere måneder med stigninger nåede den amerikanske inflation i juni 2022 op over 9 procent. Det er det højeste niveau siden slutningen af 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne, og evnen til at beskytte købekraftsværdien af pengestrømme og kapital er blevet et væsentligt fokusområde for virksomhedsledere på tværs af brancher og regioner. I BLS Capital har vi igennem mere end et årti med stor omhu indbygget inflationssikring i vores porteføljer. Senere i dette halvårsbrev kommer vi nærmere ind på, hvordan vores porteføljer er stærkt positionerede til at skabe værdi for os og vores medinvestorer, selv i perioder med høj inflation. Dette takket været selskabernes betydelige pricing power (forstået som evnen til at hæve sine salgspriser i takt med inflationen eller mere), høje indtjeningsniveauer, høje afkast på den investerede kapital og lav eller ikke-eksisterende gæld.

I slutningen af første halvår 2022 begyndte frygten for en recession at spire frem blandt investorer. Frygten var især afledt af den høje og stigende inflation, de stigende renter og den rekordlave forbrugertillid. Vi ved ikke, hvordan verdensøkonomien kommer til at udvikle sig, og vi baserer ikke vores investeringsbeslutninger på makroøkonomiske forudsigelser. Vi holder os til vores investeringsfilosofi og investerer i markedsledende højkvalitetsselskaber med solide markedspositioner, stærke brands, robust indtjening, konservative balancer og forudsigeligt stabilt voksende frie pengestrømme. Vores selskaber har i gennemsnit eksisteret i 100 år, og de har klaret sig igennem adskillige recessioner. Et tilbageblik på recessionen i forbindelse med den globale finanskrise i 2007 til 2009 bekræfter os i, at vores porteføljer er robuste og modstandsdygtige. Recessioner kommer i mange afskygninger, men fælles for dem er, at få selskaber slipper uberørt gennem. Vi er dog overbeviste om, at vores porteføljer af nøje udvalgte selskaber vil fortsætte deres solide strategiske og driftsmæssige eksekvering og derigennem levere langsigtede, konkurrencedygtige afkast, uanset hvordan verdensøkonomien arter sig på den korte bane.

Trods markedsuroen har vores selskaber fortsat leveret solide driftsresultater i første halvår 2022. Vi noterede os med tilfredshed, at vores selskaber fortsatte eksekveringen af deres langsigtede strategiplaner, alt imens de leverede solide drifts- og bundlinjeresultater og således kunne styrke deres markedspositioner yderligere og øge deres frie pengestrømme. En stabil, forudsigelig indtjeningsvækst er fortsat en af grundpillerne i vores investeringsfilosofi, og som vi beskriver senere i dette halvårsbrev, en væsentlig drivkraft bag langsigtede aktieafkast.

Ved indgangen til andet halvår 2022 har vi fortsat en uændret og stærk tiltro til vores investeringsstrategi. Vi forventer fortsat, at vores selskaber på lang sigt vil levere en årlig vækst i indtjening og frie pengestrømme på 10 procent med en lav driftsmæssig risiko, et højt afkast på den investerede kapital, en lav gældsætning og en høj konvertering af overskud til frie pengestrømme.

Afkast

BLS Invest afdeling Globale Aktier KL opnåede i første halvdel af 2022 et negativt afkast på 7,6 procent, og siden opstarten den 30. september 2008 var det gennemsnitlige årlige afkast således 13,0 procent. I samme periode har det globale aktiemarked, MSCI AC World, haft et gennemsnitligt årligt afkast på 9,4 procent. En investering i afdeling Globale Aktier KL på 100.000 kroner ved afdelingens opstart ville derfor være blevet til 539.723 kroner ved udgangen af første halvår, mens det globale aktiemarked ville have forrentet samme investering til 345.409 kroner. Alle afkast er inklusive geninvesterede udbytter, og for afdelinger i BLS Invest også efter *alle* omkostninger.

BLS Invest afdeling Globale Aktier Akk., der har samme porteføljesammensætning som ovenstående afdeling, opnåede gennem første halvår et negativt afkast på 7,5 procent. Siden opstarten af afdeling Globale Aktier Akk. den 28. november 2014, har afdelingen haft et årligt afkast på 12,6 procent, mens det globale aktiemarked i samme periode har haft et årligt afkast på 9,0 procent.

BLS Invest afdeling Danske Aktier KL var den første afdeling i BLS Invest, og den havde sin opstart den 26. februar 2008. Ved udgangen af juni 2022 var afkastet for halvåret på -16,3 procent, og siden opstarten i 2008 er det gennemsnitlige årlige afkast på 11,6 procent efter *alle* omkostninger. Det danske aktiemarked, opgjort ved OMX Copenhagen Capped, har i samme periode haft et årligt afkast på 9,4 procent. En investering på 100.000 kroner ved afdelingens opstart ville således være blevet til 484.116 kroner ved udgangen af juni 2022, mens det af OMX Copenhagen Capped ville være forrentet til 363.038 kroner.

Den nyeste afdeling i BLS Invest er afdeling Danske Aktier Akk., der havde sin opstart i februar 2020. Afdeling Danske Aktier Akk. har samme porteføljesammensætning som den ovenstående danske afdeling. I første halvår af 2022 var afkastet i Danske Aktier Akk. på -16,3 procent, og siden opstarten har afdelingen haft et gennemsnitlig årligt afkast på 6,7 procent.

Da vores fokus ligger på det absolutte afkast fremfor det relative, vil vi aldrig være tilfredse med et negativt afkast. Vi mener dog fortsat, at afdelingernes langsigtede afkast lever op til vores målsætning om at skabe langsigtede attraktive absolutte afkast efter alle omkostninger, som over tid ligger over de generelle markedsafkast. Afdelingerne i foreningen har ingen benchmark, men vi har valgt at sammenligne levetidsafkastene med de bredest anvendte aktieindeks, MSCI AC World-indekset og OMX Copenhagen Capped, der er de indeks, der bedst kan sammenlignes med vores investeringsuniverser. Historiske afkast er ikke nogen garanti for fremtidige afkast, men vi fastholder vores filosofi, strategi og proces i vores fortsatte arbejde for at leve op til den tillid, som vores medinvestorer viser os.

Hvor kom kursudviklingen fra?

I afdelingerne for danske aktier kom de højeste afkast (inklusive geninvesterede udbytter) i halvåret fra ejendomsselskabet Jeudan, holdingselskabet U.I.E. (hvis driftsaktiv er United Plantations, der driver palmeolieplantager i Malaysia og Indonesien) og markedslederen indenfor fedme- og diabetesbehandling Novo Nordisk med henholdsvis 16, 15 og 8 procents afkast i danske kroner. De laveste afkast var hos det nordiske online-stormagasin Boozt, speditøren DSV og medicoselskabet Coloplast med kursfald på henholdsvis 65, 35 og 29 procent.

Vi udnyttede kursfaldet i Boozt til at øge vores eksponering mod den nordiske markedsleder. I løbet af første halvår påvirkede det dramatiske skifte i forbrugertilliden også Boozt, men i takt med at de kortsigtede markedsforhold er blevet barskere, har Boozt demonstreret sin operationelle styrke og vundet væsentlige og profitable markedsandele. Med afsæt i selskabets historisk høje gennemsnitlige ordreværdi og unikke position på tværs af attraktive produktkategorier er vi fortsat optimistiske omkring udsigterne for selskabets langsigtede indtjening og frie pengestrømme. Med baggrund i moderate vækstforventninger på 10 til 15 procent for 2022 (mod mere end 30 procent for 2021) og normaliserede investeringer og pengebindinger i varelagre er Boozt værdiansat til en attraktiv fri pengestrømsrente på over 5 procent.

Vores ejerandel i DSV blev ligeledes øget i første halvår. DSV fortsætter med at vinde markedsandele både organisk og via hurtigt og velintegrerede opkøb, og den konstante optimering af selskabets platform sikrer, at overskuddet fra driften vokser endnu hurtigere end omsætningen. Vi forventer, at de historisk gunstige markedsforhold for speditører med høje fragtrater og knaphed på kapacitet vil normaliseres, men vi forventer også, at DSV vil fortsætte med at tage markedsandele og effektivisere sin drift. I vores optik afspejlede den negative kursudvikling ikke den forventede udvikling i selskabets frie pengestrømme, hvorfor vi glædeligt øgede vores ejerandel til attraktive priser.

De øgede ejerandele i Boozt og DSV samt tilkøbet af Netcompany til porteføljen blev blandt andet finansieret ved en reducere af vores ejerandele i nichebanken Ringkjøbing Landbobank og skadesforsikringsselskabet Topdanmark. Dette skete på baggrund af forholdsvis stærk aktiekursudvikling, hvorefter afkastpotentialer vurderedes højere i andre selskaber.

Når vi ser på de enkelte selskaber i vores globale portefølje, kom de højeste afkast (inklusive geninvesterede udbytter) i første halvår fra vores asiatiske bryggeri Budweiser Brewing Company, også kaldet Budweiser APAC (26 procent målt i danske kroner), sodavandsproducenten Coca-Cola (19 procent ved frasalget) og det Macau-baserede kasino Galaxy Entertainment Group (17 procent ved frasalget). Porteføljens laveste afkast stod det nordiske online-stormagasin Boozt (-65 procent), den britiske formuerådgiver St. James's Place (-34 procent) og sportsbrandet adidas (-32 procent) for.

I de globale porteføljer øgede vi vores langsigtede ejerandel i St. James's Place, da selskabets svage kursudvikling stod i skarp kontrast til den underliggende driftsudvikling hos vores markedsledende britiske formuerådgiver. Tilgangen af ny kapital ligger fortsat på næsten 8 procent af den rådgivne formue i 2022, et årligt niveau svarende til 11 milliarder britiske pund.

Kundefastholdelsesgraden er fortsat særdeles attraktiv på over 96 procent (svarende til at hvert engelske pund bliver 25 år i forretningen), og reduktionen i den samlede rådgivne formue som følge af generelt svag kursudvikling på aktier, obligationer og andre aktiver anser vi som en del af den forventelige kortsigtede volatilitet, hvis værdieffekt løbende fortoner sig på selskabets mangeårige vækstrejse. St. James's Place leverer fortsat stabile, forudsigelige og langsigtet voksende frie pengestrømme, og vi ser ingen grund til at ændre vores syn på selskabets langsigtede vækstperspektiver. Vi forventer således en årlig vækst i frie pengestrømme og udbyttebetalinger på mere end 15 procent, og vi finder den nuværende værdiansættelse med en fri pengestrømsrente på over 5 procent attraktiv.

Vi har fortsat en betydelig eksponering mod forbrugsselskaber i vores globale portefølje, og vi mener at have identificeret attraktive langsigtede investeringer med udgangspunkt i vores definition af solidt positionerede højkvalitetsselskaber med kompetente ledelser, der fokuserer på økonomisk værdiskabelse. Vi har udnyttet den svage kursudvikling blandt forbrugsselskaberne til at øge vores medejerskab af sportsbrandet adidas, bilreservedelsforhandleren AutoZone, luksuskonglomeraterne LVMH og Kering samt Boozt, samtidig med at vi har tilføjet sportsbrandet Nike og kaffekæden Starbucks til vores globale portefølje. Vi har ligeledes investeret i to IT-selskaber, nemlig softwareudvikleren af ressourceplanlægningsystemer, SAP og SimCorp, som udvikler porteføljestyringssoftware. Disse selskabers kursudvikling afspejler ikke forretningernes iboende stabilitet og flerårige vækstpotentiale, hvor begge selskaber fremviser en høj tilbagevendende omsætning og høje kundefastholdelsesgrader, hvilket styrker vores tiltro til deres fremtidige frie pengestrømme og samtidig begrænser den driftsmæssige risiko.

Efter flere års svage resultater klarede Value-faktoren sig bedst i første halvår med et afkast på -5 procent i danske kroner (baseret på MSCI's aktieindeks). Til sammenligning gav investeringsfaktorerne Kvalitet og Momentum et afkast på -18 procent, mens Vækst gav et afkast på -22 procent. Value-faktoren var i høj grad positivt påvirket af den imponerende kursudvikling i energisektoren, som vi ikke er eksponerede imod i vores porteføljer.

Regionalt set gav alle større MSCI-indeks negative afkast i omegnen af 14 procent målt i danske kroner og inklusive geninvesterede udbytter. Udviklingslande (Emerging Markets) og nye udviklingslande (Frontier Markets) faldt knap så meget som udviklede lande (Developed Markets; MSCI World, MSCI North America og MSCI Europe). Faldende aktiekurser har været et gennemgående tema på tværs af de fleste sektorer, og kun energiselskaberne leverede positive absolutte afkast (25 procent målt i danske kroner). Forbrugsgoder og IT leverede de laveste afkast (-23 procent i danske kroner).

I halvåret 2022 var det ikke kun aktier, der oplevede kursfald. De stigende renter pressede virksomheds- og statsobligationer ned på grund af stigende diskonteringsrenter. En lavere likviditet har reduceret risikovilligheden, og investorer har trukket sig fra de mere spekulative områder af markedet, herunder kryptovalutaer og såkaldte meme-aktier. Private equity er fortsat blandt de aktivklasser, hvis markedsværdier er mindst påvirkede. Det giver anledning til at stille spørgsmålet: Bør et selskabs fundamentale værdi afhænge af, om dets aktier er børsnoterede eller ej? Det mener vi ikke, at den bør.

Vi investerer i højkvalitetsselskaber på baggrund af en stringent "bottom-up"-tilgang, hvor hvert enkelt selskab håndplukkes uden at tillægge et selskabs region eller sektor nogen værdi. Vi vurderer heller ikke selskaber på baggrund af "faktorer", som vi generelt anser for at være en betydningsløs akademisk definition. Vi søger højkvalitetsselskaber med forudsigelig og stabil vækst i frie pengestrømme, som vi kan investere i til priser, der ligger under deres fundamentale værdi.

Vi går ofte imod strømmen og øger vores medejerskab, når andre investorer ser negativt på et høj kvalitetsselskab – og omvendt vil vi tendere mod at begrænse vores ejerskab, når populariteten stiger og kurserne løber foran udviklingen i pengestrømmene.

Status på porteføljen

Når vi måler, hvordan vores porteføljeselskaber lever op til vores udvælgelseskriterier, bruger vi nogle bestemte nøgletal. Trofaste læsere vil have bemærket, at disse nøgletal går igen i vores års- og halvårsbreve. Disse nøgletal er "afkast på den investerede kapital (RoIC)", som er vores primære nøgletal for kvalitet, "nettogæld i forhold til driftsindtjening før afskrivninger", som måler balancens styrke, og endelig "den frie pengestrømsrente", som er det primære nøgletal, når vi vurderer værdiansættelsen.

BLS Globale Aktier	2019	2020	2021	1H2022
RoIC	49,1%	45,6%	43,1%	42,5%
Nettogæld / Driftsindtjening før afskrivninger	0,2	0,7	0,4	0,5
Frie pengestrømsrente	4,5%	4,3%	4,3%	4,8%

BLS Danske Aktier	2019	2020	2021	1H2022
RoIC	27,6%	23,7%	30,7%	29,2%
Nettogæld / Driftsindtjening før afskrivninger	0,2	0	-0,7	0,1
Frie pengestrømsrente	4,3%	4,5%	4,0%	5,0%

Kilde: BLS Capitals beregninger, FactSet og årsregnskaber

RoIC er en forkortelse for "return on invested capital", altså afkast på den investerede kapital.

Nettogæld / Driftsindtjening defineres som et selskabs udestående gæld fratrukket kontanter i forhold til indeværende års driftsindtjening før afskrivninger.

Den frie pengestrømsrente defineres som forventede årlige frie pengestrømme i forhold til et selskabs markedsværdi.

Som det fremgår af tabellen, er kvaliteten af vores porteføljer fortsat høj takket være de enkelte selskabers høje kvalitet, og tabellerne viser ligeledes, at dette også har været tilfældet historisk. Vores selskabers balancer er fortsat robuste med begrænset eller ingen gæld, og de er fortsat attraktivt priset målt på den frie pengestrømsrente. Vores vurdering af kvalitet er derudover baseret på selskabernes *pricing power*, omkostningsmæssige fleksibilitet og andre mindre kvantificerbare variabler som eksempelvis ledelsens kompetencer og incitamentsstrukturer. Vi inddrager også andre kvantitative mål, herunder hvor attraktive dynamikkerne er på de markeder selskaberne befinder sig på samt styrken af selskabernes markedspositioner. Ovenstående tabeller giver et overblik over vores porteføljer, som er let at sammenligne over tid.

Ændringer i porteføljerne

Sammensætningen af vores porteføljer ændrer sig løbende, eksempelvis når vi afhænder et selskab, køber os ind i et andet eller justerer størrelsen på vores eksisterende ejerandele. I perioder med svingende aktiekurser, som det var tilfældet i første halvdel af 2022, er vi typisk mere aktive i vores omallokering af kapital, da antallet af høj kvalitetsselskaber på tilbud ofte vil være højere end normalt.

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. Gennem pandemien har forhøjet sygefravær gjort det ekstra udfordrende for Netcompany at levere sine projekter til tiden, men i starten af andet halvår 2022 er sygefraværet på vej mod en normalisering.

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, at Netcompany vil fortsætte med at vinde en betydelig andel af udbudte projekter, og fremtiden ser derfor lys ud for vores ledende danske IT-konsulenthus.

I den globale portefølje tilføjede vi SAP, kreditoplysningsbureauet Experian, Starbucks, Nike, skønhedsbrandet Estée Lauder og SimCorp i første halvår. Vi frasolgte de Macau-baserede kasinoer Sands China og Galaxy Entertainment Group, det kinesiske livsforsikringsselskab AIA, forbrugsvarekoncernen Procter & Gamble og Coca-Cola, hvis aktiekurser alle har været forholdsvis upåvirkede af uroen i 2022. Der vil normalt være tre til fem udskiftninger af selskaber i vores globale portefølje på et år, og den højere aktivitet er en afspejling af de store kursudsving, vi har set i årets første seks måneder – ikke blot for aktier som aktivklasse men også blandt de enkelte selskaber.

De fleste ændringer i vores porteføljer sker i form af en ændret vægtning af selskaber, som vi allerede er investeret i, og vores analyser viser, at dette over tid har bidraget betragteligt til det genererede afkast. Historisk kan omkring to tredjedele af vores handelsaktivitet tilskrives omallokering af kapital mellem porteføljeselskaber, typisk fra positioner, hvor det relative afkastpotentiale er reduceret, til positioner, hvis relative afkastpotentiale er steget. I vores globale portefølje omallokerede vi i første halvdel af 2022 kapital fra vores nordiske skadesforsikringsselskab Tryg, vores markedsførende medicinalvirksomhed Novo Nordisk og hotelnetværket InterContinental Hotels Group til Starbucks (hvis aktiekurs var faldet med mere end 20 procent i danske kroner fra sommeren 2021 til ultimo juni 2022) samt til Nike og Estée Lauder, hvis aktiekurser var faldet med mere end 25 procent siden udgangen af 2021 på trods af stort set uforandrede forventninger til indtjeningen og de frie pengestrømme på mellemlangt sigt. Vi øgede derudover vores langsigtede positioner i kreditvurderingsbureauerne S&P Global og Moody's.

Af de seks selskaber, vi tilføjede til vores globale portefølje i løbet af årets første seks måneder, har fire (Starbucks, Nike, Estée Lauder og SimCorp) tidligere været en del af vores globale portefølje men blev solgt fra udelukkende på grund af værdiansættelserne. Da vi sidst var medejere, lå alle fire selskaber i den bedste fjerdedel målt på deres bidrag til de globale afdelingers afkast siden opstarten. SimCorp har derudover været en del af vores danske portefølje siden opstarten i februar 2008.

Indtil frasalgene i første halvdel af 2022 havde vi siden 2011 været medejere af kasinoer i Macau. Skønt vi solgte vores to kasinoer fra, har vores syn på forretningerne og kasinoernes muligheder ikke ændret sig, da branchen fortsat har et attraktivt langsigtet vækstpotentiale. Det har dog været en usædvanlig oplevelse at være medejere af selskaber, som ikke systematisk har genereret frie pengestrømme, siden coronavirusen brød ud. Pandemien har i den grad været en uforudset stresstest for vores investeringer i Macau, men takket være deres solide balancer vil Sands China og Galaxy komme sikkert gennem uvejret. De kommer igen til at generere frie pengestrømme, når pandemien er overstået, men i lyset af den stærke relative kursudvikling i både Sands China (kursstigning på 30 procent i 2022 ved frasalget) og Galaxy Entertainment Group (17 procent) besluttede vi at omfordele kapitalen til andre og endnu mere attraktive investeringsmuligheder, skønt vi fortsat finder kasinoerne undervurderede.

Vi finder det fortsat attraktivt at investere i selskaber med eksponering mod Kina og landets voksende middelklasse. På baggrund af forventninger om en vækst i den kinesiske middelklasse på omkring 350 millioner mennesker inden 2030 samt en stigning i den samlede kinesiske befolknings disponible indkomst ser vi meget optimistisk på den kinesiske befolknings muligheder for at øge deres forbrug af vores selskabers produkter i fremtiden. Vi er ikke blinde for de politiske og regulatoriske risici i visse kinesiske industrier, men samlet ser vi en reduceret regulatorisk risiko i vores kinesiske eksponering efter frasalget af det asiatiske livsforsikringselskab AIA og de Macaubaserede kasinoer.

Vores holdning til Kina adskiller sig måske fra den gængse opfattelse, og markedets generelle bekymringer om de fremtidige kinesiske forbrugsmønstre kombineret med de aktuelle problemer i forsyningskæderne har gjort det muligt for os igen at blive medejere af Starbucks og Nike til attraktive værdiansættelser. Vi er desuden igen blevet medejere af Estée Lauder efter regnskabet for 3. kvartal, hvor ledelsen på baggrund af kortsigtede påvirkninger fra corona-relaterede nedlukninger i større kinesiske byer så sig nødsaget til at sænke forventningerne til regnskabsåret, som sluttede i juni 2022. Lignende bekymringer satte sine aftryk på kursudviklingen i luksuskonglomeraterne LVMH og Kering, vores sportsbrands adidas og Nike samt amerikanskbaserede Yum China, som driver mere end 12.000 fastfoodrestauranter i Kina under kendte brands som KFC, Pizza Hut og Taco Bell. Bekymringerne gjorde det muligt for os at øge vores ejerandele til langsigtede attraktive prisfastsættelser.

Vi sover godt om natten – også i perioder med inflation

I 2021 blev inflation igen, og for første gang i årtier, noget, som investorer for alvor skulle forholde sig til. Trods de massive penge- og finanspolitiske hjælpepakker, der siden den globale finanskrisen i perioden fra 2007 til 2009 er indført for at understøtte den globale efterspørgsel, var det først, da den globale økonomi blev ramt af faldende udbud som følge af coronavirussen og senest krigen mellem Rusland og Ukraine, at priserne for alvor begyndte at stige.

Inflationen var tiltagende igennem hele første halvdel af 2022, og i juni nåede den amerikanske inflation op over 9 procent efter at have ligget på 8,6, 8,3 og 8,5 procent i de forudgående måneder. Inflationen har ikke været så høj siden slutningen af 1970'erne og begyndelsen af 1980'erne, og inflation af denne størrelsesorden er en alvorlig udfordring. Inflation udvander købekraft, og når priserne stiger voldsomt, går det ud over forbrugere, investorer og selskaber.

I 1977, da inflationen senest lå på det nuværende niveau, beskrev Warren Buffett, hvordan inflation påvirker selskaber på samme måde som en bændelorm påvirker sin værtsorganisme:

“Inflation acts as a gigantic corporate tapeworm. That tapeworm preemptively consumes its requisite daily diet of investment dollars regardless of the health of the host organism. Whatever the level of reported profits (even if nil), more dollars for receivables, inventory, and fixed assets are continuously required by the business in order to merely match the unit volume of the previous year. The less prosperous the enterprise, the greater the proportion of available sustenance claimed by the tapeworm. A business earning eight percent or ten percent on equity often has no leftovers for expansion, debt reduction or “real” dividends. The tapeworm of inflation simply cleans the plate.”

Warren Buffett, Fortune Classics 1977, “How inflation swindles the equity investor”

Når priserne stiger, øges virksomhedernes driftsomkostninger, herunder omkostninger til elektricitet, varme, lønninger og husleje. Desuden stiger kapitalbindingen i tilgodehavender og lagre, og det samme gælder de beløb, der er nødvendige til investering i og vedligeholdelse af virksomhedens produktionsapparat. Inflationen tærer på virksomhedens kapital, og jo lavere indtjeningsevne og jo højere et kapitalbehov virksomheden har, desto større skade vil inflationens bænelorm forrette. Vores selskaber har høje indtjeningsniveauer og begrænset kapitalbehov, hvilket afspejles i vores krav om, at afkastet på den investerede kapital skal være mindst 15 procent for, at et selskab kan komme i overvejelse til at blive et af vores porteføljeselskaber. Som tidligere vist er gennemsnittet for afkastet på den investerede kapital for vores danske portefølje omkring 30 procent, mens vores globale portefølje ligger over 40 procent - til sammenligning har MSCI AC World-indekset et afkast på den investerede kapital på omkring 10 procent.

Vi har aldrig gjort os i inflationsprognoser, og vi har ingen særlig indsigt i, hvordan økonomien kommer til at udvikle sig. Vores makroøkonomiske tilgang har altid været at udvælge enkelt-selskaber af højeste kvalitet, der samlet set stiller vores porteføljer så godt som muligt til at kunne modstå makroøkonomiske begivenheder, som forventeligt vil gentage sig, omend med ukendt timing og styrke. Inflation er et eksempel på en sådan begivenhed, og siden vi startede BLS Invest i 2008, har vi været opmærksomme på, at inflationen på et tidspunkt ville vende tilbage som en betydelig del af det økonomiske bagtæppe for virksomhedernes aktiviteter:

“Vi forventer, at en af følgevirkningerne af den lempelige pengepolitik og den forventede massive ekspansive finanspolitik vil være stigende inflation over tid. Dette vil udmønte sig i nye store udfordringer for virksomhederne, og især selskaber med høje omkostninger, stor kapitalintensitet og lav pricing-power vil blive udfordret af et øget inflationsniveau”.

BLS Capitals Årsbrev til medinvestorerne, 2008

Som faste læsere af vores breve vil vide, har vi jævnligt siden vores stiftelse genbesøgt emnet inflation, og skønt inflationen har ligget i dvale i de første 14 år af vores levetid, viser den inflationsbeskyttelse, som altid har været til stede i vores porteføljer, nu sit værd.

Inflationsbeskyttelsen i vores porteføljer skyldes i høj grad selskabernes pricing power. Selskaber med pricing power kan hæve salgspriserne uden nævneværdig påvirkning af efterspørgslen, og de kan dermed øge omsætningen. Pricing power gør det muligt for vores selskaber at modstå inflation ved at hæve salgspriserne over inflationstakten. Den pricing power, som vores porteføljeselskaber besidder, bygger på forskellige karakteristika i deres forretningsmodeller, som vi vil uddybe i det efterfølgende.

Grundlaget for pricing power i vores porteføljer

Markedskoncentration og
"need-to-have"-produkter



Kontraktuelle
prisjusteringer



Høje
skifteomkostninger



Stærke brands



Procentuelt
gebyr



Kilde: BLS Capital

Hovedparten af vores porteføljeselskaber er markedsledende inden for industrier med kun få aktører. Her accepterer kunderne prisstigninger på produkter og services på grund af deres høje værdi for kunderne og den manglende tilstedeværelse af konkurrenter og substituerende produkter, der kan dække samme behov.

Vores 2 kreditvurderingsbureauer, Moody's og S&P Global, som med en samlet markedsandel på 80 procent dominerer markedet for kreditvurderinger, er gode eksempler herpå. Kreditvurderingsbranchen er karakteriseret ved høje adgangsbarrierer, og vores selskaber har betydelig pricing power af den simple grund, at gældsudstedere kan opnå den lavest mulige rente på deres obligationsudstedelser ved at have en kreditvurdering fra minimum ét af de to selskaber. En kreditvurdering fra Moody's og/eller S&P Global er ofte et krav fra kreditinvestorer, og renten bliver i gennemsnit 0,4 procentpoint lavere, når den udstedte gæld har en vurdering fra 1 af de 2 aktører. For en gældsudstedelse på 500 millioner dollar med en løbetid på 10 år svarer en rentereduktion på 0,4 procentpoint til en rentebesparelse på samlet 20 millioner dollar over denne 10-årige periode. Moody's tager typisk omkring 0,07 procentpoint årligt for en kreditvurdering, hvilket svarer til 3,5 millioner dollar over 10 år. Den betydelige forskel mellem gældsudstederens rentebesparelse og bureauernes pris giver masser af plads til fremtidige prisstigninger.

Et andet eksempel er AutoZone, vores bilreservedelsforhandler, der ligesom sine disciplinerede konkurrenter O'Reilly, Advance Auto Parts og NAPA nærmest per automatik sender omkostningsstigninger videre til kunderne gennem forhøjede priser med henblik på at fastholde deres overskud før faste omkostninger per omsætningsdollar. Prisstigningerne har historisk ikke påvirket antallet af solgte reservedele nævneværdigt, eftersom ejere af reparationskrævende biler fokuserer på at få deres bil hurtigt tilbage på vejen og fremover forventer vi heller ikke at prisstigninger vil påvirke AutoZones solgte mængder. AutoZone demonstrerede senest sin evne til at overvælde stigende omkostninger på kunderne i tredje kvartal af regnskabsåret 2022, hvor AutoZone reagerede på en omkostningsinflation på 7 procent ved at hæve priserne med 8 procent, uden at efterspørgslen faldt.

Hos andre selskaber i vores porteføljer er evnen til at overføre stigende omkostninger til salgspriserne understøttet af omfattende, mangeårige investeringer i at opbygge stærke brands med dertil hørende stor kundeloyalitet. Selskaber som Anheuser-Busch InBev (Budweiser, Corona, Hoegarden, Leffe), Carlsberg, Royal Unibrew, LVMH (Louis Vuitton), Kering (Gucci), adidas, Nike og Starbucks kan med deres stærke brands i ryggen hæve priserne uden at miste markedsandele eller forringe deres konkurrenceevne.

I begyndelsen af pandemien i maj 2020, hævede modebrandet Louis Vuitton eksempelvis sine priser med 5 procent, mens andre tøjmærker forsøgte at sælge ud af deres varelagre med rabat. I foråret 2022 var LVMH's prisstigninger endnu højere og nåede et tocifret niveau, mens den generelle inflation steg til et højt etcifret niveau.

Andre selskaber i vores porteføljeselskaber har integreret prisstigninger i deres forretningsmodeller.

Vores nordiske skadesforsikringsselskaber Topdanmark (i den danske portefølje), Sampo (i vores globale portefølje) og Tryg (begge porteføljer) har bestemmelser i deres kundepolitikker om automatiske prisjusteringer knyttet til stigninger i forbrugerpris- og lønindeks. Inden for det nordiske privatkundesegment (som udgør omkring 70 procent af præmierne i Sampo og Tryg, og mere end halvdelen af præmierne i Topdanmark) justeres præmierne automatisk én gang om året på baggrund af udviklingen i løninflationen. Kundefastholdelsesgraderne er i Norden generelt særdeles attraktive på over 90 procent, hvilket er særdeles fordelagtigt for de førende privatkundeselskabers rentabilitet.

Når vores elevatorselskab, Otis, indgår nye serviceaftaler, omfatter disse bestemmelser, som giver mulighed for at overføre serviceteknikernes lønstigninger til kunderne, og selskabets salg af nye elevatorer indgås med klausuler, som giver mulighed for at hæve priserne i takt med betydelige stigninger i materialepriserne.

En væsentlig andel af omsætningen i Visa og Mastercard stammer fra procentuelle gebyrer, der pålægges den nominelle værdi af de betalinger, der går gennem betalingsnetværkene. Da disse betalinger stiger med inflationen på de varer, som betalingerne vedrører, vokser også de gebyrer, som opkræves af Visa og Mastercard. Selskabernes meget skalerbare forretningsmodeller med særdeles høj indtjening for hver yderligere omsætningsdollar har således en indbygget inflationsbeskyttelse.

En anden vigtig kilde til pricing power blandt vores porteføljeselskaber er forankret i deres innovationskapacitet og evnen til at høste værdien af denne.

Vores softwareselskaber, Automatic Data Processing, SAP og SimCorp, udvikler løbende nye funktionaliteter og services, som kunderne tilkøber som supplement til eksisterende løsninger. Efter udviklingsomkostningerne er dækket, har softwaremoduler produktionsomkostninger tæt på nul, og abonnementssalg af nye softwaremoduler til eksisterende kunder har derfor stort set samme økonomiske konsekvenser som stigende salgspriser: højere omsætning per kunde ved uændrede driftsomkostninger. Endvidere er abonnementsomsætningen i SimCorp omfattet af automatiske inflationsregulerede prisstigninger. Dertil kommer det, at softwaremoduler fra disse tre udviklere alle bliver en del af ryggraden i driften hos kunderne, hvilket i første omgang betyder omfattende opstartsprogrammer med implementering. Dette er derefter med til at sikre, at kunder forbliver kunder, da det ikke kun kræver økonomiske men også organisatoriske investeringer eventuelt at skifte leverandør. Dette medfører fastholdelsesgrader et pænt stykke over 95 procent, hvilket yderligere styrker deres pricing power.

Når et selskab hæver sine salgspriser mere end omkostningerne stiger, stiger driftsoverskuddet per omsætningskrone, og jo højere et selskabs driftsoverskud per omsætningskrone er, desto mindre er den negative indvirkning af omkostningsinflation. En af grundpillerne i vores investeringsfilosofi er at investere i selskaber med høje driftsoverskud per omsætningskrone, og i perioder med høj inflation beskytter det vores porteføljer yderligere.

Tre af de selskaber i vores globale portefølje der har de højeste driftsoverskud per omsætningskrone, er S&P Global og Moody's (over 50 procent) og Novo Nordisk, der ligeledes er i vores danske portefølje (over 40 procent). Ved en stigning i produktions- og driftsomkostningerne på 10 procent vil disse 3 selskaber kun skulle hæve deres salgspriser med 5 til 6 procent for at levere et uændret driftsresultat. Vi vurderer, at S&P Global og Moody's kan hæve salgspriserne langt over inflationen takket være deres betydelige pricing power. For Novo Nordisks vedkommende beskytter den eksplosive vækst i efterspørgslen efter dets produkter til patienter med diabetes og fedme sammen med en særdeles begrænset ekstraomkostning per yderligere produceret enhed selskabet mod negative effekter af inflationen.

Med overskud efter produktionsomkostninger på mellem 50 og 60 procent af omsætningen har vores bryggerier, Anheuser-Busch InBev og Budweiser APAC, branchens højeste rentabilitet. *Absolut* rentabilitet (som beskrevet med S&P Global, Moody's og Novo Nordisk) er et afgørende element, når det drejer sig om inflationssikring, men det samme gør sig gældende for den *relative* rentabilitet.

Takket være sin førende portefølje af premiumøl er Budweiser APAC markedsledende på rentabilitet i Asien. Budweiser APAC har et overskud efter produktionsomkostninger på 54 procent af omsætningen, sammenlignet med blot 37 procent for den kinesiske konkurrent Tsingtao. Dette giver ikke blot et højere overskud af Budweiser APAC's omsætning, men det bidrager også til at beskytte købekraftsværdien af indtjeningen i perioder med inflation. Hvis vi antager, at efterspørgslen ikke påvirkes nævneværdigt af prisstigninger (historisk har prisfølsomheden været lav i bryggeriindustrien), vil en stigning i produktionsomkostningerne på 10 procent således kræve, at Tsingtao skulle hæve salgspriserne med 6,3 procent for at bevare sit absolutte bruttoresultat. Til sammenligning ville Budweiser APAC kun skulle hæve salgspriserne med 4,6 procent for at fastholde sit bruttoresultat. Hvor de kinesiske bryggerier historisk har været længe om at justere deres priser i takt med inflationen, ser vi nu tegn på en mere rationel prisdynamik i branchen.

Hvis vi antager, at Tsingtao hæver sine priser for at bevare sit overskud efter produktionsomkostninger, samt at Budweiser APAC hæver sine priser tilsvarende, vil det medføre *stigende* rentabilitet per hektoliter (salg af øl opgøres typisk i hektoliter, hvor 1 hektoliter svarer til 100 liter) for vores asiatiske bryggeri, som illustreret i nedenstående tabel. Budweiser APAC's førerposition i forhold til relativ rentabilitet vil således gavne bryggeriet økonomisk, efterhånden som inflationsdrevne prisstigninger gør deres indtog i branchen.

Nedenstående tabel viser Budweiser APAC's omsætning, produktionsomkostninger og overskud efter produktionsomkostninger som angivet i selskabets årsrapport for 2021. I kolonne 2 antager vi, at salgsmængderne ikke ændrer sig til trods for en prisstigning på 4,6 procent for at opveje en stigning på 10 procent i prisen på forbrugte materialer. Dette medfører et uændret overskud efter produktionsomkostninger og et uændret overskud efter produktionsomkostninger per hektoliter.

Budweiser APAC			
Millioner amerikanske dollar	2021	Med "breakeven" prisstigning	Med konkurrentens prisstigning
Prisstigning		4,6%	6,3%
Omsætning	6.788	7.101	7.216
Produktionsomkostninger	3.131	3.444	3.444
Overskud efter produktionsomkostninger	3.657	3.657	3.772
- i procent af omsætning	54%	51%	52%
Stigning i overskud efter produktionsomkostninger	0%	0%	3%
Volumen, mhL	87,9	87,9	87,9
Overskud efter produktionsomkostninger per mhL	41,6	41,6	42,9

Kilde: BLS Capital og Budweiser APAC's årsrapport

Note: mhL står for millioner hektoliter

I kolonne 3 antager vi igen uændrede mængder og en stigning i produktionsomkostningerne på 10 procent. Denne gang antager vi imidlertid, at Budweiser APAC hæver priserne med samme takt, som Tsingtao ville være nødsaget til at hæve sine priser med for at beskytte sit overskud efter produktionsomkostninger. Ved en sådan prisstigning ville Budweiser APAC øge overskuddet efter produktionsomkostninger absolut og målt per hektoliter med cirka tre procent. Dette illustrerer den relative inflationsbeskyttelse, der ligger i at have højere indtjeningsevne end konkurrenterne, i brancher hvor efterspørgselspåvirkningen af prisændringer er begrænset.

Højt afkast på den investerede kapital beskytter også mod inflation

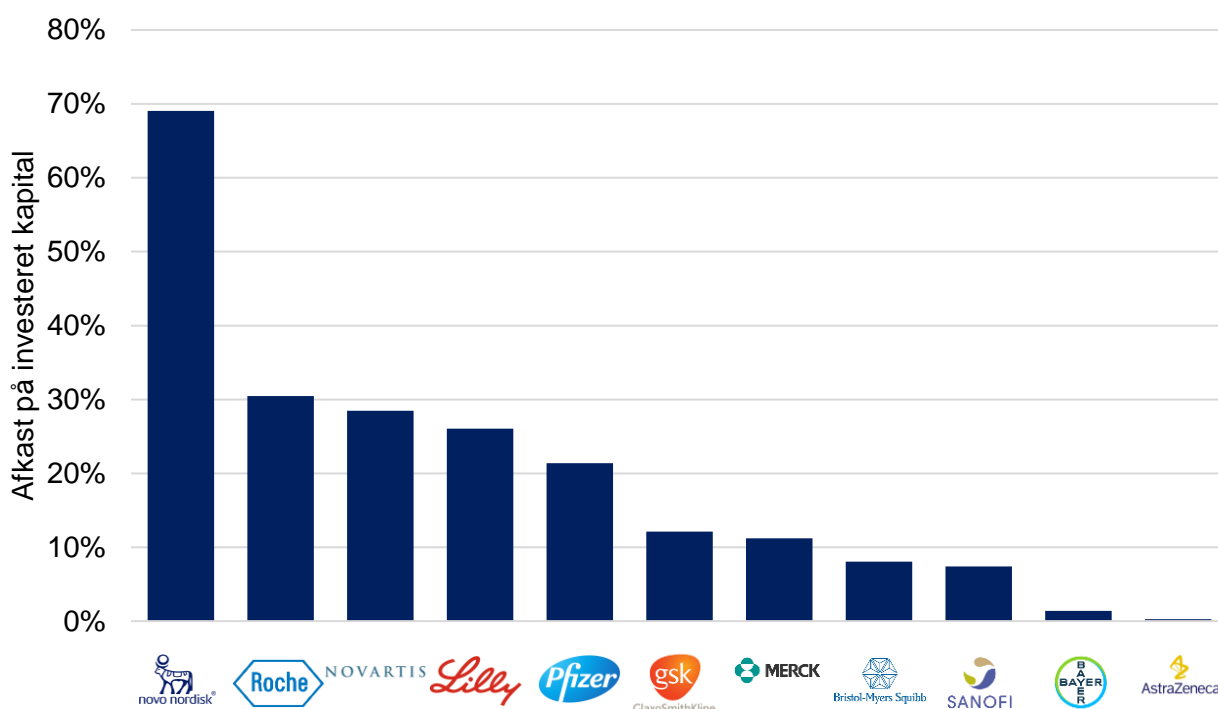
I BLS Capital har afkastet på den investerede kapital altid været vores primære mål for kvalitet. Vi kræver, som tidligere nævnt, et afkast på den investerede kapital på mindst 15 procent før, at et selskab kan kvalificere sig til at komme med i overvejelserne om at blive et af vores porteføljeselskaber. Lave driftsomkostninger, lave investeringer i vedligeholdelse af aktiverne og et begrænset behov for lagerbeholdninger og tilgodehavender for at kunne holde salget kørende medvirker alt sammen til et højere afkast på den investerede kapital. Jo højere afkast på den investerede kapital et selskab har, jo mindre har inflationens bænelorm at mæske sig i, og – som dokumenteret ved vores porteføljers afkast på den investerede kapital på henholdsvis 29,3 procent (BLS Danske Aktier) og 42,5 procent (BLS Globale Aktier) – er vores selskaber næppe de foretrukne værtsorganismer for inflationens bænelorm.

Inden for bilreservedelsbranchen drager Bill Rhodes, administrerende direktør for AutoZone, vores førende amerikanske reservedelsforhandler, fordel af inflationen gennem intelligent, aktiv styring af arbejdskapitalen. AutoZones kunder betaler ved handlens afslutning. Ved løbende at hæve salg priserne i lidt over inflationen og udnytte sin markedsledende position til at forhandle priserne ned og opnå lange betalingsfrister hos leverandørerne driver AutoZone inflationsarbitrage. AutoZone betaler i gennemsnit sine leverandører 120 dage efter, at et produkt er blevet registreret som værende solgt til en kunde. Denne mekanik er med til at begrænse den mængde kapital, som AutoZone skal bruge for at drive sin forretning, og dermed bliver afkastet på den investerede kapital højere.

Et højt afkast på den investerede kapital har i en vis udstrækning med industriens natur at gøre. Nogle brancher er mere kapitaltunge og mindre rentable end andre, og inflationsbeskyttelse via et højt afkast på den investerede kapital er således i nogen grad et spørgsmål om fravalg. Ikke desto mindre præsterer nogle selskaber bedre på afkast på den investerede kapital end andre i samme industri, idet stort set ens forretningsmodeller eksekveres forskelligt af forskellige ledelsesteams.

I medicinalindustrien har Novo Nordisks administrerende direktør, Lars Fruergaard Jørgensen, ligesom sine forgængere gjort det nemt at spotte branchens bedste afkast på den investerede kapital og dermed også branchens stærkeste værn mod inflation. Takket være årtiers fokus på forskning og udvikling, produktionseffektiviseringer og solid markedseksekvering skiller vores eneste investering i medicinalindustrien sig markant ud i forhold til konkurrenterne.

Afkast på investeret kapital blandt globale medicinalvirksomheder



Kilde: BLS Capital og FactSet

Inflationen påvirker ikke kun virksomhedernes pengestrømme, den påvirker også renteniveauet hos centralbanker og i kreditmarkedet. Når priserne stiger, kræver investorerne højere kompensation for at udskyde deres forbrug, hvilket fører til en stigning i de nominelle renter, der kan ses som prisen på penge. Den isolerede effekt af en inflationsdrevne rentestigning er et fald i værdien af aktiver. Dette gør sig i særlig grad gældende for aktiver, hvis værdi afhænger af fjerne, usikre pengestrømme med begrænset eller ingen inflationsbeskyttelse – for jo længere ud i fremtiden en betaling modtages, jo mindre værd bliver den i dag med en højere forventet inflation.

Vores selskaber har i gennemsnit eksisteret i 100 år, og deres velafprøvede forretningsmodeller leverer som beskrevet ovenfor betydelige både nære og fjerne pengestrømme, hvor værdierne er godt beskyttet mod negative effekter af inflation. Eftersom inflationsdrevne rentestigninger kompenseres fuldt ud via inflationsdrevne stigninger i pengestrømmene (og den inflationsjusterede værdi således er uændret), fortsætter vores selskaber således deres mere end 100-årige tradition med at skabe købekraftsbeskyttet værdi.

Inflationsbeskyttelse i stærke balancer

Vores porteføljer er desuden samlet set næsten gældfri og således beskyttet mod stigende renteomkostninger. I den globale portefølje har kun Anheuser-Busch InBev en betydelig nettogæld (76 milliarder amerikanske dollar eller knap 4 års driftsresultat før afskrivninger), men 94 procent af denne gæld er fastforrentet, hvorfor rentestigninger ikke har en negativ indflydelse på værdien af pengestrømme til medejere. Desuden har selskabet ikke nogen væsentlig gæld, der forfalder inden for de næste 5 år (faktisk overstiger den nuværende kontantbeholdning den gæld, der forfalder i den periode). De stigende renter har reduceret markedsværdien af Anheuser-Busch InBevs noterede obligationer med 19 milliarder dollar siden den 31. december 2021. Selskabet har mulighed for at refinansiere den del af gælden, der handles under kurs 100, og dermed nedbringe gælden med næsten 4 milliarder dollar, svarende til 4 procent af selskabets markedsværdi per 30. juni 2022.

I den danske portefølje havde rentestigninger ved udgangen af første halvår 2022 reduceret markedsværdien af ejendomsselskabet Jeudans fastforrentede gæld med omkring 1,7 milliarder danske kroner svarende til omkring 10 procent af selskabets markedsværdi. Mens mange år med faldende renter resulterede i betydelige negative reguleringer på værdien af selskabets fastforrentede gæld, vil yderligere rentestigninger føre til flere positive kursreguleringer for Jeudan.

På lang sigt er det indtjeningsvækst, der skaber afkast

“In the short run, the market is a voting machine, but in the long run it is a weighing machine.”

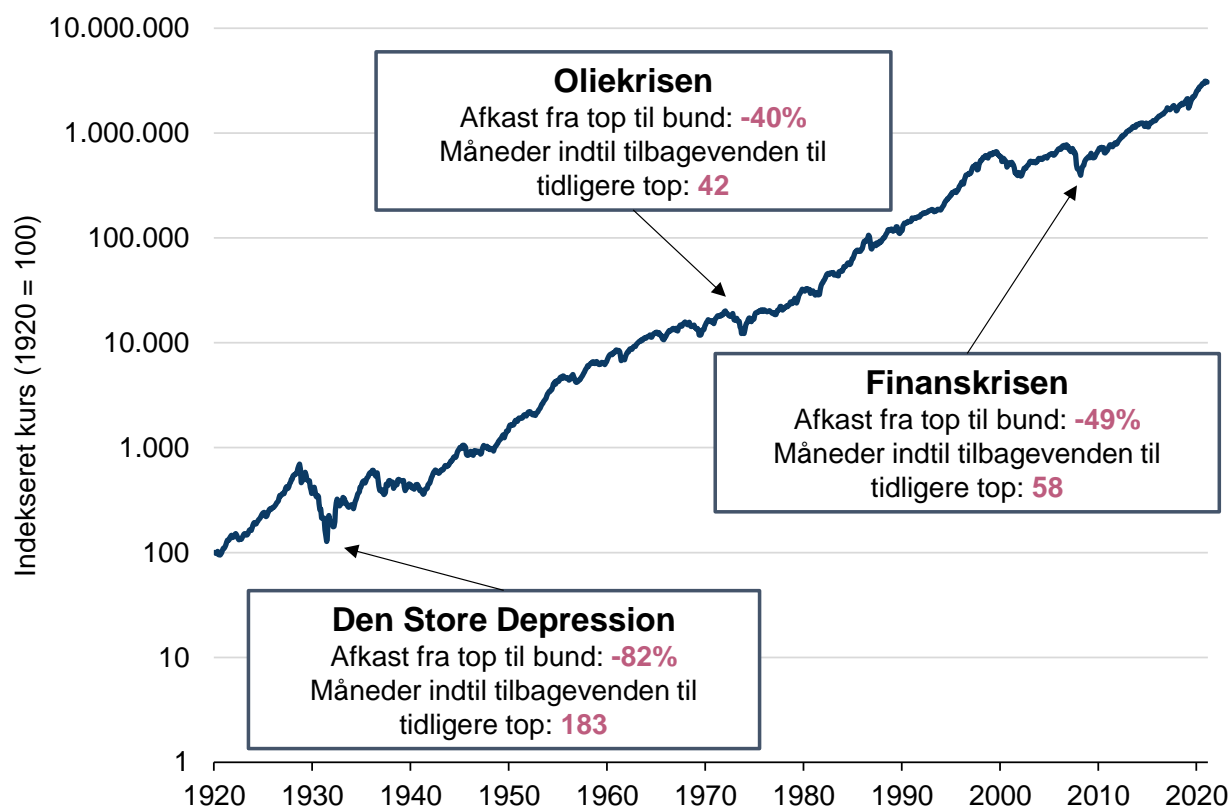
Warren Buffett har ofte citeret sin underviser på Columbia University, Benjamin Graham, for at have sagt dette i undervisningslokalet, og selvom citatet ikke fremgår af nogen af Benjamin Grahams publikationer, tilskriver vi og mange andre Buffetts tidligere lærer og mentor disse kloge ord.

I løbet af første halvår 2022 så vi ”popularitetskonkurrencen” (”the voting machine”) i aktion. Fra sit hidtidige højdepunkt var MSCI AC World-indekset ved slutningen af juni 2022 faldet med omkring 14 procent. Faldet skete i takt med at bekymringer for stigende inflation, eventuel recession, pandemi og geopolitiske spændinger blev det ”mest populære” markedssyn blandt markedsdeltagere.

Det er relativt sjældent, at aktiemarkederne oplever markante fald over længere perioder, men det er ikke første gang, at det sker. I løbet af de seneste 100 år har S&P 500-indekset oplevet 13 seks-måneders perioder med fald på 20 procent eller mere (hvilket vil sige hvert 8. år i gennemsnit). Vi fremhæver de mest bemærkelsesværdige af disse i figuren nedenfor.

Under Den Store Depression i 1930'erne faldt S&P 500-indekset med 82 procent, mens det efterfølgende tog 183 måneder at genvinde det tabte. Oliekrisen i 1970'erne medførte et fald på 40 procent, efterfulgt af en genvindingsperiode på 42 måneder. Senest resulterede den globale finanskrisen i slutningen af 00'erne i et fald på 49 procent fra højde- til lavpunkt, efterfulgt af en genvindingsperiode på 58 måneder.

S&P 500-indekset – udvikling igennem 100 år



Kilde: Robert Shiller, Yale University, 2022

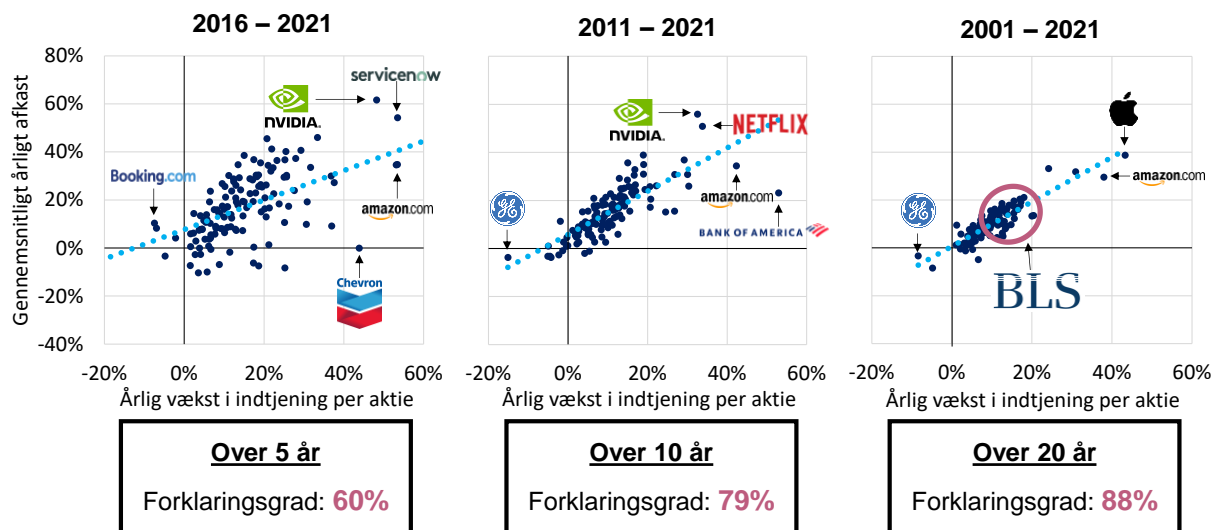
Markedet har altså oplevet betydelige fald i løbet af de 100 år, som figuren dækker. Men som det også fremgår, har der mest af alt været tale om stigninger, og derfor ville man være gået glip af betydelige gevinster ved ikke at være investeret i aktiemarkedet i perioden fra 1920 til 2020. Havde man solgt S&P-500 indekset, da markedet toppede lige før børskrakket i september 1929, og efterfølgende gemt alle sine penge i madrassen, ville man have undgået et tab på 82 procent af sin kapital over de efterfølgende 32 måneder. I de efterfølgende 183 måneder fra toppen ville kapitalen i madrassen overstige kapitalen for en tilsvarende investor, der ikke havde solgt, men var forblevet investeret i S&P 500-indekset over hele perioden. Hvis en investor derimod havde solgt på et tilfældigt tidspunkt fra 1920 og efterfølgende havde holdt sig ude af markedet i 183 måneder, ville vedkommende gennemsnitligt være gået glip af 423 procent i afkast svarende til i overkanten af 11 procent i afkast på årsbasis.

Medmindre man kan forudsige, hvad resultatet af de løbende popularitetskonkurrencer bliver – og det har vi ikke hørt om nogle, der kan bevise, at de kan – er det således yderst risikabelt og ofte ganske omkostningsfuldt at trække sig ud af aktiemarkedet i længere perioder.

Det skyldes, at det over længere perioder ikke er markedsdeltagernes skiftende holdninger, men derimod selskabernes operationelle resultater, der er tungen på vægtskålen ("the weighing machine") i den fundamentale værdiskabelse. På den lange bane er det således de børsnoterede virksomheders økonomiske resultater, der er aktiekursernes primære drivkraft. Dette illustreres i de 3 nedenstående figurer, som viser sammenhængen mellem den gennemsnitlige årlige vækst i indtjening per aktie og det samlede gennemsnitlige årlige aktieafkast for de 138 største selskaber i MSCI AC World-indekset (50 procent af indeksets markedsværdi). Jo længere periode vi måler over, desto stærkere er sammenhængen mellem indtjening og afkast.

Over en periode på 5 år kan indtjeningsvæksten således forklare 60 procent af aktieafkastet, mens forklaringsgraden over en periode på 20 år stiger til 88 procent. 88 procent af aktieafkastene over en periode på 20 år kan altså tilskrives indtjeningsfremgangen.

Indtjeningen driver aktieafkastet på lang sigt



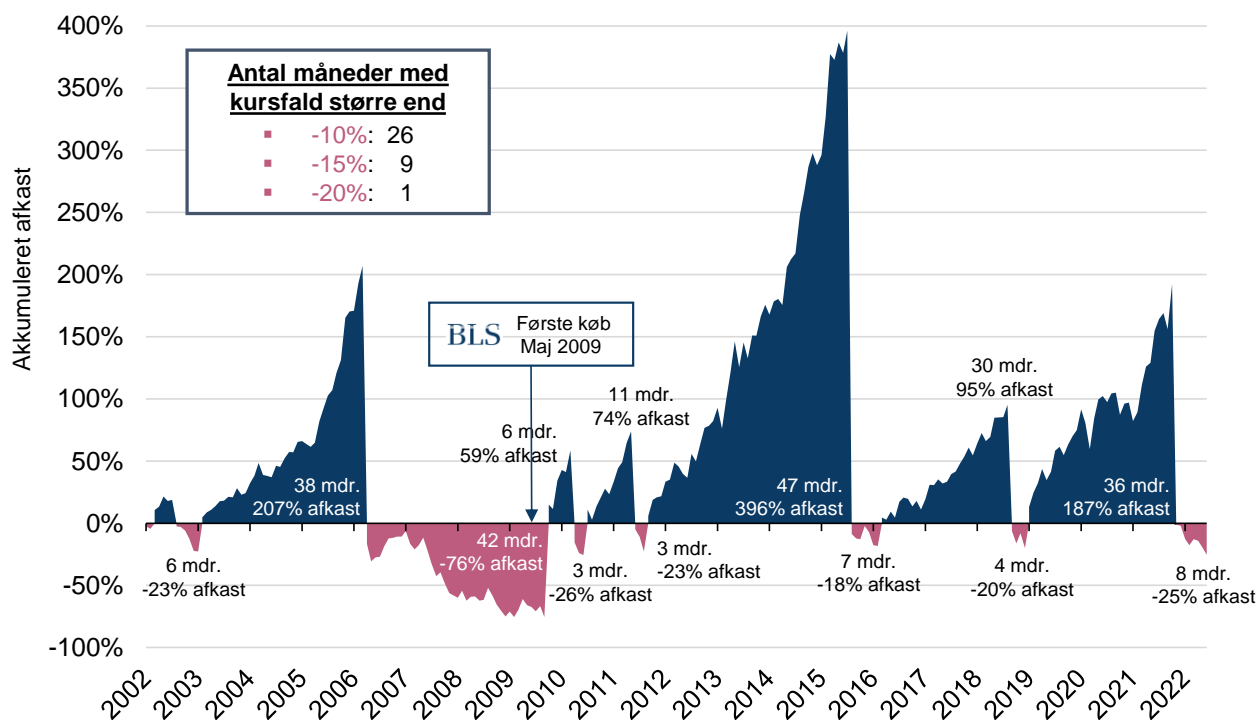
Kilde: FactSet (per 31. december 2021)

Omfatter de 138 største selskaber i MSCI AC World-indekset (50 procent af indeksets markedsværdi).

I BLS investerer vi i højkvalitetsselskaber med stabile og forudsigeligt voksende indtjeninger og frie pengestrømme, og vores investeringshorisont er langsigtet – i princippet uendelig. Vores investeringsproces identificerer typisk investeringskandidater med udsigt til stabil, forudsigelig årlig indtjeningsvækst på 10 procent eller mere på lang sigt. Vi fisker med andre ord i det farvand, der er markeret med cirklen i figuren til højre ovenfor.

Og i "farvandet med langsigtet årlig indtjeningsvækst på over 10 procent" gælder det samme som for markedet generelt: Kortsigtede kursfald drevet af markedsdeltagernes skiftende humør overtrumpes på langt sigt af selskabernes fundamentale indtjeningsudvikling.

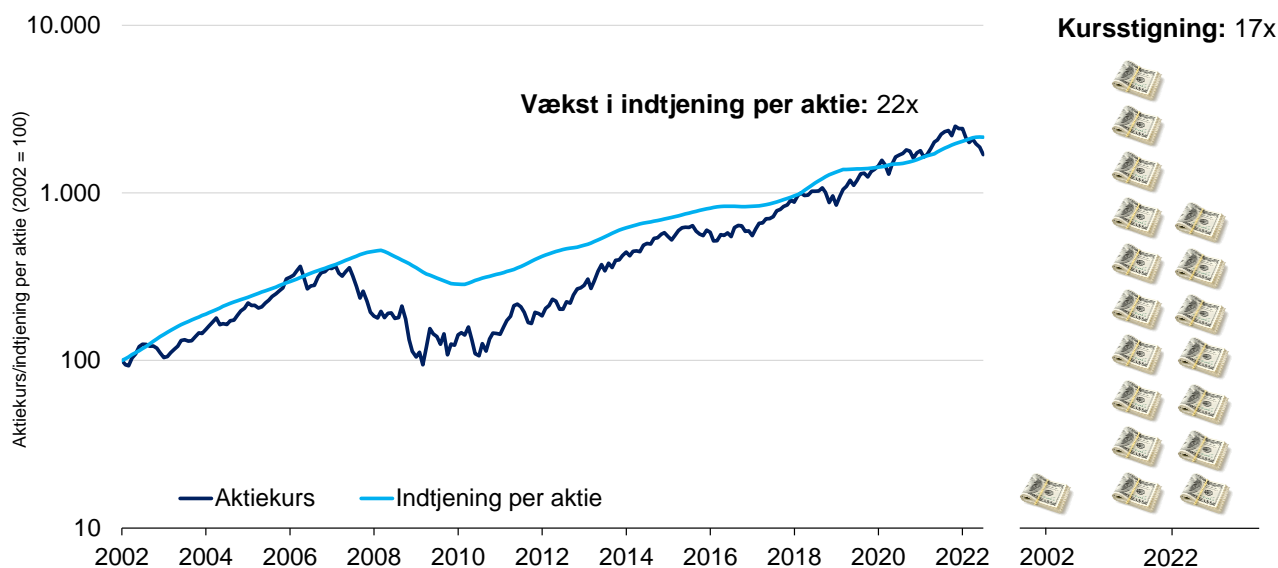
Moody's og aktiemarkedets skiftende humør



Kilde: BLS Capital og FactSet

Lad os tage vores porteføljeselskab Moody's som det første eksempel. På trods af at vi har oplevet 5 perioder med kursfald på mere end 15 procent, siden vi først tilføjede Moody's til vores globale portefølje, har vi været tilfredse medejere af selskabet siden maj 2009, og vi er i den periode blevet godt belønnet. Siden 2001 har Moody's øget sin omsætning med mere end 10 procent om året gennem en kombination af organisk vækst og opkøb, og driftsresultatet er steget i takt med omsætningen. Selskabets udestående aktier er reduceret med 2,5 procent årligt, og indtjeningen per aktie er dermed steget med næsten 17 procent årligt igennem de seneste 20 år. Denne imponerende indtjeningsudvikling har givet udslag på vægten, og de samlede aktionærafkast har således også været særdeles gode, som det fremgår af nedenstående figur.

Moody's indtjeningsvækst og afkast



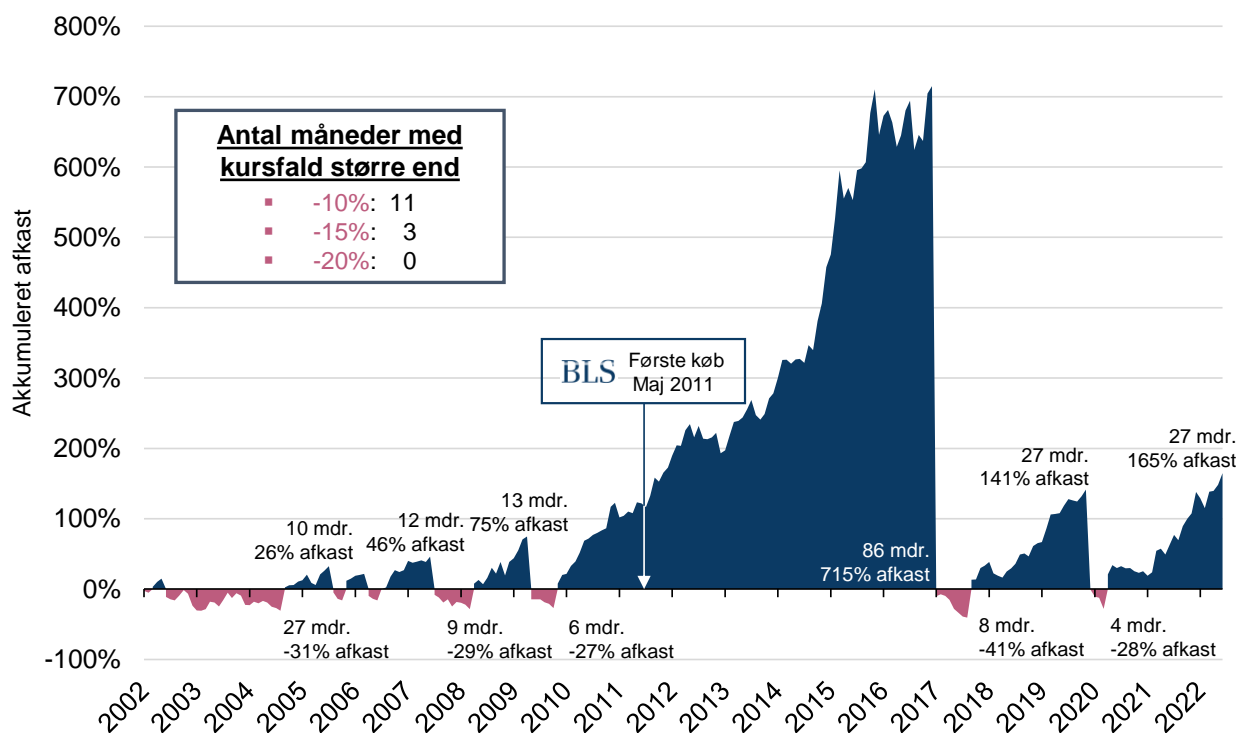
Kilde: BLS Capital og FactSet

Kreditvurderingsbureauets evne til at øge indtjeningen år efter år er den primære forklaring bag den stigende aktiekurs og den afgørende faktor for os som langsigtede medejere. Når kortsigtede popularitetskonkurrencer af og til har resulteret i udsving i aktiekursen, der ikke har kunnet retfærdiggøres af udviklingen i indtjeningen, har vi handlet, hvilket har bidraget positivt til vores afkast på investeringen i Moody's.

I løbet af vores 13 år som medejere har Moody's leveret et gennemsnitligt årligt afkast på 21,6 procent, mens MSCI AC World-indekset har givet et årligt afkast på 11,6 procent. Moody's sigter mod at opnå en årlig vækst i indtjeningen per aktie på mindst 10 procent, hvilket efter vores mening er realistisk, og vi er på den baggrund fortsat trygge ved vores langsigtede investering i Moody's.

AutoZone er et andet eksempel på et selskab med imponerende indtjeningsvækst. Vi foretog vores første investering i selskabet i maj 2011 og har været tilfredse medejere lige siden.

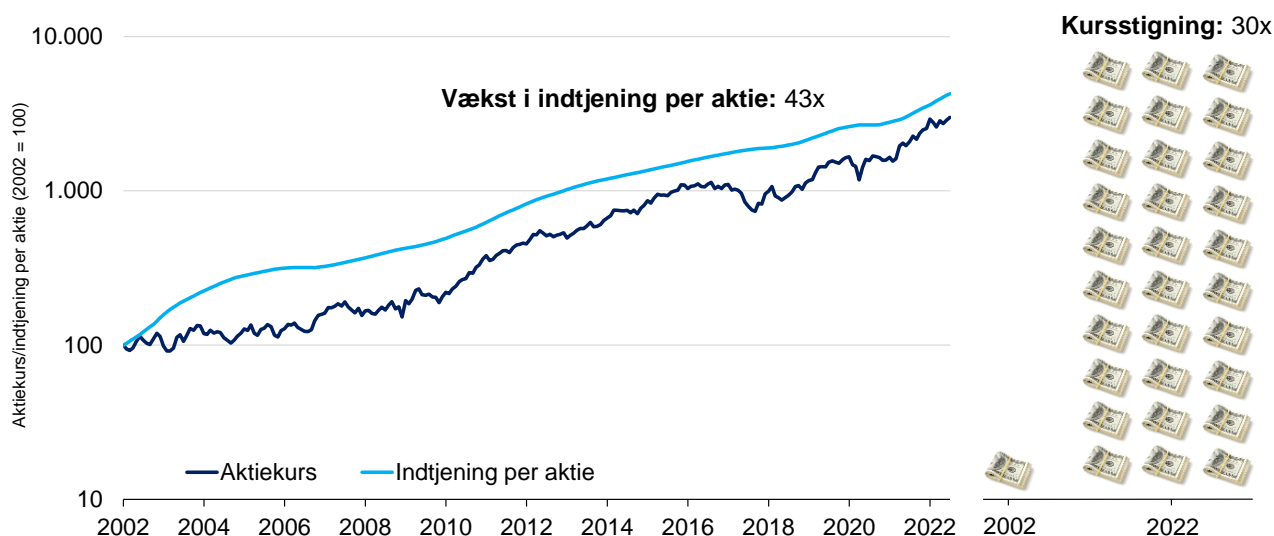
AutoZone og aktiemarkedets skiftende humør



Kilde: BLS Capital og FactSet

AutoZone har siden 2001 givet et årligt afkast på 18,5 procent på baggrund af en årlig vækst i indtjeningen per aktie på 20,5 procent. De fleste ville nok forvente, at sådanne væksttal kom fra en teknologivirksomhed, men de kommer altså fra en bilreservedelsforhandler med en gennemsnitlig årlig organisk omsætningsvækst på 6 procent og en gennemsnitlig vækst i driftsresultatet på 9 procent siden 2001. Hertil kommer en begavet og konsekvent allokering af kapital, som har sendt næsten 28 milliarder dollar (65 procent af selskabets aktuelle markedsværdi eller mere end 3 gange markedsværdien ultimo 2001) tilbage til aktionærerne via aktietilbagekøb i perioden. Ledelsen har tilbagekøbt 82 procent af de tidligere udestående aktier (86 procent siden de indledte aktietilbagekøbene i 1998) og har dermed øget andelen af resultatet per tilbageværende aktie med 6 til 7 gange. Som det fremgår af grafen ovenfor, har kursværdien på en AutoZone-aktie oplevet 7 større kursfald siden 2001, men indtjeningsvæksten har været stabil hele vejen igennem. Igen vinder den langsigtede stabile og forudsigelige indtjeningsvækst over kortsigtede udsving i markedsstemningen over tid.

AutoZones indtjeningsvækst og afkast



Kilde: BLS Capital og FactSet

I takt med at investeringshorisonten øges, aftager effekten af stemningsdrevne kursændringer fra "popularitetskonkurrencen", mens vægten fra den fundamentale værdiskabelse tager over. Tabellen nedenfor illustrerer konvergensen mellem vækst i indtjening per aktie (EPS-vækst) og det gennemsnitlige årlige afkast i de henholdsvis 11 og 13 år, siden vi først investerede i AutoZone og Moody's. Det er beundringsværdigt, at AutoZone ikke har oplevet et eneste år med faldende indtjening per aktie, og at det kun er sket for Moody's i et enkelt år, nemlig i 2009. Vi ser dette som et tydeligt tegn på forretningsmodellernes styrke og indtjeningsevne.

	Første køb	Gns. årlig EPS-vækst	År med faldende EPS	Gns. årligt afkast	Gns. årligt markedsafkast
Moody's	5. maj 2009	15,8%	2009	21,6%	11,6%
AutoZone	23. maj 2011	18,3%	Ingen	23,4%	10,2%

Kilde: BLS Capital og FactSet

Noter: Alle tal er fra datoen for det første køb og indtil 30. juni 2022. Markedsafkastet er MSCI AC World-indeksets afkast. Justeret indtjening per aktie (EPS i tabellen) er taget fra selskabernes årsrapporter. Afkastdata afspejler geninvesterede udbytter.

Moody's har øget sin omsætning med omkring 10 procent årligt, og lave marginalomkostninger i forbindelse med nysalg har bidraget til en stigning i driftsindtjeningen fra 39 dollar per 100 dollar i omsætning til næsten 50 dollar. Det har medført, at driftsindtægterne er steget med 13 procent årligt, mens lavere skattebetalinger og aktietilbagekøb har øget den årlige vækst i indtjening per aktie til 16 procent.

Vores historik med AutoZone er lidt kortere, men resultaterne har været lige så overbevisende. Meget på linje med de seneste 20 års resultater, som vi har beskrevet ovenfor, har AutoZone øget omsætningen med 6 procent årligt siden 2011 og samtidig opnået en lidt højere vækst i driftsindtægterne på 7 procent. Dette har sammen med den intelligente allokering af de frie pengestrømme til store og gentagne aktietilbagekøb medført en årlig vækst i indtjening per aktie på 18 procent.

Recessionsresistente selskaber

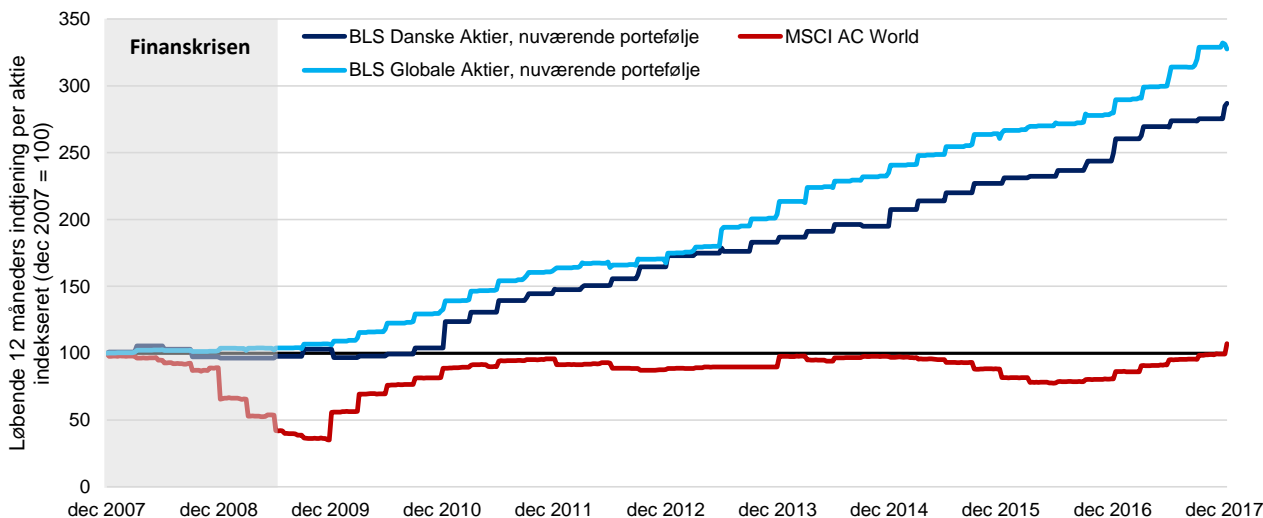
Frygten for en recession er vokset blandt investorer, og det er især den høje og stigende inflation, de stigende renter og den drastisk faldende forbrugertillid som ligger til grund for frygten. I tillæg hertil danner problemerne i de globale forsyningskæder, de fortsatte regionale corona-nedlukninger i Kina og Ruslands invasion af Ukraine grobund for usikkerhed på de finansielle markeder.

Vi er ikke makroøkonomer og baserer ikke vores investeringsbeslutninger på makroøkonomiske forudsigelser. Vi investerer i stedet i markedsledende selskaber med pricing power, høje marginer, stabile og forudsigeligt voksende frie pengestrømme, begrænset eller ingen gæld samt en dokumenteret evne til at levere gode resultater under forskellige konjunkturforhold. Vores selskaber har i gennemsnit eksisteret i 100 år og har modstået adskillige recessioner, klaret sig igennem perioder med høj inflation og høje renter og opretholdt driften igennem krige. Vi afstår fra at investere i meget konjunkturfølsomme brancher, hvor det makroøkonomiske miljø – noget som er uden for et selskabs kontrol – har væsentlig indflydelse på de økonomiske resultater.

Eftersom det er indtjeningen, der driver afkastet på lang sigt, finder vi det interessant at se tilbage på hvordan, indtjeningen for selskaberne i vores nuværende porteføljer var påvirket i den seneste recession, den globale finanskrisen i 2007 til 2009.

Nedenstående figur viser løbende 12 måneders indtjening per aktie for vores nuværende porteføljer sammenlignet med MSCI AC World-indekset under den globale finanskrisen. 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.

Den globale finanskrisen – 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.

Under krisen oplevede MSCI AC World-indekset et fald i indtjeningen per aktie på 65 procent i perioden fra december 2008 til lavpunktet i december 2009.

Vores nuværende globale portefølje ville derimod ikke have oplevet noget fald i indtjeningen per aktie i denne periode grundet mindre tidsforskelle i, hvornår lavpunktet for de enkelte selskaber blev realiseret. Hvis vi vægter de enkelte selskabers lavpunkter i 2009, oplevede vores globale portefølje

et fald på 9 procent i indtjening per aktie, så vores selskaber kom altså stærkt igennem krisen men ikke helt uden skrammer. Et tilsvarende mønster er at finde for vores nuværende danske portefølje, som ville have klaret sig igennem finanskrisen med et behersket fald i indtjeningen på blot 4 procent, da det stod værst til. I løbet af de 10 år, det tog før indtjeningen per aktie for MSCI AC World-indekset var tilbage til niveauet før finanskrisen, ville vores globale portefølje have øget indtjeningen per aktie med 231 procent, eller knap 13 procent om året, og vores danske portefølje ville have øget indtjeningen per aktie med 160 procent eller i overkanten af 11 procent årligt.

Selvom alle recessioner er forskellige, er vi overbevist om, at vores porteføljer af nøje udvalgte selskaber vil komme styrket igennem. Ovenstående understreger endnu en fordel ved at investere i markedsledende kvalitetsselskaber med solide markedspositioner, stærke brands, robust indtjening og forudsigeligt voksende frie pengestrømme.

AutoZone, vores amerikanske bilreservedelsforhandler, er et fortrinligt eksempel på en recessionsresistent detailvirksomhed med et stærkt brand og en markedsledende position. Da det oftest er billigere at reparere en bil med reservedele end at købe en helt ny bil, er valget let for forbrugeren. Historisk set er gennemsnitsalderen på amerikanske forbrugeres biler steget hurtigere i recessioner end i opgangstider, da forbrugerne har udskudt købet af en ny bil for i stedet at reparere den gamle. Behovet for vedligeholdelse og reparationer stiger med bilens alder, og da bilen for mange amerikanere (ligesom i mange andre lande) er uundværlig, er spørgsmålet ikke "om" bilen skal repareres men snarere "hvor hurtigt" det kan ske. AutoZone har ikke oplevet et eneste år med faldende omsætning i de seneste 25 år, og indtjeningen per aktie faldt på intet tidspunkt i løbet af den globale finanskrisen.

Anheuser-Busch InBev, vores globale bryggeri, er beundringsværdigt modstandsdygtig over for recessioner takket være selskabets stærke brands, dets markedsledende positioner (hver tredje øl solgt globalt er fra dette bryggeri), den høje grad af loyalitet over for ølmærker og den stabile efterspørgsel efter øl. I årene 2008 til 2010 opnåede Anheuser-Busch InBev organisk vækst i salgsvolumenerne på henholdsvis 0,0 procent, -0,7 procent og 2,1 procent og leverede i hvert af disse år en positiv organisk omsætningsvækst takket være højere gennemsnitlige salgspriser.

Automatic Data Processing, vores udbyder af softwareløsninger og services indenfor personaleadministration, er endnu et eksempel på et selskab, der øgede både omsætning og indtjening under den globale finanskrisen. Automatic Data Processing har end ikke oplevet et eneste år med faldende omsætning så langt tilbage, som vi har kunnet finde data (siden 1980). Selskabet har således igennem mere end 40 år øget omsætningen under yderst forskellige økonomiske forhold, herunder perioden med høj inflation og høje renter i 1980'erne. Automatic Data Processing er markedsledende i en strukturelt voksende industri, hvor fastholdelsesprocenten i det primære forretningsområde, Employer Services, ligger konsekvent over 90 procent, og kunderne er således i gennemsnit mere end 10 år hos Automatic Data Processing. Selv pandemien, hvor arbejdsløsheden i USA kortvarigt nåede hidtil usete højder, var ikke nok til at ryste Automatic Data Processing's stabile og recessionsresistente forretningsmodel.

Hvor de makroøkonomiske forhold løbende ændrer sig, holder vi urokkeligt fast ved vores investeringsfilosofi om at investere i høj kvalitetsselskaber. Uanset om økonomien er på vej ind i en recession eller ej, er vi overbevist om, at vores porteføljer af nøje udvalgte selskaber vil klare sig fortrinligt og komme styrket ud på den anden side.

Modstandsdygtige brands

Nike er endnu engang et af vores nøje udvalgte porteføljeselskaber. Sportsudstørsbranchen vokser strukturelt og oplever organisk konsolidering blandt de største aktører (vi har nummer 1, Nike, og nummer 2, adidas, i vores globale portefølje). Med udgangspunkt i de investeringer Nike og adidas har foretaget i digitale løsninger samt den voksende andel af omsætningen, der kommer fra salg direkte til forbrugeren, vurderer vi, at selskabernes kontrol over distributionen og forsyningskæden vil gøre dem både mere profitable og stabile samt forudsigelige fremover. Dette vil også give ledelsen øget indsigt via selskabernes apps og loyalitetsprogrammer.

Vi investerede første gang i Nike i august 2016 efter at have fulgt selskabet fra sidelinjen, siden vi grundlagde vores globale portefølje. I 2008 var vi i tvivl om, hvor godt Nike ville klare en økonomisk afmatning i betragtning af selskabets høje priser sammenlignet med andre sportsudstørsproducenter. Denne tvivl blev dog gjort til skamme. Under recessionen i forbindelse med den globale finanskrisen, fra regnskabsåret 2007 til regnskabsåret 2010 (der sluttede den 31. maj) øgede Nike omsætningen med 4 procent om året og forbedrede den justerede indtjening per aktie med knap 10 procent. Nike leverede indtjeningsvækst i hvert af disse år og oplevede blot en minimal omsætningstilbagegang på 2 procent i 2010 (eksklusive valutakurseffekter). I dag har Nike's loyalitetsprogram flere end 125 millioner aktive medlemmer, som i gennemsnit køber for 2 til 3 gange mere end ikke-medlemmer. Denne direkte forbindelse forventes at understøtte efterspørgsels stabilitet.

Udviklingen under den globale finanskrisen i 2008 til 2010 og de efterfølgende år har lært os, at skønt Nike's produkter er prissat højere end andre brands (ikke så meget i forhold til adidas men i forhold til resten af markedet), ligger selskabets priser stadig forholdsvis lavt i sammenligning med andre luksusbrands. Endvidere kan prisforskellen anses som værende mindre end den værdi, som forbrugerne tillægger Nike-brandet. Forbrugerne finder således stadig værdi i at købe Nike's produkter, selv i mere udfordrede tider.

Vi er glade for igen at være medejere af Nike, hvis aktiekurs er blevet negativt påvirket af bekymringer omkring den generelle økonomi, selskabets eksponering mod Kina og udfordringer i forsyningskæden, som har påvirket udbuddet af produkter i særligt Europa og Nordamerika. Højere omkostninger til transport af produkter har på den korte bane påvirket indtjeningsevnen negativt, men vi anser dette som et midlertidigt fænomen. Nike og adidas har arbejdet på at kompensere for dette ved at hæve priserne og øge andelen af varer solgt til fuld pris – faktorer som må forventes at have længerevarende effekt. adidas har oplevet samme påvirkninger og kursfald, hvilket er årsagen til, at vi udover at have genkøbt Nike til vores globale portefølje også har investeret yderligere i adidas i første halvdel af 2022 til en, efter vores vurdering, attraktiv prisfastsættelse. Vi genkøbte Nike til en fri pengestrømsrente på omkring 3,5 procent, mens adidas var værdiansat til en fri pengestrømsrente på omkring 6 procent i juni 2022.

Før pandemien stod Kina for omkring 18 procent af Nike's omsætning og omkring 20 procent af adidas'. Andelen af indtjeningen var højere takket være højere produktindtjening og et marked med mere digitalt kyndige kunder. Det digitale salg giver som regel højere indtjening for hver omsætningskrone, da det ofte sker direkte til forbrugeren og indeholder en større andel af varer solgt til fuld pris. Begge selskabers ledelser har udtrykt forventninger om en årlig omsætningsvækst på 14 til 17 procent over de kommende knap 5 år i Kina, og skønt aktivitetsniveauet i Kina er kortsigtet udfordret af pandemirestriktioner, har vi fortsat tiltro til de langsigtede muligheder for værdiskabelse i landet.

Mens vi afventer, at forsyningskæderne, produktudbuddet og det kinesiske marked normaliserer sig, kan vi glæde os over, at begge selskabers frie pengestrømme giver dem mulighed for i hvert af de kommende 3 år at udlodde mellem 4 procent (Nike) og 6 til 7 procent (adidas, med hele 9 procent i 2022) af deres markedsværdi til aktionærene gennem en kombination af højere udbytter og løbende aktietilbagekøb.

Vi bevarer fornuften

De globale kryptovalutaer mistede 60 procent af deres markedsværdi i første halvdel af 2022. Det svarer til 1.300 milliarder dollar (mere end 9.000 milliarder kroner) eller næsten den fulde markedsværdi af verdens fjerdestørste selskab, Alphabet (selskabet bag blandt andet Google), per 30. juni 2022. Ved udgangen af juni 2022 var bitcoins markedsværdi målt i dollar faldet med 70 procent siden toppen i november 2021, hvilket gør El Salvadors beslutning om at gøre bitcoin til national valuta knap så heldig. TerraUSD, den såkaldte "stable coin" eller direkte oversat "stabile mønt", som det var meningen skulle være knyttet til den amerikanske dollar, viste sig alt andet end stabil og kollapsede, hvilket kappede båndet til den amerikanske dollar, hvorved valutaen mistede 95 procent af sin markedsværdi, svarende til næsten 10 milliarder dollar.

Vi har aldrig deltaget i kryptovalutamarkedene, og det kommer vi heller aldrig til. Efter vores mening tilfører kryptovalutaer ikke nogen værdi, som ikke allerede kan opnås på anden vis, og vi har svært ved at forstå, hvad verden skal bruge dem til.

For det første frembringer kryptovalutaer ikke nogen reel økonomisk værdi. De har således ingen fundamental værdi og kan i vores optik derfor ikke anses som værende investeringsaktiver. I vores Årsbrev for 2021 illustrerede vi dette ved at sammenligne bitcoins med vores porteføljeselskab, Visa, og vi vil her udbygge denne sammenligning. Når man sammenligner bitcoins og Visa på væsentlige finansielle tal, bliver det tydeligt, hvor absurd det er at "investere" i bitcoins.

Igennem de seneste 5 år har Visa øget sin omsætning med knap 10 procent om året, driftsindtjeningen med næsten 15 procent om året og de frie pengestrømme med i overkanten af 16 procent om året, mens bitcoins er forblevet uproduktive og ikke har frembragt nogen pengestrømme. Visa genererede fra 2016 til 2021 frie pengestrømme på 57 milliarder dollar og udloddede 50 milliarder dollar til sine aktionærer gennem en kombination af udbytte og aktietilbagekøb. Selskabet har årligt tilbagekøbt knap 2 procent af dets udestående aktier, imens antallet af cirkulerende bitcoins er steget med 3 til 4 procent om året, hvilket har udvandet værdien af bitcoins for dem, der har været modige nok til at holde fast i dem igennem disse 5 år.

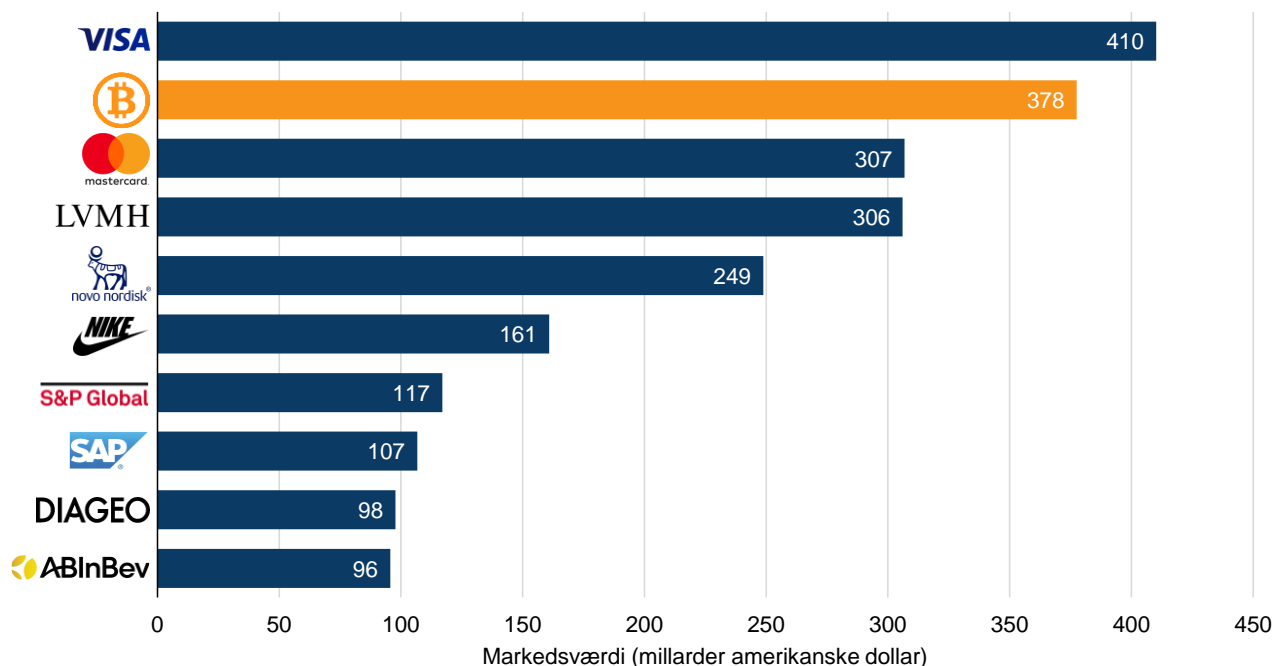
Millioner amerikanske dollar	Visa			Bitcoin		
	2016	2021	Gns. årlig ændring	2016	2021	Gns. årlig ændring
Omsætning	15.082	24.105	9,8%	0	0	n.a.
Driftsindtjening	8.145	16.028	14,5%	0	0	n.a.
Frie pengestrømme	6.862	14.522	16,2%	0	0	n.a.
Antal aktier/bitcoins (mio.)	2.414	2.188	-1,9%	16,1	19,1	3,5%
Markedsværdi	175.251	410.404	15,2%	15.493	377.526	70,3%

Kilde: CoinMarketCap, FactSet og Visas årsrapporter

Markedsværdien er opgjort per 30. juni 2016 og 30. juni 2022. Visas frie pengestrømme for 2016 er normaliseret på grund af integrationen af Visa Europe.

Det burde være tydeligt, at bitcoins ikke er et investeringsobjekt. Selv efter et fald på 70 procent fra kurstoppen har kryptovalutaen opnået en astronomisk flerårig kursstigning, men den er ikke forankret i nogen reel økonomisk værdi. Bitcoins er i vores optik dermed fortsat uendeligt overvurderet og har uændret et negativt kurspotentiale på 100 procent, og valutaen er således ikke blevet mere attraktiv som investeringsobjekt efter kursfaldet på 70 procent. Da markedsværdien af bitcoins toppede, var den næsten dobbelt så høj som Visas. Skønt det seneste kursfald har reduceret markedsværdien betragteligt, går det over vores forstand, hvordan markedsværdien kan ligge blot 8 procent under Visas og 23 procent over Mastercards.

Markedsværdi af vores største selskaber og bitcoin



Kilde: CoinMarketCap og FactSet per 30. juni 2022

For det andet fungerer kryptovalutaer dårligt som betalingsmiddel. Ifølge en analyse offentliggjort af analysehuset Sanford C. Bernstein kan bitcoins kun håndtere 7 transaktioner per sekund sammenlignet med Visa's maksimale kapacitet på 50.000 transaktioner per sekund. Derudover er transaktionsomkostningerne ved bitcoin-betalinger markant højere end omkostningerne ved brug af Visas og Mastercards globale netværk. Når man samtidig tager højde for den ekstreme volatilitet i prisen for en bitcoin, den ringe til ikke-eksisterende beskyttelse, som bitcoin-indehavere kan forvente fra statslige myndigheder, og det meget begrænsede antal forretninger, der accepterer bitcoins, blegner kryptovalutaens eksistensberettigelse i sammenligning med vores veletablerede udbydere af betalingstjenester, Visa og Mastercard.

For det tredje gør valutaens ikke-eksisterende investeringsmæssige værdi og begrænsede funktionelle værdi, at den eneste tilbageværende potentielle kilde til værdi for bitcoins må være underholdningsværdien. Pyramidespil (investeringsordninger, hvor eksisterende investorer betales med midler indsamlet hos nye investorer) kan potentielt give et afkast (og dermed sikkert en vis underholdningsværdi) for de tidlige deltagere, men samlet set udgør indskuddene, som vokser i takt med, at pyramidespillet udbredes, i virkeligheden blot et akkumulerende onde for de senere deltagere.

Kryptovaluta-"investorer" har tilsyneladende set stort på økonomisk teori i jagten på underholdningsværdi og erstattet denne med den såkaldte "greater fool"-teori, som går ud på, at en investor køber et aktiv i håbet om, at et "større fjols" på et tidspunkt vil være villig til at betale mere for aktivet, end vedkommende selv gjorde. Underholdningsværdien består kun, så længe at senere deltagere er villige til at lade pyramidespillet fortsætte, men på et tidspunkt vil korthuset falde sammen, da prisen ikke er forankret i nogen reel økonomisk indre værdi.

I vores optik er bitcoin ikke et investeringsobjekt, kryptovalutaen fungerer dårligere som betalingsmiddel end eksisterende løsninger, og den samlede underholdningsværdi kan formentlig vise sig at være negativ, når den sidste "investor" har forladt "spillet". Kryptovalutaer tilhører en gruppe af spekulative aktiver, som aldrig vil finde vej til vores porteføljer. Warren Buffett formulerede elegant sin holdning til bitcoin på Berkshire Hathaways årsmøde for 2022:

"If you owned all the bitcoin in the world and you offered it to me for \$25, I wouldn't take it, because what would I do with it? I'll have to sell it back to you one way or another. It isn't going to do anything".

Attraktiv indirekte eksponering mod Kina

Mange af vores selskaber er positioneret til at drage fordel af den voksende middelklasse i Kina. Kina er hovedmarkedet for Budweiser APAC og Yum China (Kina står for op til 70 procent af Budweiser APAC's indtjening og er Yum Chinas eneste geografiske marked), men forbrugsselskaber med hovedkvarterer i USA og Europa har ofte også blikket rettet mod Kina i jagten på vækst og attraktiv rentabilitet. I vores porteføljer drejer det sig blandt andet om Nike, adidas, LVMH, Kering, Carlsberg og Starbucks.

Et andet sådant selskab er Estée Lauder, som vi bød velkommen tilbage i vores globale portefølje i maj til en fri pengestrømsrente på 3,5 procent. Aktiekursen var 25 procent lavere end ved årets begyndelse, idet den senest var faldet med 10 procent, efter selskabet i forbindelse med regnskabet for tredje kvartal nedjusterede forventningerne til helåret (som sluttede i juni) på grund af de skrappe corona-restriktioner og nedlukninger i Kina. Restriktionerne påvirkede ikke blot kundetrafikken i butikkerne men også Estée Lauders evne til at levere varer købt online, da selskabets primære kinesiske distributionscenter ligger i Shanghai, som blev ramt af endnu en nedlukning. Selvom indtjeningen er ramt på kort sigt, fastholder ledelsen sine investeringer i Kina på grund af det langsigtede potentiale. Vi støtter fuldt ud denne tilgang, som bekræfter vores syn på ledelsens kvaliteter og evne til at holde fokus på langsigtet økonomisk værdiskabelse.

Estée Lauder er førende inden for luksusskønhedsprodukter og er i virkeligheden det eneste større rendyrkede luksusskønheds selskab i verden, da franske L'Oréal (som tidligere har været en del af vores globale portefølje) også har betydelige aktiviteter inden for mere mainstream skønhedsprodukter. Fra regnskabsåret 2016 til regnskabsåret 2019 øgede Estée Lauder sin omsætning med 11 procent og indtjeningen per aktie med 19 procent om året. Selskabet oplevede en mindre omsætningsnedgang på 3 procent i regnskabsåret 2020, men Skin Care (hudpleje), det mest rentable segment (med brands som La Mer, Clinique og navnefætteren Estée Lauder) opnåede en omsætningsvækst på 14 procent for året. Før pandemien, fra 2015 til 2019, voksede Skin Care med næsten 12 procent om året, hvor Estée Lauder-koncernen som helhed voksede med 10 procent. Opgjort i dollars udgjorde Skin Care mere end 50 ud af 100 dollars af koncernens omsætningsvækst i disse år.

Segmentet genererede tre ud af fire dollars i driftsresultatet i 2019, og driftsindtjeningen udgjorde attraktive 29 dollar for hver 100 dollar i omsætning og for hver 100 dollar i omsætningsvækst udgjorde indtjeningen hele 50 dollar, hvilket er med til at underbygge forventningen om tiltagende indtjeningsevne.

Estée Lauder genererer i dag omkring en tredjedel af sin omsætning i Asien og Stillehavsområdet mod en femtedel i 2015. Dette skyldes i høj grad det stigende salg til de kinesiske forbrugere. Potentialet i Kina er fortsat stort, hvilket understreges af, at forbruget per indbygger på luksusskønhedsprodukter kun udgør omkring 23 dollar i Kina mod 255 dollar i USA og 276 dollar i Sydkorea (og endnu højere i Japan). Samtidig udgør luksusprodukter 26 procent af det samlede forbrug på "skønhed og personlig pleje" i Kina mod næsten 50 procent i de udviklede markeder i Asien (herunder Japan, Sydkorea og Hong Kong). Vi ser rigeligt med muligheder for, at tendensen til at købe bedre, dyrere varer vil fortsætte blandt de kinesiske forbrugere, i takt med at middelklassen (navnlige den øvre middelklasse) og dens købekraft vokser.

Fabrizio Freda har været administrerende direktør for Estée Lauder siden 2009. Han er den første administrerende direktør, der ikke kommer fra Lauder-familien, der grundlagde selskabet og fortsat er majoritetsaktionær med 54 procent af stemmerettighederne. Fabrizio Freda leder Estée Lauder efter et metaforisk "tiårskompass", hvor koncernen styres med forbrugernes langsigtede behov for øje, altså via fremtidige forbrugerprofiler med udgangspunkt i alder, indkomst, geografi mv. Interessant nok var en tredjedel af den kinesiske befolkning under 20 år i 2000 (det vil sige før den markante vækst i middelklassen) sammenlignet med blot en fjerdedel i Europa. Kina byder således på en attraktiv kombination af en stor andel af forbrugere, der aldersmæssigt nærmer sig målgruppen for Estée Lauders produkter og en markant stigning i købekraften.

I Kina udgør hudpleje en større andel af omsætningen end i resten af verden, hvilket afspejles positivt i indtjeningsevnen (da hudpleje er det segment, der har højest indtjening per omsætningsdollar i selskabet) og har en gavnlig indflydelse på Estée Lauders stabilitet og forudsigelighed, idet kundeloyaliteten er markant højere i dette segment end i makeup-segmentet (Estée Lauders næststørste segment). Vi har endnu ikke set nogen nævneværdig konkurrence fra lokale brands i Kina. Der findes ingen lokale konkurrenter på Estée Lauders marked inden for luksusprodukter, hvor brandværdien sikrer højere priser og loyalitet.

Indtjeningsevnen for Estée Lauder påvirkes endvidere positivt af typen af salgskanal, da salget i Kina er koncentreret uden for stormagasiner, hvor indtjeningsprofilen er lavere end i specialbutikker for skønhedsprodukter. Estée Lauders eksponering mod stormagasiner er større i USA (skønt den er faldet fra over 40 ud af 100 omsætningsdollar før 2016 grundet et fald i kundetrafikken i stormagasinerne igennem de seneste 5 år). Skiftet fra stormagasinerne i USA må forventes at få positiv indvirkning på indtjeningsevnen i takt med, at andelen af Estée Lauders omsætning, der kommer fra specialbutikkerne og travel retail (hvor marginerne er højere), vokser.

Estée Lauders vækst ventes ikke at komme fra Kina alene men også fra en forventet højere vækst i resten af verden takket være fortsat vækst i markedsandelene og en underliggende markedsvækst – i tråd med den historiske udvikling. I et marked, der vokser med fem til seks procent om året, har Estée Lauder opnået en vækst på otte til ni procent og har dermed løbende øget sine markedsandele. Kombinationen af fortsat omsætningsvækst på niveau med ledelsens målsætning om 7 til 8 procent og en stigning i driftsindtjening per 100 omsætningsdollar på omkring 50 cents om året forventes at give to cifret vækst i de frie pengestrømme og indtjeningen per aktie, understøttet af selskabets førende lave produktionsomkostninger på omkring 20 dollar for hver 100 omsætningsdollar sammenlignet med mellem 25 og 30 dollar for de primære konkurrenter.

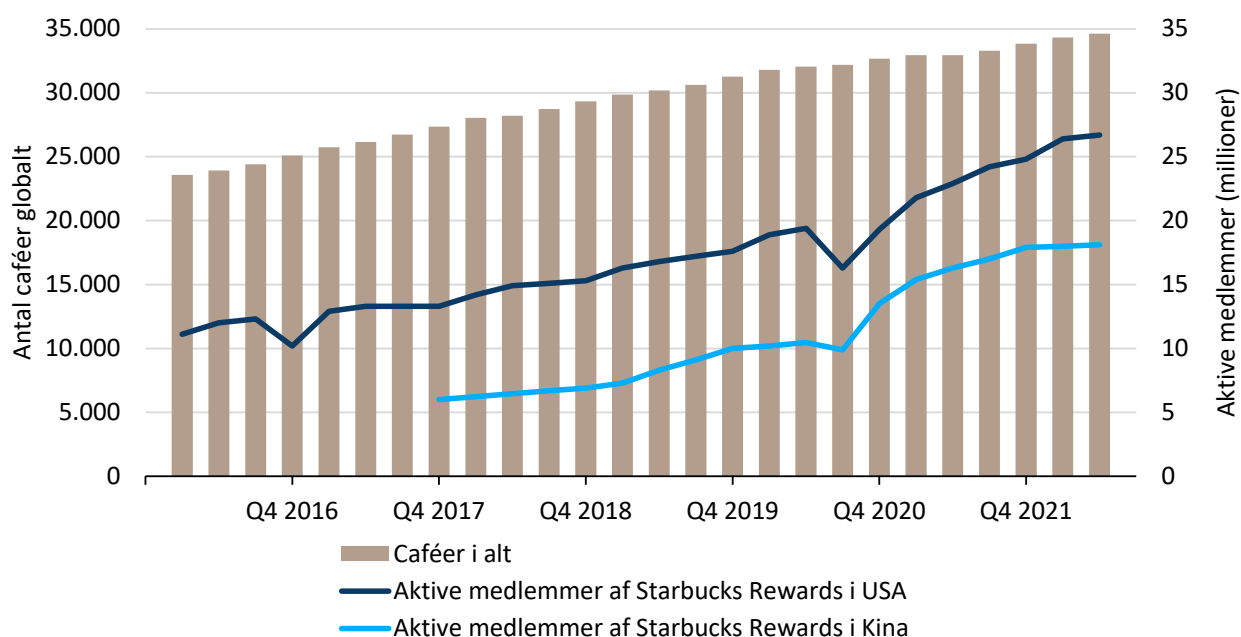
Dette forventes at give sig udslag i en stigning i afkastet på den investerede kapital fra et allerede højt niveau på 36 procent (og over 100 procent justeret for goodwill og andre immaterielle aktiver). Ledelsen har konsekvent udloddet overskydende likviditet til aktionærerne via voksende udbytter og løbende aktietilbagekøb.

En gammel kending tilbage i porteføljen

Vi bød Starbucks velkommen tilbage i vores globale portefølje efter omkring 15 måneder på bænken foranlediget af, at selskabets værdiansættelse igen blev tilstrækkeligt attraktiv med en pengestrømsrente på 3,4 procent. Vi genkøbte aktierne i Starbucks til en kurs, der lå tæt på den kurs, vi solgte til for 15 måneder siden men til en mere attraktiv værdiansættelse, idet forventningerne til de frie pengestrømme i mellemtiden var steget med 20 procent.

Starbucks, som blev stiftet i Seattle i 1985, er verdens førende kaffekæde med 34.000 caféer i 84 lande og 100 millioner kunder om ugen. Selskabets primære markeder er USA og Kina, der står for henholdsvis 70 dollar og 13 dollar for hver 100 omsætningsdollar i Starbucks, og vi forventer, at det ligeledes er disse 2 markeder, der kommer til at bidrage med størstedelen af den fremtidige værdiskabelse. I USA er Starbucks i gang med at optimere kædesammensætningen gennem nedlukning af mindre rentable caféer og åbning af flere drive-through-caféer med bedre rentabilitet (typisk mindre caféer på billigere lokationer, som eksempelvis i forstæderne frem for primære beliggenheder på butiksstrøg).

Starbucks caféer og medlemmer af Starbucks Rewards



Kilde: Starbucks' kvartalsrapporter, BLS Capital

Igennem de seneste 10 år har Starbucks øget sin omsætning med knap 10 procent om året gennem en årlig vækst i salget fra eksisterende caféer på mere end 4 procent og en årlig vækst i antallet af caféer på 7 procent. Starbucks sigter mod at have 55.000 caféer i 2030, hvilket svarer til en årlig tilvækst på mere end 5 procent. Størstedelen af de nye caféer skal efter planen etableres uden for USA, primært i Kina.

Det uudnyttede potentiale er størst i Kina, hvor Starbucks forventer en årlig vækst i antallet af caféer på 14 til 17 procent i de kommende år, hvorved andelen af caféer, der ligger i Kina, vil stige fra 16 (5.600 caféer) til 20 (8.000 caféer) for hver 100 caféer på verdensplan i 2025. Særligt to faktorer gør Kina attraktivt for Starbucks. For det første er det kinesiske kaffe- og temarked vokset med næsten 25 procent om året igennem de seneste 5 år og vi forventer tilsvarende en høj vækst i de kommende år. For det andet er afkastet på at åbne nye caféer i landet særdeles attraktivt: Blot 16 måneder efter åbning af en ny Starbucks-café i Kina er etableringsomkostningerne tilbagebetalt, hvilket svarer til et afkast på 70 procent i det første leveår. Dette er særdeles attraktivt og endnu højere end i USA, hvor nyåbnede caféer afføder et afkast på 55 procent i det første leveår. Vi forventer på baggrund af den høje vækst og det attraktive afkast på at åbne nye caféer, at Kina vil udgøre en stor andel af Starbucks' fremtidige værdiskabelse.

En væsentlig drivkraft bag Starbucks' vækst i salget fra eksisterende caféer er loyalitetsprogrammet Starbucks Rewards, som har 27 millioner medlemmer i USA og 18 millioner i Kina. I løbet af de seneste 5 år er medlemstallet steget med 16 procent om året i USA og med 28 procent årligt i Kina. Denne vækst i antallet af Starbucks Rewards-medlemmer er særdeles fordelagtig for Starbucks, da medlemmerne gennemsnitligt køber for 2 til 3 gange mere end ikke-medlemmer, og mere end 50 procent af den amerikanske omsætning stammer fra loyalitetsklubbens medlemmer. Starbucks Rewards-medlemmer har indsat 1,6 milliarder dollar på deres medlemskort til fremtidig brug og yder på den vis reelt set et rentefrit lån til Starbucks, alt imens loyalitetsklubbens digitale karakter gør det muligt for Starbucks at identificere og analysere kundernes adfærd og præferencer, som selskabet bruger til at udvikle målrettede kampagner og teste nye produkters gennemslagskraft hos forbrugerne.

Starbucks er et af de mest genkendelige brands i den globale fastfoodbranche. Starbucks har opbygget sit brand på konceptet om at skabe et tredje sted at mødes med venner, familie og kolleger ud over i hjemmet og på arbejdspladsen. Kundernes gennemsnitsalder har på det seneste været faldende, hvilket vidner om Starbucks' evne til at holde sig relevant for de yngre generationer og fastholde sit stærke brand – et overbevisende tegn på holdbar brandværdi.

Starbucks' særlige virksomhedskultur udgør en væsentlig del af selskabets stærke brand, hvor personalepleje altid har været i højsædet med sundhedsforsikringer og uddannelsesmuligheder. De ansatte er yderst værdsatte, og selskabet kalder dem "partnere" og ikke blot medarbejdere for at understrege, hvor vigtige de er for organisationen.

Starbucks' grundlægger, Howard Schultz, er midlertidigt tilbage ved roret, efter at nu tidligere administrerende direktør Kevin Johnson meddelte sin afgang i marts 2022. Starbucks har været genstand for stor bevågenhed, efter at medarbejdere i et mindre antal caféer i USA stemte om at tilslutte sig fagforeninger på baggrund af, hvad medarbejderne har set som forringede arbejdsforhold under pandemien. Det foranledigede Howard Schultz til at annoncere øgede investeringer i medarbejderne i form af højere lønninger, bedre personalegoder og mere uddannelse – steder hvor Starbucks efter vores opfattelse dog allerede er langt fremme sammenlignet med industrien. Der blev afsat ekstra 200 millioner dollar til formålet, hvorved de samlede investeringer nåede op på 1,2 milliarder dollar, samtidig med at et tidligere annonceret aktietilbagekøbsprogram på 20 milliarder dollar blev suspenderet.

I forbindelse med præsentationen af regnskabet for andet kvartal vurderede Howard Schultz, at aktietilbagekøb tilbyder Starbucks' aktionærer et gennemsnitligt afkast på 10 til 11 procent, og at selskabet har et væld af muligheder for at opnå et endnu højere afkast gennem investeringer i medarbejderstaben, digitalisering og effektivitetsinvesteringer i caféerne.

Vi finder det positivt, at ledelsen på intelligent vis overvejer alternative muligheder for kapitalallokering, før der træffes beslutning om at suspendere aktietilbagekøb for i stedet at fokusere på driftsinvesteringer. Vi forventer imidlertid, at selskabet snart genoptager sine aktietilbagekøb, da Starbucks genererer væsentlige frie pengestrømme (omkring 5 milliarder amerikanske dollar om året) og har en konservativ balance hvor gælden fratrukket kontanter udgør 1,2 års driftsindtjening før afskrivninger.

Starbucks har historisk haft succes med at hæve priserne på niveau med eller lidt over inflationen, og det samme gør sig gældende i det aktuelle inflationsmiljø. Starbucks udnytter sit brand og har en prisstrategi, hvor man indfører differentierede prisstigninger for forskellige produkter for at sikre, at efterspørgslen fastholdes, samtidig med at omkostningsinflationen udlignes. Værdien af det gennemsnitlige køb i en Starbucks café er steget i hvert eneste af de seneste ti år. Gennemsnitligt er beløbet steget med over fire procent, hvilket afspejler selskabets vedvarende evne til at sælge dyrere kaffevarer til kunderne samt at krydssælge fødevarer sammen med drikkevarer, så fødevarer udgør en voksende andel af omsætningen. I andet kvartal af regnskabsåret 2022 kunne Starbucks melde om en stigning på 7 procent i værdien af det gennemsnitlige køb i en Starbucks café i Nordamerika.

Starbucks har et afkast på den investerede kapital på over 30 procent. Vi forventer høj encifret omsætningsvækst gennem en kombination af encifret vækst i det underliggende salg, som set historisk, og en vækst i antallet af caféer i overkanten af 5 procent. Vi forventer derudover stigende indtjeningsevne i takt med, at andelen af de mere rentable kinesiske butikker vokser, samt via øget driftseffektivitet, som tilsammen vil resultere i en lav tocifret indtjeningsvækst og en tilsvarende vækst i de frie pengestrømme, da hele overskuddet bliver til frie pengestrømme. Vi er glade for igen at være blevet medejere af Starbucks til en attraktiv værdiansættelse i form af en fri pengestrømsrente på 3,6 procent per 30. juni 2022.

Vi sover roligt om natten

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 markedsledende selskaber.

På trods af markedets bekymringer om høj og stigende inflation, stigende renter, betydelig geopolitisk uro, historisk lav forbrugertillid og en potentiel recession, så sover vi roligt om natten. Vores porteføljer består af høj kvalitetsselskaber, som har en gennemsnitsalder på 100 år, og har vist deres værd under alle slags økonomiske forhold. Deres driftsresultater for de første 6 måneder af 2022 er igen vidnesbyrd om modstandsdygtighed og driftsmæssige styrker, og porteføljerne er i vores optik godt rustet til fremtiden.

Pricing power, stærk indtjeningsevne og markedsledende positioner inden for konsoliderede industrier, ikke-kapitalintensive forretningsmodeller, begrænset eller ingen gældsætning, fornuftig kapitalallokering og kompetente ledelser vil altid være i højsædet hos BLS. BLS Globale Aktier og BLS Danske Aktier nuværende afkast på den investerede kapital på henholdsvis 42,5 procent og 29,2 procent bestyrker os i vores tro på kvaliteten af vores selskaber.

Det er vores forventning, at vores selskaber vil fortsætte med at øge deres indtjening og frie pengestrømme per aktie med gennemsnitligt 10 procent om året på langt sigt. Med en attraktiv værdiansættelse i form af en fri pengestrømsrente på henholdsvis 4,8 procent og 5,0 procent for vores globale og danske portefølje, er vores porteføljer efter vores faste overbevisning stærkt positioneret til fortsat at generere attraktive langsigtede afkast til vores medinvestorer.

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.