



2025 Årsbrev

Klampenborg, februar 2026

Kære Medinvestor

2025 har på mange måder været et komplekst og krævende år præget af stor usikkerhed på både det danske og de internationale aktiemarkeder. Midt i dette morads er det dog positivt at konstatere, at den underliggende drift i praktisk taget alle Vores Selskaber - på tværs af vores globale og danske porteføljer - har været både solid og robust. Dette vidner om Vores Selskabers stærke forretningsmodeller og en høj grad af operationel kvalitet og er for os årsagen til, at vi fortsat ser dem som langsigtet attraktive selskaber at være medejere af.

Globale makroøkonomiske spændinger, vedvarende geopolitisk usikkerhed og hurtigt skiftende markedsvilkår har stillet høje krav til både beslutningstagning og risikostyring. Året har også budt på gode muligheder for at navigere disciplineret og langsigtet i en periode, hvor mange markedsdeltageres risikovillighed har været markant forhøjet. I dette brev giver vi et overblik over årets udvikling, de vigtigste udfordringer vi har mødt, og hvordan vi har arbejdet hårdt og koncentreret for at positionere vores porteføljer til vækst i årene fremover.

I 2025 leverede afdelingerne BLS Globale Aktier og BLS Danske Aktier begge et afkast på omkring -2,5 procent. Et resultat for året vi naturligvis ikke er tilfredse med, al den stund at vi altid arbejder for og tilstræber – som minimum – at beskytte vores Medinvestorers kapital. Siden opstarten af afdelingerne i henholdsvis september og februar 2008 har det samlede afkast efter alle omkostninger for BLS Globale Aktier været 568,5 og BLS Danske Aktier været på 456,0 procent¹. Afkastforskellen på de to afdelinger skyldes i høj grad de forskellige opstartstidspunkter.

Til sammenligning er verdensmarkedet, opgjort ved MSCI All Countries, i samme periode steget med 454,8 procent, mens det brede danske aktiemarked, målt ved OMX Copenhagen-Capped-indekset, er steget med 357,3 procent. På trods af at de enkelte år har indeholdt perioder med henholdsvis stor fremgang og perioder med markante udfordringer, har begge vores afdelinger fortsat gjort det bedre end disse generelle markedsafkast og har vist sig

¹ Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Investoroplysninger, herunder afdelingens dokument med central information samt oplysninger om investeringsrisici, kan findes på foreningens hjemmeside: www.blsinvest.dk.

robuste under forskellige markedsvilkår. Når det er sagt, er det imidlertid også vigtigt for os at anerkende, at udviklingen i de seneste tre år har været udfordrende for alle os, der er investeret i BLS Globale Aktier. Afkastet på det globale aktiemarked har været fokuseret omkring et AI-narrativ og en højere risikovillighed, end vi lægger til grund i vores investeringsfilosofi.

Sagt lidt forsimplet: Udfordringen har, med ganske få undtagelser, ikke været relateret til vores porteføljeselskabers underliggende virksomhedsdrift eller indtjeningssevne, der har ligget omkring det historiske niveau på 10 til 12 procents årlig indtjeningsvækst. Udfordringen har, hvad angår BLS Globale Aktier, været sammensætningen af det globale sammenligningsindeks, som er mere koncentreret end nogensinde før. En lille gruppe selskaber – alle aktive inden for AI temaet – udgør ved udgangen af 2025 omkring 25 procent af indeksværdien. Denne gruppe, som repræsenterer under én procent af de cirka 2.500 selskaber i verdensindekset, havde for blot tre år siden en samlet vægt på 10 procent. Afkastudviklingen alene for denne gruppe har udgjort to-tredjedele af afkastforskellen på vores globale aktier og verdensmarkedet over de seneste tre år.

Tabel 1: Afkast for vores porteføljer

	Afd. Globale Aktier KL	MSCI AC World
2025	-2,3%	8,0%
Siden opstart, årligt gennemsnit	11,6%	10,4%
Siden opstart, total	568,5%	454,8%
	Afd. Danske Aktier KL	OMX Copenhagen Capped
2025	-2,6%	9,8%
Siden opstart, årligt gennemsnit	10,1%	8,9%
Siden opstart, total	456,0%	357,3%

Note: Afd. Globale Aktier KL havde opstart den 30. september 2008, mens Afd. Danske Aktier KL havde opstart den 26. februar 2008. Noter til alle øvrige figurer og tabeller findes sidst i brevet. Alle afkast er inklusive geninvesterede udbytter, og for BLS Invest er afkastene efter omkostninger. Historiske afkast er ikke en garanti for fremtidige afkast. Foregående års afkastudvikling kan ses på side 23.

Kilde: BLS Capital og Bloomberg.

Har vi set det før? - hvorfor 2025 føles som 1847

Da Charles Darwin i 1844 sirligt skrev sin investering i Liverpool Docks Railway ind i sin læderindbundne regnskabsbog, gjorde han det samme, som mange investorer gør i dag, når de køber Nvidia, OpenAI-relaterede aktier, eller ETF'er fyldt med "Big Tech": han købte ind i tidens store fortælling. I 1840'erne var fortællingen tog. I 2020'erne er fortællingen kunstig intelligens.

I 1840'erne var jernbanerne "den mest transformative teknologi nogensinde". Aviserne lovede, at verden ville blive én stor forbundet familie. Investorerne stod i kø, kurserne fordobledes på tre år, og 7 procent af hele den britiske nationalindkomst blev i 1846 brugt på at bygge togskiner.

I 1847 kom så det, både Charles Darwin og andre engelske aristokrater (John Stuart Mill, Benjamin Disraeli og Sir Walter Scott) nok burde have set komme: togskinererne var bygget hurtigere, end passagererne kom. Der var for få kunder til at retfærdiggøre hele manien. Resultatet var sørgeligt men også forudsigeligt: boblen sprang, aktiekurserne kollapsede og udbygningen af tognettet stoppede nærmest øjeblikkeligt i en længere periode.

Her ved starten på 2026 står vi i en situation, hvor parallellen til 1840'ernes jernbaneboble er slående. Det er den samme asymmetri som i 1840'erne: store forventninger, begrænsede faktiske indtægter (endnu). Dengang blev enorme summer investeret i togskiner i forventning om et nyt transportsamfund, men indtægterne fulgte ikke med i samme tempo. Vi står i en lignende situation: de faktiske AI-indtægter ligger fortsat langt under de enorme investeringer i infrastruktur og kapacitet.

Det betyder ikke, at teknologien omkring kunstig intelligens vil mislykkes, kun at tempoet i den økonomiske monetarisering er meget lavere end tempoet i investorernes forventninger. Og når ét narrativ driver en så stor del af verdens markedsværdi, øges den systemiske risiko markant. Blot ét skuffende datapunkt kan være nok til at udløse en korrektion på tværs af aktivklasser. Samtidig er hele AI-værdikæden blevet selvrefererende: selskaber stiger i værdi på aftaler, der bygger på indtægter, som endnu ikke eksisterer – et mønster, der ofte ses i bobletider.

Hver gang en industris kapitalinvesteringer som procentdel af omsætningen stiger til ekstreme niveauer følges det af en relativt hurtig normalisering. Vi så dette tydeligt under telecom-boomet, hvor aggressive infrastrukturinvesteringer gik forud for en værdidestruktion (defineret som kursfald) på 75 procent i amerikanske dollar over tre år. Lignende mønstre med overinvestering i mine- og oliesektorerne resulterede i kursfald på henholdsvis 37 procent og 28 procent i amerikanske dollar, hvilket viser, at overdreven kapitalopbygning sjældent betaler sig for aktionærerne, selvom det meget vel kan facilitere en meget betydelig samfundsmæssig økonomisk transformation på længere sigt.

AI kan – på samme måde som tog, telegraf, bil og internet – være en af de største teknologiske revolutioner i vores tid, men det er også en af de mest kapitaltunge spekulative satsninger siden industrialiseringen. Det store spørgsmål er således ikke, om AI virker. Det store spørgsmål er, om AI hurtigt nok kan retfærdiggøre verdens største kapitalallokering i moderne tid. Hvis svaret er nej, så står vi med den største misallokering af kapital, siden Darwins togskiner blev lagt i 1840'erne.

Hvordan var kursudviklingen på tværs af regioner og sektorer?

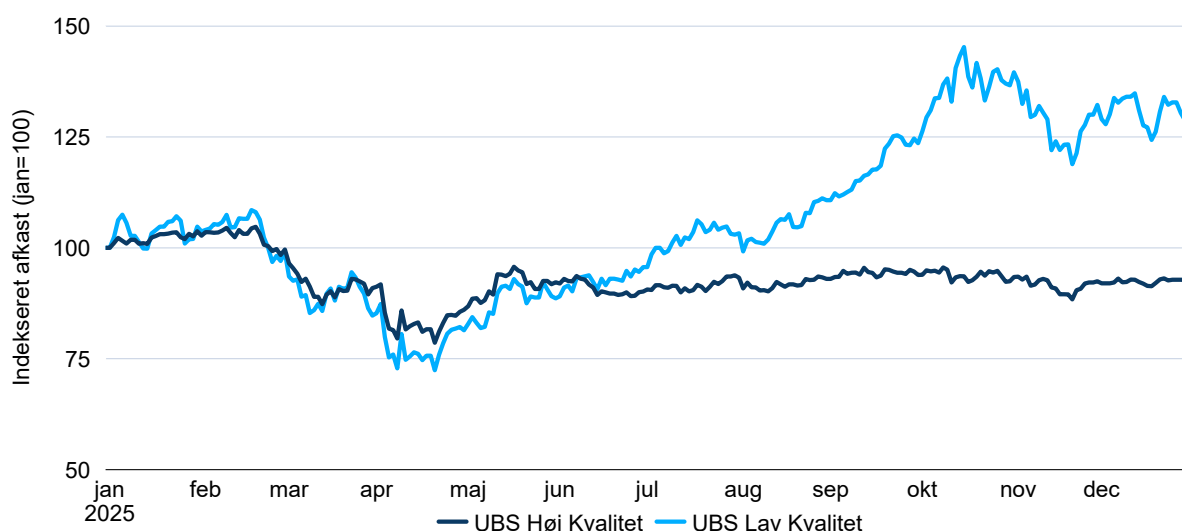
Ifølge MSCI's sektoropgørelser havde selskaber inden for kommunikation, råvarer og finans de højeste afkast i 2025 med henholdsvis 17, 16 og 14 procent. De laveste afkast blev derimod set i ejendomssektoren samt inden for forbrug – både stabilt og diskretionært forbrug - med negative afkast på henholdsvis 6, 4 og 3 procent. Knap 40 procent af porteføljen har fortsat været investeret i forbrugsselskaber, som det har været tilfældet stort set siden opstarten af strategien.

Trods AI-temaets dominerende rolle i aktiemarkedet leverede amerikanske aktier, målt ved S&P500, et afkast under niveauet for det globale aktiemarked. S&P500 steg 4 procent, mens det globale aktiemarked steg 8 procent. I USA blev kursudviklingen drevet af de største selskaber, idet det markedsværdivægtede S&P500-indeks klarede sig væsentligt bedre end det ligevægtede indeks, som havde et negativt afkast på 4 procent. Præmien ved at eje mindre selskaber var dermed også fraværende i 2025.

Selskaber med stabil og forudsigelig vækst er ikke blevet belønnet gennem 2025 og har generelt oplevet, at kursværdien set i forhold til den forventede indtjening har været faldende.

Det er i høj grad blandt disse selskaber, at vi finder de største overlap med vores investeringsfilosofi. Den generelle interesse for spekulative aktiver har derimod været ganske betydelig. AI-relaterede selskaber har været en del af dette, men stigende risikoappetit har særligt afspejlet sig i, at der efter præsident Trumps Liberation Day 2. april 2025 har været betydeligt højere afkast for lavkvalitetsselskaber, end der har været for højkvalitetsselskaber.

Figur 1: Lav kvalitet har klaret sig bedre end høj kvalitet



Kilde: BLS Capital og Bloomberg.

Sådan indtænker vi risiko i vores investeringsproces

Euforien i den ovennævnte historie viser med al tydelighed, at risikoanalyse er et mindst lige så centralt element i investeringsanalyse, som analysen af positivt afkastpotentiale. Vi adskiller os fra den akademiske - og gængse - markedsopfattelse ved ikke at definere risiko som midlertidige kurssvingninger (volatilitet) men derimod som sandsynligheden for et permanent tab af kapital. Derfor er vores investeringsproces at se som vores primære risikostyring.

Siden opstarten i 2008 har der været fire kalenderår, hvor verdensmarkedet, opgjort ved MSCI AC World, har haft en negativ kursudvikling i danske kroner. Dette var i 2008, 2011, 2018 og 2022. I hvert af disse år var afkastet i BLS Globale Aktier højere end aktiemarkedet, og i tre af årene var det absolutte afkast faktisk omkring nul eller højere.

Vi fokuserer indgående på at forstå konsekvenserne af selskabernes kapitalallokering, da det ofte er her, værdi skabes eller ødelægges på den lange bane. Samtidig stresstester vi forretningsmodellen for at sikre, at selskaberne er robuste nok til ikke blot at modstå perioder med økonomisk modvind men også er profitable og genererer pengestrømme samt har styrken til at agere strategisk og proaktivt, når deres markeder kommer under pres. Selskabernes høje bruttomarginer, fleksible omkostningsbaser og lave kapitalintensitet supporterer dette.

Vi leder efter selskaber, hvor udfaldsrummet for den flerårige pengestrømsvækst er forholdsvis begrænset. Vi gør dette ved at investere i *stabile* og *forudsigelige* selskaber med vedvarende konkurrencemæssige fordele. Vi begrænser dermed det rimelige udfaldsrum af

forventelige flerårige vækstrater, og hvad der kan forårsage, at disse bliver lavere end vores mest rimelige forventning.

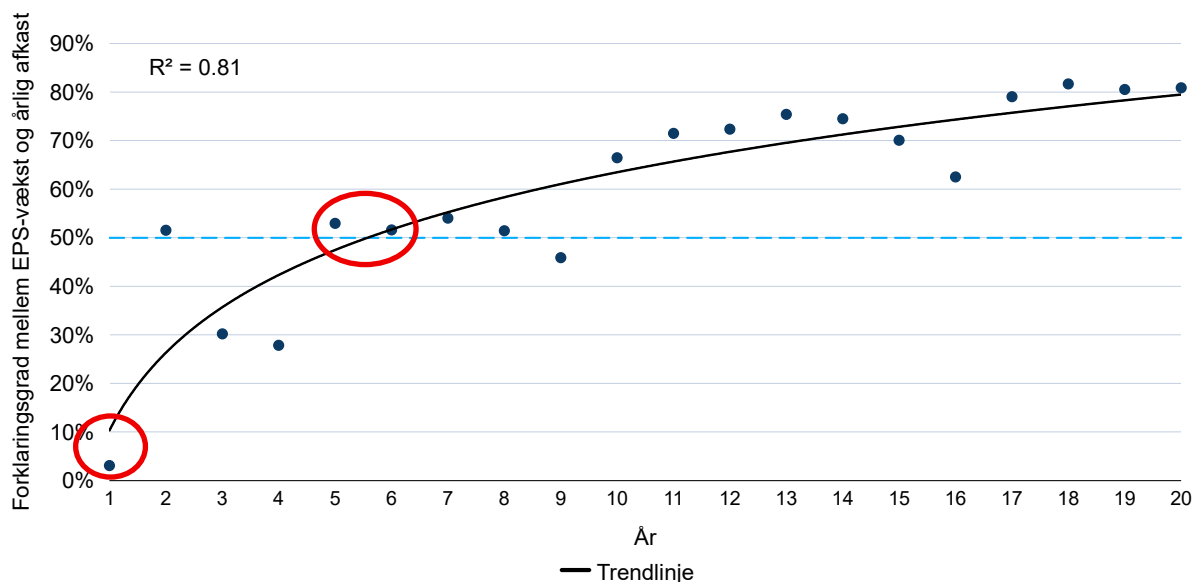
Hos os er kassen med "for svært" mere fyldt end kassen med selskaber, der lever op til vores strenge kriterier. Hvorvidt selskaber, investeringstemaer eller aktivklasser er på mode og drevet af stærkt kursmomentum ændrer ikke på vores fundamentale tilgang. Ligeledes skeler vi aldrig til indekssammensætningen på geografier eller sektorer, aktiver uden solid pengestrømsgenering, såsom kryptovalutaer eller ædelmetaller, eller aktiver med, for os, uigennemsigtige risikoprofiler.

Fortsat fokus på den langsigtede indtjeningsvækst

Fokus for vores analyse og investeringsbeslutninger er selskabernes driftsresultater, deres langsigtede vækstmuligheder og deres varige konkurrencemæssige fordele. Vi investerer i selskaber, der kan levere langsigtet, stabil og forudsigelig vækst i indtjeningen og de frie pengestrømme, da disse i sidste ende er den mest pålidelige kilde til afkast.

Jo længere tidshorisont der betragtes, desto større en andel af afkastet kan forklares med indtjeningsvækst. På helt kort sigt drives aktiemarkedet primært af "stemningen" og af, om selskabernes indtjening rammer de kortsigtede forventninger, men det ændrer sig, desto længere tidshorisonten er. Når vi ser på perioder over 10 år, er det mere end 70 procent, der kan forklares med indtjeningsvækst. På ét år er det mindre end 10 (!) procent. Man skal helt op omkring fem år, førend der i gennemsnit er mere end 50 procent af afkastet, der kan kobles op på indtjeningsvæksten.

Figur 2: Forklaringsgrad mellem væksten i indtjening per aktie og årligt afkast

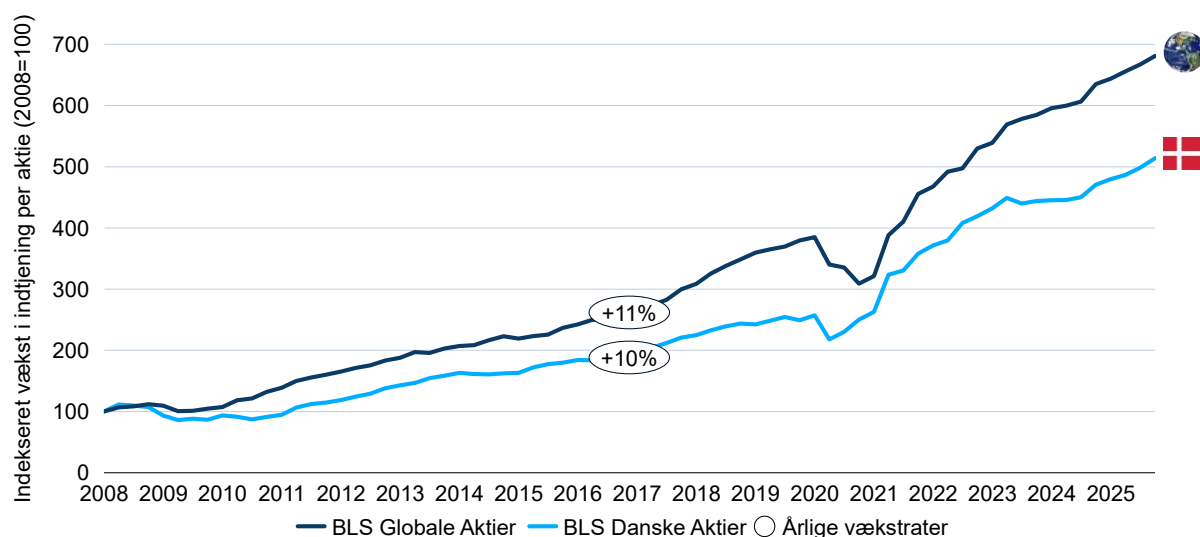


Kilde: BLS Capital og FactSet.

Det samlede afkast, i form af kursstigninger og udbytter, vil således tilnærme sig væksten i indtjening og frie pengestrømme over tid, hvilket er at betragte som det finansielle systems svar på tyngdeloven. Eller som Warren Buffett har beskrevet det: "the stock market is a device for transferring money from the impatient to the patient."

Vi er tilfredse med vores selskabers samlede driftsmæssige udvikling de, og det, seneste år. Vores selskaber i begge porteføljer har opnået en gennemsnitlig årlig vækst i indtjeningen per aktie omkring 10 til 11 procent siden 2007. Vi forventer, at vores selskaber fortsat vil levere indtjeningsvækst på omtrent disse langsigtede niveauer, selvom der naturligvis kan være både opadgående og nedadgående cykliske udsving. Over de sidste 5 år har indtjeningsvæksten i begge porteføljer været omkring 15 procent, højere end vi forventer over tid, og væsentligt påvirket af pandemiens påvirkning på det rapporterede indtjeningsniveau i 2020.

Figur 3: Stabil og forudsigelig indtjeningsvækst



Kilde: BLS Capital, årsregnskaber og FactSet.

Status på porteføljen

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

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

Tabel 2: Nøgletal for vores porteføljer

BLS Invest Globale Aktier	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Afkast på den investerede kapital	45,6%	43,1%	46,4%	43,0%	44,3%	43,8%
Nettogæld / Driftsindtjening før afskrivninger	0,7x	0,4x	0,4x	0,9x	0,7x	0,9x
Pengestrømskonvertering	102,3%	107,1%	107,0%	107,3%	102,1%	102,0%
Fri pengestrømsrente	4,3%	4,3%	4,8%	5,2%	5,6%	5,5%
BLS Invest Danske Aktier	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Afkast på den investerede kapital	23,7%	30,7%	28,1%	24,3%	27,3%	20,7%
Nettogæld / Driftsindtjening før afskrivninger	0,0x	-0,7x	0,2x	0,5x	0,7x	0,8x
Pengestrømskonvertering	107,0%	106,9%	87,9%	108,5%	118,6%	104,0%
Fri pengestrømsrente	4,5%	4,0%	5,5%	5,9%	5,7%	6,0%

Kilde: BLS Capital, årsregnskaber og FactSet

Ved udgangen af 2025 var den frie pengestrømsrente for henholdsvis den globale og danske portefølje 5,5 og 6,0 procent. For begge porteføljer finder vi fortsat, at prissætningen er attraktiv og danner et godt udgangspunkt for attraktive absolutte afkast drevet af selskabernes langsigtede tocifrede indtjeningsvækst. Vi forventer, at porteføljerne som helhed vil fortsætte med at vokse indtjeningen med 10 til 12 procent om året.

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

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

Hvad drev afkastet i vores globale portefølje?

De højeste absolutte afkastbidrag til afkastet i vores globale portefølje kom i 2025 fra vores britiske formuerådgiver St. James's Place (afkast på 54 procent), skadesforsikringsselskabet Sampo (37 procent) samt verdens største bryggeri Anheuser-Busch InBev (16 procent). Det var ligeledes disse tre selskaber, der stod øverst på listen, da vi tog en mellemtid på året i vores halvårsbrev.

Mens de foregående selskaber havde de højeste afkastbidrag, kom de laveste absolutte afkastbidrag fra diabetesgiganten Novo Nordisk, (-46 procent), spiritusproducenten Diageo (-38 procent) og dyremedicinselskabet Zoetis (-31 procent).

Tabel 3: Højeste og laveste afkastbidrag til den globale portefølje

Højeste afkastbidrag	Afkast på		Årlig indtjeningsvækst		2025 afkast	Porteføljevægt slut 2025
	investeret kapital	eksklusiv goodwill	5 år	10 år		
St. James's Place	32,0%		10,8%	11,1%	54,1%	7,6%
Sampo	29,5%		13,0%	11,4%	36,5%	4,2%
Anheuser-Busch InBev	+100,0%		8,0%	4,6%	15,6%	4,5%

Laveste afkastbidrag	Afkast på		Årlig indtjeningsvækst		2025 afkast	Porteføljevægt slut 2025
	investeret kapital	eksklusiv goodwill	5 år	10 år		
Novo Nordisk	+100,0%		21,4%	14,5%	-46,4%	3,7%
Diageo	22,3%		9,7%	6,3%	-37,6%	2,0%
Zoetis	39,8%		10,4%	13,8%	-30,9%	3,5%

En approksimation for det totale aktionærafkast er summen af den årlige indtjeningsvækst og udbytteafkastet. De seneste årlige udbytteafkast for St. James's Place, Sampo, Anheuser-Busch InBev, Novo Nordisk, Diageo og Zoetis er henholdsvis 1,3, 3,9, 2,2, 3,4, 4,9, og 1,6 procent. Afkast er opgjort før omkostninger og gebyrer. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige resultater.

Kilde: BLS Capital, årsregnskaber og FactSet.

St. James's Place – regulatoriske bekymringer er væk

Som det også var tilfældet ved halvåret, har St. James's Place været den største bidragsyder til strategiens afkast i 2025. Vores markedsledende britiske formuerådgivningspartnerskab har i året leveret fortsat stærke driftsresultater og fortsat sine mere end 20 år med positiv kvartalsvis nettotilgang af ny kapital, hvilket bidrog med 6 milliarder pund til den samlede rådgivne formue.

Kombineret med en fortsat høj kundefastholdelse på omkring 95 procent har dette løftet den rådgivne formue med omkring 16 procent i 2025 til nu 220 milliarder pund. Dertil har selskabet eksekveret på sine strategiske tiltag med en IT-konvertering til et nyt system samt taget fat i omkostningerne, der er blevet reduceret. Vores løbende dialog med administrerende direktør Mark FitzPatrick og finansdirektør Caroline Waddington har tydeligt afspejlet, at ledelsen i stigende grad har kunnet rette blikket fremad og i mindre grad har været bundet af at håndtere historiske regulatoriske udfordringer. Disse regulatoriske udfordringer lagde St. James's Place bag sig, da de ved halvårsregnskabet efter grundig dialog med myndighederne kunne tilbageføre 85 millioner af selskabets hensættelse på 425 millioner pund fra årsregnskabet for 2023.

Vi har reduceret vores ejerandel i St. James's Place hen over året, men trods en kursstigning på mere end 50 procent finder vi fortsat værdiansættelsen attraktiv, og selskabet er blandt de største beholdninger i porteføljen. På selskabets nuværende markedsværdi ligger den frie pengestrømsrente på over 6 procent, og rabatten til den konservativt opgjorte værdi af forretningen uden yderligere vækst – den såkaldte European Embedded Value (typisk forkortet EEV) per aktie – er fortsat omkring 25 procent.

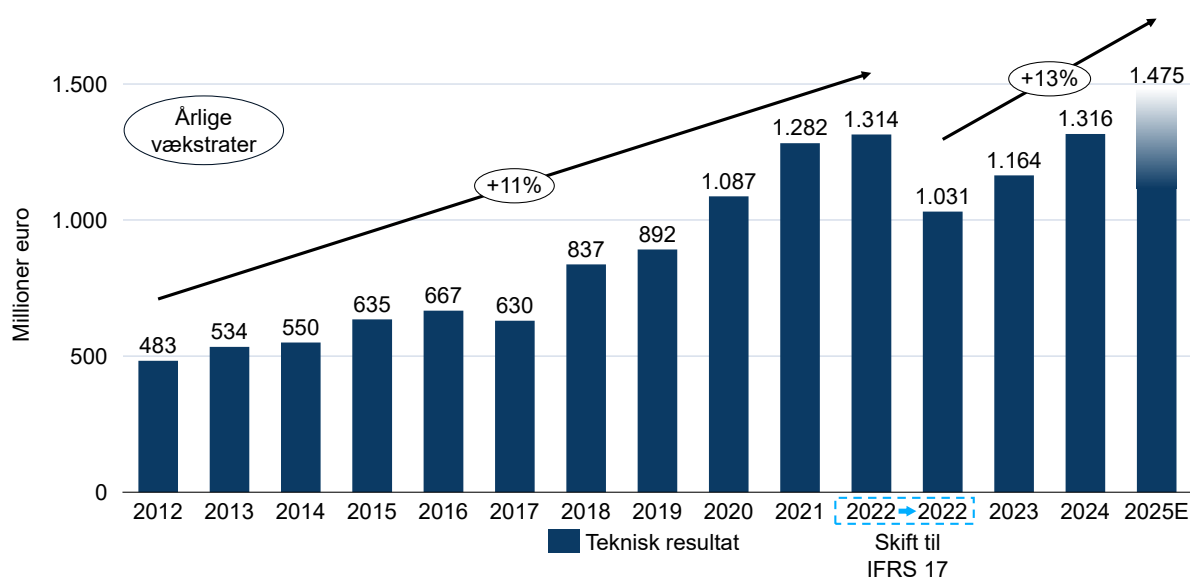
Sampo – øget vækst med stigende profitabilitet

Finske Sampo er gennem skadesforsikrings-selskaberne If P&C og Hastings markedsleder i Norden og blandt de ledende online bilforsikrings-selskaber i Storbritannien. Siden simplificeringen af koncernstrukturen startede i 2020, har If P&C udvist god og øget præmie-vækst, hjulpet af såvel højere inflation, vundne markedsandele samt forbedret

profitabilitet (opgjort ved Combined Ratio) fra et allerede attraktivt niveau på knap 85 procent i 2019.

Fra 2022 til 2024 voksede præmieindtægterne således med knap 7 procent om året, hvilket var 2 procentpoint hurtigere end de foregående 3 år. Denne vækst tog yderligere til i 2025. If P&C's øgede fokus på præmievækst er absolut ikke et udtryk for en slækket indtegningsdisciplin.

Figur 4: If P&C's konsistente vækst i det forsikringstekniske resultat



Kilde: Arsregnskaber.

Sampo annoncerede i første halvdel af 2025, at Torbjörn Magnusson ville stoppe som administrerende direktør. Efter 29 år som administrerende direktør for hhv. If P&C og Sampo er dette ikke overraskende. If P&C's direktør, Morten Thorsrud, har overtaget posten som administrerende direktør i Sampo. Morten har været mere end 20 år i If P&C, og siden 2020 som administrerende direktør, og udnævnelsen signalerer betryggende kontinuitet.

I anden halvdel af året opjusterede Sampo sine forventninger til væksten i driftsindtjeningen per aktie fra mere end 7 procent til nu mere end 9 procent i perioden 2024 til 2026. Dette sker efter en vækst på 13 procent i 2024 og 14 procent vækst år-til-dato ved udgangen af tredje kvartal 2025. Med en årlig udlodningskapacitet efter kapitalbindinger fra præmievækst på omkring fem procent af markedsværdien ser vi fortsat Sampo attraktivt prissat.

Anheuser-Busch InBev – stærk og stigende profitabilitet

Anheuser-Busch InBev har leveret en vækst i driftsresultatet på knap 6 procent, hvilket svarer til en år-til-dato forbedring på 138 basispunkter i driftsmarginen i forhold til samme periode sidste år. De frie pengestrømme var ved seneste offentliggørelse for halvåret øget med godt 50 procent i forhold til året før. Dette resultat understreger ledelsens evne til at øge indtjeningen under cyklisk pres samt selskabets stærke operationelle disciplin og robusthed.

På trods af udfordrende markedsvilkår i nøgleregioner som Kina og Brasilien, der medførte et fald i de organiske volumener på 4,3 procent for de første ni måneder af året, formåede

selskabet effektivt at udnytte sin stærke pricing power gennem det strategiske fokus på sine megabrands. Denne tilgang til markedet løftede enhedsprisen med 4,9 procent, hvilket mere end kompenserede for volumennedgangen i et år, hvor specielt Brasilien har vist negativ volumenvækst, der i væsentlig grad har været vejrelateret, om end der også er et cyklisk pres i Brasilien.

I Kina har Budweiser APAC reageret på de ændrede forbrugsmønstre ved strategisk at pivotere mod "in-home"-kanalen, der nu udgør over halvdelen af salget. Under den nye administrerende direktør, Anheuser-Busch InBev veteranen Yanjun Cheng, styrkes den kommercielle eksekvering, hvor øget samarbejde med leveringstjenester og potentielt udvidet partnerskab med Swire Coca-Cola er forventeligt.

Med afsæt i Anheuser-Busch InBevs operationelle styrke har selskabet markeret en overgang fra primært at fokusere på gældsnedbringelse til at prioritere betydelig kapitaldistribution. Det fremgår tydeligt af ledelsens annoncering af et nyt, større end forventet, aktietilbagekøbsprogram på 6 milliarder amerikanske dollar over de kommende to år, svarende til 5 til 6 procent af de udestående aktier, hvilket sender et klart signal om, at balancen nu anses for konsolideret i takt med, at den rentebærende nettogæld er reduceret til under 3x i forhold til driftsindtjeningen.

Det langsigtede potentiale fremstår intakt og mere modent, jævnfør vores forventninger fra halvårsbrevet, understøttet af en attraktiv fri pengestrømsrente på 9 procent og et udbytteafkast på mere end 2 procent. Med en finansiell gearing, der nu er stabilt under 3x, hviler selskabet på en stærk evne til at generere frie pengestrømme, der fremadrettet primært vil tilfalde aktionærene snarere end opkøbsdrevet vækst. Kombinationen af fortsat marginudvidelse mod det historiske topniveau på 40,8 procent - set i forhold til det nuværende niveau på knap 36 procent - og den nu accelererede tilbageførsel af kapital til aktionærene understøtter forventningen om en attraktiv, langsigtet værdiskabelse.

Novo Nordisk – Ikke længere business as usual

Novo Nordisk har været en del af vores danske portefølje siden opstarten af 2008 og har gennem fem perioder ligeledes været en del af vores globale portefølje. I vores globale portefølje blev vi senest medejere i de sidste dage af 2024. Novo Nordisk endte med at være en af de afkastmæssigt tungeste positioner i året, hvor selskabet stod for det mest negative afkastbidrag til vores globale portefølje og næstlaveste bidrag til vores danske portefølje. Det står i kontrast til, at Novo Nordisk siden vores opstart har været et af de mest markante positive bidrag til afkastudviklingen for begge vores porteføljer.

Vores langsigtede tiltro til Novo Nordisk har altid stået i kontrast til vores generelle skepsis over for farmasektoren. Skepsissen skyldes begrænset langsigtet sigtbarhed i afkastet på den investerede kapital og i stabiliteten i indtjeningsvæksten blandt andet som følge af patentudløb, offentlige prisforhandlinger, hyppige og store opkøb samt betydelige investeringsbehov. Novo Nordisk har historisk været en undtagelse. Selskabet har leveret et brancheledende afkast på den investerede kapital på mere end 75 procent, og den fokuserede strategi med afsæt i diabetes og senere udvidet til fedmebehandling har givet imponerende afkast på organisk forskning og udvikling. I modsætning til mange konkurrenter har Novo Nordisk ikke været afhængig af hyppige, dyre og store biotek opkøb for at sikre den fremtidige pipeline.

Omsætningsvæksten har historisk været både attraktiv og meget forudsigelig, understøttet af behandlingernes kroniske karakter og selskabets effektive arbejde på at forlænge produktcyklusserne for sine eksisterende præparater. Samtidig er antallet af mennesker med diabetes steget støt globalt, og den fortsat lave udbredelse af moderne behandlinger efterlader betydeligt rum for yderligere salgsvækst. I mere end et årti har fedmebehandlinger været en betydelig positiv vækstmulighed i tillæg til diabetesfranchiset.

Det var særligt i andet halvår, at vi oplevede negative overraskelser forbundet til Novo Nordisk.

For det første har tilstedeværelsen af kopiproducenter, såkaldte compounders, på det amerikanske marked været større end ventet. Den "midlertidige" mulighed for lovligt at producere og sælge kopiversioner ophørte den 22. maj 2025, men der er fortsat intet, der tyder på, at de er på vej ud af markedet. Det gælder, selv om Novo Nordisks semaglutid-molekyle er patentbeskyttet frem til 2032 i USA. Novo Nordisks kommunikation i forbindelse med tredjekvartalsregnskabet indikerede endda, at problemet har været tiltagende. I dag leverer compounders fortsat produkter til mere end én million amerikanere og dækker dermed mere end en fjerdedel af fedmemarkedet i USA.

For det andet gennemførte Novo Nordisk i oktober en række biotek opkøb for samlet 45 milliarder kroner samtidig med et mislykket bud på det amerikanske biotekselskab Metsera, hvor Pfizer endte som vinder af den meget offentlige budkrig. Samlet set ville transaktionerne have udgjort omkring 100 milliarder kroner i opkøbsværdi, hvilket overstiger mere end et års frie pengestrømme. De opkøbte aktiver vurderes samtidig at være mindst tre år fra at kunne bidrage med omsætning og kommer ikke uden risici for den videre forskning og udvikling samt usikkerhed om endelig myndighedsgodkendelse. Vi har længe værdsat selskabets evne til at levere forudsigelig vækst gennem egne investeringer i forskning og udvikling samt disciplineret og intelligent arbejde med at forlænge varigheden af medikamenter allerede i markedet. Vi udfordrede derfor ledelsen på rationalet bag dette markante strategiskifte i ønsket om at betale for biotekopkøb fremfor interne investeringer og på, hvordan det påvirker, hvad vi skal forvente af den fremtidige kapitalallokeringer.

Sidst annoncerede Novo Nordisk i starten af november sammen med Eli Lilly en pris aftale med den amerikanske regering, der træder i kraft fra starten af 2026. Prisreduktionerne var både større og træder tidligere i kraft, end vi havde forventet. Det har længe været kendt, at diabetesmedicin ville blive omfattet af prisforhandlinger under den såkaldte "Inflation Reduction Act". Det ville dog ikke have haft effekt før 2027.

Mens de kommercielle forhold ovenfor er relateret til det amerikanske marked, har Novo Nordisk historisk haft en særlig stærk både markedsandel og kommerciel eksekvering uden for USA. Vi havde forventet, at International Operations (IO), som Novo Nordisk definerer som alle markeder foruden USA, i højere grad ville være i stand til at opveje udfordringerne i USA. Omsætningsudviklingen uden for USA har dog ikke levet op til vores forventninger. Omsætningsvæksten i tredje kvartal var endog aftagende sammenlignet med første halvår trods lanceringer af fedmebehandling i flere og flere markeder. IO vil møde yderligere omsætningsmodvind i 2026, da Novo Nordisk vil miste eksklusivitet på semaglutid i nogle få markeder, herunder Canada og Kina. Effekten af dette vil sænke omsætningsvæksten uden for USA med tre til seks procentpoint i 2026, hvilket svarer til en lav encifret modvind for Novo Nordisks globale omsætningsvækst.

Som ventet fik Novo Nordisk den 23. december 2025 godkendelse af sin orale fedmebehandling, kaldet Wegovy tabletten, og lancerede den i starten af januar. Vi forventer, at den orale løsning bliver en stærk driver for mængderne af solgt fedmemedicin og vil øge andelen af patienter, der modtager behandling. Eli Lilly har dog udnyttet den "prioritetskupon", som de modtog fra de amerikanske myndigheder i forbindelse med prisaftalen med den amerikanske regering. Det vil sandsynligvis betyde, at perioden hvor Novo Nordisk er eneste udbyder af en oral fedmebehandling på det amerikanske marked vil være omtrent halv så lang, som før ventet. Fordelen af at være først på markedet bliver derfor betydeligt mindre.

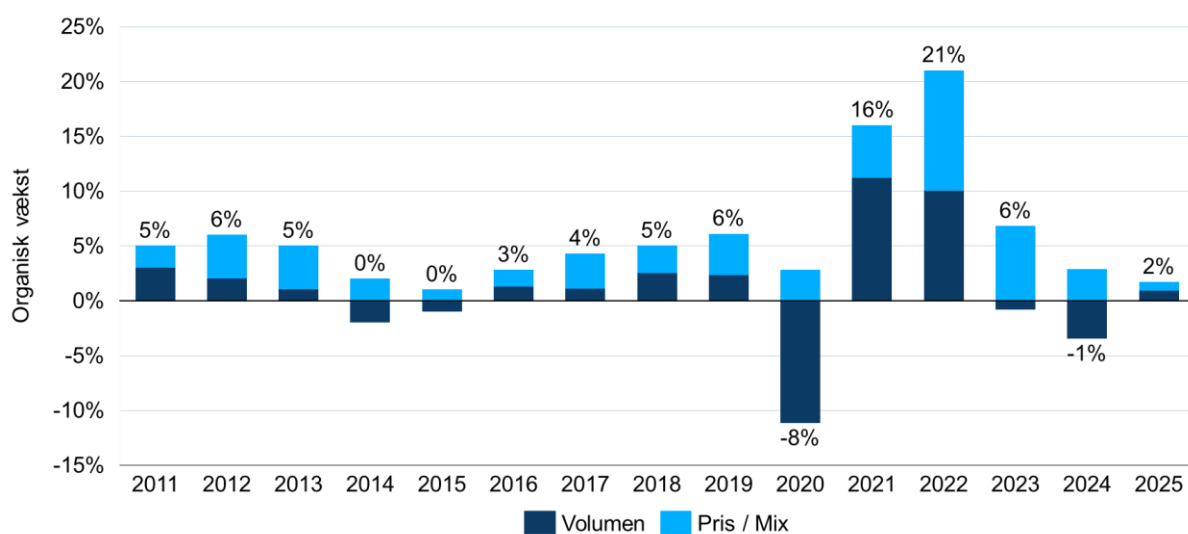
Vi har været i intensiv og tæt dialog med Novo Nordisks ledelse i forsøget på at forstå de strategiske og kommercielle tiltag, der er taget for at forbedre den kommercielle eksekvering. Vi har samtidig stillet spørgsmål ved både skiftet i udviklingsstrategien og tilgangen til M&A med den markant øgede risikoappetit.

Vores oplevelse som medejer af Novo Nordisk endte med at være betydeligt mere udfordrende, end vi havde kunne forestille os. Den skuffende kommercielle eksekvering og det strategiske skifte i kapitalallokering har øget risikoen i selskabet, og udfaldsrummet for selskabets indtjening og frie pengestrømme er blevet betydeligt større. Dette har ført til, at vi efter de amerikanske myndigheders godkendelse af Wegovy-pillen nedbragte vores ejerskab af Novo Nordisk i såvel vores danske som globale aktieportefølje.

Diageo – kortsigtet reduceret fart, men uændret langsigtet kurs

Diageo er markedsledende i en velkonsolideret industri for premium spiritus med en portefølje af globale spiritusbrands, herunder velkendte navne som Johnny Walker og Tanqueray Gin, og har dertil ølmærket Guinness. Siden 2019 har vækstraterne været henholdsvis 1, 5 og 4 procent for volumen, omsætning og driftsindtjening. Diageos vækst forventes overvejende at være drevet af at sælge dyrere brands på højere prispunkter og i mindre omfang volumenvækst. Efter pandemien har aktiemarkedet dog været domineret af bekymringer om konjunkturer, vægttabsmedicin, tariffier og risikoen for strukturelt ændrede forbrugertrends. Selskabets regnskaber peger samlet set på en betydelig robusthed og en fortsat evne til at skabe værdi gennem positiv pris/mix og brandstyrke, der adskiller sig fra denne fortælling.

Figur 5: Moderat mængdevækst og kontinuerligt højere gennemsnitspriser



Kilde: Årsregnskaber.

Diageos aktuelle indtjening afspejler i vores optik ikke selskabets strukturelle marginpotentiale og underliggende pengestrømsgenerering. Diageos konkurrencemæssige styrke fremstår uændret stærk. Selskabet har klaret de cykliske udfordringer bedre end sine største konkurrenter og har samtidig nydt godt af sit ejerskab af Guinness. Guinness har de seneste år været et markant lyspunkt med forsat tocifrede vækstrater. Brandets momentum har været så tydeligt, at selskabet har afvist spekulationer om et salg eller en udskillelse og eksplicit understreget Guinness' strategiske betydning.

Ledelsesmæssigt ser vi et betydeligt potentiale i, at Sir Dave Lewis er tiltrådt som administrerende direktør. Sir Dave Lewis kommer med et stærkt CV, senest som en engageret, detaljefokuseret og hands-on formand for bestyrelsen i Haleon (som vi også er medejere af). Han havde tidligere en succesfuld periode som administrerende direktør fra 2014 til 2020 hos engelske Tesco og før det som problemknuser hos den globale forbrugsgigant Unilever. Diageo har en fri pengestrømsrente på over 6 procent, hvoraf vi modtager omkring 4,5 procent i årlige udbytter. Samlet set ser vi Diageo som et kvalitetsselskab, hvor markedet aktuelt undervurderer det strukturelle potentiale, og hvor en kombination af normaliserede lagerniveauer, forsat stabil underliggende efterspørgsel og øget disciplin i kapitalinvesteringer bør udløse en attraktiv stigning i markedets prissætning af Diageo over de kommende år.

Zoetis – langsigtet værdiskabelse i medicineringen af kæledyr

Zoetis er verdens største rene dyresundhedsselskab og en global markedsleder inden for udvikling, produktion og kommercialisering af dyremedicin. Zoetis sidder på en femtedel af markedet for medicin til kæledyr og 15 procent af markedet for medicin til produktionsdyr.

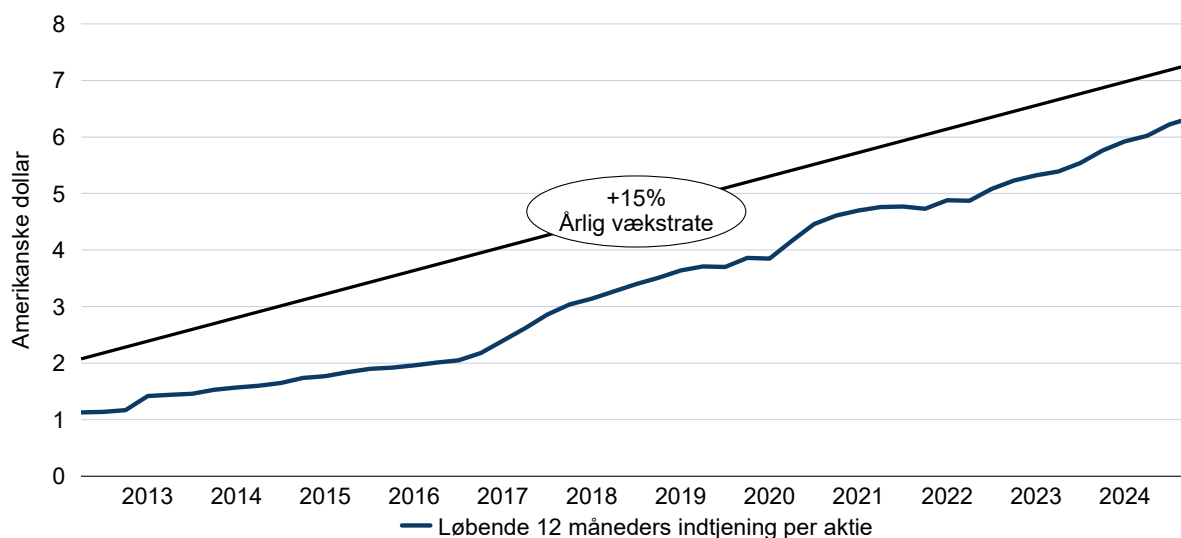
Selskabet opererer på tværs af både kæledyr og produktionsdyr. Knap 70 procent af omsætningen kommer fra salg til kæledyr, hvor strukturelle vækstdrivere som øget medicinsk behandling, høj betalingsvillighed og voksende behandlingskompleksitet understøtter et

langsigtet attraktivt, stabilt og forudsigeligt voksende marked. Kæledyrsmedicin har den mest attraktive vækst- og indtjeningsprofil af de to segmenter.

Zoetis' har industriens bredeste og mest innovative produktportefølje. For dyrlæger er Zoetis derfor en oplagt leverandør.

Siden selskabet blev udskilt fra Pfizer i 2013, har Zoetis udvist en stabil attraktiv vækstprofil, samtidig med at marginerne kontinuerligt er blevet udvidet og indtjeningsevnen styrket. Siden 2013 er driftsmarginen udvidet med omkring et procentpoint om året til stærke knap 40 procent i 2025. Denne udvikling afspejler en robust forretningsmodel samt en stærk virksomhedskultur præget af ledelsesmæssig kontinuitet og disciplineret eksekvering. Kristin Peck har været administrerende direktør siden 2019 men var inden da direktør for selskabets Nordamerikanske forretning. Hun kom til Pfizer i 2004 og var en central del af det strategiske arbejde, der førte til udskillelsen af Zoetis.

Figur 6: Zoetis' stabile og forudsigelige vækst i indtjeningen per aktie



Kilde: BLS Capital og årsregnskaber.

I 2026 vil den økonomiske værdiskabelse for langsigtede medejere gaves af ledelsens disciplinerede kapitalallokering. I december annoncerede selskabet, at de løbende årlige aktietilbagekøb på omkring 1,5 milliarder dollar vil blive øget med 1,5 milliarder dollar, der vil allokeres til dette alene i første kvartal. Det samlede aktietilbagekøb i 2026 bliver dermed omkring 5 procent af selskabets nuværende markedsværdi. Hertil kommer et udbytteafkast på omkring to procent.

Ledelsens flerårige målsætninger er en organisk omsætningsvækst på 6 til 8 procent om året, hvortil stigende marginer og disciplineret kapitalallokering vil resultere i to cifret vækst i indtjeningen per aktie og stigende afkast på den investerede kapital fra allerede 30 procent, eller 40 procent foruden immaterielle balanceposter. Dette gør i vores optik Zoetis til et attraktivt og langsigtet værdiskabende element i porteføljen. Værdiansættelsen på Zoetis er blevet tiltagende attraktiv gennem året, da aktiemarkedsbekymringer omkring gradvist aftagende vækstrater har ført til aktiekursfald. Ved udgangen af 2025 har dette resulteret i en fri pengestrømsrente på 5 procent. Dette er det højeste niveau i al Zoetis' tid som selvstændigt børsnoteret selskab.

Hvad drev afkastet i vores danske portefølje?

De højeste absolutte afkastbidrag til afkastet i vores danske portefølje kom i året fra Sampo (afkast på 37 procent), vores palmeolieplantageejer UIE (32 procent) og vores forsikringselskab Tryg (16 procent). Sampo er beskrevet tidligere i brevet.

Mens de foregående selskaber havde de højeste afkastbidrag, kom de laveste absolutte afkastbidrag fra smykkeelskabet Pandora (-45 procent), Novo Nordisk (-46 procent) og høreapparatsproducenten Demant (-19 procent). Novo Nordisk er beskrevet tidligere i brevet.

Tabel 4: Højeste og laveste afkastbidrag til den danske portefølje

Højeste afkastbidrag	Afkast på		Årlig indtjeningsvækst		2025 afkast	Porteføljevægt slut 2025
	investeret kapital	eksklusiv goodwill	5 år	10 år		
Sampo	29,5%		13,0%	11,4%	36,5%	9,9%
UIE	35,1%		13,3%	12,0%	31,8%	4,1%
Tryg	34,1%		12,9%	8,6%	15,8%	9,3%

Laveste afkastbidrag	Afkast på		Årlig indtjeningsvækst		2025 afkast	Porteføljevægt slut 2025
	investeret kapital	eksklusiv goodwill	5 år	10 år		
Pandora	63,3%		28,0%	9,3%	-45,3%	9,9%
Novo Nordisk	+100,0%		21,4%	14,5%	-46,4%	4,9%
Demant	42,9%		29,7%	9,6%	-18,5%	9,8%

En approksimation for det totale aktionærafkast er summen af den årlige indtjeningsvækst og udbytteafkastet. De seneste årlige udbytteafkast for Sampo, UIE, Tryg, Pandora og Novo Nordisk er henholdsvis 3,9, 5,4, 5,2, 3,3, og 3,4 procent. Demant betaler ikke udbytte. Afkast er opgjort før omkostninger og gebyrer. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige resultater.

Kilde: BLS Capital, årsregnskaber og FactSet.

UIE – Stærk levering på alle fronter

Ligesom i 2024 var vores investering i palmeolieplantageejer United International Enterprises (UIE) blandt de selskaber i vores porteføljer, som leverede det højeste afkast i året på næsten 32 procent. Selskabet bidrog dermed markant til afkastet i særligt vores danske portefølje men også i vores globale portefølje. Dette har også været tilfældet siden opstarten i 2008.

Plantagedriften i United Plantations (UP), som UIE ejer knap halvdelen af, nød godt af fortsat høje palmeoliepriser og øgede sin indtjening med mere end 15 procent i de første tre kvartaler 2025. UP leverede i 2025 et totalafkast på 48 procent i danske kroner ovenpå hele 104 procent i afkast i 2024. UPs afkast har således oversteget selskabs indtjeningsudvikling over de seneste år, og selskabets prissætning er nu på niveau med sammenlignelige selskaber, hvor den tidligere handlede til en rabat. Vi har udnyttet aktiekursstigningen i UIE til at reducere vores position i vores danske portefølje.

UIE lancerede i 2025 et aktietilbagekøbsprogram, hvor selskabet tilbagekøbte 2 procent af den udestående aktiekapital. Det kommer efter, at UIE også i 2024 købte aktier tilbage (3 procent af den udestående aktiekapital). Vi bifalder disse aktietilbagekøb, da UIE's markedsværdi længe har været betydeligt under den underliggende værdi af selskabets aktiver, en "rabat" som i gennemsnit lå på cirka 28 procent i 2025. Når UIE tilbagekøber egne aktier, svarer det i praksis til at købe en 100-kroneseddel for 72 kroner.

Tryg – graden af konservatisme bliver tydeligere

Vores skadesforsikringsselskab Tryg stod i 2025 for et af de højeste afkastbidrag i vores danske portefølje. Tryg er et af nordens to største skadesforsikringsselskaber, hvor selskabet er ledende inden for forsikring af private og mindre virksomheder. Med ejerskab af Tryg og Sampo er vi i vores danske portefølje dermed medejere af de to største, og mest profitable, skadesforsikringsselskaber i norden. Da nordisk skadesforsikring overordnet set er i verdensklasse, er vi derfor overbeviste om, at der er tale om to verdensklasse forsikringsselskaber.

Grundelementerne skal findes i den stabilt høje kundefastholdelse på 90 procent og løbende præmiereguleringer som minimum på niveau med skadesinflationen. For de ledende aktører krydres dette med fortsættende omkostningsoptimering og realisering af skalafordele og toppes med betydelige IT-investeringer til udnyttelse af potentialet i industriledende datapuljer. Denne attraktivitet ser vi ingen ændringer i.

Tryg har igen i 2025 styrket sin underliggende profitabilitet, hvor selskabets andel af præmieindtægter, der går til erstatningsudbetalinger, er blevet forbedret med 0,3 procentpoint og en rapporteret Combined Ratio på 80,3 procent. Vi forventer, at Tryg vil kunne forbedre sin driftseffektivitet, hvor driftsomkostninger foruden erstatningshensættelser er på pæne 13 til 14 procent af præmieindtægterne.

Kombinationen af fortsat præmievækst i omegnen af fire procent om året, er Tryg dermed godt på vej mod selskabets 2027 målsætning om en Combined Ratio på 81 procent og dertil et forsikringsteknisk resultat, der foruden eventuelle større sæsonudsving i stor- og vejrskader formentlig vil overgå ledelsens udmelding om et forsikringsteknisk resultat på 8 til 8,4 milliarder fra 7,9 milliarder kroner i 2025. Da Tryg kom med disse udmeldinger i 2024, var det med udgangspunkt i en Combined Ratio på 82 procent og et forsikringsteknisk resultat på 7,1 milliard kroner.

Afkastattraktiviteten understøttes af et årligt udbytteafkast på 5 procent og et aktietilbagekøbsprogram svarende til 1 procent af markedsværdien. Dette udlodningsniveau forventer vi kan fortsætte understøttet af den årlige indtjening og muligheden for en nedbringelse af selskabets konservative solvensdækning.

Pandora – et forædlet selskab med en anløben aktiekurs

For Pandora har 2025 på den eksterne front været et "annus horribilis". Selskabet har været ramt af flere væsentlige modvinde, hvor den væsentligste er, at sølvprisen er mere end tredoblet fra et niveau omkring 30 dollar til over 70 dollar per ounce. Før denne stigning udgjorde omkostningerne til indkøb af sølv omkring 6 procent af Pandoras omsætning. Denne voldsomme råvareinflation vil derfor lægge et massivt pres på omkostningsbasen, når Pandoras afdækning gradvist løber ud mod slutningen af 2026, hvilket kan udgøre et stort pres på indtjeningsevnen i 2027. Desuden har valutamodvind, told på import til USA og en amerikansk forbruger, der var påholdende under den vitale højsæson i fjerde kvartal, skabt yderligere pres. Den seneste opdatering for fjerde kvartal 2025 viste en opbremsning i den organiske vækst til flad sammenlignelig vækst, hvilket bekræfter, at selv et stærkt brand som Pandora ikke er immunt over for den makroøkonomiske afmatning.

På trods af disse usædvanlige eksterne omstændigheder har Pandoras operationelle eksekvering været stærk. Selskabet har formået at navigere i dette miljø og har effektivt arbejdet på at mitigere de massive eksterne modvinde. Ved tredje kvartal 2025 understregede finansdirektør Anders Boyer, at selskabet står over for en akkumuleret modvind på mere end 6 procent fra råvarer, valuta og told i perioden 2023 til 2026 på indtjeningsmarginen. Det medførte en justering af den forventede 2026-EBIT-marginen til omkring 23 procent mod det oprindelige mål på 26 til 27 procent fra selskabets kapitalmarkedsdag i 2023. Bag dette tal gemmer sig dog en solid underliggende marginforbedring på næsten 3 procentpoint, da Pandora har formået at modvirke en stor del af presset gennem prisstigninger, operationel gearing og effektiviseringer i programmet "Project Silverstone".

At selskabet alligevel formår at fastholde en driftsmargin omkring 24 procent i 2025 vidner således om forretningsmodellens tilpasningsevne og robusthed samt ledelsens evne til at eksekvere. Vi hæfter os ved de proaktive tiltag, ledelsen har iværksat. Dette inkluderer et omkostningsprogram og "kreativ innovation", hvor selskabet arbejder på at reducere sølvindholdet i produkterne uden at gå på kompromis med brandets DNA som et smykkebrand baseret på ædelmetaller. Selv om de kortsigtede markedsforhold er udfordrende, og "Fuel with More"-kategorien har vist svaghedstegn i slutningen af året, er vores langsigtede tillid til casen intakt.

Vi vurderer, at den nye administrerende direktør, Berta de Pablos-Barbier, med en baggrund fra ledende roller hos LVMH, Lacoste, Boucheron (luksusmykker) og Mars bringer relevant erfaring inden for både luksus og massemarkedet. Dette skal være med til at brede brandet yderligere ud og sikre den langsigtede vækststrejse mod at blive et fuldt smykkebrand. Værdiansættelsen, der nu afspejler de lavere forventninger, fremstår med en fri pengestrømsrente på knap 10 procent attraktiv for os som langsigtede investorer, der tror på selskabets evne til at innovere sig ud af råvarekrisen og genvinde vækstmomentum.

Demant – Zeal the Deal

Demant har været en negativ bidrager til porteføljens afkast i 2025. Dette skal ses i lyset af et globalt marked for høreapparater, der gennem året har været præget af cyklisk modvind særligt på det amerikanske marked, hvilket har holdt markedsvæksten under det strukturelle niveau på 4 til 6 procent. Denne udvikling har resulteret i en organisk vækst på koncernniveau på 2 procent i 2025. På trods af disse dæmpede markedsforhold har Demant leveret en solid operationel eksekvering. Selskabet har formået at vinde markedsandele på styksalg, og særligt forretningsbenet Hearing Care har vist robusthed med bredt funderet vækst, hvilket vidner om forretningsmodellens styrke selv i modgangstider.

Vi ser med tillid frem mod 2026, hvor vi forventer, at Demant står over for et markant vækst-rebound. Central for vores forventninger er lanceringen af Oticon Zeal – verdens første "usynlige" i-øret høreapparat - der hverken går på kompromis med lyd kvalitet, konnektivitet eller genopladelighed. Zeal adresserer et attraktivt og underpenetreret segment af markedet ved at bygge bro mellem diskretion og funktionalitet. Vi vurderer, at Zeal alene har potentialet til at løfte koncernens organiske vækst med 2 til 4 procentpoint i 2026. De første erfaringer fra lanceringerne i blandt andet Danmark og Schweiz har været yderst positive. Produktet adskiller sig markant fra konkurrenternes ved at tilbyde en komplet teknologisk pakke i en formfaktor, der hidtil har krævet store kompromiser. Ydermere anser vi det for sandsynligt, at

Demant vil lancere en ny teknologiplatform i løbet af 2026, hvilket historisk set har været en stærk drivkraft for vækst.

Selskabets strategiske position er yderligere styrket gennem opkøbet af den markedsledende tyske detailkæde KIND, der cementerer Demants tilstedeværelse på det vigtige europæiske marked og understøtter den langsigtede strategi om fremadrettet integration af høreapparatklinikker. Kombinationen af en forventet normalisering af markedsvæksten, en stærk produktcyklus med Zeal, en ny platform i spidsen samt den fortsatte udvidelse af detailforretningen understøtter vores langsigtede tillid til selskabet. Vi betragter derfor den nuværende kursudvikling som en cyklisk svaghed i en ellers strukturelt stærk væksthistorie, hvor værdiansættelsen med en fri pengestrømsrente på godt 6 procent fortsat ser attraktiv ud i forhold til selskabets langsigtede indtjeningspotentiale.

Ændringer i porteføljen

Mod slutningen af året har vi tilkøbt Salesforce, der er verdens største leverandør af såkaldt Customer Relationship Management (CRM) software, samt genkøbt den schweiziske speditør, Kuehne + Nagel. Omvendt har vi sagt farvel, eller måske på gensyn, til elevatorvirksomheden Kone.

Dertil har vi øget vores ejerandele i elevatorvirksomheden Otis, dyremedicinsproducenten Zoetis, forbrugersundhedsselskabet Haleon samt vores amerikanske reservedelsforhandler AutoZone, mens vi har reduceret vores ejerandele i diabetesgiganten Novo Nordisk, vores britiske formuerådgiver St. James's Place og speditøren Expeditors.

I vores danske portefølje blev vi i december medejere af Novonosis, der er sammenslutningen af Novozymes samt Chr. Hansen, hvor vi tidligere har været medejere af Chr. Hansen.

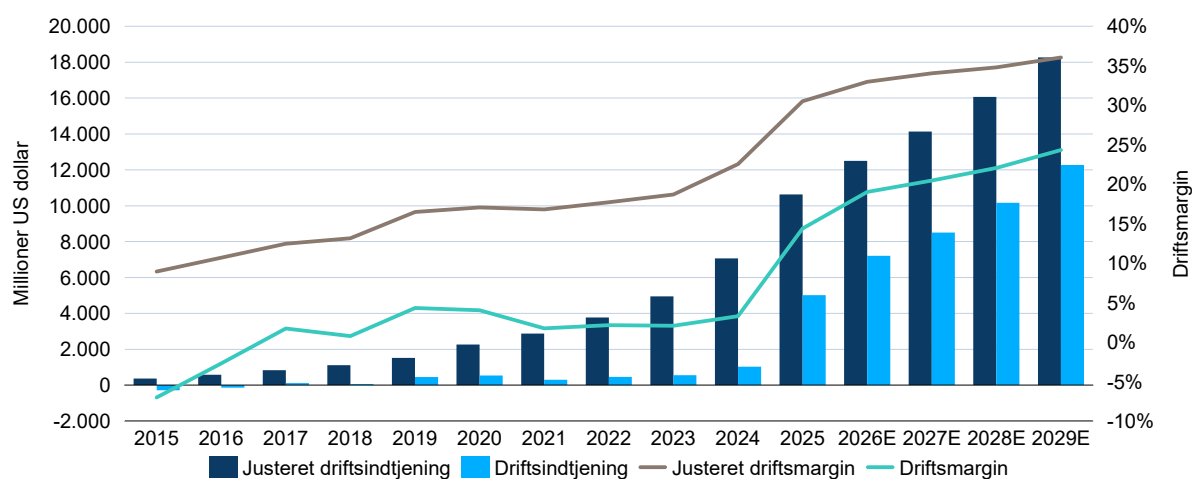
Salesforce – fra uhæmmet vækst til disciplineret AI-lederskab

Imod slutningen af året har vi budt velkommen til Salesforce i porteføljen. Selskabet er verdens ubestridte leder inden for CRM og fungerer som det forretningskritiske kundestyringssystem for virksomheders front-office operationer på tværs af salg, service, marketing og ecommerce.

Vi har fulgt Salesforce gennem mange år og anerkendt stifter og administrerende direktør Marc Benioff som en strategisk leder, der med et stærkt vækstfokus har bygget selskabet til sin nuværende markedsdominans. Vi har dog tidligere afholdt os fra at investere, da fokus historisk har været på aggressiv toplinevækst på bekostning af indtjeningen. Dette billede har dog ændret sig markant. Under pres fra blandt andet aktivistiske investorer har ledelsen siden 2023 iværksat et strategisk kursskifte fra "vækst for enhver pris" mod en disciplineret model med fokus på profitabel vækst og effektivitet.

Resultaterne af denne transformation er allerede synlige. Salesforce har leveret markante marginforbedringer, hvor den justerede driftsmargin var 30,5 procent i seneste finansår, og selskabet styrer målrettet efter den såkaldte "Rule of 50" (summen af vækst og driftsindtjeningsmargin) frem mod 2030. Med en organisk vækst på 10 procent om året eller mere er der således implicit en målsætning om at nå en justeret driftsmargin omkring 40 procent i 2030. Dette fokus på lønsomhed resonerer stærkt med vores investeringsfilosofi, da det omsættes direkte til en betydelig generering af frie pengestrømme.

Figur 7: Fra vækst for enhver pris til attraktive og stigende marginer



Kilde: BLS Capital, årsregnskaber og Bloomberg.

Vores investering sker på et tidspunkt, hvor markedet udviser skepsis over for softwaresektoren generelt og Salesforce specifikt. Frygten går på, at kunstig intelligens (AI) vil udfordre den eksisterende brugerbaserede forretningsmodel ved at reducere behovet for menneskelige agenter. Vi anerkender risikoen men deler ikke markedets sortsyn. Tværtimod ser vi Salesforce som en potentiel vinder i AI-kapløbet.

AI er kun så god som den data, den fodres med. Her har Salesforce en unik konkurrencefordel via deres "Data Cloud", der binder virksomhedens data sammen og giver den nødvendige kontekst til AI-modellerne. Med lanceringen af "Agentforce" positionerer selskabet sig til at levere autonome AI-agenter, der kan øge produktiviteten for deres kunder. I stedet for at blive disruptet, vurderer vi, at Salesforce har muligheden for at blive platformen, hvorpå virksomheder bygger deres AI-strategi for kundevendte processer.

Selskabets finansielle styrke understreges af en robust balance uden rentebærende nettogæld, stærke frie pengestrømme og en disciplineret fremadrettet kapitalallokering. Salesforce har for nylig igangsat deres første udbyttebetaling nogensinde og udvidet deres aktietilbagekøbsprogram markant med en total bemyndigelse på 50 milliarder amerikanske dollar, som svarer til omkring 20 procent af markedsværdien.

Vi har således erhvervet ejerandele i et selskab med en særdeles stærk markedsposition – understøttet af en fastholdelsesrate på omkring 92 procent og et afkast på den investerede kapital eksklusiv goodwill på 100 procent – til den mest attraktive værdiansættelse i selskabets historie baseret på den frie pengestrømsrente. Efter en periode med en svag kursudvikling har aktien nu en fri pengestrømsrente på omkring 6 procent (svarende til omkring 4 procent justeret for aktieafsløning), der er yderst konkurrencedygtig i forhold til det bredere marked, og vi ser således et attraktivt langsigtet afkastpotentiale for vores medinvestorer.

Udskiftning blandt speditørerne

Vi fastholder vores store tiltro til speditorsbranchen grundet dens attraktive, kapitallette forretningsmodel, der historisk har sikret høj forrentning af den investerede kapital og robuste

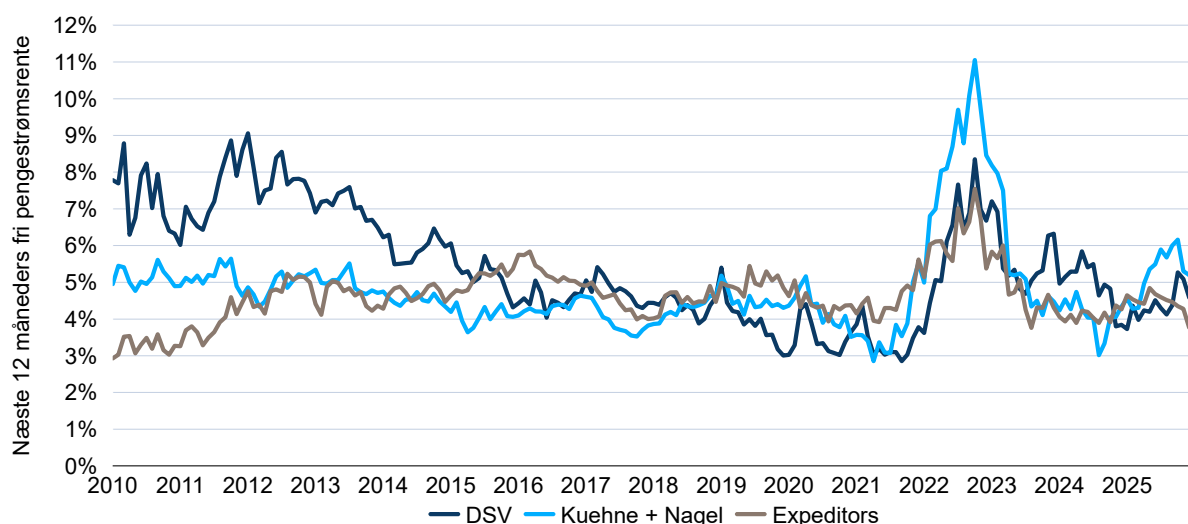
frie pengestrømme for veldrevne speditører. Forretningsmodellens mulighed for at tilpasse kapaciteten til efterspørgslen gør den modstandsdygtig over tid, og vi ser fortsat gode muligheder for de stærkeste aktører.

Vores investering i DSV er understøttet af opkøbet af DB Schenker, hvor vi ser et betydeligt potentiale for værdiskabelse. Vi forventer, at integrationen vil realisere væsentlig højere synergier end det udmeldte niveau på 9 milliarder danske kroner samt være i stand til at løfte indtjeningen på Schenkers volumener til DSV's markedsledende niveauer. Dertil ser vi en klar mulighed for frasalg af ejendomsaktiver for mere end 10 milliarder kroner i forbindelse med integrationen, hvilket vil frigøre kapital og muliggøre betydelige aktietilbagekøb allerede i andet halvår af 2026.

Vi har yderligere generhvervet schweiziske Kuehne + Nagel til porteføljen på baggrund af en attraktiv værdiansættelse. Aktiekursen har været under betydeligt pres siden slutningen af 2023 og korrigerede med næsten 50 procent til det kursmæssige lavpunkt i slutningen af 3. kvartal 2025 målt i schweizerfranc. Hele sektoren har været under pres fra et marked med stort set uændrede volumener og lavere indtjening per enhed inden for specielt søfragt, hvortil Kuehne + Nagel specifikt har haft regnskabsmæssig modvind fra en styrket schweizerfranc. Vi vurderer, at prissætningen nu afspejler en meget attraktiv indgangsvinkel til en af industriens kvalitetsaktører.

Finansieringen er sket gennem salg af Expeditors. Vi købte oprindeligt op i Expeditors efter "Liberation Day", og siden da har afkastet været mere end 30 procent. Expeditors er absolut fortsat et kvalitetsselskab, men med en fri pengestrømsrente på mere end 5 procent er prissætningen på Kuehne + Nagel 25 procent lavere end for Expeditors, og vi har vurderet afkastpotentialet mere attraktivt i den schweiziske speditør. Vi var senest medejere af Kuehne + Nagel fra 2018 til 2020.

Figur 8: Udviklingen i værdiansættelser blandt vores speditører



Kilde: FactSet.

Kone – frasolgt trods uændret tiltro til elevatorer

Vi er uændret store tilhængere af den servicefokuserede forretningsmodel i de største elevatorvirksomheder, hvor alene 10 procent af indtjeningen kommer fra salget af nye

elevatorer. Både finske Kone og amerikanske Otis har været en del af vores portefølje over de seneste tre år, og siden vores opstart i 2008 har vi så godt som uafbrudt haft et elevatorselskab blandt vores selskaber.

Fra 2008 til 2019 var vi medejere af finske Kone, og da amerikanske Otis blev selvstændigt børsnoteret i foråret 2020, tilkøbte vi vores første aktier. Otis har været en del af vores globale portefølje siden da, og i 2022 blev vi igen medejere af Kone. Vi har mod slutningen af året frasolgt beholdningen i Kone og omplaceret størstedelen af denne kapital i Otis. Den simple forklaring på dette er, at Kone i året frem til salgsdatoen leverede et positivt afkast på 27 procent i danske kroner, mens Otis i samme periode havde et negativt afkast på 13 procent. Rabatten på Otis i forhold til Kone er steget til et niveau sidst set i starten af 2021.

Novonesis – Global biosolutions-leder til en attraktiv pris

Novonesis er verdens førende virksomhed inden for biosolutions. Selskabet opstod i begyndelsen af 2024 som resultatet af fusionen mellem Novozymes og Chr. Hansen. Gennem avanceret forskning i enzymer og mikrobielle kulturer leverer Novonesis løsninger, der forbedrer alt fra fødevarekvalitet og vaskemidlers effektivitet til bæredygtighed i landbruget og menneskers sundhed. Vores beslutning om at indlemme Novonesis i vores danske portefølje skal ses i lyset af vores sædvanlige tilgang: At købe fundamental kvalitet, når markedet fokuserer ensidigt på kortsigtede usikkerhedsmomenter. Vores reduktion i Novo Nordisk har frigjort den nødvendige plads under de spredningsregler, som kapitalforeningen er underlagt. Da Novo Nordisk fondens investeringselskab, Novo Holdings, har stemmemajoriteten i både Novo Nordisk og Novonesis, er vi begrænset til maksimalt at måtte have 10 procent investeret i disse selskaber tilsammen, som var de et enkelt selskab.

Det er værd at bemærke, at totalafkastet – målt fra dagen før annonceringen af fusionen mellem Novozymes og Chr. Hansen den 12. december 2022 og frem til vi købte de første aktier tre år senere – har været svagt negativt (tre procent). Mens de to selskaber har brugt tiden på at smelte sammen til en global leder, har aktiekursen reelt stået stille. Dette misforhold mellem operationel fremdrift og aktiekursens stagnation har skabt en attraktiv investeringsmulighed. 2025 har været et transitionssår, og selskabets forventninger til fjerde kvartal indikerer en opbremsning i væksten. Dette skyldes primært timingen af ordrer samt effekten af selskabets exit fra Rusland, der fortsat trækker ned i sammenligningstallene. Vi ser denne midlertidige opbremsning som støj, der skygger for den underliggende strukturelle historie.

Ser man igennem de kortsigtede udsving, tegner der sig nemlig et billede af et selskab med en fundamental kvalitet, der er svær at matche. På trods af modvinde leverede Novonesis i tredje kvartal en underliggende organisk vækst på 8 procent. At selskabet i et udfordrende makroøkonomisk miljø kan fastholde høje vækstrater og en driftsmargin i den høje ende af 30'erne, bekræfter forretningsmodellens attraktivitet. Faktisk tror vi på, at denne indtjeningssevne gradvist kan øges yderligere fra de allerede brancheledende niveauer. Dette understøttes af en mere kommerciel tilgang til prissætning, som selskabet har arvet fra Chr. Hansen, kombineret med en historisk veletableret evne til at effektivisere og skalere den gæringsbaserede produktionsproces. Vi har tidligere været medejere af Chr. Hansen af flere omgange.

Vores langsigtede tillid til casen er i høj grad forankret i ledelsen. Administrerende direktør Ester Baiget bringer en solid erfaring fra sin tid i DuPont, hvilket er tydeligt i måden, det nye selskab drives på. Hvor det gamle Novozymes var kendt for sin teknologiske dominans men til tider manglede kommerciel skarphed, ser vi nu et stærkere fokus på effektivitet og et mere kommercielt mindset blive fremelsket i organisationen efter fusionen. Værdiansættelsen afspejler efter vores vurdering ikke fuldt ud denne kvalitetsforbedring. Aktien handles nu til en fri pengestrømsrente på mere end 3 procent – et niveau, der svarer til det historiske leje før Covid-19. Vi ser derfor investeringen som en mulighed for at købe sig ind i en global markeds- og vækstleder indenfor ingredienser, der står stærkere end nogensinde, til en attraktiv pris.

Vejen ind i et nyt år

Den mangeårige næstformand i Berkshire Hathaway, Charlie Munger, formulerede i 2022 sin og Warren Buffetts investeringsfilosofi således:

“Warren og jeg fokuserer ikke på markedets modeluner. Vi leder efter gode langsigtede investeringer og holder stædigt fast i dem i lang tid.”

I disse år kan AI og teknologi med rette betragtes som en af markedets dominerende modeluner. Vi forsøger imidlertid ikke at jagte den seneste “hotte” trend men holder i stedet fast i vores selskaber, som fortsat leverer solid og vedvarende indtjeningsvækst.

Dette er en grundlæggende tilgang, der hviler på disciplin, tålmodighed og forsigtighed. Vi fastholder vores fokus på selskabernes driftsresultater, deres langsigtede vækstmuligheder og deres varige, konkurrencemæssige fordele. Vi er overbeviste om, at de virksomheder, der kan skabe stabil og forudsigelig vækst i indtjeningen og de frie pengestrømme over tid, også er dem, der ender med at generere de mest pålidelige fremtidige afkast.

Med begge porteføljer bestående af stærke selskaber, der fortsat er attraktivt værdiansat, ser vi optimistisk på de kommende års udvikling – både i selskabernes underliggende drift og i de deraf afledte afkast gennem kursstigninger og udbytter.

Vi glæder os til at se jer til vores årsmøde **tirsdag den 21. april** i forlængelse af generalforsamlingen i Kapitalforeningen BLS Invest. Generalforsamlingen begynder kl. 15.30, og **årsmødet indledes umiddelbart efter kl. 16.30**. Vi håber, at I kommer i stort antal – og medbring gerne en ledsager, som måske kunne være interesseret. Traditionen tro byder vi på et let traktement i forbindelse med mødet. Arrangementet afholdes igen i år på det traditionsrige Moltkes Palæ i København.

Tak for jeres tillid og loyale opbakning gennem årene. Vi ønsker jer alle et udbytterigt 2026.

På vegne af BLS Capital

Anders Lund
Partner og porteføljeforvalter

Peter Bundgaard
Partner og porteføljeforvalter

Noter til tabeller og figurer:

Figur 2: De aktuelt knap 300 største selskaber i MSCI ACWI med historiske data over de seneste 20 år.

Figur 3: BLS Globale Aktier og BLS Danske Aktier repræsenterer de nuværende porteføljer og afspejler ikke historiske beholdninger. Indeholder BLS Capitals estimer for selskabernes underliggende indtjeningsvækst.

Figur 1 og 4-8: Ingen noter.

Tabel 3 og 4: Årlig indtjeningsvækst afspejler den årlige gennemsnitlige vækstrate i justeret indtjening per aktie, medmindre andet er angivet.

Tabel 1-2 og 5: Ingen noter.

Dette årsbrev ("Skrivelsen") er udarbejdet af BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S ("BLS Capital"). Skrivelsen er alene udarbejdet som generelt informations- og markedsføringsmateriale og skal ikke betragtes som et tilbud eller en opfordring til at handle med værdipapirer eller andre finansielle instrumenter. Skrivelsen er udarbejdet af BLS Capital på baggrund af offentligt tilgængelige informationer, samt egne synspunkter og beregninger. Kommentarer, udtalelser og fremskrivninger foretaget af BLS Capital er baseret på egne synspunkter på tidspunktet for offentliggørelse af Skrivelsen, og disse synspunkter kan ændres løbende. Alle oplysninger om eller referencer til afkast er historiske og kan ikke anvendes som en indikation på fremtidige afkast. Alle skøn om fremtidige afkast er formodninger, som kan være forkerte og dermed urealiserbare. BLS Capital påtager sig ikke ansvaret for rigtigheden af oplysningerne i Skrivelsen og kan derfor ikke drages til ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af Skrivelsen. Handel med værdipapirer og andre finansielle instrumenter er forbundet med tabsrisici. Ved handel med værdipapirer eller andre finansielle instrumenter kan det investerede beløb tabes helt eller delvist. Investeringsbeslutninger bør ikke træffes vedrørende Kapitalforeningen BLS Invests afdelinger uden at læse foreningens og afdelingens investeroplysninger samt afdelingens dokument med central information, der kan hentes på foreningens hjemmeside, www.blsinvest.dk. Skrivelsen er omfattet af ophavsretslovgivningen i Danmark og må ikke gengives, citeres eller oversættes uden forudgående skriftlig tilladelse fra BLS Capital.

Tabel 5: Afkast for afdelingerne i BLS Invest

Afkast pr. 31. dec. 2025	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
BLS Invest Globale Aktier KL	-18,6%	35,2%	22,6%	2,2%	20,7%	24,6%	5,5%	16,3%	10,2%	21,1%	3,8%	30,9%	2,9%	23,1%	-0,7%	6,8%	10,5%	-2,3%
BLS Invest Globale Aktier AKK							-1,4%	16,4%	9,5%	21,6%	3,0%	32,8%	2,4%	24,5%	-0,7%	6,9%	10,5%	-2,2%
BLS Invest Danske Aktier KL	-42,8%	58,8%	34,6%	-8,7%	24,3%	28,1%	5,3%	32,4%	-1,7%	15,0%	8,2%	30,8%	17,9%	23,7%	-14,9%	11,1%	4,4%	-2,6%
BLS Invest Danske Aktier AKK													12,7%	23,9%	-15,0%	11,1%	4,4%	-2,6%

Afkast er efter alle omkostninger og inklusive geninvesterede udbytter. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast.

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