

Halvårsbrev

Kapitalforeningen BLS Invest



Gl. Holte, august 2019

Kære Medinvestor,

Vi er glade for igen at kunne berette, at vores selskaber fortsætter med at vokse og skabe værdi. Som langsigtede medejere af høj kvalitetsselskaber har vi fokus på at monitorere, at virksomhederne fastholder deres stærke konkurrencemæssige fordele og gode markedspositioner gennem attraktive og forudsigelige forretningsmodeller.

Den voksende og forudsigelige udvikling i de frie pengestrømme og kontinuerlige værdiskabelse er med til at give os ro i maven, uanset hvor meget bølgegang, der måtte være på aktiemarkedene. Det er netop vores fokus på den type selskaber, der skal medvirke til den langsigtede værditilvækst for medinvestorerne i BLS Invest - nøjagtigt som det har været tilfældet siden vi startede op i 2008.

Afkastene i første halvår

BLS Invest afdeling Globale Aktier KL opnåede i første halvdel af 2019 et afkast på 19,6 procent. Siden opstart den 30. september 2008 har afdelingen således opnået et afkast på 321,7 procent efter alle omkostninger, svarende til 14,3 procent om året. I samme periode har det globale aktiemarked, opgjort ved MSCI AC World, haft et afkast på 166,3 procent, hvilket er et gennemsnitligt årligt afkast på 9,5 procent. En investering i afdeling Globale Aktier KL på 100.000 kroner ved afdelingens opstart ville således være blevet til 421.700 kroner ved udgangen af juni, mens det globale aktiemarked ville have forrentet investeringen til 266.300 kroner. Alle afkast opgøres inklusiv geninvesterede udbytter, og for BLS Invest opgøres alle afkast efter alle omkostninger.

BLS Invest afdeling Globale Aktier Akk., hvor porteføljesammensætningen er den samme som i ovenstående afdeling, opnåede gennem årets første seks måneder et afkast på 21,1 procent. Afdelingen blev startet senere end den førromtalte afdeling Globale Aktier KL, og havde således sin opstart den 28. november 2014. Siden opstarten har afdeling Globale Aktier AKK opnået et afkast på 90,7 procent, svarende til 15,1 procent om året, mens det globale aktiemarked i samme periode har haft et afkast på 48,0 procent svarende til 8,9 procent om året.

Den tredje afdeling i BLS Invest er foreningens første afdeling, nemlig afdeling Danske Aktier. Gennem årets første seks måneder opnåede afdeling Danske Aktier et afkast på 18,3 procent, og siden opstarten den 26. februar 2008 har afdelingen opnået et afkast på 258,9 procent, svarende til et gennemsnitligt årligt afkast på 11,9 procent. I samme periode har det danske aktiemarked, opgjort ved OMX Copenhagen Capped, haft et afkast på 154,7 procent, svarende til 8,6 procent om året. En investering på 100.000 kroner ved opstarten ville således være blevet til 358.900 kroner ved en investering i afdeling Danske Aktier, mens det ville være forrentet til 254.700 kroner ved en investering i OMX Copenhagen Capped.

Historiske afkast er ikke en garanti for fremtidige afkast, men på baggrund af afdelingernes levetidsafkast fastholder vi vores tro på, at der kan skabes merværdi gennem en langsigtet og fundamental fokuseret aktiv investeringstilgang.

Status på porteføljerne

Historiske afkast er dog netop det – historiske. Vi forholder os dagligt til, hvordan de selskaber vi, sammen med vores medinvestorer i BLS Invest, er medejere af, står placeret til fremadrettet at skabe attraktive afkast til deres ejere. Dette vurderer vi på baggrund af en lang række faktorer, men et par af de nøgletal, som vi finder centrale, er vores primære kvalitetstal, afkastet på den investerede kapital, gældsætningsgraden samt prissætningen på selskabet. Mens de to første giver en klar indikation på kvaliteten af forretningsmodellen og balancestykken giver prissætningen os en indikation på attraktiviteten.

BLS Globale Aktier	2016	2017	2018	1H2019
RoIC	47,4%	42,8%	44,4%	48,0%
Gæld / Driftsindtjening	-0,1	-0,1	0,1	0,2
Pengestrømsrente	4,2%	4,3%	5,1%	4,4%

BLS Danske Aktier	2016	2017	2018	1H2019
RoIC	43,0%	39,8%	36,4%	28,0%
Gæld / Driftsindtjening	0,3	0,2	-0,1	0,0
Pengestrømsrente	4,1%	4,7%	5,6%	4,6%

Kilde: Årsregnskaber, Bloomberg og BLS Capitals beregninger.

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

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

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

Det er vores forventning, at selskaberne i vores porteføljer kan levere attraktive vækstrater i indtjening og frie pengestrømme per aktie i niveauet omkring ti procent. Som ovenstående tabeller indikerer, er kvaliteten – opgjort ved RoIC – fortsat høj, og balancerne fortsat sunde og konservative med en meget beskeden, endda fraværende, gæld for porteføljerne som helhed. Som følge af finanskrisens lektioner er vi siden vores opstart i stigende grad blevet stærkere i vores overbevisning om vigtigheden af stærke balancer.

Samtidig indikerer pengestrømsrenten, at vi fortsat kan erhverve ejerandele i disse selskaber på attraktive niveauer. Pengestrømsrenten angiver de forventede frie pengestrømme i forhold til markedsværdien.

Alene beskedne udskiftninger

Vores investeringstilgang forbliver uændret, og det indebærer fortsat, at vi er langsigtede medejere af nøje udvalgte virksomheder. Omfanget af udskiftninger i porteføljerne er da således også begrænset – hvor stor en andel, der er placeret i de udvalgte virksomheder, kan dog variere i takt med, at kursudsving øger eller mindsker det forventede afkast. Den sidste del kommer vi tilbage til senere i dette halvårsbrev.

For afdeling Danske Aktier har vi i halvåret solgt vores ejerandele i softwareudvikleren SimCorp, da afkastpotentialet efter en kursstigning på 44 procent blev vurderet mindre attraktivt. SimCorp havde været en del af porteføljen siden opstart februar 2008 og har i perioden belønnet medinvestorerne markant. Vi er i løbet af de seneste seks måneder blevet medejere af IT-konsulenthuset NetCompany – som vi har skrevet mere uddybende om i seneste udgave af "Vores Selskaber".

I den globale portefølje har vi tilkøbt den franske luksusproducent Kering (der ejer Gucci, samt andre mærker), den amerikanske data- og softwareleverandør FactSet Research Systems og den amerikanske speditør C.H. Robinson. Vi har i perioden frasolgt et tilsvarende antal selskaber, hvilket har ført til, at vi ikke længere er medejere af luksuskoncernen Richemont, hvor vi fandt, at det risikostrejrede afkastpotentiale i Kering var mere attraktivt.

Vi har ligeledes frasolgt ejerandelene i den amerikanske sportsproducent Nike og den franske skønhedsproducent L'Oréal, begge grundet at kursudviklingen løb foran væksten i de frie pengestrømme, og prissætningen som resultat deraf blev absolut mindre attraktiv.

Teknologisk innovation kan skabe medvind

Diskussioner omkring anvendelsen og mulighederne ved teknologi finder sted overalt i dag, hvad end det er ved bestyrelsesmøder i mere traditionelle produktionsvirksomheder, detailkæder eller når vi mødes med vores selskaber. En række af verdens mest værdifulde selskaber, opgjort ved markedsværdi, er da også virksomheder, der baserer størstedelen af deres forretning på netop software og anden teknologi. Microsoft, Amazon, Alphabet (ejer af søgemaskinen Google) og Facebook er således fire af de fem største selskaber i det amerikanske aktieindeks S&P 500.

BLS Invest ejer ikke aktier i nogen af de såkaldte FAANG-selskaber, bestående af Facebook, Apple, Amazon, Netflix og Alphabet (Google).

Vi har en stor tro på, at en øget brug af teknologi, herunder software og IT, for en lang række selskaber kan forstærke de konkurrencemæssige fordele og styrke indtrængningsbarriererne mod nye konkurrenter. Det betyder dog ikke, at teknologiselskaber fylder en betydelig del af vores porteføljer. Det hænger sammen med, at vi på mange segmenter inden for teknologi enten ikke ser os i stand til at udpege fremtidens vindere, eller ikke ser attraktivt afkastpotentiale på baggrund af en høj prissætning. Vores investeringsfilosofi sætter mere pris på én fugl i hånden end 10 på taget. Vi ser dog store muligheder for, at vores selskaber kan nyde godt af øget brug af data, kunstig intelligens, maskinlæring samt software-”robotter” og forudsigende analyseværktøjer.

Virksomhederne i vores porteføljer har i gennemsnit eksisteret mere end 100 år. Det er således velafprøvede forretningsmodeller, der har bestået tidens prøvelser, og vist sig i stand til at skabe markante og voksende frie pengestrømme. Det er dog også virksomheder, som løbende har tilpasset sig deres omgivelser – hvad enten det er i form af strukturelle ændringer på de markeder, hvor de opererer, eller mere interne forhold som kunne være et konstant fokus på at optimere driften og de tilknyttede kapitalbindinger.

Et hjemligt eksempel er det dansk-nordiske forsikringsselskab Tryg, der er en del af afdeling Danske Aktier. Succesfulde forsikringsselskaber har længe udnyttet teknologi og analyse af store datasæt, hvilket har været kernen i at opnå gode forsikringstekniske resultater.

Forsikringsselskaber kan fortsat drage fordele ved anvendelsen af ny teknologi – dette kan være i forhold til at lette processen ved nye policer eller nye kunder, ligesom det kan lette processen af at søge erstatningskrav. Alene gennem anvendelsen af digitale værktøjer i kommunikationen med kunder forventer ledelsen i Tryg at kunne finde besparelser for 100 millioner kroner i år 2020, svarende til omkring tre procent af den nuværende omkostningsbase. I år 2020 er det målet, at halvdelen af alle erstatningssager skal foregå elektronisk fra start til slut. I dag kører hver fjerde sag på denne måde, hvilket i første halvdel af 2019 svarede til mere end 25.000 sager.

Én ting er omkostningerne, der kan spares, ved at lette processen. Noget andet er, at teknologi ligeledes kan være medvirkende til at identificere sager, hvor der uretmæssigt søges erstatningskrav. Her kan avancerede modeller og maskinlæring medvirke til, at mistænksomme sager bringes til medarbejdernes opmærksomhed. Hvis kravet viser sig at være svigagtigt, kan Tryg spare udbetalingen. Det er således ikke kun driftsomkostninger, men ligeså erstatningskrav, der kan optimeres ved brugen af teknologi og store dataanalyser.

De amerikanske kreditvurderingsbureauer Moody's og S&P Global, der fortsat er en del af de globale porteføljer, er også gode eksempler herpå. I udarbejdelsen af kreditvurderinger indgår massive mængder af data. Disse data omhandler udstederen af en obligation eksempelvis, men ligeså en lang række data på den relevante industri, og yderligere er der markante mængder historisk data. For at kunne underbygge troværdigheden af en kreditvurdering, er det helt afgørende, at der historisk har været en god sammenhæng mellem en vurdering og efterfølgende udvikling i virksomheden.

Tidligere har indsamling og -tastning af datamængderne været særdeles ressourcekrævende i form af flere tusinde medarbejdere hos Moody's og S&P, hvis arbejde omhandler dette. Ved brug af løsninger inden for dataindsamling, -behandling og -analyse kan dette gøres hurtigere, analyseres bredere og på mere omkostningseffektiv vis, uden at det ændrer noget på styrken af forretningsmodellen eller prissætningen hos de to rating-udbydere.

Kvaliteten af, og værdiskabelsen i, kreditvurderingsbureauerne er ikke noget nyt. Indtjeningsevnen er allerede høj og stigende. I 2009 udgjorde driftsindtjeningen i Moody's Investor Service (divisionen, der foretager kreditvurderinger) omkring 44 amerikanske dollars for hver 100 dollars i omsætning. I 2018 var dette steget støt og stabilt til 55 dollars for hver 100 dollars. Mens omsætningen voksede med i overkanten af 9 procent i gennemsnit denne periode, voksede driftsindtjeningen således med 12 procent. Vi forventer, at indtjeningsevnen vil være stabilt voksende fremadrettet, også trods allerede rekordhøje niveauer.

Den høje, langsigtede værdiskabelse kræver dog, at forretningsmodellen og markedspositionen tillader virksomheden at fastholde evnen til at sætte sine priser og løbende hæve disse, som minimum på niveau med inflation. Hvis en forretning ikke besidder denne styrke, er der stor risiko for, at priserne kan komme under pres – kunderne må antageligvis kunne vurdere, at omkostningerne ved en service falder grundet optimeringer – og dermed ligeså forrentningen af kapitalen og de frie pengestrømme.

Vi søger derfor stadig efter de samme elementer, når vi søger kvalitetsvirksomheder kloden rundt:

Vi skal forstå forretningsmodellen, dens muligheder og risici; udvikling i markedet, indtjeningsevne og de frie pengestrømme skal være stabile og forudsigeligt voksende; afkastet på den investerede kapital skal være attraktivt; ledelsen skal være engageret, dygtig og arbejde for alle aktionærer, og balancen skal være sund og uden unødigt gæld.

Hvis disse virksomheder yderligere kan få gavn af at udnytte mulighederne i IT og software, er det blot endnu en måde, hvorpå de kan styrke sin værdiskabelse – og det sætter vi selvfølgelig pris på.

Noget om speditører

I den globale portefølje har vi i foråret tilkøbt ejerandele i den amerikanske speditør, C.H. Robinson, ligesom vi i slutningen af 2018 genkøbte ejerandele i den schweiziske speditør Kuehne + Nagel. Vi er dermed medejere af tre speditører i den globale portefølje med den tredje værende Seattle-baserede Expeditors International, mens afdeling Danske Aktier fortsat er medejere af DSV.

Aktiekurserne på C.H. Robinson og Kuehne + Nagel ligger på samme niveauer, som de gjorde for henholdsvis to og fem år siden. Dette afspejler i vores optik ikke de fundamentale værdier, og udviklingen deraf, i selskaberne. På købstidspunkterne var pengestrømsrenten henholdsvis fem procent for Kuehne + Nagel og i omegnen syv procent for C.H. Robinson.

Prissætningen afspejler efter alt at dømme, at der er en efter vores vurdering misforstået cyklicitet i en speditorsforretning, ligesom at risikoen for, at nye IT-platformer vil udkonkurrere de etablerede aktører, i vores optik er overvurderet. Denne frygt har været forstærket af japanske SoftBanks milliard-dollar investering i den amerikanske IT-plattform FlexPort, samt Amazons ønske om at sælge eventuel ledig kapacitet i sit lastvognsnet.

I tråd med foregående afsnit vil vi starte med at adressere den (mis)forståede trussel fra IT-platformer.

Vi har skrevet og fortalt om speditører mange gange, da vi i sandhed finder, at gode speditører har veletablerede, højt værdiskabende og stabile forretningsmodeller. Speditører ejer ikke betydelige anlægsaktiver, men køber i stedet plads hos rederier, flyselskaber eller vognmænd, når en kunde har købt en fragt hos eksempelvis danske DSV.

Dette betyder, at der er et attraktivt afkast på den investerede kapital, der for de to nyest ankomne i vores portefølje er mere end 50 procent, justeret for goodwill, da vækst ikke kræver betydelige investeringer. De årlige investeringer i kontorer, computere og lignende udgør da derfor også under én procent af omsætningen. Expeditors havde i 2018 en omsætning i overkanten af otte milliarder dollars, men brugte mindre end 50 millioner dollars på investeringer i førnævnte – det var mindre end de foregående år, men set over de seneste tre år, har det gennemsnitlige årlige investeringsbehov været mindre end 70 millioner dollars. Dette er da også positivt for afkastet på den investerede kapital, hvor Expeditors har et uhyre stærkt niveau på mere end 50 procent.

Fraværet af betydelige anlægsaktiver får nogle til at mene, at speditører ikke er meget anderledes end handelsplatforme – og at nystartede softwareselskaber derfor over en årrække vil udkonkurrere de etablerede spillere gennem udvikling af online platforme. Dette undervurderer i vores optik flere dele af forretningsmodellen.

For det første har speditører brug for ansatte, der kan monitorere fragten og sikre, at der ikke opstår unødige stop og forsinkelser. Kunderne har brug for deres varer på en angiven lokation til tiden, og hvis der opstår problemer i tolden med forsinkelser grundet vejr eller lignende, skal kunden føle sig sikker på, at der gøres noget ved det. Ansatte hos speditørerne gør således også et stort arbejde i, hvordan den bookedede fragtplads fyldes og vægtoptimeres bedst muligt. En note hertil er da også, at langt de fleste flyselskaber alene sælger fragtplads til speditører, da dette kvalitetssikrer pakningen af pallerne.

DSV, Kuehne + Nagel og Expeditors har eksempelvis ansatte, der arbejder hårdt i en lang række lufthavne verden over for at pakke og ompakke varer, så pallerne udnyttes optimalt og pakkes sikkert. To-tredjedele af speditørers indtjening på luft og søfragt er således ikke fra fragtydelsen, men derimod for tillægsydelser, som eksempelvis nogle af de nævnte. Sådanne ydelser finder vi det svært for en IT-plattform at erstatte.

For det andet undervurderes speditørernes historiske IT-investeringer, og dermed standarden samt anvendelsen af IT i speditørernes daglige gøremål. C.H. Robinson, der er Nordamerikas førende speditør på lastbiltransport, vil således investere en milliard amerikanske dollars over de kommende fire til fem år – på linje med niveauet for de seneste år. Dette investeringsniveau mellem 200 og 250 millioner dollars årligt er omtrent, hvor IT-investeringerne også befinder sig hos DSV, Expeditors og Kuehne + Nagel, hvor antallet af ansatte i IT-afdelingerne ligger på 1.000 ansatte eller derover. For Expeditors er det hver tyvende ansatte.

At større speditører allerede nu har forholdsvis betydelige investeringer i IT, og så absolut har fokus på at udnytte disse, hvor muligt, betyder dog ikke, at der ikke kan være plads til selvstændige IT-platforme i branchen. Dette er en af de mest fragmenterede industrier, som vi har medejerskaber i, og de ti største spillere globalt har således alene omkring 30 procents markedsandel, og top-20 omkring 45 procent af markedet.

De resterende 55 procent består af mere end 30-40.000 mindre, og ofte lokale, speditører. For en lang række af disse består fragterne antageligvis af mindre og meget simple fragttyper, hvor IT vurderes at kunne erstatte en stor del. Små speditører har da heller ikke de finansielle kræfter til at investere mere end en milliard danske kroner om året for at holde sig konkurrencedygtige. De store, stærke aktører vurderes således at vinde markedsandele og trinvist, langsomt konsolidere industrien.

Men hvad med handelskrigen og krisetider?

Udover en eventuel trussel fra nye teknologiske handelsplatforme modtager vi ofte spørgsmål til, hvorvidt disse forretningsmodeller vil lide under handelskrigen, eventuelle finansielle kriser og / eller recessioner. I denne sammenhæng er det interessant at kigge tilbage på den finansielle krise i 2008-2009, og hvordan selskaberne klarede sig der.

Det giver næsten sig selv, at der i krisetider ikke bliver fragtet den samme mængde varer, og de transporterede volumener faldt da også i 2009. En af fordelene for en speditør er dog, at en stor del af omkostningerne er variable, da de netop ikke ejer transportaktiverne, og en dygtig ledelse kan således agere og mindske disse – og dermed begrænse, hvor stor en indtjeningspåvirkning de lavere volumener får. Vi finder stabiliteten i speditører markant undervurderet, og denne omkostningsfleksibilitet er et delelement deri.

Hvis vi starter med den nyligst tilkøbte, C.H. Robinson, var der ikke indtjeningsfald i nogle år mellem 2006 og 2010, og indtjeningen per aktie voksede i gennemsnit med 15 procent i fem år frem til 2010. Det er ikke noget, som vi ser cyklicitet eller ustabilitet i.

For Expeditors International foretog ledelsen under krisen den strategiske beslutning ikke at afskedige nogle ansatte, hvilket så godt som selvsagt var med til at give et indtjeningsfald ved de lavere volumener. Driftsindtjeningen faldt således med 19 procent fra 2008 til 2009, men allerede i 2010 var indtjeningen tilbage på, og endda højere end, niveauet fra 2008. Den daværende administrerende direktør i Expeditors, Peter Rose, fandt det ikke nødvendigt at afskedige nogen, men valgte i stedet at fastholde sine engagerede medarbejdere, så de var klar, når volumenerne igen steg. Hvis indtjeningsfaldet i 2009 var forsøgt begrænset ved at foretage masseafskedigelser, er det ikke sikkert, at selskabet var kommet så hurtigt tilbage på niveau igen. Beslutningen dengang var ligeledes med til at underbygge den uhyre stærke kultur, som vi sætter enormt pris på i Expeditors.

Eksponering til Asien og en voksende middelklasse

Vi har haft speditører i vores porteføljer siden vores opstart i 2008. På samme vis har vi siden opstarten haft en betydelig andel af vores globale porteføljer investeret i virksomheder med en væsentlig andel af deres nuværende og fremtidige værdiskabelse i Asien – særligt gennem producenter af forbrugsvarer eksempelvis den franske luksusproducent LVMH, den amerikanske skønhedsproducent Estée Lauder Companies eller kaffekæden Starbucks, og ligeså i britiske Prudential Plc, der sælger livs- og sundhedsforsikringer i 18 lande i Sydøstasien.

Vores investeringer i udviklingslande vil typisk være gennem vestlige selskaber eller virksomheder med base i lande med aktionærbeskyttelse og rapporteringsstandarder på et sammenligneligt niveau, eksempelvis i Hong Kong. Et selskab behøver ikke være noteret i et udviklingsland for at være en attraktiv eksponering mod voksende velstand og forbrug i disse områder.

Det er velkendt og ofte beskrevet, både af os, men også mange andre steder, at den asiatiske middelklasse forventes at udvise betydelig vækst. Betydelig er dog ikke særlig beskrivende, så lad os forsøge at sætte nogle tal på dette. Middelklassen i Asien (uden for Japan) estimeres at have været 1,5 milliarder mennesker i 2017, og forventes at vokse til 2,7 milliarder i 2025. Det er en tilgang på 1,2 milliarder asiater – svarende til 150 millioner om året eller mere end 400.000 om dagen. Ifølge disse forventninger vil Asien således udgøre omkring 75 procent af den globale middelklasse i 2025 – og udgøre 85 procent af tilgangen i perioden.

Der har været mange overskrifter og bekymringer omkring handelskrige de seneste år, hvilket lader til at have ført til øgede kursudsving for vestlige selskaber med betydelig eksponering til asiatiske markeder, særligt det kinesiske. Vi har selvsagt også fulgt med i, hvordan vores selskaber har, eller ikke har, risici i denne henseende. De rapporterede tal og meldingerne fra ledelserne i vores selskaber viser ikke tegn på afmatning på det kinesiske marked, og tværtimod har en række af vores selskaber opnået vækstrater på niveau, eller bedre, end tidligere.

Et eksempel er franske LVMH, der i første kvartal af 2019 havde en organisk omsætningsvækst i Asien (foruden Japan) på hele 17 procent, ligesom der var en organisk vækst i 2018 på 15 procent – og hvor indtjeningen vokser hurtigere end omsætningen. I samme periode opnåede den amerikanske skønhedsproducent Estée Lauder Companies organiske vækstrater på 12 procent, og i "Asia-Pacific" endda mere end 20 procent, og med voksende indtjeningsevne, hvor driftsindtjeningen udgør en stigende andel af omsætningen.

Da en stor del af den forventede øgede indtjening hos Estée Lauder Companies er at finde i Asien, har uroen omkring handelskrig skabt betydelige kursudsving. Ved udgangen af juni i år var aktiekursen på Estée Lauder Companies omkring 180 dollars, mens vi i januar kunne øge vores beholdning på attraktive kurser omkring 124 dollars. Der er efter vores bedste overbevisning fortsat særdeles attraktive muligheder i den voksende asiatiske middelklasse, hvor flere og flere oplever stigende velstand og dermed bliver dele af målgruppen for de af vores selskaber, der driver forretning her.

Et selskab, hvor der dog har været påvirkning på omsætningen som følge af de øgede amerikanske toldsætter, har været kuffertproducenten Samsonite, der i første halvår havde den svageste kursudvikling med et fald i overkanten af 15 procent i danske kroner, inklusive geninvesterede udbytter. Driftsudviklingen i Samsonite har ikke levet op til vores forventninger, men vi har tillid til, at ledelsen har taget de rette beslutninger og foretager de rette tiltag, der vil rette op på tingene.

Samsonite arbejder hårdt

Dette indebærer blandt andet, at Samsonite har omlagt dele af produktionen til lande uden for Kina. Mens omkring 90 procent af produktionen tidligere lå i Kina, forventes den ved udgangen af indeværende år at være reduceret til 70 procent. Dette vil være positivt for kuffertproducenten, da det vil betyde lavere pålagte toldafgifter, og dermed færre omkostninger, der skal forsøges at lægges over på kunderne, hvad enten det er salg til slutbrugeren eller til forhandlere. Samtidig med dette er der stærk fokus på optimering af selskabets arbejdskapital, som vil forbedre den i forvejen begrænsede kapitalbinding og dermed være styrkende for genereringen af frie pengestrømme.

Med de styrkede frie pengestrømme vil Samsonite nedbringe sin gæld, der steg betydeligt efter opkøbet af amerikanske Tumi i 2016. Gælden er i dag i overkanten af to-og-et-halvt års driftsindtjening før af- og nedskrivninger, og er dermed en af de mere gældstunge balancer i vores porteføljer. Tumi har dog været positiv for driftsmarginerne, ligesom der har været en pæn vækst.

Efter betydelige kursfald gennem 2018 og indtil videre i 2019 er prissætningen på Samsonite blevet tiltagende attraktiv, og de forventede frie pengestrømme udgør en høj encifret procentdel af markedsværdien. Trods den skuffende driftsudvikling i Samsonite har vi adderet til vores beholdning, da vi mener, at kursværdien undervurderer kvaliteten af selskabets brands og forventede fremtidige værdiskabelse.

Når det kommer til kurser og kursudvikling er det dog essentielt at huske på historien om Mr. Market, der først blev beskrevet af Warren Buffetts læremester, Benjamin Graham, og senere har været anvendt af Buffett i mange omgange ligeså.

Mr. Market kan ses som en ejer af alle børsnoterede virksomheder, eller andre værdipapirer. Forskellen på Mr. Market og en række andre ejere er, at han hver dag indikerer priser, hvormed han enten vil købe eller sælge – og det gør han dag ud og dag ind. Selv hvis virksomhederne, der stilles priser på, er stabile og forudsigelige, er kurserne på aktiemarkedet det langt fra altid.

På nogle dage er han bekymret og vil hellere sælge en masse ejerandele, hvormed priserne er lavere – og andre dage er han optimist og fuld af købelyst, hvormed han hellere end gerne køber til højere kurser. En fordel er, at han frit kan ignoreres, hvis de udmeldte priser ikke er interessante. Mr. Market bliver ikke fornærmet eller sur. Han vil stå samme sted igen næste dag og råbe sine priser.

Det kan være en fordel at huske på denne historie, når eksempelvis det globale aktiemarked, målt ved MSCI AC World, i fjerde kvartal sidste år faldt med mere end 11 procent opgjort i danske kroner – allerede inden udgangen af første kvartal i år, var dette kursfald indhentet.

Nøglen som langsigtet investor er ikke at lade sig påvirke af aktiemarkedets sindsstemning, men fastholde sine egne meninger og vurderinger. Er man i stand til dette, kan aktiemarkedet være en god handelspartner, hvor man kan købe ejerandele, når han er i dårligt humør og kurserne lave – og omvendt sælge, når humøret og optimismen står højt og kurserne ligeså.

Vores nylige erfaringer med Mr. Market

Vi har i årets første seks måneder udnyttet Mr. Markets humørudsving til at øge vores ejerandel i selskaber, hvor kursudviklingen ikke har kunnet følge med fremgangen i de frie pengestrømme, og hvor prissætningen derfor er blevet mere attraktiv. Omvendt har der også været selskaber, hvor prissætningen har været stigende, og vores forventede risiko-justerede afkastpotentiale er blevet lavere, da kurserne er løbet hurtigere, end forretningen har udviklet sig.

Eksempelvis øgede vi vores beholdning i kreditvurderingsbureauerne Moody's og S&P Global med knap to procentpoint i fjerde kvartal, hvor kurserne i en periode på blot otte dage faldt med mere end ti procent, som følge af færre aktuelle gældsudstedelser og refinansieringer. Mens renteutviklingen kan have indflydelse på den korte bane i relation til timingen af selskaber og nationers gældsudstedelser, er kreditvurderingsforretninger uhyre stabile over længere perioder, hvor ny gæld udstedes og ældre gæld refinansieres.

Vi havde således mulighed for at erhverve ejerandele i Moody's helt nede omkring en kursværdi på 144 amerikanske dollars, hvilket var knap 16 procent lavere end ved indgangen til anden halvdel af 2018. Ved

udgangen af juni i år var aktiekursen mere end 195 dollars. Ejerandelen i Moody's blev således reduceret i første halvdel af dette år, da de markante kursstigninger førte til, at vi vurderer afkastpotentialer mere interessant i en række af vores andre porteføljeselskaber. Vi har ved et par årsmøder brugt netop Moody's som et eksempel på, hvordan et ofte kortsigtet aktiemarked fører til markante kursudsving i en underliggende meget stabil virksomhed.

Det samme har været tilfældet for SimCorp i afdeling Danske Aktier, hvor slutningen på 2018 og starten på 2019 inkluderede markante kursudsving uden, at der i vores optik var betydeligt nyt, der influerede selskabets forventede fremtidige underliggende værdiskabelse. Kursværdien på SimCorp faldt betydeligt i forbindelse med, og i forlængelse af, aflæggelsen af regnskabet for tredje kvartal i 2018.

Vi var således i stand til at øge vores ejerandel betydeligt på kursniveauer ned under 390 kroner i november måned. Ved udgangen af oktober 2018 havde SimCorp til sammenligning en kursværdi på næsten 510 kroner. Vores ejerskab blev øget med mere otte procentpoint på dette tidspunkt. Markedsværdien på SimCorp fik stærk medvind i første halvår, og vi frasolgte således aktierne i SimCorp på kursniveauer endda over 650 kroner.

Mr. Market kan have store humørudsving, og derfor fokuserer vi på den stabile og værdiskabende drift i vores selskaber, men griber de muligheder, kursudsving måtte bringe.

Mens ovenstående var mere specifikke eksempler på handel omkring udvalgte positioner, har vi fortsat en betydelig eksponering mod vores britisk noterede virksomheder hotelkæden IHG, livs- og sundhedsforsikringsselskaber Prudential Plc, den finansielle rådgiver St. James's Place og spiritusproducenten Diageo. Prissætningen på disse lader fortsat til at inkludere en stor usikkerhed grundet Storbritanniens umiddelbare udtræden af EU. Omvendt er vores eksponering til amerikanske baserede virksomheder lav, hvilket ene og alene skyldes, at vi i vores vurdering af hver enkelt udvalgt position har set mere attraktivt afkastpotentialer andetsteds.

Udvælgelse af kvalitet

Mens den løbende handelsaktivitet, som der var eksempler på ovenfor, bidrager med et par procentpoint på årlig basis, er det fundamentet i udvælgelsen af selskaber med stabil og høj forrentning af den investerede kapital, voksende frie pengestrømme og sunde balancer, der er fundamentet og kernen i den løbende værditilvækst. Vi står urokkeligt fast på vores overbevisning om, at det er en disciplineret og fokuseret selskabsudvælgelse, der skal føre til langsigtede attraktive værditilvækst for os og vores medinvestorer.

Mens handelsaktiviteten har været positiv for afkastet i BLS Invest, ville de ligeså have været attraktive aktier at købe for år tilbage, for blot at lægge dem i skuffen og ellers ikke bekymre sig for meget om dem. SimCorp var en del af afdeling Danske Aktier fra opstarten i 2008 og frem til frasalget i dette forår. I denne periode var den gennemsnitlige årlige kursudvikling i SimCorp på 21 procent, og var i perioden den største bidragsyder til afkastudviklingen i afdeling Danske Aktier. Vi holder selvsagt skarpt øje med, om aktiemarkedet giver os mulighed for at generhverve ejerandelene.

Moody's har eksempelvis været en del af vores globale portefølje siden maj 2009, og fra denne dato og frem til udgangen af første halvår har Moody's haft et gennemsnitligt årligt afkast på 24 procent opgjort i danske kroner. Vi mener fortsat, at Moody's er en forretning af særdeles høj kvalitet med et afkast på den investerede kapital, justeret for goodwill, på knap 90 procent, en indtjening der konverteres fuldt til frie pengestrømme, og en ledelse der disciplineret investerer i udviklingen af forretningen og returnerer godt og vel alle de frie pengestrømme til medejerne.

Andre eksempler på dette er den finske elevatorproducent Kone og betalingsnetværket Mastercard, der har været en del af de globale porteføljer siden henholdsvis opstarten (Kone) og siden slutningen af 2011 (Mastercard), og som har haft gennemsnitlige årlige afkast på respektive 22 og 33 procent i danske kroner, inklusiv geninvesterede udbytter, siden vores første køb.

Vores investeringsfilosofi og -tilgang er ikke baseret på forventede makroøkonomiske nøgletal eller centralbankernes nuværende og forventede beslutninger om renteniveauet. Dog er der tydelige indikationer på, at mange markedsdeltagere grundet de lave renter bevæger sig længere ud på risikokurven i jagten efter højere afkast. Mængden af obligationer med negativ effektiv rente stiger fortsat, og der er negative effektive renter på obligationer for mere end 12 billioner amerikanske dollars – det vil sige næsten 80.000 milliarder danske kroner.

Det svarer til den samlede statsgæld for Japan og Italien. Dette er altså obligationer, der vil give et negativt afkast, såfremt de holdes til udløb.

Den, for andre, øgede risikoappetit kan også aflæses i de store summer, der allokeres til investeringer i ikke-børsnoterede virksomheder, infrastrukturprojekter eller lignende, og hvor store summer fortsat venter på sidelinjen og ikke er investeret. Transaktioner med privatejede virksomheder foregår på højere gælds niveauer, end det har været tilfældet det sidste årti, og ofte med kreditvurderinger, der af S&P og Moody's vurderes værende blot et trin fra junk-bonds.

Vi betvivler ikke, at der kan skabes afkast, og endda attraktive afkast, i disse aktivklasser – men vi sætter spørgsmålstegn ved, om ikke risikopræmien, og derigennem også markedsværdien, har en positiv korrelation med risikopræmien på aktivklasser handlet på børser eller lignende offentlige handelspladser.

Det beskrives ofte, at investeringer med højere risiko betyder højere afkast, men det er vi ikke enige i. Investeringer med højere risiko *bør* betyde et højere *forventet* afkast, men ligeså et udfaldsrum med større udsving i de realiserede afkast. Hvis en højere risiko altid gav et højere afkast, var risikoen jo grundlæggende ikke højere.

Vores porteføljer har fortsat en meget beskeden, eller endog ingen, gæld. I årene siden finanskrisen er vi i stigende grad blevet overbevist om værdien af en sund, robust og konservativ balance, da likviditetskriser kan begrænse adgangen til penge for selv sunde og veldrevne selskaber. Med balancer af denne karakter, kan vi sove bedre om natten i ro om, at vores selskaber står på et solidt fundament.

Trods meldinger om skyer ser fremtiden lys ud

Mens aktiemarkedet og verdensøkonomien i disse dage ofte portrætteres som et landskab med tiltagende mørke skyer, ser vi lyst på fremtiden for vores selskaber. Vores selskaber er markedsledere på attraktive og voksende markeder, hvor såvel industrierne, som selskaberne, står stærkt mod den potentielle trussel om nye modstandere.

Dette er med til, at vores globale og danske virksomheder i gennemsnit forrenter deres investerede kapital med henholdsvis 48 og 28 procent, hvilket vurderes at være markant over kapitalomkostningerne og dermed er udtryk for attraktiv værdiskabelse.

Det er vores forventning, at vores selskaber kan vokse deres indtjening og frie pengestrømme per aktie omkring ti procent om året. Vi ser således fortsat et attraktivt, langsigtet afkastpotentiale, når den frie pengestrømsrente er omkring 4,5 procent af markedsværdierne.

Hverken vi eller vores selskaber er herre over, hvorvidt Mr. Market er i godt eller mindre godt humør på den korte bane. Over tid mener vi, at vores selskabers kontinuerligt øgede værdiskabelse og attraktive udviklingsmuligheder bør resultere i attraktive risiko-justerede afkast, efter alle omkostninger, for medinvestorer i BLS Invest. Vi ser lyst på fremtiden for de selskaber, vi sammen er medejere af.

På vegne af BLS Capital



Anders Lund
Partner og porteføljeforvalter



Peter Bundgaard
Partner og porteføljeforvalter

Ansvarsfraskrivelse

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

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