

Årsbrev til medinvestorerne

Gl. Holte, 22. marts 2016

Kære Medinvestor,

Vi i BLS Capital kunne i 2015 glæde os over en positiv udvikling for de virksomheder, vi sammen har investeret i. Og endnu mere glædeligt tyder alt på, at selskaberne i vores porteføljer igen i år vil gøre det, de er bedst til: Nemlig at tilpasse sig en verden under stadig forandring med henblik på at maksimere værdiskabelsen til ejerne.

Afkastmæssigt var 2015 ligeså et meget tilfredsstillende år for alle afdelinger i Kapitalforeningen BLS Invest. Det er naturligvis også glædeligt og den mest åbenlyse måde at konstatere og kvantificere den værdiskabelse, som finder sted i vores porteføljevirkomheder året rundt.

Faktisk var kursstigningerne i 2015 nok større end man normalt kunne have forventet. Men det ændrer ikke på, at vi stadig langtfra mener, at aktiemarkederne korrekt prissætter den store værdi, som vores porteføljeselskaber konsistent skaber.

I en ideel verden vil aktiemarkedet rationelt forsøge at finde den pris på en aktie, der reflekterer den fremtidige værdiskabelse i en virksomhed. Men i praksis er aktiemarkederne en stemmemaskine, der ofte flytter aktiekurser markant, både i op- og nedadgående retning uden overbevisende argumenter for, hvorfor den fremtidige værdi i en virksomhed vil stige eller falde.

Ved begyndelsen af 2016 kom aktiekurserne under kraftigt pres. Nogle af de væsentligste argumenter fra de såkaldte "eksperter", der læser i aktiemarkedernes kaffegrums, var, at investorerne var nervøse for de kraftigt faldende råvarepriser og store kursfald for børsnoterede kinesiske aktier.

I modsætning til mange aktieeksperter, der typisk er ansat i bankerne, som grundlæggende lever af, at kunderne køber og sælger flest mulige aktier oftest muligt, har vi ikke anden interesse end at skabe en langsigtet værditilvækst for vores medinvestorer. Til gengæld har vi placeret hele vores investerbare formue i afdelingerne i BLS Invest.

Faldende råvarepriser skaber naturligvis et pres på blandt andre olie- og mineselskaber og deres underleverandører. Det sætter samtidig pres på den generelle inflation, som nu i adskillige år har været usædvanlig lav.

Helt andre sektorer kan ligeledes blive påvirket. Der er opstået nervøsitet for, hvorvidt de hastigt faldende råvarepriser vil sætte nogle råvarevirksomheders virke under pres, og afledt har det skabt usikkerhed omkring banker og andre långivere, der har krediteksponeringer mod råvaresektoren.

Men det er ikke alt sammen sort som kul. Lavere oliepriser øger den disponible indkomst hos forbrugerne, der skal bruge færre penge på at fylde benzin- og olietanken. Faldende priser på fødevarer gør det samme.

BLS Invest har ingen eksponering mod virksomheder, der bliver direkte ramt af faldende priser på eksempelvis olie. Og vi noterer med tilfredshed, at kerneinflationen, det vil sige inflationen eksklusiv effekten af blandt andet lavere råvarepriser, i USA steg til 2,2 procent i januar 2016, og dermed faktisk ligger over det niveau, som den amerikanske centralbank ønsker.

Hertil kommer, at BLS Invests porteføljevirksomheder er karakteriseret ved at have meget lave gælds niveauer. For virksomhederne i de globale aktieporteføljer var der endda slet ingen gæld ved udgangen af 2015, men derimod kontanter svarende til 0,4 gange driftsindtjeningen.

Vi vurderer, at et højere inflationsniveau vil være en klar fordel for vores porteføljevirksomheder. De har typisk så stærke markedspositioner, at de vil være i stand til at hæve deres priser i takt med inflationen og ofte lidt mere. Samtidig kan de også fastholde deres priser i perioder med faldende råvarepriser. Det betyder, at de i reale termer faktisk vil tjene flere penge i en situation, hvor inflationen vil være stigende.

Samtidig kan vi dog med tilfredshed konstatere, at porteføljevirksomhederne i BLS Invests afdelinger har leveret attraktive afkast. Aktieinvestorer tænker oftest på afkast i form af kursstigninger og udbytter. Men vi måler altid afkast i form af de frie pengestrømme, som en virksomhed kan generere. For porteføljevirksomhederne i BLS Invest udgør de årlige pengestrømme mere end 5 procent af deres nuværende markedsværdi.

Vi anbefaler altid nuværende og potentielle medinvestorer at have en lang investeringshorisont. Hvis man sammenligner med at eje en syv-årig dansk statsobligation, var renten i begyndelsen af marts i år på blot 0,2 procent.

Vi er i øvrigt heller ikke overbeviste om argumentet for, at lavere aktiekurser på børsnoterede kinesiske aktier nødvendigvis over én kam skal ramme de globale aktiemarkeder. Det er helt korrekt, at Kina spiller en stadigt vigtigere rolle i den globale økonomi. Og det er klart, at hvis der er en forventning om lavere fremtidig økonomisk vækst i Kina, bør optimismen til væksten, især de kinesiske virksomheders fremtidige indtjening set under ét, formentlig justeres, ligesom mange udenlandske selskaber i et vist omfang vil blive påvirket. Vi opfatter det som en overreaktion, når pessimismen på aktiemarkedet skal ramme alle virksomheder hårdt, uanset i hvilket omfang de påvirkes eller ikke påvirkes af lavere kinesisk vækst.

Eksempelvis fortsætter Starbucks med den markante, og profitable, ekspansion i Kina, mens Walt Disney Co. sætter forsalget til "Shanghai Disney Resort" i gang allerede d. 28. marts, Forlystelsesparken med tilhørende hoteller og andre faciliteter åbner til juni, og efterspørgslen forventes at være stor.

Såvel Starbucks som Walt Disney Co. indgår i BLS Invests globale afdelinger, og vi føler os overbeviste om, at begge virksomheder er i en rigtig god position til at kunne udnytte den fortsat stigende disponible indkomst hos Kinas voksende middelklasse.

De brede kursfald, som vi så i begyndelsen af 2016, er langt fra enestående. Investorer har en udpræget tendens til at se "aktiemarkedet" i isolation uden at se på de tusinder af virksomheder, det består af. Det er helt klassisk, at de globale aktiemarkeder allerede i begyndelsen af marts stort set

har rettet sig igen. Dette uden nogle væsentlige nye oplysninger, som kunne ændre investorernes billede af udviklingen for oliepriserne eller væksten i Kina. Der fokuseres næsten blindt på udviklingen i Dow Jones Industriindekset, Standard & Poor's 500-indekset, C20-indekset, eller andre lignende alternativer.

Det skyldes, at langt hovedparten af de professionelle investorer måles på, hvorvidt de er i stand til konsistent og løbende at skabe et afkast, der er bedre end et bestemt indeks, et såkaldt benchmark. Det får investorerne til at købe og sælge aktier i forventning om, hvorvidt deres benchmark skal stige eller falde. Hvis de tror, det vil stige, vil de ofte købe såkaldte "vækstaktier", som typisk stiger mest, når optimismen er i top. Hvis de tror deres benchmark vil falde, vil de købe såkaldte "value-aktier", som typisk ikke falder lige så meget, hvis pessimismen tager over.

I BLS Invest investerer vi ikke efter hvorvidt en virksomhed hører til "vækstaktier" eller "value-aktier". BLS Invest investerer i virksomheder, som vi tror kan levere værdiskabende vækst til ejerne. Over tid mener vi, at det er sådan, vi skaber værdi for de penge, vores medinvestorer har betroet os.

Indtil nu har vores investeringsfilosofi skabt de resultater, som vi ønsker.

Siden etableringen den 26. februar 2008 og frem til udgangen af 2015 har BLS Invest afdeling Danske Aktier KL opnået et samlet afkast efter omkostninger og med geninvesterede udbytter på 147,96 procent, svarende til et årligt afkast på 12,28 procent. I samme periode er markedsafkastet, målt ved OMX Copenhagen Capped indekset, inklusiv geninvesterede udbytter, i alt steget med 99,19 procent.

BLS Invest afdeling Globale Aktier KL har siden etableringen den 30. september 2008 og frem til udgangen af 2015 givet et afkast efter omkostninger og inklusiv geninvesterede udbytter på 154,49 procent, svarende til et gennemsnitligt årligt afkast på 13,75 procent. Markedsafkastet, målt ved MSCI All Countries verdensindekset (MSCI ACW), inklusiv geninvesterede udbytter, er i samme periode i alt steget med 97,72 procent. BLS Invest afdeling Globale Aktier AKK har siden etableringen den 28. november 2014 givet et afkast efter omkostninger på 14,82 procent. I samme periode er MSCI ACW-indekset, inklusiv geninvesterede udbytter, steget med 9,91 procent.

Denne historiske udvikling er vi meget stolte af, men er fuldt klar over, at historiske afkast ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Vores investeringsfilosofi forbliver dog uændret, som den altid har været det.

Vi investerer kun i virksomheder, som har en dokumenteret evne til at tjene penge til deres aktionærer. Det betyder, at de porteføljevirkosomheder, vi investerer vores medinvestorer og vore egne penge i, typisk udbetaler attraktive udbytter.

Attraktive udbytter er i øvrigt også tilfældet for medinvestorer i BLS Invest. Faktisk forventes det, at afdeling Danske Aktier alene for 2016 vil udbetale et udbytte på cirka 67 millioner kroner, hvilket betyder, at der siden 2011 er udbetalt i alt 227 millioner kroner i udbytter. For afdeling Globale Aktier KL ventes der i år at blive udbetalt et udbytte på cirka 196 millioner kroner, hvilket betyder, at der siden 2011 er udbetalt udbytter fra afdelingen på i alt 460 millioner kroner.

Når vi investerer i en virksomhed, er vi helt ligeglade med, om selskabet er med i det ene eller det andet aktieindeks. Eksempelvis indgår kun fem af de tyve C20-selskaber i afdeling Danske Aktier. Og en betydelig andel af afdelingens formue er investeret i selskaber som Københavns Lufthavne, softwarefirmaet SimCorp og plantageejeren UIE, der blot udgør en beskedent andel af det brede

sammenligningsindeks for danske aktier, OMX Copenhagen Capped.

Det betyder samtidig, at vores afkast kan svinge markant fra år til år, især sammenlignet med den generelle markedsudvikling, og dermed ligeså sammenlignet med de fleste andre professionelle aktieinvestorer.

Men der er tale om virksomheder, som vi har brugt meget tid og energi på at forstå. Selskaber, der har vist en konsistent evne til at skabe stigende værdi for aktionærerne og har en ledelse med en dokumenteret evne til altid at søge efter effektiviseringer og forandre deres virksomhed i takt med forandringer i den branche, de arbejder i.

Vi vil aldrig investere i en virksomhed, alene fordi vi tror, at aktiemarkedet vil kaste sin kærlighed på selskabet. Til gengæld tror vi nok på aktiemarkedet til, at vi forventer, at andre investorer på et tidspunkt vil opdage, at den fundamentale værdi i vores virksomheder er betydeligt højere end børskursen. Det er noget, der nogle gange kan tage årevis. Og derfor ser vi os som langsigtede investorer, og vi anser de selskaber, som vi investerer i, for porteføljevirkomheder.

Det betyder, at vi principielt ønsker at eje aktier i et selskab til evig tid, hvis vi kunne. Og at vi tænker, som hvis vi ejede hele virksomheden. Vi har dog den fleksibilitet, at vi har muligheden for at sælge aktierne igen, hvis ledelsen pludseligt begynder at træffe irrationelle valg, eller hvis selskabets situation, eller prissætning, ændrer sig fundamentalt.

Et eksempel på, at tålmodighed belønner sig, er vores medejerskab i SimCorp. Vi har været medejere af den danske leverandør af porteføljestyringssystemer til den finansielle sektor siden etableringen af Danske Aktier i februar 2008. Og vi har holdt fast i aktien, i både op- og nedgangstider, fordi vi har tiltro til virksomheden, forretningsmodellen og ledelsen.

Den tiltro havde andre investorer ikke i 2014, hvor aktien faldt med 22 procent. Men i 2015 hoppede SimCorp i vejret med 144 procent. Aktien blev dermed højdespringeren i BLS Invests afdeling Danske Aktier, såvel som de globale aktieafdelinger. Men i vores øjne er der blot sket det, at andre investorer til vores glæde også er begyndt at få øjnene op for de værdier, der ligger i SimCorp. Vi mener langt fra at aktiekursen, selv efter sidste års markante kursstigninger, afspejler selskabets fundamentale værdi.

I 2015 blev der i afdeling BLS Invest Danske Aktier KL skabt et afkast på 32,37 procent. I BLS Invest afdeling Globale Aktier KL blev der skabt et afkast på 16,26 procent og i BLS Invest afdeling Globale Aktier AKK blev der skabt et afkast på 16,44 procent. Alle disse afkast er efter omkostninger og inkluderer geninvesterede udbytter.

Det bemærkes, at der af det historiske afkast ikke kan drages nogen slutning om afdelingens fremtidige afkast.

Vi hverken kan eller vil garantere, at så store afkast kan gentages i år eller andre år. Hverken vi eller andre har en krystalkugle, der kan forudsige, hvad aktiemarkedernes stemmemaskine vil gøre i fremtiden.

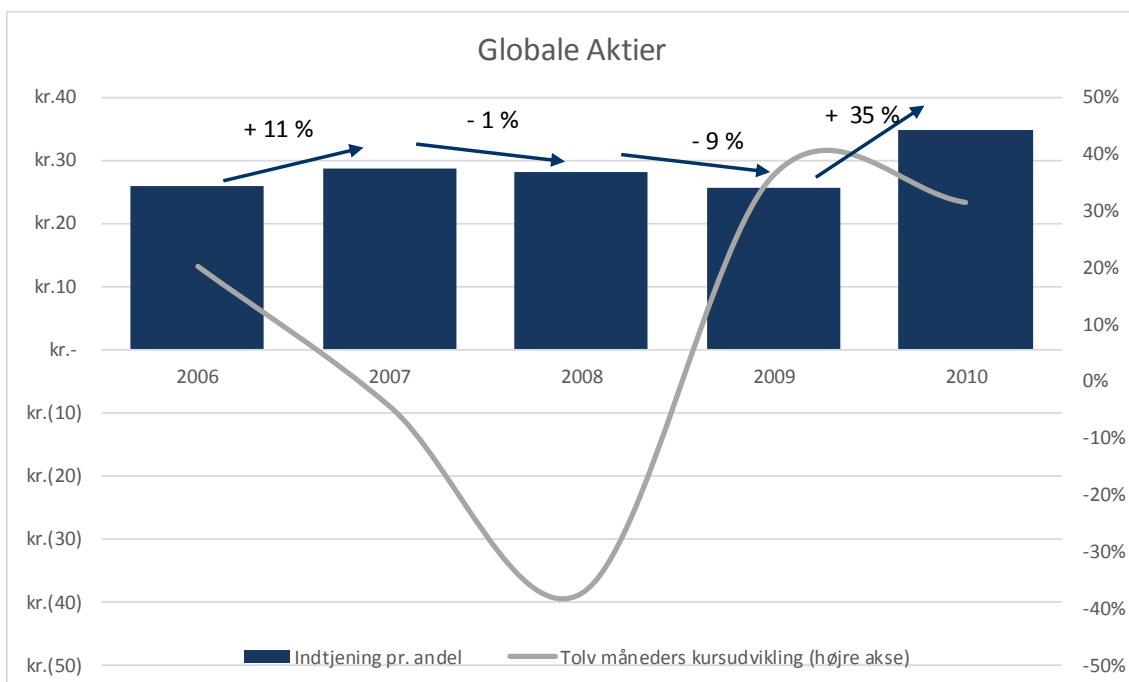
Grundlæggende har vi, som vores porteføljevirkomheder, fortsat et positivt syn på fremtiden. Vi tror ikke på dommedagsprofetierne om, at verden står over for en ny markant nedtur. Men vi har alligevel set på, hvad et stress-scenarie vil betyde for vores porteføljevirkomheder.

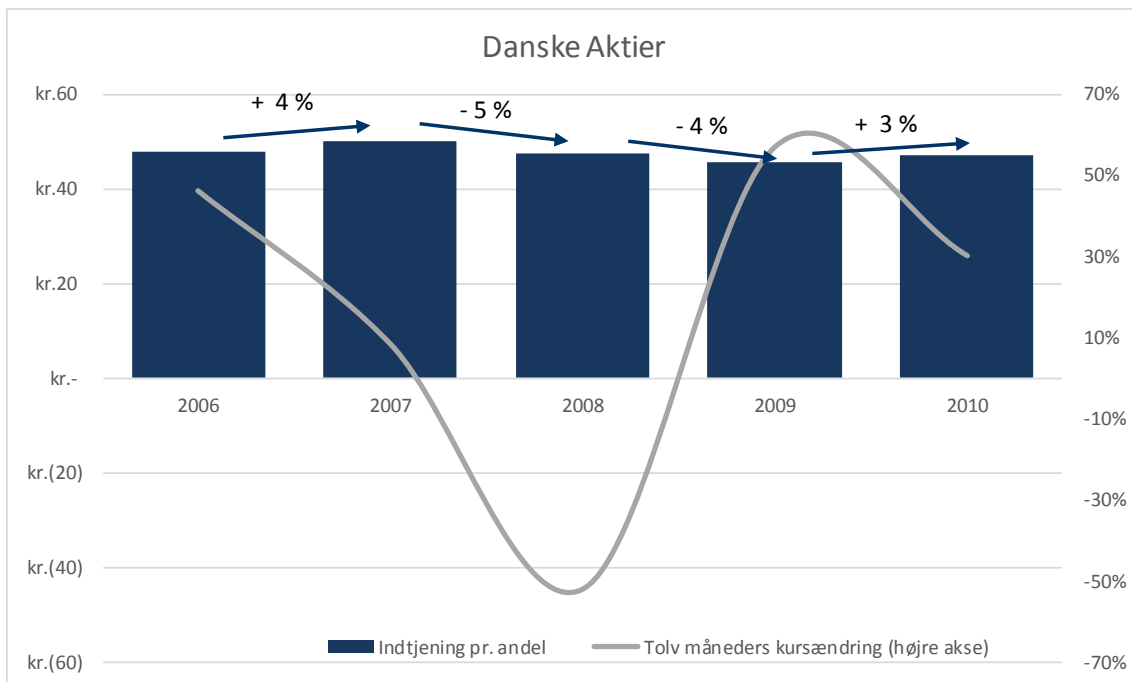
Man kan opstille mange forskellige stress-scenarier. Hvad vi har valgt er ganske enkelt at se på data fra vores porteføljevirkksomheder. Vi har derfor undersøgt, hvad der egentlig sker med de virksomheder, vi investerer i, under den værst tænkelige økonomiske udvikling.

Vi skal ikke ret langt tilbage for at finde vores data. Som alle ved, blev verden i 2008 ramt af den værste finansielle krise siden 1930'erne, som førte til, at globale storbanker og finanshuse som Lehman Brothers, Bear Stearns, Washington Mutual og Merrill Lynch forsvandt som selvstændige virksomheder. I Danmark førte finanskrisen til, at 11 banker mellem 2008 og 2012 krakkede, og kun hidtil uset statslig støtte og centralbank-interventioner gjorde, at det ikke gik langt værre.

Det førte naturligvis til dramatiske kursfald for praktisk taget alle aktier. Men hvordan gik det egentlig for vores porteføljevirkksomheder i rædselsårene 2009 og 2010, hvor den globale økonomi var i frit fald, og finansieringsmulighederne fra bankerne stort set frøs til? Det fremgår af figurene herunder.

Figurene viser udviklingen i indtjening pr. andel for de nuværende selskaber i henholdsvis den danske og globale aktieportefølje i årene fra 2006 til 2010. Desuden er den løbende kursudvikling i de underliggende selskaber afbildet. Det kan på denne måde illustreres, hvordan udviklingen i aktiekursen over korte horisonter kan udvikle sig mærkbart anderledes end udviklingen i virksomhedens forretning.





Kilde: Årsrapporter, Bloombergs finansielle database og BLS Capitals beregninger

Som det fremgår, red porteføljevirksohederne med på vækstbølgen i 2007. Men bemærk udviklingen i porteføljevirksohedernes evne til også at generere penge til aktionærerne i perioden efter. Hvordan kan det være, at indtjening ikke har samme store udsving som kurserne?

Det skyldes, helt enkelt, at vi kun investerer i solide virksomheder med en klar og stærk forretningsmodel og en ledelse, der er i stand til at agere beslutsomt, når virkeligheden ikke længere passer med de fastlagte planer.

At øge indtjeningen, når den økonomiske situation markant forværres, er langt fra nemt. Det kræver hårde beslutninger. Hvis indtægterne falder, kan det være nødvendigt at skære i omkostningerne, og det er både svært og smertefuldt. Men det var præcist, hvad vores porteføljevirksoheder gjorde.

Og som det fremgår, var det ikke, fordi de var i brancher, som var upåvirkede af den globale finanskrisen. Mens alle troede, at fremtiden var lys, og væksten ville være evigt, var de også i stand til at udnytte de vækstmuligheder, der viste sig.

Da krisen ramte var de ikke afhængige af, hvorvidt deres bankforbindelser kunne holde dem oven vande. Vi investerer, som nævnt, nemlig kun i virksomheder, der har en fornuftig gældsætning, og en solid evne til at generere frie pengestrømme alene via deres primære driftsaktivitet. I modsætning til mange af de virksomheder, der inden finanskrisen var investorenes ynglinge. Eksempelvis fremadstormende IT- og biotekvirksomheder, som lovede voldsom vækst, men var ude af stand til at betale de løbende regninger uden at låne penge i banken eller bede deres aktionærer om flere penge.

Set i bakspejlet kunne vores porteføljeselskaber formentlig have skabt endnu større værdi for os som aktionærer ved at udnytte de markante kursfald til at tilbagekøbe egne aktier. Men det er altid nemt at se i bakspejlet. Realiteten var, at alle virksomhedsledere mellem 2008 og 2010 var i ukendt territorium med et frit fald i den økonomiske aktivitet. Så det fornuftige at gøre, når man ikke ved, hvor dybt faldet kunne blive, var at holde på de penge, man havde. Det er godt købmandsskab, og hvad vi forventer af virksomhedslederne i de virksomheder, vi investerer i.

I BLS Invest er der en overvægt af såkaldt "asset light" virksomheder, der er kendetegnet ved ikke at binde kapital i for mange aktiver. Klassiske eksempler er speditørvirksomheder som DSV og Expeditors International, der hjælper virksomheder med alle typer transportbehov, men slet ikke ejer skibe, fly og lastbiler selv. I stedet køber de kapacitet hos eksempelvis Maersk Line og kan derfor altid udnytte de bedste markedspriser.

BLS Invest investerer i virksomheder, som vi vurderer har fleksible omkostningsmodeller, der gør, at de i både mod- og medgang kan tilpasse deres omkostninger. Det gælder for eksempel et nyt selskab i de globale aktieafdelinger, den britiske formuerådgiver St. James's Place.

Også i 2015 fortsatte vores porteføljevirkosomheder med at udvikle sig og skabe fundamentet for fremtidig vækst. DSV foretog endnu et stort opkøb ved i oktober 2015 at købe amerikanske UTi for 9 milliarder kroner. Set i lyset af DSV-ledelsens dokumenterede evne til at integrere store opkøb, er det en beslutning, som vi glæder os over.

Ligeledes fortsatte luksusvareproducenterne LVMH og Richemont strategien med selv at kontrollere hele værdikæden ved at fokusere på at udvikle deres net af detailbutikker. På den måde opnår de både kontrol med kundernes købsoplevelser og fuld kontrol med prissætningen af deres produkter. Det er ikke billigt at etablere eksklusive butikker på de dyreste adresser rundt omkring i verden, men vi er overbevist om, at det både strategisk og økonomisk er det helt rigtige at gøre.

Vi er fortsat aktionærer i kasinoselskaberne Galaxy Entertainment og Sands China. Det på trods af at kasinoaktiviteterne i Macau er blevet hårdt ramt af faldende besøg fra VIP-gæster, som er blevet nervøse for en række politiske tiltag fra den kinesiske regering. Men fakta er, at de almindelige kasinogæster faktisk er mere profitable end VIP-spillerne, og vi har fortsat tiltro til, at kasinodrift i Macau på lang sigt vil være særdeles profitabelt. Markedet er enormt, og som bekendt er det i sidste ende altid kasinoet, der vinder.

For en nærmere gennemgang af vores porteføljevirkosomheder vil vi opfordre dig til at læse publikationen Vores Selskaber, hvor vi detaljeret gennemgår de enkelte virksomheder.

For en nærmere gennemgang af de resultater, der er skabt i BLS Invest i 2015, og baggrunden for dem, vil vi tillige opfordre dig til at læse årsberetningen og -regnskabet fra kapitalforeningen. Du vil altid kunne finde materialet på hjemmesiden www.blsinvest.dk, og du er mere end velkommen til at ringe til os på telefon 4558 4020 eller sende en mail til info@blscapital.dk. Så vil vi sende dig materialet.

Endeligt gør vi opmærksom på, at vi afholder vores traditionsrige årsmøde den 19. april 2016 kl. 16.30, efter den årlige generalforsamling i kapitalforeningen BLS Invest. Det finder i år sted i Moltkes Palæ. Vi håber meget, du møder op, lige som du er velkommen til at medbringe gæster. Her vil du få mulighed for at komme i direkte dialog med os, hvilket vi som altid ser meget frem til.

Vi kan allerede nu svare på ét spørgsmål. Hvordan tror vi aktiemarkedet vil udvikle sig i 2016?

Svaret er, som på alle tidspunkter, at det aner vi ikke. Aktierne kan stige, falde eller ende uændret. Men vi føler os overbeviste om, at vores porteføljevirkksomheder vil fortsætte med at skabe voksende værdi for deres ejere ved at udlodde solide udbytter, tilbagekøbe egne aktier og øge deres indtjening. Da vi allerede i dag mener, at virksomhederne fundamentalt set er betydeligt mere værd end deres aktiekurs indikerer, er vi overbeviste om, at det ligesom tidligere, om ikke før så i sidste ende også vil være med til at skabe langsigtede attraktive afkast til medinvestorerne i BLS Invest.

Med venlig hilsen,

På vegne af BLS Capital



Peter Bundgaard
Partner og rådgiver



Anders Lund
Partner og rådgiver