

Årsbrev til medinvestorerne

Gl. Holte, 27. marts 2018

Kære Medinvestor,

Med udgangen af 2017 er der nu gået ti år siden stiftelsen af BLS Invest, og vi kan se tilbage på en tid, hvor aktiemarkederne for størstedelen har været opadgående, på trods af en start med en af historiens største finansielle kriser. Vi er tilfredse med den langsigtede værdiskabelse, som vores medinvestorer har deltaget i, og ser positivt på mulighederne for fortsat at opleve langsigtet positiv værditilvækst. Vi finder det glædeligt, at BLS Invest har kunnet levere konkurrencedygtige langsigtede afkast efter alle omkostninger med begrænset langsigtet risiko, defineret som risikoen for varige tab af kapital. Det er vores holdning, at afkast efter alle omkostninger bør være mere i fokus end omkostninger alene, som ellers er fokuspunktet i megen omtale af investeringsfonde og forvaltning generelt.

Afkast i 2017

De absolutte afkast var meget tilfredsstillende i BLS Invests tre afdelinger. Afdeling Globale Aktier KL opnåede i 2017 et afkast på 21,1 procent, mens afd. Globale Aktier Akk. opnåede et afkast på 21,6 procent. Til sammenligning opnåede de globale aktiemarkeder målt ved MSCI AC World et afkast på 8,9 procent målt i danske kroner.

Siden opstart af afdeling Globale Aktier KL d. 30. september 2008 og frem til udgangen af 2017, har afkastet været 239,5 procent, svarende til et årligt afkast på 14,1 procent efter alle omkostninger, mens de globale aktiemarkeder, igen målt ved MSCI AC World, i samme periode har givet et afkast på 138,4 procent, svarende til 9,8 procent om året. En investering på 100.000 kroner ved opstarten på afdeling Globale Aktier KL ville således være blevet til 339.478 kroner ved udgangen af 2017, hvilket til sammenligning havde været 238.369 kroner ved et markedsafkast fra MSCI AC World.

Levetidsafkastet for afdeling Globale Aktier Akk. har været 52,9 procent siden opstarten d. 28. november 2014, svarende til et gennemsnitligt årligt afkast 14,8 procent, mens afkastet for verdensmarkedet i samme periode har været 32,5 procent, svarende til 9,6 procent om året.

For afdeling Danske Aktier KL var afkastet 15,0 procent i 2017, mens det danske aktiemarked målt ved KAXCAP havde et afkast på 16,8 procent. Siden opstart d. 26. februar 2008 og frem til udgangen af 2017 har afdelingens afkast været 180,4 procent, svarende til et årligt afkast på 11,0 procent, mens KAXCAP har haft et afkast på 140,2 procent, svarende til 9,3 procent om året. Fra opstarten og til udgangen af 2017 ville 100.000 kroner således være steget til 280.400 kroner mod omkring 240.190 kroner ved det danske aktiemarked målt ved KAXCAP.

I forhold til afdeling Globale Aktier KL skal det huskes, at der var forskel i opstartstidspunktet på afdelingerne, der bevirker, at tallene ikke er direkte sammenlignelige.

Alle afkast er efter alle omkostninger og inklusive geninvesterede udbytter. Selvom historiske afkast ikke er en garanti for fremtidige afkast, finder vi de langsigtede absolutte afkast tilfredsstillende.

De positive afkast har været bredt funderet, ligesom det også er tilfældet siden opstart. Vi anser det som positivt, at kursudviklingen ikke har været båret af enkelte højdespringere, men af en generel langsigtet værditilvækst og vækst i de underliggende frie pengestrømme. Kursudviklingen på de globale afdelinger har igennem året været påvirket af et fald i den amerikanske dollar på mere end tolv procent i forhold til den danske krone, da omkring halvdelen af vores globale porteføljer er investeret i amerikansk-noterede selskaber. Det skal dog holdes for øje, at det er globale selskaber med globale pengestrømme. BLS Invest afdækker ikke valutamæssige eksponeringer, og dette kan således påvirke kursudviklingen opgjort i danske kroner.

Ti år siden starten på BLS

Som nævnt i indledningen er BLS Capital fyldt ti år, og et af de store temaer for kapitalforeninger, fondsmæglere og finansielle virksomheder som helhed, i denne levetid har været stigende regulering. Dette har lige så fyldt meget gennem 2017, hvor særligt de europæiske myndigheders MiFID II har fyldt i den finansielle dagspresse.

Stigende regulering fører i høj grad til stigende omkostninger – såvel direkte som indirekte – og man kan derfor frygte, at stigende regulering vil gøre det sværere for nye fondsmæglere og mindre investeringsfonde at blive stiftet. Effekten kan således ende med at være en konsolidering hos større finansielle institutioner, og således mindske investorers valgmuligheder. Dette til trods for, at et udtalt formål med tiltaget har været at øge gennemsigtighed og give investorer bedre valgmuligheder og -frihed.

Havde vi stået foran at skulle starte BLS i dag, er det således ikke sikkert, at vi havde haft mulighed for at opfylde målsætningen om at lave en uafhængig forening og forvaltning, da det utvivlsomt er blevet mere ressourcekrævende gennem årene med de stigende regulatoriske krav og de omkostninger dette måtte medføre. Dette vil i så fald kræve en større kapital allerede fra de spæde skridt.

Med dette sagt ser vi dog ikke ensidigt negativt på de regulatoriske tiltag, da der er indtil flere af dem, der vil synliggøre skjulte omkostninger og rådgiverprovisioner og dermed tydeliggøre, hvorledes finansielle rådgivere har været økonomisk incentiveret til at anbefale visse foreninger frem for andre. BLS Invest har, som et led i målet om at være uafhængige, ikke distributionsaftaler med finansielle rådgivere eller banker, og markedsføres derfor alene af BLS Capital. Det kan bemærkes, at vi i BLS Capital alene må placere vores aktieinvesteringer i BLS Invest, og dette sikrer et sammenfald af interesser. Der er således et løbende fokus på at minimere omkostninger, der går til ikke-værdiskabende aktiviteter – ligesom vi også forventer, at selskaberne i vores afdelinger optimerer deres omkostningsstrukturer.

Det er vores overbevisning, at vores fokus på selvstændig og intern analyse af nuværende og potentielle ejerskaber vil være en konkurrencemæssig fordel. Som et led i MiFID II er det forventet, at mængden af børsmæglerhuse og disses analyser vil blive mindre, da betalingerne for analyse og handel fremadrettet skal være opdelt, hvilket vurderes at føre til en generelt mere kritisk stillingtagen til, hvad der betales for. Dette kan tænkes at føre til mindre fokus på selskaber, hvor handelsaktiviteten ikke er tilpas høj til at være i fokus. Markederne kan således blive mindre effektive – helt grundlæggende vil der være potentiale for en større afvigelse mellem pris og underliggende værdi. Dette anser vi som positivt for mængden af fremtidige investeringsmuligheder, da det netop

er denne type afvigelse, som vi forsøger at udnytte til at investere i virksomheder til priser, der undervurderer deres langsigtede værdi.

Mange investorers stigende brug af ETF'er som investeringsobjekter fører ligeledes i højere grad til mere og mere passivt investeret kapital. Dette vil sige, at der investeres (eller måske spekuleres) uden at tage aktiv stilling til, hvilket aktiv, der købes og hvilken prissætning, der måtte være på dette aktiv. Det vurderes, at dette ligeledes mindsker effektiviteten i prissætningen i relation til den underliggende værdi og afkastpotentialet i investeringer, som kombineret med ovenstående anskuelser om mindre analysedækning kan føre til langsigtede, attraktive investeringsmuligheder. Yderligere er ETF'ere finansielle instrumenter med en forholdsvis kort levetid – den første ETF blev introduceret omkring 1990 – men er i høj grad først blevet anvendt efter den seneste finansielle krise. Dette medvirker, at det ikke er instrumenter, der for alvor er blevet testet under hårdere markedsvilkår, og vi vurderer, at dette kan skabe en utilsigtet risiko for købere af ETF'ere.

Uændret investeringstilgang

Investeringsfilosofien og -tilgangen er, selvfølgelig, som det har været tilfældet siden opstarten, uændret. Fokus er fortsat på at identificere virksomheder med konkurrencemæssige fordele, der tillader dem at have attraktiv værdiskabende omsætnings- og indtjeningsvækst. Dette vil være i industrier, der generelt ikke kræver store løbende investeringer i driften, og som dermed kan opnå attraktive indtjeningsmarginer og høje afkast på den investerede kapital. Oftest vil disse industrier være tiltagende konsoliderende om få og rationelle aktører.

Afkastet på den investerede kapital er vores primære redskab i vurderingen af kvaliteten i en forretning. Nøgletallet beskriver et selskabs evne til at skabe indtjening målt i forhold til, hvor meget kapital det kræver at holde driften kørende. Den investerede kapital består således af den kapital, ejeren af en virksomhed har tilført selskabet, samt den gæld, der er optaget for at have yderligere finansiering. Et selskab, der kan tjene ti kroner pr. hundrede kroner investeret, er, alt andet lige, ikke ligeså værdiskabende som et selskab, der formår at skabe en indtjening på 25 kroner pr. hundrede kroner investeret. Et lavere afkast på den investerede kapital kan således være udtryk for et selskab, der kræver store løbende investeringer i driften for at kunne vokse – og det er typisk ikke denne type selskaber, der finder vej til afdelingerne i BLS Invest.

Det er værdiskabende, såfremt et selskab formår at skabe et attraktivt afkast på den investerede kapital, når der tages højde for de forretningsmæssige risici, der måtte være forbundet med driften. Forrentningen skal for at være attraktiv klart overgå, hvad der for medejere måtte være rimeligt at forvente som alternativt afkast, hvis denne kapital i stedet var udloddet som udbytte eller aktietilbagekøb. Jo større forretningsmæssige risici driften inkluderer, jo højere et afkast på den investerede kapital skal der til, for at det vurderes værdiskabende.

Vi investerer i selskaber – ikke lottokuponer

I meget af vores kommunikation vil ordet "medejere" indgå. Ordvalget er langt fra tilfældigt, og tilskrives vores måde at anskue investeringer. En aktie er et ejerskab i en virksomhed – det er ikke en lottokupon, der købes for at hæve en gevinst ugen efter. Vi søger således at investere i selskaber, hvor kvaliteten og udsigten til stigende pengestrømme er stærk og understøtter, at der er et godt afkastpotentiale for den pris, der betales, samtidig med at risikoen for at langvarige fald i frie pengestrømme og varige kapitaltab skal være begrænset.

Hvis man starter sin egen virksomhed, og forventer at skulle leve af denne, vil det for mange være

naturligt at ønske, at denne virksomhed skal levere voksende frie pengestrømme, der kan opbevares i banken til eventuelt fremtidige hårde tider, eller kan udbetales som løn til ejerkredsen gennem udbytter. Såfremt den løbende forretning kræver, at store mængder af pengestrømmene anvendes til at erhverve maskiner, ejendomme eller lignende, bliver det sværere at skabe overskydende penge, der kan gemmes i banken eller udbetales. Dette er grunden til, at afkastet på den investerede kapital er centralt for os, af grunde som beskrevet tidligere.

At et selskab er børsnoteret, ændrer for os ikke på, at det er denne type virksomhed, som vi ønsker at eje. Børsnoteringen og den frie handel med selskabets ejerandele (aktier) er alene en service, der gør det lettere at købe en eller flere ejerandele, hvis prisen er lavere, end vi vurderer den til at være værd. Hvis andre deltagere på aktiemarkedet vil betale mere for en ejerandel, end vi føler den er værd, kan vi udnytte denne mekanisme til at sælge andelen.

Det er vigtigt for os at bringe denne pointe – den er gennemgående for, hvordan vi investerer, og derfor også, hvordan vi kommunikerer om udviklingen i de selskaber vi sammen ejer gennem afdelingerne i BLS Invest.

Status på porteføljerne

For at give et billede på vores portefølgers vigtigste kvalitets- og prissætnings nøgletal har vi sammensat nedenstående tabeller. Tabellerne giver en oversigt over, hvordan tallene har været de seneste tre år.

BLS Globale Aktier	2015	2016	2017
RoIC	46,0%	47,4%	42,8%
Gæld / Driftsindtjening	-0,4	-0,1	-0,1
Pengestrømsrente	4,6%	4,2%	4,3%

BLS Danske Aktier	2015	2016	2017
RoIC	39,9%	43,0%	39,8%
Gæld / Driftsindtjening	0,3	0,3	0,2
Pengestrømsrente	5,8%	4,1%	4,7%

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 for af- og nedskrivninger

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

Det er vores vurdering, at porteføljerne fortsat har en høj kvalitet baseret på de attraktive afkast på den investerede kapital, der som nævnt er det centrale nøgletal for vurdering af et selskabs kvalitet. Yderligere er gælden fortsat begrænset, og som helhed har vores selskaber således en lav eller endda ingen gæld. Mens gæld i perioder med let adgang til finansiering fra kapitalmarkeder og banker kan virke som en billig finansieringskilde, ser vi det som værende langsigtet mere attraktivt med en lav gældsætning, da vi under den sidste finansielle krise kunne se, hvordan selv selskaber har høj kvalitet og betalingsvillighed pludselig ikke kunne få adgang til midler, da kapitalmarkederne frøs. Om end banker som helhed lader til at være blevet bedre rustet, er vi fortsat skeptiske over for muligheden for stabil værdiskabelse i størstedelen af banksektoren, om end det er muligt at finde mindre områder, hvor specialviden og snusfornuftig forretningssans også kan skabe værdi i en bank – som vi i Danmark ser det hos Ringkjøbing Landbobank, der fortsat er en del af vores danske aktier.

Vi er ikke i tvivl om, at der nok skal komme en finansiel krise igen – hvor eller hvornår, eller hvad der forårsager den, vil vi ikke gøre os kloge på. Men vi ser vores selskaber som værende godt rustet, når den dag skulle komme. Som beskrevet i tidligere årsbreve faldt pengestrømmene i vores selskaber alene få procentpoint i 2008-2009, men dette kom allerede året efter tilbage på niveau i de flestes tilfælde. En af grundene til, at vi søger at være medejere af, hvad vi vurderer som værende, kvalitetsselskaber skyldes netop denne begrænsede risiko for fald i pengestrømme. Kortsigtede kursudsving skaber muligheder for omlægninger i porteføljen, som vi brugte en del tid på at beskrive sidste år. Kursudsving er således ikke, hvad vi anser som risiko – risiko i vores optik er varige tab i værdi, og denne vurderer vi som værende begrænset i vores selskaber.

Store kursfald kan forekomme

Store kursfald vil komme med mellemrum. Siden 1990 har der således være tre perioder, hvor det store S&P 500 indeks er faldet med mere end 20 procent fra sine daværende højeste niveauer. Dette var i 2001, 2008/2009 og 2011. Afkastet for S&P 500 har dog i gennemsnit været knap ti procent om året (i amerikanske dollar termer) gennem hele perioden. Historien gentager sig sjældent, men begivenheder kan rime – frit oversat fra det engelske udtryk om det samme. Som langsigtet aktieinvestor skal man således have is i maven og evnen til at holde roen i disse perioder. Vi finder denne ro ved at være medejere af gode selskaber. Selskabskvaliteten og udsigterne til vækst i de frie pengestrømme mener vi at kunne vurdere i disse selskaber – og i situationer, hvor vi ikke kan vurdere dette, anser vi ikke selskabet som investerbart. Vi kan og vil ikke forudsige, hvordan markedsværdier vil bevæge sig over kortere perioder på måneder eller få år. Det er dog vores klare vurdering, at den underliggende udvikling i værdi over tid vil blive afspejlet i stigende markedsværdier. Mens timingen af ens køb kan få betydning på kortere horisonter, vil selskabernes kvalitet i stigende grad være afgørende, jo længere en horisont, der vurderes over.

Værdiskabelse i hoteller

Et godt eksempel på et selskab, der formår at tjene betydelige summer, uden at det kræver betydelige investeringer, er den britiske ejer af hotel-brands, Intercontinental Hotels Group (IHG), der i 2017 blev tilkøbt de globale afdelinger. IHG er ejer af de store og markedsledende hotel-brands Holiday Inn, Holiday Inn Express og Intercontinental, som en del af en portefølje af en lang række navne. IHG har over en årrække frasolgt hotelejemdomme, og hele indtjeningen er således baseret på royalties fra hotelejere, der betaler for retten til at bruge IHGs brands, og ikke fra hoteller, som kæden selv ejer.

Netop dette er nøglen til den høje, løbende værdiskabelse i IHG. Selskabet ejer således ikke selv hotelbygningerne, men drives i stedet som en franchisekæde. Dette betyder, at ejere af hotelejemdomme indgår en aftale med IHG om rettighederne til at anvende et af kædens mange hotelnavne mod en årlig betaling. IHG kan på denne vis vokse antallet af værelser med omkring fem til seks procent om året uden, at dette kræver ejendomsinvesteringer. IHG opnår dermed attraktiv og profitabel vækst uden, at dette optager betydelige pengestrømme, der således kan tilgå medejere gennem betydelige udbyttebetalinger, hvor udlodningspotentiallet estimeres i omegnen af 6-6,5 procent og voksende.

IHG's langsigtede vækst er understøttet af en stigende rejselyst over hele kloden genereret af en generel stigende velstand kombineret med øget disponibel indkomst - herunder en høj vækst i antallet af eksempelvis kinesisk rejsende. Derudover opleves der en stigende konsolidering af hotelkæder verden over, hvor hotelejere i stedet for at være selvstændige søger samarbejdsaftaler med de store kæder, herunder IHG, men ligeså de amerikanske kæder Marriott-Starwood, samt

Hilton.

Interessen for at være en del af disse kæder skyldes, at det giver adgang til betydelige loyalitetsklubber, og en større andel af bookinger foretages således gennem en mere profitabel og direkte vej, end via online rejseagenter som hotels.com og booking.com, der tager gebyrer på op imod 30 procent af værelsesbetalingen. Til sammenligning er betalingen til IHG på omkring seks procent af hotelomsætningen, hvortil kommer en årlig betaling på tre til fire procent, der går til IHGs udvikling af systemer og overordnede markedsføring. Gennem centrale styrings- og hjælpeværktøjer kan IHG assistere hotelejerne i optimering af værelsespriser. IHG forventes i slutningen af 2018 at lancere et nyt system til dette.

Driftsindtjeningen udgør omkring 45 kroner pr. 100 kroner i omsætning, og da det ikke kræver særlige investeringer fra IHG at drive forretningen, er afkastet på den investerede kapital knap 60 procent. Dette forventes at stige, da yderligere indtjening som nævnt ikke kræver yderligere investeringer. Det er en forretningsmodel, der er helt i tråd med filosofien i BLS Invest, og vi ser derfor frem til at tage del i IHGs forventede langsigtede, betydelige værdiskabning.

Langsigtede investeringer

Langsigtet værdiskabelse er målet med investeringerne i BLS Invest, og det er vurderingen, at aktiekurserne over tid bør afspejle den underliggende værdiskabelse og udvikling i frie pengestrømme. Aktiemarkeder kan svinge mere eller mindre på såvel kort som lang sigt, og jo kortere et perspektiv kurser vurderes over, desto mindre kan som regel tilskrives fundamentale udviklinger. I BLS Invest jages der derfor ikke kortsigtede, spekulative kursstigninger, men derimod langsigtede ejerskabspositioner i værdiskabende børsnoterede virksomheder.

Vi elsker de selskaber, som vi er medejere af – men det betyder ikke, at vi er forelskede i dem. Der tages løbende stilling til, om der sker ændringer i forretningsmodellerne eller den konkurrencemæssige situation, og i hvilken grad dette påvirker afkastpotentialet. Som eksempel på dette er Berkshire Hathaway, Warren Buffetts investeringsselskab, der var en del af BLS Invest siden opstarten på afdeling Globale Aktier KL. Berkshire Hathaway blev frasolgt i starten af 2017. Ikke fordi troen på investeringstilgangen i Berkshire Hathaway har ændret sig, men særligt grundet to andre forhold.

For det første har selskabet nydt en stærk kursudvikling, og som følge af dette har prissætningen nået et niveau, hvor afkastpotentialet blev vurderet mindre, og større andetsteds. Derudover er der en grundlæggende bekymring om, hvorvidt Berkshire Hathaway vil være i stand til at investere de stadigt stigende frie pengestrømme fra sine mange forsikrings- og driftsselskaber, uden at dette vil føre til en gradvis forringelse af kapitalafkastene.

Det er her værd at bemærke, at vi har en grænse på aktivmængden inden for såvel Danske som Globale Aktier, idet der er sat loft på henholdsvis tre milliarder kroner i Danske Aktier og tre milliarder amerikanske dollars inden for Globale Aktier. Formålet med dette er at holde den forvaltede formue på et niveau, hvor der ikke skal gås på kompromis med investeringsmulighederne. Jo større en forvaltet formue, jo mindre råderum vil en forvalter have til optimalt at kunne udnytte kortsigtede, uforklarlige kursudsving uden at handlen bliver kurspåvirkende. Samtidig kan mængden af aktiver under forvaltning være en begrænsende faktor for, hvilken størrelse selskaber, der kan investeres i – vi har generelt ikke positioner på mindre end to procent af porteføljen, og uden et loft på kapitalstørrelsen, ville dette kunne føre til meget store ejerandele i enkelte selskaber, hvilket ville begrænse mulighederne for ageren i markedet.

Ikke en konstant jagt

At være langsigtet bevirker også, at det ikke er målet hele tiden at jage nye, uopdagede potentielle højdespringere, og der er således en beskeden udskiftning i vores porteføljeselskaber. Hermed ikke sagt, at der ikke foretages justeringer i eksponeringen mod de enkelte selskaber.

Aktiemarkedsudsving kan være en samarbejdspartner for den langsigtede investor, og betydelige kursfald kan således udnyttes til at erhverve ejerandele på attraktive kursniveauer, såfremt kursudviklingen ikke er en afspejling af ændringer i forretningsmodellens grundlæggende kvaliteter. Dette er en af årsagerne til, at vi ser stor værdi i at opnå et højt detaljekendskab i en lille gruppe af særligt udvalgte virksomheder. Det mener vi mindsker risikoen i porteføljen, da det giver mulighed for at opnå bedre indsigt og derved gennemvurdere den reelle risiko i investeringen; risikoen for varige kapitaltab.

Den løbende porteføljestyring holder prissætningen på porteføljen forholdsvis konsistent, og har gjort dette gennem flere år. Via porteføljestyringen mindskes eksponeringen mod de selskaber, hvor den kortsigtede kursudvikling har udviklet sig hurtigere end væksten i pengestrømmene, mens eksponeringen til selskaber, hvor kursudviklingen ikke har fulgt forretningen – og således har fået en lavere prissætning – øges. Prissætningen på porteføljerne er steget begrænset trods de pæne, absolutte kursstigninger. Dette skal ses i lyset af en vækst i de frie pengestrømme per aktie på omkring ti procent, og der skal således prisstigninger på mere end dette til for at prissætningen vurderes påvirket, når der ikke har været betydelige skift i udsigterne til fortsat vækst. Kombineret med den omtalte porteføljepleje begrænser dette den eventuelle stigning i prissætningen på porteføljerne gennem året.

Kursfald er ikke udtryk for varige kapitaltab, så længe pengestrømmene og indtjening ikke lider tab. Men evnen til at vurdere, hvorvidt kortsigtet forretningsudvikling er udtryk for varig ændring eller alene er midlertidig modstand, øges i takt med at kendskabet til forretningsmodellen bliver mere dybdegående. Alle selskaber – uafhængigt af kvalitet – vil fra tid til anden møde modstand. Spørgsmålet er, om udfordringerne er strukturelle eller forbigående.

Selv gode selskaber kan ramme modvind

Et eksempel herpå er den amerikanske reservedelsforhandler AutoZone, der i 2017 havde den svageste kursudvikling i de globale afdelinger, og faldt igennem året med knap 21 procent i danske kroner. AutoZone har været en del af afdeling Globale Aktier KL siden starten af 2011, og har i denne tid bidraget med betydelig værdiskabelse til os som medejere. I første halvdel af året var kursudviklingen særdeles negativ og var kortvarigt nede med hele 42 procent i forhold til indgangen på året. På dette tidspunkt udgjorde de årlige frie pengestrømme i selskabet mere end otte procent af markedsværdien.

AutoZone leverede gennem mere end ti år hvert kvartal to-cifrede stigninger i indtjeningen per aktie og de frie pengestrømme, men i starten af 2017 kom der medieomtale om Amazons indtræden på markedet – og som det har været tilfældet for andre selskaber inden for detailhandel, førte dette til uro blandt spekulanter om en erodering af forretningsmodellen. Oven i dette kom hele industrien i urelateret modvind fra en række andre fronter, hvormed den imponerende række af betydelig indtjeningsvækst blev brudt, og salget i AutoZones eksisterende butikker var igennem to kvartaler fladt, eller endda negativt, i forhold til året før.

Spørgsmålet blev således at vurdere, hvorvidt dette var midlertidig modstand eller varige ændringer i forretningen og den forventede værdiskabelse. Gennem grundig analyse af såvel AutoZone som en række konkurrenter, samt møder med ledelsen i selskabet kom vi frem til en konklusion om, at dette var midlertidig modvind. Beskeden fra ledelsen i AutoZone var således, at hvis man var glad for forretningen i 2016, burde man ligeledes være glad for denne i 2017. Igennem året blev positionen i AutoZone øget markant, da kursfaldene førte til et markant øget afkastpotentiale. Over årets sidste måneder kunne AutoZone og industrien som helhed da også melde, at omsætningsvæksten hos forhandlerne var tilbage på samme væksthiveau som tidligere.

Alene få udskiftninger

AutoZone er således fortsat en del af de globale afdelinger, der i 2017 fik tilføjet tidligere omtalte hotelbrand-ejer IHG, og derudover igen blev medejere af Novo Nordisk, spiritusproducenten Diageo samt Alphabet, der er ejer af den verdensledende søgemaskine Google. Udover IHG har de tre andre selskaber tidligere været en del af de globale afdelinger, men har i en periode været ude af porteføljen. I 2017 blev investeringsselskabet Berkshire Hathaway, softwareudvikleren SimCorp, forbrugsselskabet Reckitt Benckiser og modermælksproducenten Mead Johnson frasolgt – i Mead Johnsons tilfælde var det et tvunget frasalgt efter, at selskabet blev opkøbt af Reckitt Benckiser. SimCorp havde i ejerskabet for de globale afdelinger givet et afkast på mere end 240 procent inklusive geninvesterede udbytter.

I afdeling Danske Aktier KL blev allergiselskabet ALK-Abello, ingrediensproducenten Chr. Hansen samt betalingsformidleren Nets frasolgt, mens bryggeriet Carlsberg blev genkøbt til porteføljen. Vi ser positivt på en fornyet fokus på værdiskabelse hos bryggerikoncernen. Yderligere er selskabets tilstedeværelse på det kinesiske marked interessant. Carlsberg sælger eksempelvis omkring en million hektoliter alene af produktet 1664 Blanc – en mængde svarende til mere end 300 millioner dåseøl. Dette er mindre end en procent af gruppens samlede salg målt på mængden. Men priserne er fem til seks gange den gennemsnitlige salgspris, og dermed en større og stigende del af den samlede omsætningen. Det vurderes, at strategien om et fokus på at sælge øl med en højere pris i forhold til volumen er attraktivt for den fremtidige omsætnings- og indtjeningsudvikling, da flere af Carlsbergs større områder, særligt i Vesteuropa, vurderes at have en negativ udvikling i mængden af solgt øl.

Mod slutningen på november 2017 afgav danske ATP i samarbejde med canadiske OTPP et pligtmæssigt købstilbud på Københavns Lufthavn til en kurs på 5.702 kroner per aktie. I relation til dette frasolgte vi vores aktier i Lufthavnene, som vi første gang erhvervede aktier i marts 2009 til en kurs på 800 kroner. Afkastet i perioden har således været 32 procent om året, inklusive løbende udbytter. Vi vurderer, at Lufthavnenes evne til at agere er blevet indskrænket, og vi ønsker derfor ikke at være en del af ejerkredsen. Lufthavnene har gennem årene haft en imponerende vækst i antallet af passagerer på mere end fem procent om året, hvilket er blandt de højeste vækstrater hos europæiske lufthavne i perioden. De ti europæiske lufthavne med højest passagertal i 2016 voksede fra 2009 til 2016 antallet af passagerer med mindre end fire procent om året til sammenligning.

Nets blev frasolgt i forbindelse med opkøbstilbuddet på 165 kroner pr. aktie fra kapitalfonden Hellman & Friedman. Ejerskabet blev således kortere end forventet. Ovenpå en mindre succesfuld børsnotering blev Nets frasolgt porteføljen med et positivt afkast. Elektroniske og digitale betalingsmuligheder er en langsigtet attraktiv industri. Denne industri har BLS Invest været investeret i gennem flere år i de globale afdelinger, hvor Mastercard og Visa fortsat udgør en betydelig andel. Det er en industri, hvor de ledende forretninger besidder betydelige markedsandele, og har afkast på den investerede kapital på mere end 100 procent. Mastercard og Visa har gennem årene bidraget

markant til kursudviklingen i de globale afdelinger, og gjorde det ligeså i 2017, hvor Mastercard var største bidragsyder.

Et par udvalgte selskaber

Den dansk baserede speditør DSV havde i 2017 den højeste kursudvikling i afdeling Danske Aktier KL med over 56 procent inklusive udbytter. DSV har været en del af afdeling Danske Aktier KL siden opstarten for ti år siden, og driver en forretningsmodel med lave kapitalbindinger og høje indtjeningsmarginer. Integrationen af amerikanske UTi, der blev overtaget i januar 2016, er gået hurtigere end forventet, og DSV leverer i dag industriledende profitabilitet. Dette tilskrives en ganske unik og værdiskabelsesfokuseret kultur under ledelse af administrerende direktør, Jens Bjørn Andersen, finansdirektør Jens Lund og Carsten Trolle, der er chef for virksomhedens sø- og luftfragt. Deres utrættelige fokus på optimering af omkostningsniveauet og arbejdskapitalen medvirker en stor pengestrømskonvertering, hvormed den regnskabsmæssige indtjening, i det store hele, bliver til frie pengestrømme.

Selvom dette kan virke banalt, er det ikke tilfældet for en lang række andre virksomheder, hvor store løbende investeringer i driften eller lange betalingstider fra selskabets kunder fører til betydelige forskelle på, hvornår et salg gennemføres og hvornår kunden reelt betaler. At begrænse arbejdskapitalen er ofte et spørgsmål om den rette kultur, hvilket er til stede i DSV – og for den sags skyld også i amerikanske Expeditors International of Washington, der er den mest profitable og succesfulde speditør og en del af de globale afdelinger.

Optimeringen af arbejdskapital kræver et fokus på at begrænse tiden fra en levering er foretaget, til fakturaen sendes til kunden for betaling – og hvor den enkelte medarbejder har fokus på at begrænse betalingstiden på fakturaen, således at mængden af udestående, ubetalte fakturaer mindskes. Dette kræver, at kulturen ikke alene er til stede i toppen af hierarkiet, men også bliver udbredt til selskabets kontorer i mere end 80 lande. At dette er tilfældet, tilskrives i høj grad den kompetente ledelse.

Novo Nordisk blev som tidligere nævnt igen en del af de globale afdelinger efter at være frasolgt i starten af 2015, hvor eksponeringen i afdeling Danske Aktier KL ligeledes blev reduceret. Dette var grundet væsentlige kursstigninger og derved en mindre attraktiv prissætning og afkastpotentiale, og vores bekymring for en ændret markedsdynamik, og derfor ikke et spørgsmål om manglende kvalitet i selskabet, der fortsat formår at forrente den investerede kapital med mere end 100 procent og have en pengestrømskonvertering på omkring 90 procent. Efter et udfordringsrigt 2016, hvor aktiekursen faldt med mere end 35 procent, var det i marts muligt at genkøbe Novo Nordisk på kurser der var omkring 100 kroner, eller 30 procent, lavere, end da den blev frasolgt i 2015.

Dette er et godt eksempel på de store udsving aktiemarkedet kan bringe, om end vækstraterne ikke er på samme niveau, som det blev set i det sidste årti frem til 2016. Det ændrer dog umiddelbart ikke på, at Novo Nordisk sidder på en klinisk ledende produktportefølje, og at gruppen af diabetes- og fedmepatienter vil være støt stigende fremadrettet ligeså. Med et afkast på mere end 35 procent inklusive udbytter i 2017 bidrog Novo Nordisk pænt til kursudviklingen i alle tre afdelinger, og i højere grad til de globale afdelinger, hvor selskabet blev tilkøbt i slutningen af første kvartal.

Vi ser et stort potentiale i den klinisk førende produktportefølje, hvor seneste godkendelse i USA af præ-insulinet Semaglutide vurderes positivt. Semaglutide bør give Novo Nordisk mulighed for at øge markedsandelen på det vigtige nordamerikanske marked for GLP-1 og samtidig etablere et solidt grundlag for det begyndende marked for behandling af fedme, der er et stigende samfundsmæssigt

problem i store dele af den vestlige verden. Semaglutide kan således give vægttab på omkring seksten procent i løbet af første års behandling.

Gambling og værdiskabelse

Der er stor forskel på at investere langsigtet og på at gamble på et kasino, men det kan i vores optik være en god langsigtet investering at være medejer af et kasino – endog to kasinoer. Galaxy Entertainment og Sands China er fortsat en del af de globale afdelinger, og har efter kursmæssige hårde år i 2014 og 2015, bidraget markant positivt gennem de seneste to år. Kasinoerne ligger på Macau, der er en specielt administreret region i Kina, og det eneste sted, hvor der legalt må gambles i landet. Den kursmæssige nedtur i 2014 og 2015 blev udnyttet til at øge eksponeringen på attraktive niveauer, og aktiv porteføljeforvaltning har således øget afkastet fra disse investeringer.

Der ses fortsat potentiale for yderligere værdiskabelse i takt med, at Galaxy Entertainment investerer i yderligere hoteller på øen, hvor de har det største ubenyttede landområde. Selvom udbytteerne ikke ligger på samme niveau, som for de resterende fem kasinooperatører på øen i dag, anser vi det som yderst fornuftigt, at der investeres betydeligt i udvidelsen af forretningen. Udbytteerne forventes at stige i fremtiden i takt med, at de betydelige udvidelser bliver færdiggjort, og store pengestrømme kan frigøres.

Sands China betaler derimod allerede i dag et udbytte svarende til fem procent af markedsværdien, og ejer med længder flest hotelværelser på øen. Infrastrukturelle mangler sætter i dag en begrænsning på antallet af tilrejsende, og det anses for positivt, at regeringen har investeret i opbyggelsen af nye tilgange til øen, ligesom hurtigtog vil gøre det lettere for kinesere at komme til Macau fra længere afstande.

Som medejere af udvalgte kasinoer på øen siden 2011 vurderede vi, at modstanden igennem 2014 og 2015 var midlertidig, hvorfor opkøbene af flere ejerandele på lavere kursniveauer blev foretaget med ro i maven. En investering bliver hverken mere eller mindre forkert baseret på antallet af markedsdeltagere, der er enige i valget – en investering skal baseres på ens egen holdning baseret på grundige analyser, og det vurderes her, at vi har en konkurrencemæssig fordel i at turde at gå mod strømmen. Galaxy Entertainment havde det højeste afkast i de globale afdelinger i 2017, som det var også tilfældet i 2016, og opnåede i 2017 et afkast på knap 64 procent i danske kroner.

Lidt om forventningerne

Tidligere års afkast er dog ikke det, der skaber troen på fortsat værdiskabelse, da det jo er gårsdagens udvikling. Det vigtigste er forventningerne til vores selskabers fremtidige udvikling i de essentielle frie pengestrømme, der danner grundlaget for vurderingen af selskabernes fundamentale værdi, samt evnen for virksomheden til at fastholde sine konkurrencemæssige fordele. Det er fortsat forventningen, at vores selskaber vil vokse indtjeningen pr. aktie og de frie pengestrømme i omegnen af 10 procent. Det vurderes yderligere, at den i december vedtagne amerikanske skattereform vil øge de frie pengestrømme i de amerikansk baserede selskaber med op mod otte procent. Påvirkningen på amerikansk eksponerede selskaber baseret uden for landet er mere usikkert. Overordnet bør den nye lovgivning frigøre en større andel af før-skat pengestrømme til mulige aktionærudlodninger. Udlodningerne har god mulighed for som minimum at følge indtjeningsvæksten.

Kvaliteten af foreningens selskaber i såvel afdeling Danske Aktier KL, som de globale afdelinger, vurderes fortsat at være høj med gennemsnitlige afkast på den investerede kapital på mere end 40

procent, og overordnet lille eller endda ingen gæld. Dette understøtter robustheden i selskaberne og bør mindske effekten af eventuelt stigende renteniveauer. De frie pengestrømme udgør knap 4,5 procent i begge porteføljer, og disse bliver i det store hele udloddet til medejerne gennem udbytter for godt halvdelen og yderligere betydelige aktietilbagekøb, der vurderes at være værdiskabende taget aktiemarkedets prissætning på selskaberne og deres lyse fremtidsudsigter i betragtning.

Mens kvalitet og værdiskabelse bør afspejles i den langsigtede kursudvikling, påvirkes værdipapirer på kortere sigt ofte af ikke fundamentale udviklinger, som eksempelvis overvurdering af kortsigtede nyhedsstrømme, politiske valg, udviklingen i renter, råvarepriser, valutakurser eller tidligere aktiekursudvikling. BLS Invest søger at give medinvestorer de bedste muligheder for at deltage i en langsigtet værdiskabelse, men kurser kan svinge meget over kortere perioder, og her føler vi os trygge ved at forholde os til, hvilke muligheder kursudsving måtte bringe. Det er således forventningen til 2018, at vores selskaber vil fortsætte med at skabe de bedst mulige rammer for at skabe værdi for langsigtede medejere.

Selskaberne besidder generelt evnen til selv at fastsætte sine salgspriser, og dette er således reelle pengestrømme, der forventes at være beskyttet mod stigende inflation eller omkostningspres fra råvarepriser. Med disse selskaber ser fremtiden lys ud – også selv om kortsigtede kursudviklinger ikke kan forudsiges. Dette blev endnu engang bekræftet i 2017.

Slutteligt gør vi opmærksom på, at vi afholder vores traditionsrige årsmøde den 24. april 2018 kl. 16.30, efter den årlige generalforsamling i kapitalforeningen BLS Invest. Det finder i år, ligesom sidste 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.

På vegne af BLS Capital



Peter Bundgaard
Partner og porteføljeforvalter



Anders Lund
Partner og porteføljeforvalter