

PERSPEKTIV #2 BLS CAPITAL

DECEMBER 2014

BLS
CAPITAL



KÆRE MEDINVESTOR

Blot 25 mennesker var mødt frem til selskabet MasterCards kapitalmarkedsdag 2014 i Dublin, hvor BLS Capital stillede med porteføljeforvalterne Peter Bundgaard og Anders Lund.

BLS Capital betragter det lave fremmøde ved et åbent arrangement som en fordel for vores langsigtede investering.

Det viser, at selskabet ikke bliver fulgt tæt nok af markedsdeltagerne, hvorfor der er potentiale for kursstigninger, når flere får øjnene op for de kvaliteter, vi ser i selskabet.

Det lave fremmøde gav os muligheden for at tale en-til-en med MasterCards indiskfødte administrerende direktør, Ajay Banga. Han har ledet selskabet siden 2010. Som ventet blev vi glædeligt bekræftet i, at MasterCard passer ind i BLS Capitals investeringsfilosofi med en meget robust forretningsmodel, en stærk balance og forudsigelig høj vækst.

MasterCards markedsværdi er 576 milliarder danske kroner. Selskabet er verdens næststørste inden for betalingsformidling – alene overgået af Visa. De to selskaber er de mest udbredte betalingsformidlere med egne globale IT-netværk, hvor indtrængningsbarriererne er ekstremt høje. I praksis udgør Visa og MasterCard et ægte duopol, som medfører en dominerende markedsposition, hvilket er centralt i vores selskabsvurder-

ing. Disse selskaber er så stærke, at selv Apple for nylig var tvunget til at slå sig sammen med netop disse netværksejere for at kunne levere en betalingsløsning til sine brugere.

MasterCard er den største investering i BLS Invest Globale Aktier, hvor den pt. udgør 10 pct. Vi får løbende bekræftet, at størrelsen af investeringen er fuldt berettiget. Siden vi investerede i december 2011, har det akkumulerede afkast i danske kroner været omtrent 150 pct., svarende til et gennemsnitligt årligt afkast på 35 pct.

BLS Capitals aktieudvælgelse fokuserer på kvalitetsselskaber, hvor det er berettiget at betale en præmie, fordi man som investor får del i en sikker og holdbar værdiskabelse. Erfaring viser, at det på sigt giver stærke resultater, når man som investor formår at skabe en velsammensat portefølje af kvalitetsselskaber.

MasterCard har en sublim forretningsmodel, og der arbejdes koncentreret med driften. Ledelsen har det rette fokus på værdiskabelse, og der er et højt afkast af den investerede kapital. Som følge af de forudsigelige og høje vækstrater vurderer vi, at værdifastsættelsen af selskabet er attraktiv, selv når aktien handles til en højere multiple i forhold til det generelle markedet.

De tre vigtigste finansielle mål for MasterCard er, at omsætningen skal stige med 11-14 pct., driftsmarginen skal være højere end 50 pct., og indtjeningen pr. aktie skal stige med over 20 pct. årligt. For langt hovedparten af verdens selskaber er disse mål utopi, men MasterCard arbejder i et kraftigt voksende og meget koncentreret marked, hvor kontanter og checks verden over erstattes af elektroniske betalinger, hvilket fører til en stabil, høj og forudsigelig vækst. En sådan strukturel vækstprofil er essentiel for BLS Capital.

At indtjeningen forventes at vokse næsten dobbelt så meget som omsætningen, er der god grund til. De faste omkostninger ved at drive et globalt IT-netværk er nærmest gigantiske, mens omkostningerne ved den enkelte transaktion praktisk talt er nul. Når de faste omkostninger er dækket, hvilket de i høj grad er, vil en øget omsætning således kunne overføres næsten direkte til bundlinjen og i sidste ende til aktionærerne.

En pæn tocifret omsætningsvækst pro anno er mulig, da der sker et skift fra transaktioner med kontanter til elektroniske transaktioner, hvilket vil medføre en høj og stabil vækst inden for MasterCards industri. I 2008 udgjorde kontanter 72 pct. af alle transaktioner, og i 2018 forventes denne andel at være 40 pct. Som danskere er vi vant til at benytte elektroniske transaktioner, idet Dankortet blev oprettet allerede i 1983. Man skal dog ikke ret langt væk fra Danmark, før kontanter fortsat er en nødvendighed – dog i aftagende grad.

2013 CASH PENETRATION (% OF TRANSACTION)



Kilde: MasterCard 2014

I 2013 udgjorde andelen af transaktioner med kontanter 77 pct. i Europa, 54 pct. i Nordamerika og over 92 pct. i vækstlandene. I Asien og Latinamerika, hvor befolkningens væksten er høj, og befolkningen er omkring to tredjedele af verdensbefolkningen, udgør elektroniske betalinger således mindre end ti procent af de samlede transak-

tioner. Vi ser derfor et enormt vækstpotentiale, som er uafhængigt af konjunkturerne, for elektroniske transaktioner og især for MasterCard. For selvom et stigende forbrug alt andet lige vil have positiv effekt på MasterCards omsætning og indtjening, forventes størstedelen af væksten at komme fra stigningen i andelen af elektroniske betalinger.

I BLS Capitals investeringsfilosofi er en god ledelse og de rigtige rammer om selskabet et afgørende element. MasterCards CEO, Ajay Banga, har en fortid som CEO i Citigroups division for de asiatiske markeder og kan med sin erfaring og netværk i Asien åbne døre til de offentlige myndigheder og de største finansielle institutioner i Asien. Det synes tydeligt, at en indiskfødt topleder har bedre muligheder for at åbne døre i den del af verden.

Betalingskort har en samfundsgavnlig effekt – elektroniske betalinger er gavnlige for butiksbestyreren, der ikke skal håndtere store mængder kontanter; taxachaufføren, hvis betalingstid mindskes og således kan nå flere ture; skattekontoret, der bedre kan spore mængden og antallet af transaktioner for selskaber og personer. Udover at ændringen i betalingsformer er til gavn for os som medejere i MasterCard, er denne samfundsgavnlig effekt ikke ubetydelig. Strømlignede interesser med regeringer verden over kan øge interessen for en stigende andel af elektroniske betalinger.

Selvom MasterCard for forbrugeren kan fremstå som et finansielt selskab, er det reelt et teknologiselskab, og selskabet har ikke nogen kreditrisiko over for slutbrugeren. MasterCard har således ikke direkte kontakt til slutbrugerne, men derimod med selskabets kunder, der er banker og andre kortudstedende institutioner.

MasterCards forretning er at finde i det store globale IT-netværk, selskabet driver. Der er meget få selskaber, der har sådanne netværk, hvilket skaber store indtrængningsbarrierer – en ny aktør kan ikke uden videre udvikle sådan et netværk uden store mængder af kapital og tid, og samtidig kræver det også tillid fra bankerne til at systemet fungerer. En sådan tillid kommer ikke, blot fordi nogle IT-udviklere har kreeret et stort netværk.

Blandt andet grundet disse barrierer er MasterCard i stand til at forrente sin inves-

terede kapital med **over 100 pct.** og har de sidste mange år således skabt, hvad der kaldes overnormal profit. I økonomisk teori vil overnormal profit tiltrække nye spillere til markedet, og derved vil denne profit udviskes over tid – men når der findes barrierer, som de nævnte, er det ikke lige til, og dermed forventer vi, at MasterCard kan fortsætte med at skabe overnormal profit i mange år fremadrettet. Dette er grunden til, at BLS Capital søger selskaber i industrier med indtrængningsbarrierer – i sidste ende bør en overnormal profit komme aktionærerne til gode.

Ikke overraskende er der således også i 2014 plads til at begunstige aktionærerne med udbytter og aktietilbagekøb, som år til dato 2014 har udgjort 3,6 milliarder dollars, eller omkring 21 milliarder danske kroner, svarende til 3,6 pct. af selskabets markedsværdi.

MasterCard lever på alle områder op til udvælgelseskriterierne i BLS Capital. Det er et kvalitetsselskab med en unik forretningsmodel, en meget stærk ledelsesstruktur og enestående kapitalforhold. Samtidig har det været muligt at investere i selskabet på fornuftige niveauer, hvorfor MasterCard helt berettiget er den største enkeltinvestering i de globale BLS porteføljer.

FORNEDEN SES EN OPLYSENDE VIDEO OM MASTERCARD



<http://newsroom.MasterCard.com/videos/MasterCard-numbers/>

Send gerne perspektivet videre til venner og bekendte, der kunne have glæde af det. Blandt tilmeldinger til mailservice på vores [hjemmeside-link](#) fra nu og til 15. december, trækker vi lod om fem eksemplarer af årets bog om investering – stjerneforfatteren Michael Lewis' værk, Flash Boys, om farerne ved elektronisk aktiehandel.

Har du spørgsmål eller kommentarer til nyhedsbrevet,
er du velkommen til at kontakte
BLS Capital på info@blscapital.dk eller 4558 4020.

BLS Capital er en åben og tilgængelig kapitalforvalter, som deler sin viden med sine medinvestorer. Det gør vi via vores hjemmeside, månedlige Perspektiver, halv- og helårsrapporter, generalforsamling og arrangementer. Vores information er målrettet både private og professionelle investorer. BLS Capital vurderer, at løbende information fremmer mulighederne for medinvestorer for over tid at opnå et vellykket, langsigtet investeringsforløb.

Dette perspektiv er udarbejdet af BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S på baggrund af offentlige oplysninger og egne beregninger. BLS Capital forbeholder sig alle rettigheder til at ændre holdning. Det er ikke en opfordring til at købe eller sælge nogle former for værdipapirer. Husk, at historiske afkast ikke er nogen indikation på fremtidige afkast, og at skøn om fremtidig udvikling kan vise sig at være forkerte.



BLS
CAPITAL