

PERSPEKTIV #3 BLS CAPITAL

JUNI 2015

BLS
CAPITAL



BLS CAPITAL HAR REBET SEJLENE DE SENESTE ÅR

I dette Perspektiv gennemgår vi, hvordan vi i
BLS Capital har rebet sejlene i en tid,
hvor mange investorer frygter aktiekursfald.

At rebe sejlene er en forsigtighedsforanstaltning blandt
sejlere, som ved, at der kan komme kuling eller storm.
De er villige til at afgive fart, men de sejler fortsat fremad.
Måske kommer stormen ikke.

Senere kan det vise sig, at sejlene kunne have været sat til en højere fart, men det betyder ikke, at det var en overflødig foranstaltning at være forsigtig. Den dygtige og rutinerede sejler ved, at man i længden klarer sig bedst ved at passe på sit udstyr og ikke havarere.

Hvor bringer det os hen? Aviserne og de finansielle medier er fulde af beretninger om, at renterne er historisk lave, og aktierne er højt prisfastsat. Aktører frygter derfor, at både aktier og obligationer kommer til at falde i kurs i de kommende år med formuetab til følge.

”You can’t predict, you can prepare”

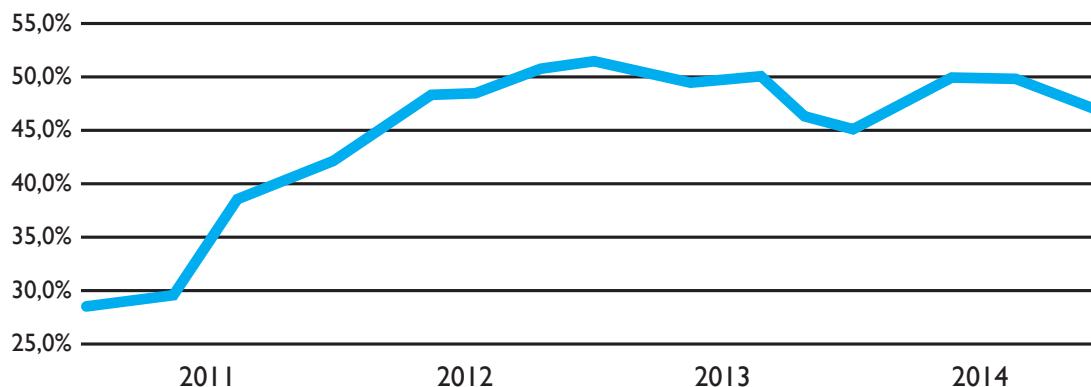
BLS Capital er opmærksomme på, at prisfastsættelsen af selskaber generelt er blevet højere, men vi ser vores investeringer i et endog meget langsigtet perspektiv, og opfordrer vores medinvestorer til at gøre det samme. En amerikansk topinvestor og dygtig analytiker, Howard Marks, sammenfatter problemstillingen i denne enkle læresætning ”You can’t predict, you can prepare” (Du kan ikke forudsige, men du kan forberede dig).

PORTEFØLJER AF KVALITETSELISKABER

Så hvordan forbereder vi os? Ved at fastholde vores investeringsfilosofi til hver en tid. Filosofien med fokus på kvalitetsselskaber har over tid vist sig at være holdbar, især i perioder med faldende aktiekurser og måske lavere økonomisk vækst. Det er i de perioder, de absolut bedste kvalitetsselskaber formår at fastholde en god omsætning og indtjening, eventuelt købe andre selskaber til udsalgspriser og i øvrigt nedkæmpe konkurrenterne. Efter stormen er de blevet stærkere.

Ud over at fastholde vores langsigtede investeringsfilosofi, har vi i de seneste år konkret øget kvaliteten i vores porteføljer. Et af de vigtige finansielle nøgletal for BLS Capital er afkast på den investerede kapital (RoIC), der er et mål for, hvor stor en driftsindtjening efter skat et selskab skaber årligt i forhold til, hvor meget, der er investeret i selskabets drift.

AFKAST PÅ DEN INVESTEREDE KAPITAL



RoIC for BLS Invest Globale Aktier KL. Kilde: Årsregnskaber og BLS Capital's beregninger.

Grafen på side 4 viser udviklingen i afkast på den investeret kapital (RoIC) for de underliggende selskaber i afdeling BLS Invest Globale Aktier KL. Som det kan ses, er det vægtede gennemsnit for det essentielle nøgletal steget fra 30 pct. til 50 pct. de seneste år. Til sammenligning har verdensindekset, MSCI AC World, en gennemsnitlig RoIC på omtrent 10 pct.

RoIC er et af de mest centrale pejlemærker for BLS Capital, for hvorvidt et selskab skaber værdi for os, aktionærerne. På den baggrund ser vi på fremtiden med fortrøstning.

FUNDAMENTAL RISIKO

Både fremtid og risiko udmærker sig netop ved at være uforudsigelige, og de virkelige risici er oftest dem, man hverken kan måle, veje eller beskrive i de matematiske modeller. Ofte vil overdreven anvendelse af forsimplede analyser lede investorer direkte i problemer.

Den faktiske, vigtigste risiko for investor er, at der sker varige tab. Negative udsving i kurser og værdifastsættelser kan være ubehagelige. Men har man en tilstrækkelig lang tidshorisont og en portefølje af kvalitetsselskaber, viser erfaring, at man kommer over på den anden side. Tab, som derimod er irreversible, er problematiske. I sagens natur kan man ikke komme igen med en investering, som definitivt er gået i nul. Denne situation kan for eksempel opstå ved, at investors aktieinvesteringer pumpes op to, tre eller fire gange med gældsfinansiering, eller ved at investere for meget i selskaber, hvis aktiekapital forsvinder i forbindelse med en betalingsstandsning.

Hos BLS Capital anser vi os selv som langsigtede medejere af kvalitetsselskaber, som er velkonsoliderede. Vores selskaber er gode til at skabe høje og voksende frie pengestrømme. Ydermere ledes vores selskaber af direktorer i topklasse med stærke historiske resultater og disse er økonomisk motiverede til at arbejde for aktionærerne.

Vores selskaber har generelt ingen eller en meget behersket gæld, og når vi investerer i selskaber med gæld fokuserer vi på selskaber, der genererer solide og stabile pengestrømme til at servicere gælden. Vores globale portefølje har aktuelt en nettorentebærende gæld i forhold til resultatet af den primære drift på -0,3 hvilket betyder, at

porteføljen samlet set har nettokontanter svarende til 4 mdrs. indtjening fra driften. Den danske portefølje har en smule gæld svarende til 1/3 af et års driftsindtjening. Sagt med andre ord kan de danske porteføljeselskaber i gennemsnit tilbagebetale gælden med 4 mdrs. driftsindtjening.

Vores opgave som forvaltere er at bevare formuen og levere attraktive langsigtede afkast. Vi skal derfor styre uden om permanente kapitaltab i selskaber, som eksempelvis går konkurs. Risikoen for dette er meget lille i vores kvalitetsselskaber jf. ovenstående. Vi ser også en værdi i at gå uden om modeluner i markedet, og betaler i perioder for det med et lavere afkast mod et stærkere fundament for fremtidig værditilvækst.

En anden meget væsentlig risiko for investor, som heller ikke beskrives godt af modeller, er, at man på langt sigt ikke får nok ud af sine investeringer, fordi man i lange perioder er for forsigtig. På langt sigt er det vigtigste mål for investor at opnå et godt investeringsresultat, og man bør derfor være villig til at acceptere væsentlige udsving undervejs uden at ryste på hånden. Risiko er altså ikke noget, man per definition skal undgå eller begrænse. Men kunsten som investor er at vide, hvilke former for risiko man ønsker at påtage sig.

OMHYGGELIGE SCENARIEANALYSER

Et centralt redskab for BLS er at gennemføre omhyggelige scenarieanalyser for hvert enkelt selskab og for porteføljerne som helhed. Det er udmærket at kvantificere scenarier med tal, men det vigtigste er at gennemføre en kvalitativ analyse samt at lære af historien uden en forventning om, at historien gentager sig. Historiske begivenheder opfattes i dag som noget, der er sket med sikkerhed, men disse var også genstand for fundamental usikkerhed før de fandt sted. Den verden vi lever i, er blandt andet skabt af tilfældigheder.

For os som investorer giver det anledning til i særlig grad at skelne mellem det, vi bevidst ikke ved, og det ubekendte vi ikke ved. Ordene kan lyde kryptiske, første gang man læser dem, men når først man har taget dem til sig, er de særdeles nyttige at huske, også i andre af livets forhold.

Det man bevidst ikke ved, kan være økonomiske udviklinger, der er relevante for investeringerne. Vi ved, at vi ikke kan forudsige olieprisen om et år, men vi ved også, at der hver dag vil blive fastlagt en pris, som på den lave side er et stykke højere end nul, og på den høje side formentlig holder sig inden for nogle overskuelige niveauer. Det er én blandt mange usikkerheder, som vi kan forholde os til. Det vi bevidst ikke ved.

FLODBØLGER I MARKEDERNE

Det ubekendte, vi ikke ved, er ikke i fokus, da det ofte ligger væsentligt uden for vores forestillingsevne, og i hvert fald sjældent er det, vi arbejder med til dagligt. Men man kan godt have det virkeligt uventede med i sine overvejelser, når man som investor har risikoen for øje, uden at man helt ved, hvor man skal kigge hen for at finde farerne. Noget kommer til at ske, som bliver en virkelig "game changer".

Et nyligt eksempel er den japanske tsunami i 2010, som oversvømmede et atomkraftværk i Fukushima, der ikke var tilstrækkeligt sikret mod flodbølger, hvorefter japanerne stod med en atomkatastrofe i hænderne. De tragiske begivenheder 11. september 2001 var heller ikke noget, som investorer havde forudset men har blandt andet ændret global sikkerhedspolitik i årtier frem.

Finanssammenbruddet i 2008 havde en række kendte elementer i sig, men det samlede resultat af noget, der startede i det små, som nødlidende amerikanske boliglån, var et så spektakulært sammenbrud, at det også lignede en uforudsigelig naturkatastrofe i markederne.

KONCENTRERET STRATEGI

Vores fokuserede tilgang er et godt redskab til at håndtere uforudsigelig, fundamental risiko i en verden i hastig forandring.

Et centralt element i vores investeringsfilosofi er, at vi hellere vil have dyb indsigt i et begrænset antal selskaber end en begrænset viden om mange selskaber. Målsætningen er at have 10-15 selskaber i den danske portefølje, hvor der er et begrænset antal selskaber, som opfylder vores krav. I den globale portefølje er målet at eje mellem 25

og 30 selskaber. I skrivende stund er der 13 selskaber i vores danske aktieportefølje og 27 i vores globale portefølje. Vi anerkender værdien af at mindske risiko ved at anvende diversifikation i en portefølje, men vi ønsker ikke at sprede os over så mange selskaber, at vi reelt udvander muligheder for at skabe attraktive afkast gennem omhyggelig selskabsudvælgelse.

Vores koncentrerede tilgang forventes at øge antallet af positive overraskelser i forhold til negative.

Vi er bevidste om, at vi ikke finder kvalitetsselskaber i alle brancher, men der findes nogle brancher, hvor der kan være mange gode investeringskandidater. Derfor kan vi godt investere i flere beslægtede selskaber - for eksempel er vi i den globale portefølje medejere af American Express, MasterCard og Visa, hvor de to sidstnævnte er verdens mest udbredte betalingsformidlere og driver globale it-netværk. I praksis er det et duopol med høje indtrængningsbarrierer.

STABILE MARKEDER, USIKRE INVESTERINGER

Når markederne i en lang periode har været fremgangsrige for investorerne og samtidig på overfladen har været stabile, sker det, at især investorer med kort hukommelse og erfaring begynder at tage for store risici i udvælgelsen af enkelt-selskaber. Det er givetvis forekommet de seneste år.

De finansielle markeder fungerer bedst, når investorer opfatter risiko som noget, man skal være varsom med at påtage sig i stedet for, at det for nogen virker som den direkte og sikre vej til høje afkast. En korrektion plejer at bringe markedsdeltagerne i retningen af en mere realistisk opfattelse af risiko.

Kvalitetsselskaber har ikke været de mest ombejlede i de seneste års spekulative markeder, men de udmærker sig som nævnt ved, at man på den lange bane kan håbe og forvente, at de leverer flere positive overraskelser end negative. De har styrken til at tilpasse sig de konstante ændringer i deres markedsbetingelser, og de er uafhængige af kortsigtede luner i de finansielle markeder. Ligesom dygtige investorer, forudsiger de

ikke fremtiden, men de forbereder sig. De scenarier, vi dermed kan arbejde med, gør os komfortable som investorer i en uforudsigelig verden.

Tiden er vores ven. På langt sigt er det værdiskabelsen i de enkelte, udvalgte selskaber, som skaber det gode resultat for investorerne, og vi må derfor leve med større eller mindre udsving undervejs. Vi går fremtiden i møde med fortrøstning og glæder os over det fremragende arbejde, som hver dag leveres i vores 13 danske og 27 globale selskaber. Til gavn for os som investorer.

Med ønske om en god sommer!

BLS Capital er en åben og tilgængelig kapitalforvalter, som deler sin viden med sine medinvestorer. Det gør vi via vores hjemmeside, 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.

Send gerne perspektivet videre til venner og bekendte,
der kunne have glæde af det. Tilmelding til mailservice her

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



BLS
CAPITAL