

PERSPEKTIV #6 BLS CAPITAL

JANUAR 2018

BLS
CAPITAL



RISIKO

- ER MAN TIL LODSEDLER ELLER EN GOD GAMMELDAGS BANKBOG?

Som medinvestor i BLS Invest behøver man ikke skele nervøst til de til tider ganske volatile aktiemarkeder. Vi tager risiko-begrebet alvorligt, og investerer derfor kun i gennemprøvede, forudsigelige og meget stabile forretningsmodeller.

Som følge deraf kan vores aktieporteføljer karakteriseres som en god, gammeldags bankbog, hvor der tikker likvider ind i et jævnt stigende og langsigtet stabilt tempo. Det er vores måde at vise medinvestorerne respekt for deres penge – og for de risici man finder i markedet.

Som ansvarlige for de af jeres midler, som er placeret i aktieafdelinger i BLS Invest, tænker vi med jævne mellemrum over, hvordan eventuel markedsnervøsitet bliver opfattet hos vores medinvestorer.

Der kan være mange måder at tolke og vurdere aktiemarkedet på. Vi ønsker ikke at diktere, hvordan det skal gøres, men det er vigtigt for os, som forvaltere, at I som investorer er trygge ved varetagelsen af de midler, som I har valgt at betro os.

Vi tilstræber, at I reelt kan være trygge ved den måde som vi beskytter og forvalter jeres

kapital på. Den altafgørende ledetråd, i alt hvad vi foretager os som forvaltere, er, at vi aldrig tager unødige risici med vores medinvestorers kapital. Og da risiko naturligvis er et forskelligt begreb, alt efter hvem man spørger, er dette skriv en god anledning for os til at forklare, hvordan vi anskuer risiko-begrebet.

Og forhåbentlig vil det være sådan, at når du har læst dette Perspektiv, så er du tryk omkring dine midler placeret i BLS Invest. De er investeret blandt de selskaber i verden, hvor forudsigeligheden, stabiliteten og robustheden, efter vores vurdering, er helt i top, og som vi vurderer giver den bedste mulighed for attraktive langsigtede, risikojusterede, afkast.

ABSOLUTTE AFKAST – FOR ENHVER PRIS

Det vigtigste først: for os er risiko ikke et relativt begreb. Sagt på en anden måde, så ville det ikke være tilfredsstillende med et tab på eksempelvis 20 pct. i en af vores afdelinger – heller ikke hvis vi kunne se, at det generelle aktiemarked var faldet endnu mere, eksempelvis 25 pct.

Den filosofi har vi af den simple årsag, at vi ikke kan bede vores medinvestorer om at betro os nogle af deres investérbare midler ud fra en præmis om, at hvis andre investeringsforeninger blot lider større tab, så kan vi være tilfredse. Sådan mener vi ikke, at man bør anskue investeringer.

Vi skal over tid levere absolutte afkast – også når aktiemarkederne over en bred kam tager vand ind. Et godt eksempel på et selskab, der repræsenterer den kriseresistens, som vi godt kan lide, er den finske elevatorproducent Kone. Det er et selskab, som vi har haft i vores portefølje siden opstarten af globale aktier. Da industrier verden over blev hårdt ramt på både omsætning og indtjening i forbindelse med finanskrisen, viste Kone en helt enestående robusthed og kontinuitet. I 2009 kunne den finske virksomhed således notere sig vækst i både omsætningen og indtjeningen takket være en serviceforretning, der sikrede stabile indtægter ud fra devisen om, at uanset om der er finanskriser eller ej, så skal elevatorer verden over serviceres og sikkerhedstjekkes.

Og på toppen af det var selskabet stærkt positioneret i Kina, hvor markedet fortsat var i vækst. Den tilstedeværelse holdt ligeledes en hånd under de andre markeder, hvor ordreindgangen var presset.

Vi kan også pege på Louis Vuitton, som ligeledes er et selskab i vores globale portefølje, der under finanskrisen kunne fastholde en indtjeningsvækst. Her var faktorerne nogle andre end hos Kone. Louis Vuitton kunne se kunderne fortsætte med at købe deres produkter, som tasker og punge, fordi selskabets produkter primært appellerer til en målgruppe, der er så velhavende, at der bliver brugt penge uanset om det er finanskrisen eller ej. Eller sagt på en anden måde, så er selskabet lykkedes med at opbygge et brand, der er så luksuriøst, at det sejler solidt gennem selv den største finanskrisen i et århundrede. Det er imponerende, og vi er glade for at være medejere af så stærk og robust en virksomhed.

***”Nowadays people know the price of everything
and the value of nothing”***

Oscar Wilde

Derfor sker hele vores aktieudvælgelse ud fra en risiko-vurdering af, om vores selskaber fortsat kan vokse, både top- og bundlinjen, samt levere positive pengestrømme, også når verdensøkonomien har det svært og aktiemarkederne lider herunder.

Det er her, mener vi, at de stærke selskaber viser deres potentiale og robusthed. Vi bliver kun medejere i selskaber, der har de karakteristika, som gør, at de netop i krisetider vil være i stand til at øge afstanden til deres konkurrenter, fordi de er bygget op omkring robuste forretningsmodeller styret af erfarne og stærke ledelser, der tænker langsigtet, når konkurrenterne tyr til kortsigtede værktøjer. Dette kan de blandt andet gøre, fordi selskaberne i vores porteføljer er kendetegnet ved at have ingen eller kun ganske beskeden gæld. Netto har de ingen gæld, hvilket skal holdes op mod at gælden, efter fraregning af kontanter, udgør mere end to gange driftsresultatet før afskrivninger for selskaberne i verdensindekset MSCI AC World.

De stærke balancer giver fleksibilitet til at være offensive, når konkurrenterne lider under svære markedsvilkår, så virksomhederne kan positionere sig til at stå stærkere på den lange bane. Stærke balancer giver frihed og handlekraft, som er at foretrække fremfor at skulle være afhængig af en kreditlinje i en bank. Det er særligt problematisk, når selv selskaber med solide balancer og historisk fin indtjening ikke kan opnå de nødvendige kredittilsagn, fordi banken er kommet i problemer. Det er derfor, vi lægger stor vægt på, at vores selskaber er særdeles konservative i finansieringen af balancen.

Vi kigger meget på det nøgletal, der hedder "free cashflow yield", der også kan omtales som en pengestrømsrente. Det er et udtryk for, hvor meget selskabets årlige, frie pengestrømme udgør af markedsværdien på selskabet. De frie pengestrømme er centrale for os, da det er et udtryk for selskabets mulige aktionærudlodninger gennem enten aktietilbagekøb eller udbytter efter investeringer i udvidelser af forretningen.

Mens den regnskabsmæssige indtjening er påvirket af en lang række ledelsesmæssige skøn, er pengestrømmene ikke i samme omfang mulige at påvirke, og derfor anser vi dette, som en virksomheds reelle indtjening.

De første snart ti år i BLS-regi har vist, at filosofien er langtidsholdbar, fordi vores selskaber kontinuerligt leverer positive pengestrømme til vores investorer, også når det stormer. Pengestrømmene er for os den vigtigste rettesnor, fordi vi tror på, at de over tid vil blive afspejlet i aktiekursen, også selvom der kan være bump på vejen, hvor investorerne ikke priser disse ind i aktiekurserne.

Vi ved godt, at vi i 2008, det år hvor dønningerne efter finanskrisen var størst, måtte registrere en mindre tilbagegang i den frie pengestrømsgenerering i vores porteføljer. Vigtigst af alt var det kun midlertidige fald, som hurtigt rettede sig igen, da aktiemarkedsdeltagerne godt kunne se, at der ikke var tale om selskaber, der på permanent vis måtte erkende et værditab.

Det eneste der dykkede var prisen på aktivet, altså aktiekursen, men selskabernes fundamentale værdier bestod. Sådan tror vi også, det vil være fremover, skulle der komme et større dyk i markedet.

I forbindelse med finanskrisen kom de stærke balancer, som vores selskaber opererer på ryggen af, til sin ret. Her var de ikke, som en lang række andre virksomheder, tvunget til at gennemføre kapitaludvidelser, hvis man ser bort fra DSV, som var i markedet for at hente et forholdsvist beskedent beløb hos aktionærene.

Det generelle problem med kapitaludvidelser er, at når de nye aktier udstedes på en lav kurs, bliver de eksisterende aktionærer udvandet. Man kommer til at eje en mindre del af selskabet, uden at selskabet er blevet en krone mere værd. Det er åbenlyst en uheldig situation, som vi hverken dengang eller i dag ønsker at sætte vores medinvestorer i.

STOR FORSKEL PÅ PRIS OG VÆRDI

Vi vil godt holde fast i netop det aspekt af risikobegrebet, at man altid skal skelne mellem prisen på et aktiv – og værdien af et aktiv. Hvilket er en misforståelse, der hænger mange steder i det finansielle miljø.

Diskussionen er af Warren Buffett formuleret i den berømte sætning:

”Price is what you pay – value is what you get”.

I tilfældet med børsnoterede aktier er prisen lig med den aktuelle aktiekurs, som jo kan svinge ganske meget, og som man som aktieejers aldrig er herre over. Man er til gengæld herre over, hvordan man analyserer og vurderer værdien af et aktiv, og det er her, at vi bruger alle vores kræfter på at forstå til bunds, hvad værdien er af de selskaber, som vi investerer i.

Et nyligt eksempel, som illustrerer den store forskel, var årsregnskabet fra Coloplast i starten af november, hvor ledelsen samtidig meldte ud, at den så nogle attraktive vækstmuligheder i markedet, blandt andet som følge af, at en engelsk konkurrent var ganske presset. Derfor meldte ledelsen med Lars Rasmussen i spidsen ud, at man ville fravige det oprindelige princip om kontinuerligt at forbedre overskudsgraden med 0,5-1 procentpoint årligt, men øge den totale værdiskabelse.

Her fokuserede ledelsen i medicoselskabet på at gøre kagen større, altså absolut værdiskabelse i form af løftet omsætning og deraf medfølgende større driftsresultat og et løft af de frie pengestrømme. Dette var den filosofi, som man i den givne situation styrede efter, fremfor at være underlagt nogle stramme begrænsninger omkring med hvilken fart, man ønskede at forbedre sine indtjeningsmarginer. Vi har ingen som helst tvivl om, at selskabets kompetente ledelse fortsat vil arbejde hårdt for, at marginerne skal løftes, men vi er særdeles tilfredse med, at man for en stund parkerer denne ambition, for at forfølge en helt unik mulighed for at vi alle sammen får ejerskab af en endnu større virksomhed.

Men markedet så anderledes på initiativet fra Lars Rasmussen og co., så aktien faldt 13 pct. på dagen. For os var det et helt uforståeligt dyk i prisen, som vi benyttede os af dagen efter til at øge beholdningen af Coloplast-aktier.



Det er vigtigt at være godt polstret og holde øje med eventuelle risici. På den måde kan vi overleve - også hvis kapitalmarkederne fryser til.

I vores optik er det banale spørgsmål:

Hvorfor skulle værdien af Coloplasts solide, stabile og forudsigelige pengestrømme blive 13 pct. mindre værd blot fordi selskabet forfølger nogle muligheder i markedet, der potentielt kan øge pengestrømmene i årene fremover?

I et risiko-perspektiv sælger investorerne ud af Coloplast-aktierne, fordi de her og nu kan se, at der bremses marginalt op i forhold til de tidligere lovede margin-forbedringer. Det kan naturligvis koste en smule på indtjeningsvæksten i de kommende år. Men samtidig melder ledelsen ud, vel og mærke en ledelse der har leveret fantastisk værdiskabelse og kursstigninger for selskabets aktionærer de seneste mere end ti år, at den iværksætter initiativer, som skal forbedre den totale værdiskabelse mærkbart fremover. Udfaldet af disse initiativer kender vi først om nogle år, men her mener en række investorer åbenbart, at den risiko er for stor at løbe, så de sælger ud af deres beholdninger af Coloplast-aktier.

Vi forholder os bestemt også til risikoen i selskabet, men vurderer netop, at det er endog meget sandsynligt, at ledelsen kan realisere den vækst, som den investerer i, og derfor køber vi naturligvis flere aktier. Særligt når de pludselig kan købes 13 pct. billigere end dagene før.

Det er derfor, at nogle med rette og et glimt i øjet bruger den formulering, at aktiemarkedet er verdens bedste udsalg, med nogle helt fantastiske priser, men der er sjældent mange kunder, der deltager i dette udsalg. Vi er faste deltagere, hvis vi mener, at prissætningen er attraktiv på nogle af de varer (aktier red.), som vi interesserer os for.

Omvendt tøver vi ikke med at sælge ud af vores aktier, hvis vi mener, at de ikke frembyder et attraktivt absolut afkastpotentiale i forhold til de underliggende værdier. Det har man blandt andet set, når vi har reduceret vores ejerandele, eller helt solgt ud, i selskaber som Chr. Hansen og Berkshire Hathaway. Det er hver især selskaber med stærke forretningsmodeller og kompetente ledelser, som vi beundrer dybt, men hvis prisen ikke er attraktiv, så kan selv de bedste kvalitetsselskaber købes for dyrt.

BLS-AFDELINGERNE ER REELT SET EN BANKBOG

En god måde at vurdere robustheden i vores porteføljer er at se på virksomhedernes alder. Nogle vil hævde, at det er en gammeldags metode at tage i brug. I vores optik fortæller det dog en tydelig og klar historie, at vores selskaber i gennemsnit har levet i mere end hundrede år, at de ikke har nogen bankgæld, og at de år efter år genererer positive og stigende pengestrømme.

Sagt på en anden måde har selskaberne vist en markant robusthed og overlevelsessevne, de er finansielt velpolstrede og uafhængige af bankerne, ligesom de underliggende pengestrømme er så stærke, at udbytteprocenterne er både pæne, robuste og forudsigeligt stigende.

For os er de elementer tilsammen hovedingredienserne i den bankbog, som vi dybest set altid har ønsket at skabe, hvor vores medinvestorer gennem afdelingerne i BLS Invest år efter år, kan glæde sig over, at deres bankbøger, eller aktieporteføljer, får direkte stigende betalinger fra selskaberne i form af udbytter. Med andre ord er der helt bogstaveligt likvider, der tikker ind på kontoen.

I et risikoperspektiv er de frie pengestrømme for os enormt vigtige, fordi de er fundamentet under de stigende udbytteprocenter, som netop sikrer vores investorer, at deres bankbøger vokser, også selvom aktiemarkedet måtte være under pres. Altså kan de forskellige afdelinger i BLS godt svinge i pris, fordi det er aktiemarkedet, der dag-

til-dag prissætter selskaberne på børsen, men investorerne ved altid, at der hvert eneste år tikker penge ind på bogen, når selskabernes underliggende pengestrømme kontinuerligt øges. Og når det sker, har selskaberne en endnu stærkere base at betale udbytter ud fra, som i sidste ende betyder, at det gavner vores medinvestorers bankbøger.

Hvis man udelukkende kigger på den rå kursudvikling, altså aktiemarkedets prissætning af selskaberne, så misser man dels de udbytter, som er en væsentlig del af vores portefølje, men man misser også hele risikobegrebet, som for os er hele fundamentet bag vores investeringstilgang.

Det er derfor, at man i vores optik skal se på det risikojusterede afkast, fordi man her tager hensyn til, hvilken risiko man har været villig til at løbe i bestræbelserne på at opnå et givent afkast.



Unødig risiko kan måske føre til noget sjovt, måske noget ubehageligt – men kan hurtigt føre retur til start.

VI ER VILLIGE TIL AT ÆRGRE OS OVER EN "MISSED OPPURTUNITY"

Derfor ligger vi heller ikke søvnløse over, at der kan være enkelte kvartaler, eller sågar hele eller flere år, hvor kursstigningerne i vores afdelinger er mindre end man ser i de brede aktieindeks både i Danmark og på de globale markeder.

Hvis man skal bruge et billede på hele debatten, kan man tage en af danskernes yndlingsbeskæftigelser gennem efterhånden en del år, nemlig at spille Lotto. Det har vi ikke noget negativt at sige om, men i et investeringsmæssigt perspektiv er der en interessant kobling. For man kunne jo godt tage det standpunkt, at man som investor skal spille Lotto, fordi man kigger med beundring på de privatpersoner, der for en indsats på 50 kroner vinder 5, 10 eller måske 20 millioner kroner. Det er jo isoleret set ganske fantastisk for dem, der vinder, men man er nødsaget til at se på helheden.

Og her viser de hårde fakta, at når danskere spiller Lotto for 100 kroner, kommer de 45 kroner retur til danskerne i form af gevinster, mens de 55 kroner ryger i kassen hos Danske Spil. Når man ved det, så skal man naturligvis ikke, hvis man er investor, spille lotto, fordi oddsene er ganske dårlige fra starten af.

Lotto-analogien er en reminder om, at en væsentlig del af risikodiskussionen også er, om man er villig til at gå glip af en gevinst, som andre i en periode lukrerer godt på. Og vi takker pænt nej til rigtig mange muligheder i markedet – også muligheder som det efterfølgende kan vise sig, at vi kunne have tjent penge på.

Et eksempel herpå kan være Facebook, som blev noteret til kurs 27 og som i dag ligger i kurs 170. Det er indiskutabelt en fantastisk kursudvikling, men da selskabet gik på børsen og vi skulle vurdere, om det var en virksomhed, der havde de karakteristika, som vi værdsætter, så var beslutningen ikke svær. Vi skulle ikke købe aktier i det sociale medie.

Vi kunne dengang ikke gennemskue, om Facebook også om 3, 5 eller 10 år ville være et medie, som milliarder af brugere dagligt ville bruge tid på, og som samtidig formåede kommercielt at slå igennem ved kontinuerligt at suge annoncekroner væk fra de traditionelle printmedier og over på de digitale platforme. Den transformation er fortsat stærk, og i dag rykker 3-4 pct. af det traditionelle tv- og print reklamemarked årligt over på digitale platforme, hvor Google og Facebook er de helt, helt store vindere. Allerede i dag har digital markedsføring erobret omkring 35 pct. af markedet.

Men hverken dengang eller i dag er vi sikre på, at Facebook på den lange bane vil være en stabil vækstforretning, der kontinuerligt kan forbedre sine marginer. Derfor har vi ikke Facebook-aktien i vores portefølje.

Det er vel dybest set her, at vi mener, at vi for alvor skiller os ud fra mange af vores konkurrenter.

Vi holder fast i vores filosofi om kun at investere i forretningsmodeller og virksomheder, som vi forstår og kan gennemskue til bunds. Når man gør det på den måde, så er der i sagens natur også mange selskaber, som vi ikke beskæftiger os med. Der er mere end 25.000 børsnoterede selskaber i verden, og vi fokuserer på i omegnen af 200 selskaber, som er så robuste og forudsigelige, at vi bruger al vores tid på at forstå, hvad de laver, hvilke markeder de opererer i, hvordan deres konkurrenter agerer samt hvilke fremadrettede udviklinger, der måtte influere på deres vækst og indtjening.

Når vi har truffet det valg, så siger vi også nej tak til eksempelvis biotek-selskaber, hvor vi simpelthen ikke kan regne risikoen ud. Vi kan også nævne selskaber som Netflix og Tesla, to virksomheder der fylder en del i medie billedet, og som på hver sin vis har fascinerende karakteristika.

Men ingen af de to virksomheder har nogensinde tjent penge. Det kan godt være, at de kommer til det, men vi kan ikke gennemskue, om det bliver tilfældet. I sommers hentede Tesla 1,8 milliarder amerikanske dollar i frisk likviditet efter en 7-årig obligationsudstedelse. Køberne af gælden fik en rente på 5,3 pct. Det er ikke en årlig rente, som vi mener er attraktiv, set i lyset af, at vi står med en virksomhed, der endnu ikke har vist over for nogen, at den kan blive profitabel og dermed i stand til at betale sine obligationsejere pengene tilbage.

I samme boldgade så vi også den argentinske stat sælge en såkaldt 100-års obligation til en stor skare af investorer tilbage i juni. Her var rentebetalingen i underkanten af 8 pct.

Det er for os et billede på, at investorer ser meget forskelligt på, hvad risiko er for en størrelse. Vi kunne aldrig nogensinde drømme om at låne penge ud til et land, der fem gange de seneste 100 år har meddelt sine investorer, at de penge, som man lånte, var man desværre ikke i stand til at betale tilbage på de aftalte betingelser.

Således accepterer vi hyppigt at gå glip af potentielt store gevinster, hvis ikke vi kan gennemskue, hvad risikoen er for, at tingene går skævt.

I BLS fortsætter vi med at fokusere på de reelle værdier i selskaberne, og de risici, der er forbundet hermed. Dem kan vi nemlig analysere, forstå og træffe investeringsmæssige beslutninger på baggrund af.

Slutteligt vil vi udtrykke glæde over, at de langsigtede risiko-justerede afkast i BLS Invest, efter alle omkostninger, ligger højere end sammenlignelige foreninger og de p.t. meget omtalte ETF'ere også selvom den historiske afkastudvikling ikke er nogen garanti for fremtidige afkast.

Rigtig godt nytår.

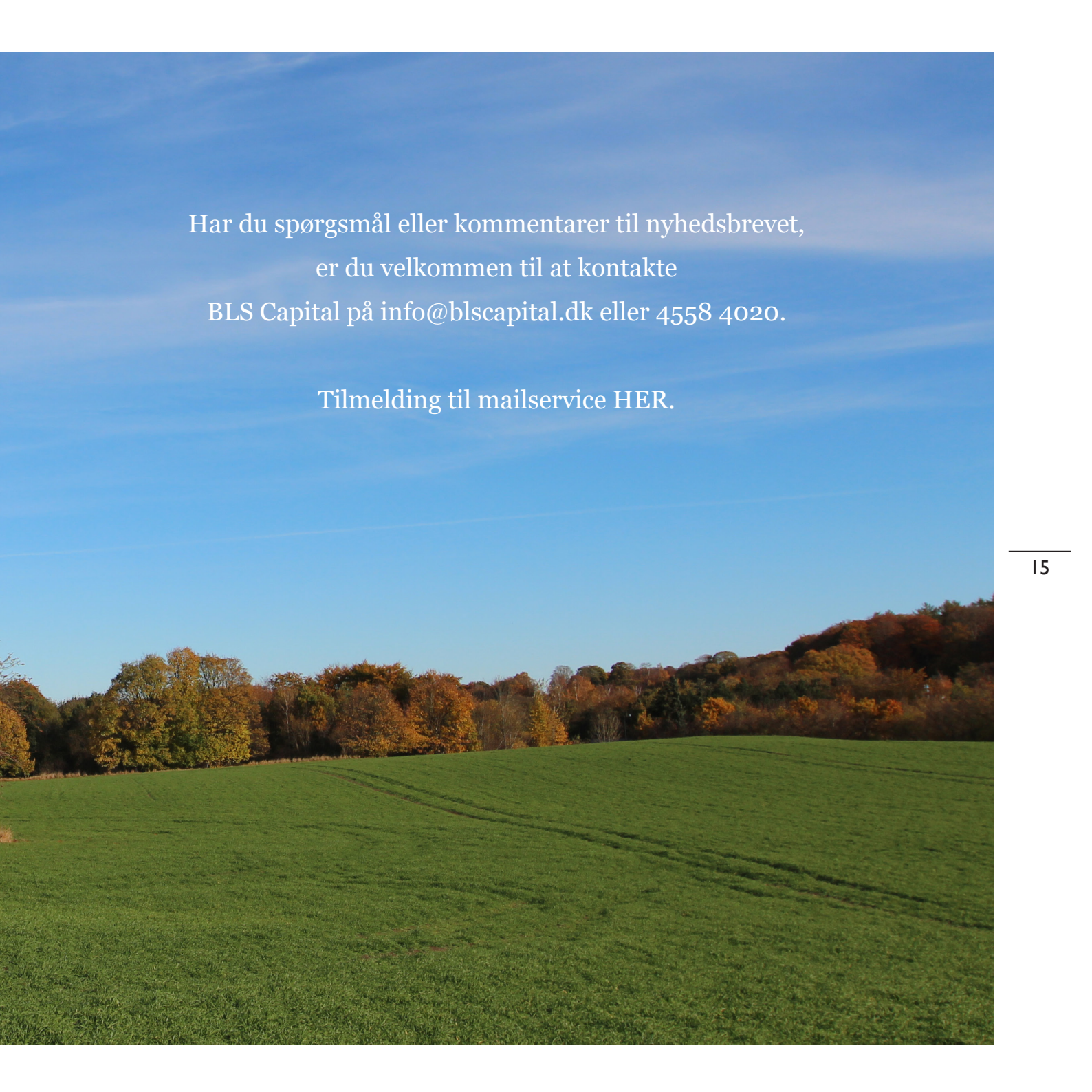
BLS Capital

ANSVARSRASKRIVELSE

Dette perspektiv er udarbejdet af BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S (BLS Capital). Perspektivet er alene udarbejdet som et generelt informationsmateriale, og er ikke en opfordring til at købe eller sælge nogle former for værdipapirer, eller andre finansielle instrumenter. Perspektivet er udarbejdet af BLS Capital på baggrund af offentlige tilgængelige informationer samt egne synspunkter og beregninger. BLS Capital tager ikke ansvar for at oplysningerne i perspektivet er fyldestgørende. Kommentarer, udtalelser og fremskrivninger foretaget af BLS Capital er baseret på vores synspunkter på tidspunktet for offentliggørelsen af perspektivet og kan til enhver tid ændres. BLS Capital tager ikke ansvar for nogle dispositioner foretaget på baggrund af perspektivet. Alle oplysninger om eller referencer til afkast er historiske, og kan ikke anvendes som en pålidelig indikation på fremtidige afkast. Alle skøn om fremtidige afkast er formodninger, som kan vise sig at være forkerte og dermed ikke realiseres. Investering i værdipapirer og andre finansielle instrumenter er forbundet med en væsentlig grad af risiko. Tab på investeringer kan opstå, og investorer kan tabe en del eller hele deres investering.

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





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

Tilmelding til mailservice HER.

BLS
CAPITAL