

PERSPEKTIV #8 BLS CAPITAL

OKTOBER 2018

BLS
CAPITAL



Ved udgangen af september fyldte BLS Invest Afd. Globale Aktier KL 10 år, og dermed er såvel Afd. Danske Aktier som den globale afdeling gået ind i sit 11. år.

Vi taler og skriver ofte om, at målsætningen i BLS Invest er at skabe attraktive, langsigtede afkast, og med 10 års historik mener vi, at horisonten nu er ved at nå et punkt, hvor den netop kan karakteriseres som langsigtet.

Nedenstående tabel viser afdelingernes afkast fra deres opstart henholdsvis d. 26. februar 2008 for Afd. Danske Aktier og 30. september 2008 for Afd. Globale Aktier KL. Disse afkast er efter alle omkostninger, og inklusive geninvesterede udbytter.

Vi er tilfredse med, at målsætningen om at skabe attraktive, langsigtede afkast, der efter alle omkostninger er højere end det mest sammenlignelige aktiemarked, er opnået. Samtidig er disse afkast bredt funderet på baggrund af udviklingen i selskabernes indtjening og de frie pengestrømme, og ikke baseret på enkelte højdespringere, hvor aktiemarkedets kortsigtede luner skaber store kursbevægelser.

	VÆRDI AF 100.000 KR. INVESTERET VED OPSTART	ÅRLIGT, GENNEMSNITLIG AFKAST I PCT.
BLS INVEST AFD. DANSKE AKTIER	331.325	12,0%
KAXCAP	251.350	9,1%
BLS INVEST AFD. GLOBALE AKTIER	372.699	14,1%
VERDENSMARKEDET*	256.637	9,9%

*Afkast er beregnet ud fra totalafkast inklusiv udbytter m.v. Der er korrigeret for aktiesplit. Perioden går fra 29. december 1995, hvor de nødvendige data er tilgængelige hos Bloomberg. Kun de selskaber, der har været børsnoteret i hele perioden, er på listen.

Jo længere sigt den enkelte akties afkast vurderes på baggrund af, des større en andel vil være drevet af virksomhedens reelle fremgang – og det er netop denne, som vi bruger tid og energi på at analysere. Som vi også skrev i vores seneste halvårsbrev, er prissætningen på vores porteføljer ikke højere, end den var for to eller tre år siden, og vi mener således, at ejerandele i disse kvalitetsselskaber fortsat kan erhverves til attraktive priser.

AT SPÅ, ELLER IKKE SPÅ, OM FREMTIDEN

Som Storm P ofte er citeret for, så er det svært at spå – særligt om fremtiden. I vores virke som aktive forvaltere er vi imidlertid nødt til at forholde os til fremtiden, uden dog at komme med nærmere forudsigelser. Visse langsigtede udviklinger er dog stærke pejlemærker for mange af vores vurderinger – herunder demografisk udvikling og langsigtet økonomisk vækst. Med andre ord er vi nødsaget til at forholde os til fremtiden, men vi vil ikke spå. Værdien af et selskab er jo at finde i dets fremtidige pengestrømme, der danner grundlaget for fundamentalværdien af de selskaber, som vi sammen er medejere af i BLS Invest.

Den grundlæggende filosofi, som vi definerede i opstarten af BLS Capital, og som danner fundamentet for alle vores investeringsbeslutninger, forbliver uændret. Vi ønsker således at være langsigtede medejere af selskaber af høj kvalitet, med en forståelig forretningsmodel, kompetent ledelse og konservative balancer. Med denne filosofi kan vi forholdsvis hurtigt fastlægge, hvorvidt et selskab vil være en potentiel investering. Der er derfor en række af såvel kvantitative som kvalitative variabler, selskaberne skal opfylde for i vores øjne at være investérbare. Og her er det helt centralt, at vi skal forstå virksomhedens forretningsmodel og langtidsholdbarheden heraf. Er denne for svær at forstå, frasiger vi os gerne at investere, for hvis ikke vi forstår forretningsmodellen, kan vi heller ikke gennemskue risikoprofilen.

Vi finder således også risiciene ved vores virksomhedsinvesteringer beherskede og gennemskuelige. Risici i aktieinvesteringer er for os ikke de løbende kursudsving, der kan aflæses i den daglige handel. Når vi vurderer risiko, er det risikoen for varige kapitaltab baseret på den forventede udvikling i de frie pengestrømme.

STABILITET – SELV I KRISETIDER

Et tilbageblik på den finansielle krise, der var på sit højeste kort efter opstarten af den første globale afdeling i BLS Invest, og hvordan vores virksomheder klarede sig her, giver en stærk indikation af, hvor solide de virksomheder og forretningsmodeller er, som vi sammen er medejere af.

Det er her interessant, at trods de markante kursudsving på selskaberne i begge vores porteføljer, var dette uden mærkbare fald i udviklingen i selskabernes indtjening og frie pengestrømme, der forholdt sig stabilt gennem perioden og faldt med mindre end fem procent fra 2007 til 2009 i begge vores porteføljer. Dette vidner i vores optik om selskabernes mærkbare kvalitet, og beskriver godt den stabilitet og forudsigelighed, der er i de nøje udvalgte forretningsmodeller, som vi har identificeret. Samtidig er vores selskaber uden betydelig gæld, og dermed står de stærkt stillet også i perioder med mere begrænset adgang til kapital og højere renteniveauer.

Læser du Børsen, er du muligvis tidligere i september stødt på en artikel omkring, hvilke ti danske selskaber, der over de seneste 20 år har skabt de højeste afkast. En liste der så ud som nedenstående:

HER ER DE DANSKE SUPERAKTIER

Her er aktier, som har givet det største totalafkast fra 1996 til nu*

SELSKABER	TOTALAFKAST I PCT	ANNUALISERET ÅRLIGT AFKAST I PCT.
DSV	23.072	27,1
AMBU	16.845	25,4
NOVO NORDISK	6.426	20,2
COLOPLAST	5.688	19,6
RINGKJØBING LANDBOBANK	4.673	18,6
WILLIAM DEMANT HOLDING	4.335	18,2
TOPDANMARK	4.318	18,2
DFDS	3.670	17,3
KØBENHAVNS LUFTHAVNE	3.216	16,7
D/S NORDEN	2.519	15,5
DANSKE AKTIER	1.204	11,9

*Afkast er beregnet ud fra totalafkast inklusiv udbytter m.v. Der er korrigeret for aktiesplit. Perioden går fra 29. december 1995, hvor de nødvendige data er tilgængelige hos Bloomberg. Kun de selskaber, der har været børsnoteret i hele perioden, er på listen.

Investeringer er som tidligere beskrevet en fremadskuende aktivitet, og ens investeringer bør således ikke baseres på tidligere tiders kursudvikling. Det er dog interessant at se på, om der er nogle fælles faktorer for disse topspringere – faktorer som for os indgår i vurderingen af investeringsmulighederne. Dette være sig vækst og stabilitet i omsætning, indtjeningsevne og frie pengestrømme, samt forrentningen af kapital, ledelseskvalitet og holdbarhed. Hertil kommer også incitamentsprogrammet for ledelsen, samt den ikke direkte målbare – men ikke desto mindre essentielle, virksomhedskultur. Blot nogle af mange interessante parametre, som vi vurderer i enhver potentiel investering.

De ti selskaber, som Børsen omtaler, kommer fra vidt forskellige industrier. Fra speditøren DSV, der arrangerer transport på vegne af sine kunder, til Coloplast, der producerer produkter inden for stomi og kontinens, til DFDS, der som DSV arrangerer fragt på vegne af kunder, og derudover driver en række passagerfærger. Interessant er det dog, at syv af disse (markeret med røde bokse ovenfor) enten er eller har været en solid del af BLS Invest Afd. Danske Aktier på gennemsnitligt 50 procent af porteføljen – og flere af dem ligeledes i BLS Invest Afd. Globale Aktier.

PÆN VÆKST PÅ TOPPEN – OG PÆNERE PÅ BUNDEN

Generelt for disse selskaber gælder det, at de i gennemsnit i den 20-årige periode har haft en pæn årlig omsætningsvækst på omkring syv procent over de seneste fem til ti år, og endnu højere set over de sidste 20 år med mere end 11 procents salgsvækst. Størstedelen af denne vækst er kommet fra vækst i den eksisterende forretning – såkaldt organisk vækst, mens en mindre del kommer fra selskabernes eventuelle opkøb af andre selskaber.

Vigtigere end vækst i omsætningen er dog, at det fører til vækst i indtjeningen og gerne til en mere optimal brug af virksomhedens ressourcer målt i såvel en højere indtjeningsværdi per 100 kroner i omsætning, samt en højere indtjening i forhold til den kapital, som virksomhedens ejere har tilført, egenkapitalen, samt eventuel gæld.

Det gælder da også for alle disse selskaber, at deres indtjening i slutningen af den 20-årige periode er højere i forhold til salget, end det var i starten af perioden. Dette har medført stigninger i indtjeningen per aktie på mere end otte procent i gennemsnit over de seneste ti år og mere end 13 procent over de seneste 20 år.

Målt på forrentningen af egenkapitalen er selskaberne ligeledes generelt blevet mere værdiskabende og har i ni ud af ti tilfælde enten fastholdt eller øget dette nøgletal. Blot en enkelt, William Demant, har oplevet et markant fald i niveauet, om end dette var fra et særdeles højt niveau i 1997. I gennemsnit har virksomhederne gennem de sidste 20 år haft en forrentning af egenkapitalen på omkring 28 procent. Dette endda med en generelt begrænset gæld, der har været i niveauet omkring et års driftsindtjening før af- og nedskrivninger.

Ovenstående betragtninger er alene baseret på de tal, der kan observeres i virksomhedernes aflagte årsregnskaber, og listen er som nævnt fra Børsen. Vi finder det dog ikke tilfældigt, at det er disse faktorer, der spiller ind i, hvilke børsnoterede danske virksomheder der har skabt de bedste aktionærværdier, over de sidste tyve år. Det er helt i tråd med en lang række af de kriterier, som vi søger at identificere i vores investeringer. Som nævnt har syv af de ti selskaber da også været med i vores porteføljer – og en række er det stadig. At det ikke er alle, skyldes en kombination af flere punkter – herunder det tidligere beskrevne behov for forståelse af, hvordan forretningsmodellen skal skabe kontinuerlig værdi, og ligeledes et element af prissætningen på virksomhedernes handlede ejerandele, aktierne. Et forhold der også gør sig gældende er ganske simple det, at nogle selskaber i perioden er blevet afnoteret fra fondsbørsen.

VARIABLE DER IKKE ALTID STÅR SORT PÅ HVIDT

Hvad der ikke nødvendigvis står sort på hvidt i regnskaberne, men som dog alligevel er et fælles træk for alle disse selskaber er, at de i gennemsnit har eksisteret i mere end 100 år og at de i løbet af den sidste 20-årige periode i gennemsnit har haft mindre end tre administrerende direktører. Ingen af dem har dog haft mere end tre. Eksempelvis har Kurt Larsen og Jens Bjørn Andersen været foregangsmænd for en stabil og langsigtet virksomhedskultur i DSV, hvor der konstant er fokus på såvel vækstmuligheder som at identificere alle steder, hvor der kan spares en unødvendig omkostningskrone. Det samme er tilfældet i Ringkjøbing Landbobank, hvor først Bent Naur og dernæst John Fisker holder fast i en velovervejede kreditkultur kombineret en stærk omkostningsstyring. Interessant er det da også, at Landbobanken, der er den eneste bank vi har ejet i perioden, også er den eneste bank, der er at finde på listen fra dagbladet Børsen. Det er efter vores overbevisning ikke uvæsentligt at have ledende medarbejdere med betydelig erfaring fra såvel industrien som i selskabet selv. Dette øger indsigten i langsigtede udviklinger og giver et detaljekendskab, der kan øge muligheden for at tage de

rette beslutninger på de rette tidspunkter samt et øget potentiale for konsistens i virksomhedens langsigtede strategiske retning. Vores proces og beslutningsgrundlag handler derfor om meget andet end de kolde tal. Det er således en af grundene til, at vi forsøger at kommunikere løbende med lederne i vores selskaber og bruger mange rejsedage om året på dette.

Vores selskabs lange levetid indikerer holdbarhed og er en illustration af en række virksomheder, der har formået at klare sig igennem ikke bare en, men to, verdenskrige og op til flere økonomiske kriser.


Investeringsfilosofien i BLS Capital er grundlaget for vores måde at tænke investeringer på. Den blev defineret inden opstarten af BLS i 2008, og den vil også fremadrettet være en kernen i det, vi laver. Den er således ikke blevet defineret på baggrund af, hvilke virksomheder Børsen i denne artikel identificerede – og vi håber derfor, at beskrivelserne i dette perspektiv virker genopfriskende mere end et forsøg på nyopfundne alkymi.

ANSVARSRASKRIVELSE

Dette perspektiv ("Publikationen") er udarbejdet af BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S ("BLS Capital"). Publikationen er alene udarbejdet som generelt informationsmateriale og skal ikke betragtes som et tilbud eller en opfordring til at handle med værdipapirer eller andre finansielle instrumenter. Publikationen er udarbejdet af BLS Capital på baggrund af offentligt tilgængelige informationer, samt egne synspunkter og beregninger. Kommentarer, udtalelser og fremskrivninger foretaget af BLS Capital er baseret på egne synspunkter på tidspunktet for offentliggørelse af Publikationen og disse synspunkter kan ændres løbende. Alle oplysninger om eller referencer til afkast er historiske, og kan ikke anvendes som en indikation på fremtidige afkast. Alle skøn om fremtidige afkast er formodninger, som kan være forkerte og dermed urealiserbare. BLS Capital påtager sig ikke ansvaret for rigtigheden af oplysningerne i Publikationen og kan derfor ikke drages til ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af Publikationen. Handel med værdipapirer og andre finansielle instrumenter er forbundet med tabsrisici. Ved handel med værdipapirer eller andre finansielle instrumenter kan det investerede beløb tabes helt eller delvist.

Publikationen er omfattet af ophavsretslovgivningen i Danmark og må ikke gengives, citeres eller oversættes uden forudgående skriftlig 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