

Halvårsbrev

Kapitalforeningen BLS Invest



Gl. Holte, August 2014

Kære medinvestor,

Business as usual hos BLS – endnu et halvår med pæn vækst

I første halvdel af 2014 har afdeling Danske Aktier opnået et afkast på 5,8 procent efter omkostninger og inkluderet geninvesteret udbytte, mens OMX Copenhagen Capped har haft et afkast på 17,3 procent. Siden etableringen den 26. februar 2008 har afdelingen opnået et afkast inklusiv geninvesterede udbytter på 88,2 procent efter alle omkostninger. Afdelingen har intet benchmark, men til sammenligning er OMX Copenhagen Capped indekset (inklusive reinvesterede dividender) i samme periode steget med 52,3 procent.

Gennem de første seks måneder af året har foreningens afdeling med Globale Aktier opnået et afkast på -3,2 procent inkluderet geninvesteret udbytte og efter alle omkostninger. I samme periode har aktieindekset MSCI All Countries World haft et afkast på 6,9 procent. Afdelingen har givet et afkast efter omkostninger på 100,7 procent siden etableringen den 30. september 2008. Afdelingen har intet benchmark, men til sammenligning er MSCI verdensindekset (inklusive reinvesterede dividender) blot steget med 63,7 procent. BLS Globale Aktier har siden etableringen opnået det bedste afkast blandt alle danske investeringsforeninger, der arbejder med fokus på globale aktier.

Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast, men bestyrelsen finder disse langsigtede afkast mere end tilfredsstillende.

Det giver fortsat gode resultater at være anderledes

BLS Invest har - siden etableringen for cirka seks år siden - skabt betydelige merafkast efter alle omkostninger i begge foreningens afdelinger. Det gælder både når man sammenligner med det generelle aktiemarked og med andre sammenlignelige investeringsafdelinger. Historiske afkast er naturligvis ingen sikkerhed for fremtidige afkast - og hvis man som investor har en tidshorisont, der er kortere end tre år, så er BLS Invest næppe optimal at investere i. Afdelingerne i BLS Invest investerer langsigtet, og selv om man hver eneste dag kan sælge sine investeringsbeviser, så er BLS ikke et indlysende rigtigt valg for kortsigtede investorer.

BLS Invest har håndplukket alle porteføljeselskaber. Det betyder, at BLS Invests investeringer afviger markant fra den generelle markedssammensætning. Og det medfører – ikke overraskende – at BLS Invests afkast afviger betydeligt fra de afkast, en investering i den generelle markedssammensætning ville have givet. Afvigelsen mellem sammensætningen af BLS Globale Aktier og verdens indekset MSCI All Countries World er hele 98 procent, mens afvigelsen mellem BLS Danske Aktier og det danske aktieindeks KAX CAP ligger omkring 65 procent.

BLS til sundhedstjek

Indtjeningsudviklingen er afgørende for vurderingen af helbredstilstanden hos vores porteføljeselskaber – ikke de kortsigtede letbevægelige aktiekurser.

BLS Invests bestyrelse finder det tilfredsstillende, at foreningens porteføljeselskaber i 2013 kunne levere 16 procents indtjeningsfremgang for BLS Invest Globale Aktier og 18 procents fremgang for BLS Invest Danske Aktier. BLS Invests investeringer forventes også i 2014 at præstere en tocifret fremgang i porteføljeselskabernes indtjening. Udbytteudlodningerne er steget markant, og stigningen er højere end fremgangen i selskabernes indtjening.

I 2014 forventes dividenderne at stige i godt 3/4 af selskaberne. Det gælder for begge afdelinger i BLS Invest. Og 3/4 af selskaberne i både BLS Danske Aktier og BLS Globale Aktier har - eller vil tilbagekøbe aktier i 2014. Fremgangen i indtjening og udbytter er hverken drevet af medvind i markederne eller særlige omstændigheder - den er bredt baseret, funderet i voksende markeder, erobring af markedsandele, prisforhøjelser, stram styring af arbejdskapitalen og forbedret indtjeningsevne.

Indtjeningsvækst af høj kvalitet

BLS Invests porteføljeselskaber præsterer solide frie pengestrømme til aktionærerne oven i en pæn tocifret indtjeningsfremgang. BLS Invests porteføljeselskaber konverterer således i gennemsnit mere end 90 procent af nettoresultaterne - efter de nødvendige kapitalbindinger til finansiering af væksten - til frie pengestrømme.

Hellere en fugl i hånden end ti på taget

Når nettoresultaterne konverteres til frie pengestrømme, giver det aktionærerne tryghed omkring de aflagte regnskaber. Det regnskabsmæssige resultat efterlader en lang række muligheder for at "pynte" resultatet – en mulighed opgørelsen af pengestrømme ikke indeholder i samme grad. Hvis denne konverteringsrate er høj, betyder det, at selskabet har en stor del af deres indtjening i kolde kontanter, når året er omme. Noget der grundet regnskabslovene ikke er en selvfølge.

Såfremt et selskab ikke har mulighed for geninvestere disse penge i forretningen med høje afkast til følge, ønsker BLS Invest at få udbetalt disse enten som udbytter eller gennem aktietilbagekøb. For selskaberne i foreningen gælder det dog, at de har høje afkast på deres kapital, og derfor kan pengene med fordel geninvesteres i forretningen. Trods dette udbetales der generelt høje dividender eller foretages aktietilbagekøb – men endnu vigtigere, så er disse udbetalinger stigende, grundet løbende investeringer i de profitable forretningsmodeller.

Enkelte undtagelser....

Men der er tilfælde, hvor der gøres en undtagelse - når et BLS Invest selskab, med deres meget kompetente ledelser, har overbevisende investeringsplaner, og der er solid udsigt til høj værdiskabelse. I de tilfælde giver vi gerne afkald på de frie pengestrømme her og nu - mod på længere sigt at få del i en ekstraordinær værditilvækst og stærkt øgede frie pengestrømme. Men det kræver også, at investeringerne sker i et veldefineret eksisterende marked, under forudsigelige vilkår

samt på grundlag af gennemanalyserede facts. Disse betingelser dækkes helt af vores to Macau baserede kasinoer – Galaxy og Sands China – der begge har væsentlige ekspansionsplaner med forventede afkast af den investerede kapital betydeligt over 30 procent. De to kasinoer har ingen gæld, og begge er i stand til at finansiere ekspansionen gennem deres nuværende massive pengestrømme. Begge selskaber udbetaler dog ligeså udbytter, der forventes at stige pænt de kommende år, blandt andet grundet disse værdiskabende investeringer.

Aktiekurser på ret kurs

Aktiers daglige kursudvikling er påvirket af mange andre faktorer end indtjeningen. Derfor er aktiekursen på kort sigt ret uforudsigelig. Men BLS Invest tror på, at der over en længere horisont er en klar sammenhæng mellem et selskabs udvikling i indtjening og langsigtede aktiekurs. BLS Invests selskaber har alle en robust indtjeningsevne, samt forudsigelig udvikling i indtjeningen, hvilket giver en solid base for en stabil kursudvikling, særligt i udfordrende og negative aktiemarkeder.

Gode investeringer gjort bedre

BLS Invest har gennem halvåret 2014 udnyttet aktiemarkedet til at styrke kvaliteten af porteføljeinvesteringerne – blandt andet udtrykt ved afkastet af den investerede kapital, som er øget til omkring 50 procent for BLS Globale Aktier og knap 40 procent for BLS Danske Aktier.

BLS Invest selskabernes finansielle styrke er også blevet mere robust gennem halvårets porteføljeomlægninger. Der er således - trods solide, voksende frie pengestrømme – overordnet ingen nettogæld i BLS Globale Aktiers porteføljeselskaber. Som de finansielle markeder ligger i øjeblikket, med lave renter og let adgang til risikovillig likviditet, belønnes selskaber med robuste balancer ganske vist ikke. Men vi finder, at det er et oplagt tidspunkt at øge investeringerne i selskaber med sådanne klassiske dyder.

Den schweiziske juveler Richemont topper i BLS Invest porteføljerne med likvide beholdninger på 4,7 mia. EURO svarende til 11 procent af selskabets aktuelle markedsværdi. Godt halvdelen af BLS Invests porteføljeselskaber har større likvide beholdninger end gæld.

Udskiftningen af porteføljeselskaber har i øvrigt været behersket i første halvår af 2014. BLS Danske Aktier har ikke købt nye selskaber, mens BLS Globale Aktier købte fire nye selskaber – Reckitt Benckiser, Novo Nordisk, indeksudbyderen MSCI Inc. og kasinooperatøren Sands China.

Høje og lave

De højeste afkast i første halvår af 2014 kom fra Forsynings-, Energi- og Health Care sektorerne. BLS Invest har hverken investeringer i Forsynings- eller Energiselskaber, da selskaber i disse sektorer ikke lever op til de strenge krav, som BLS Invest har til sine investeringer. Til gengæld indgår Health Care sektoren i både BLS Invest Danske og BLS Invest Globale Aktier. BLS Invest Danske og Globale Aktier har andele i Health Care gennem Novo Nordisk. Coloplast og William Demant indgår ligeså i BLS Danske Aktier, ligesom svenske Elekta indgår i BLS Globale Aktier.

De højeste afkast i første halvår af 2014 i BLS Invest Danske Aktier opnåede Coloplast, Novo Nordisk og Topdanmark, mens Novo Nordisk, Moody's og AutoZone opnåede de højeste afkast i BLS Globale Aktier. I BLS Danske Aktier leverede SimCorp og William Demant de svageste afkast,

mens Hongkong kosmetikkæden Sasa International og amerikanske PetSmart leverede de svageste afkast i BLS Globale Aktier.

Udviklingsmarkeder

For 2-3 år siden var aktiemarkedernes fokus intenst rettet mod selskabernes "emerging market" potentiale, som blev belønnet med en højere aktiekurs. I dagens aktiemarked er stemningen vendt, så et stort "emerging market" engagement vurderes negativt – fordi de seneste kursmæssigt magre år har gjort nogle investorer kritiske over for fremtidsmulighederne.

BLS Invest har ingen direkte investeringer i "emerging markets", men begge afdelinger har et betydeligt indirekte engagement, der kan opfange den økonomiske vækst på de udviklingsmarkeder, der demografisk understøttes af en stigende befolkningstilvækst og større forbrugende middelklasse. Trods aktiemarkedets aktuelle skepsis vurderer BLS, at væksten her er gunstig og aktierne tilsvarende attraktive.

BLS i Kina

Der har været rigtig mange bekymringer omkring det lavere vækstniveau i Kina, hvilket har påvirket de aktier, der er baseret på det kinesiske marked. Men BLS Invest ser anderledes langsigtet optimistisk på Kina. Den kinesiske vækst er fortsat høj og stabilt på et niveau blandt de hurtigst voksende økonomier globalt med en vækstrate på over 7 procent. Kinesernes forbrug vokser pænt med en tocifret fremgang, hvilket stimuleres af meget væsentlige reallønsstigninger blandt de fleste arbejdstagere og den fortsatte samfundsøkonomiske vækst. Samtidig har de kinesiske magthavere efter vores opfattelse både politisk og økonomisk råderum til at stimulere den økonomiske udvikling og - ikke mindst - langsigtede visioner for gradvis liberalisering af den kinesiske økonomi. Derfor har BLS Invest gennem første halvår 2014 udnyttet de lavere aktiekurser til at øge investeringerne i selskaber der opererer i de kinesiske markeder.

BLS Invest Globale Aktiers betydelige eksponering mod fortsat kinesisk vækst reducerede afdelingens afkast i halvåret, trods en stærk salgs- og indtjeningsfremgang hos alle afdelingens Hongkong baserede porteføljeinvesteringer. Den svageste indtjeningsfremgang (og kursudvikling) oplevede kosmetikselskabet Sa Sa med en fremgang på 13 procent i seneste regnskabsår, hvilket er lavere end selskabets historiske udvikling. Afdelingens øvrige Hongkong baserede investeringer er, kuffertproducenten Samsonite samt kasinoerne Galaxy og Sands China, der alle har leveret pæne tocifrede omsætningsfremgange og øgede indtjeningsmarginale. BLS Invest Globale Aktier har endvidere et væsentligt indirekte engagement i det kinesiske forbrug gennem blandt andre markedsledende selskaber på det kinesiske marked som luksusmærkerne LVMH og Richemont, fastfoodkæden YUM! Brands, elevatorproducenten Kone og Novo Nordisk.

Bankernes rolle

Et velfungerende banksystem er afgørende for den økonomiske aktivitet og fremgang i samfundet. Derfor er det positivt, at kapitalgrundlagene i banksektoren er styrket. I den amerikanske og nordiske banksektor ligger kapitalgrundlagene nu på et fornuftigt niveau, mens banksektoren i det øvrige Europa fortsat står svag overfor fremtidige udfordringer. Øget regulering og kapitalkrav har sat den traditionelle bankudlånsmodel under pres, så flere professionelle låntagere søger finansiering

gennem alternative kanaler uden for banksektoren. Det er til gavn for BLS Invest Globale Aktiers investering i de ellers ellers omstridte kredit-rating bureauer Moody's og Standard & Poor's (der ejes gennem McGraw Hill Financial).

BLS Invest Danske Aktiers investering i banksektoren er fortsat begrænset til Ringkjøbing Landbobank, mens BLS Invest Globale Aktier har et betydeligt engagement i den finansielle sektor gennem Moody's og McGraw Hill Financial, kreditkortselskaberne MasterCard og American Express samt indeksudbyderen MSCI Inc.

Hysteriske kællinger og psykopater?

I 1984 kaldte Mogens Lykketoft aktørerne på aktiemarkedet for "hysteriske kællinger", og i 1987 sagde den tidligere tyske forbundskansler Helmut Schmidt i forbindelse med krakket på Wall Street, at "aktiemarkedet er overbefolket med psykopater." - selv om der nok er flere hysteriske mænd end kvinder på aktiemarkedet, virker disse citater ikke urimelige. Vi ser næsten dagligt, at børsnoterede selskaber stiger eller falder 3, 4 og 5 procent i kurs - uden at der er skyggen af nyheder om selskabet. Og nogle gange oplever praktisk taget alle selskaber umotiverede fald, uanset hvor sunde de underliggende forretninger er.

Overskud - måske

Mange selskaber lover stor vækst og høje overskud – bare ikke lige nu, men engang i fremtiden. Det er selskaber, hvor aktiekursen kan stige voldsomt, hvis forudsigelserne holder stik. Men BLS Invest vælger at investere i selskaber, som allerede har bevist, at de konsistent kan øge deres reelle indtjening - de frie pengestrømme. Et selskabs markedsværdi er et udtryk for værdien af netop disse forventede fremtidige frie pengestrømme – og for stabile og forudsigelige selskaber vil det ikke ændre sig fra dag til dag, sådan som de noterede aktiekurser ofte gør det.

Risiko til lavpris

Det er oplagt, at jo mindre stabil og forudsigelig en branche, en forretningsmodel eller et selskab er - jo større bliver udsvingene i aktiekurserne. Netop fordi de varierende skøn for fremtiden er tilsvarende mere usikre og uforudsigelige. Efter vores opfattelse bliver de kortsigtede spekulanter, der investerer i sådanne selskaber, slet ikke belønnet for at påtage sig den ofte ganske betydeligt øgede risiko. Det kan sagtens give økonomisk gevinst i kortere perioder. Men vi finder ikke, at gevinsten dækker risikoen for formuetab. Og der er absolut ingen sikkerhedsnet, hvis stemningen vender for et selskab, der ikke leverer robuste frie pengestrømme.

Indflydelsen fra centralbankernes pengepolitik

De vestlige centralbanker har nu i flere år stimuleret den økonomiske aktivitet i de vestlige økonomier gennem lave renteniveauer og en massiv udpumpning af likviditet. Trods det er væksten behersket - men dog tiltagende. Boligpriserne er generelt stigende og arbejdsløsheden faldende. I takt med bedringen af de økonomiske nøgletal kommer vi tættere på en stramning af pengepolitikken. Selv om den europæiske centralbanks seneste udmeldinger lover fortsatte ekspansive stimulanser.

Investorerne er naturligvis bekymrede for de forventede rentestigninger, der vil sænke kurserne på fast forrentede fordringer og obligationer. Dette har øget risikovilligheden i de finansielle markeder – uden deltagelse fra BLS Invest – og dermed har afkastene været højere på investeringer i selskaber og finansielle produkter, hvor kvaliteten er for lav til at overholde de strenge krav, som rådgiver, BLS Capital, sætter til investerbare selskaber.

Trods investorernes stigende tilbøjelighed til at investere i aktier, vurderer vi, at BLS Invests investeringer fortsat er undervurderede. De stærke forretningsmodeller, robuste balancer, samt den høje kvalitet og stabilitet i indtjening overses ofte af mere kortsigtede investorer (spekulanter) og dermed vil stigningerne i kurserne ikke nå samme højder i perioder med stor risikovillighed, som den der opleves på nuværende tidspunkt.

Filosofien er at eje - ikke at købe og sælge

Selve grundlaget i BLS Invest er medejerskab af en række særligt udvalgte selskaber. Det er selskaber, der stabilt – år for år – har en høj forrentning af deres kapital, en forrentning som løbende stiger og overgår andre selskaber i samme branche. Og i udvælgelsen stilles yderligere krav: Et selskab skal have en robust forretningsmodel, det skal præstere høj og forudsigelig vækst, høje indtjeningsmarginale og have lav eller ingen gæld. Selskabet skal have god kontrol med kapitalbindingerne, og ledelsen skal være blændende dygtig og fremtidsholdbar. Endelig skal selskabets aktiviteter resultere i gedigne frie pengestrømme, der løbende kommer aktionærerne til gode – enten gennem direkte udlodninger eller aktietilbagekøb.

Sådanne selskaber er sjældne, men det er dem, rådgiver utrætteligt søger efter – i Danmark og globalt – på daglig basis. Præcis som det er gjort siden etableringen af BLS Capital i 2008.

Med venlig hilsen,

På vegne af BLS Capital



Peter Bundgaard



Anders Lund