

Gl. Holte, August 2015

Kære medinvestor,

Et godt halvår på mange måder

Den positive stemning på de finansielle markeder er fortsat ind i 2015 understøttet af en historisk lempelig pengepolitik fra centralbankerne verden over, en lavere oliepris, en styrket USD samt en solid indtjeningsvækst hos de fleste virksomheder. Det har dog ikke skortet på negative overskifter i den seneste tid. Medierne har særligt fokuseret på usikkerheden omkring en afmatning af den økonomiske vækst i Kina og gældssituationen i Grækenland, hvilket til tider har dikteret udviklingen på aktiemarkederne. Hvordan det ender med Grækenland og det store rige i øst eller hvad det fører med sig, har vi ikke en kinamands chance¹ for at forudsige. Det er dog værd at erindre sig, at den kinesiske økonomi sandsynligvis fortsat vil vokse med 6-7 pct. i de kommende år, og for at sætte Grækenlands bidrag til den globale økonomi i relief, så er størrelsen af det årlige græske bruttonationalprodukt faktisk mindre end den økonomiske fremgang, som kineserne gang på gang præsterer på blot ét enkelt kvartal.

De globale aktiemarkeder er i første halvår af 2015 steget med 11,6 pct. i DKK målt ved MSCI AC World (inklusive udbytter), mens danske aktier er gået endnu mere frem med afkast på over 20 pct. Således steg OMX Copenhagen capped (inklusive udbytter) i samme periode hele 20,9 pct. Den positive udvikling har også smittet af på BLS Invests afdelinger med globale og danske aktier. BLS Invest Globale Aktier KL og BLS Invest Globale Aktier AKK leverede et afkast på henholdsvis 12,8 pct. og 13,6 pct., mens BLS Invest Danske Aktier KL steg med 19,5 pct. i årets 6 første måneder.

Siden etableringen den 30. september 2008 har BLS Invests Globale Aktier KL givet et afkast efter omkostninger på 146,8 pct. BLS Invests afdelinger har som bekendt ikke et benchmark, men til sammenligning er MSCI's verdensindeks (inklusive udbytter) steget med 102,5 pct.

¹ Udtrykket "en kinamands chance" kan spores tilbage til 1952 – og er en oversættelse af det amerikansk-engelske "Chinaman's chance", som betyder "allermindste chance". Det opstod som slangudtryk i midten af 1800-tallet om kinesere, der ledte efter guld på steder, som de hvide guldgravere havde forladt, hedder det i "Den Danske Ordbog".

BLS Invest Globale Aktier AKK har ingen lang historik, idet afdelingen blev lanceret den 28. november 2014. Afkastet i perioden derefter og frem til juli 2015 ligger på 12,0 pct. Til sammenligning er MSCI verdensindekset (inklusive reinvesterede dividender) steget med 12,5 pct.

De to afdelinger med globale aktier følger hinanden, idet de underliggende investeringer og selskaber er ens. BLS Invests Globale Aktier KL udbetaler udbytte én gang om året, mens selskabernes udbytter og realiserede kursgevinster akkumuleres i BLS Invest Globale Aktier AKK.

BLS Invests Danske Aktier har siden etableringen den 26. februar 2008 opnået et afkast på 124,2 pct. Til sammenligning er OMX Copenhagen Capped (inklusive udbytter) i samme periode steget med 84,1 pct.

BLS Capitals fokus er som bekendt at skabe et attraktivt absolut afkast, men afkastene skal på lang sigt også ligge over markedsudviklingen. Således finder BLS Invests bestyrelse de opnåede resultater tilfredsstillende.

Virksomhedernes udvikling er det vigtigste

Vi er glade og stolte over de historiske afkast, men de er som bekendt ingen garanti for, hvordan det vil gå fremover. Derfor er det vigtigste for os, at de underliggende selskaber i vores porteføljer klarer sig godt og på faktorer som omsætning, indtjening, kapitalstruktur og ledelse udvikler sig som vi forventer. Hvis det er tilfældet, er vi også fortrøstningsfulde med hensyn til, at trenden for aktiekursen på lang sigt vil følge den positive udvikling. Hvordan aktiekurserne arter sig dag til dag, domineres ofte af hundredevis af andre faktorer, som vi ikke har mulighed for at forudsige endside vil forsøge at gøre. Seks måneder er i den henseende en meget kort periode, ligesom ét eller flere år også er, men set over en økonomisk cyklus mener vi, at kvalitetsselskaber generelt vil præstere de højeste afkast. Vi ved, at det nogle gange kræver et meget stort tålmod og endda "is i maven", hvis man skal vente op til 7-10 år for at høste de bedste afkast.

Hvad er kvalitetsselskaber?

For BLS Capital er kvalitetsselskaber kort og godt selskaber, der har en robust forretningsmodel og en kompetent ledelse. Med lidt flere ord betyder det, at vores fokus er på selskaber, der kan levere en stabil, forudsigelig og lødig indtjeningsudvikling med et højt afkast på den investerede kapital. Dertil kommer, at selskabets aktiviteter skal generere store frie pengestrømme, der kan komme aktionærene til gode gennem stigende direkte udlodninger eller aktietilbagekøb. Et andet kendetegn for BLS Capitals porteføljeselskaber er, at de skal være bundsolide, hvilket ofte betyder, at de har meget lav eller slet ingen gæld. Endelig skal selskabernes ledelse være i topklasse og have leveret stærke historiske resultater samt være økonomisk motiverede til at arbejde for os som aktionærer. Vi ved godt, at det er høje krav at stille, men mindre kan faktisk ikke gøre det, når det fortsat er vores intention at levere de bedste afkast til vores medinvestorer på lang sigt.

Kursfald i Coloplast udnyttet

I den forløbne periode er Coloplast et godt eksempel på, at vi, trods negative kursbevægelser genereret af et konstant nyhedsflow, ikke lader os rive med af den aktuelle stemning, men i stedet bevarer blikket fast mod det langsigtede perspektiv. Coloplast er den diskrete hjælper for kroniske syge verden over med medicinsk-tekniske produkter til stomi og kontinens. Dette giver stabile og forudsigelige pengestrømme. Coloplast har i mange år været en af dansk erhvervslivs største succeser. Siden der blev foretaget en ændring i ledelsen i 2008 og en øget fokusering på evnen til at skabe større overskud, har ledelsen årligt formået at øge indtjeningen i procent af salget samtidig med, at der er skabt markant værdi. Coloplast har omtrent fordoblet driftsmarginalen siden 2009 fra cirka 16 pct. til over 32 pct. Indtjeningen pr. aktie er i perioden i gennemsnit vokset med over 30 pct. om året understøttet af tilbagekøb af egne aktier. Udviklingen i pengestrømmene for Coloplast har samtidig været på niveau med den årlige indtjening.

Coloplast er det selskab, der har bidraget med de største kursgevinster til BLS Invest Danske Aktier siden afdelingens opstart i 2008, og dette endda uden at det driftsmæssige potentiale for selskabet er nærvædet nået. Coloplast har igangsat spændende aktiviteter for at komme tættere på kundegruppen og samtidig øge tilstedeværelsen på det amerikanske marked. Dette har dog ikke været helt uden problemer her i starten af 2015, hvor Coloplast i juni var ude og nedjustere forventningerne til regnskabsåret 2014/15. Nedjusteringen skyldtes kombinationen af en myndighedsundersøgelse i USA, problemer på det britiske marked ved overgang til en nyt receptsystem samt konservative debitorhensættelser som følge af den generelle uro i Grækenland. Vi forventer, at Coloplast relativt hurtigt vil lande et forlig i USA og anser problemerne i Storbritannien samt Grækenland for midlertidige. Nedjusteringen får os således ikke til at ændre et ellers positivt syn på fremtidsperspektiverne for selskabet. Den kortvarige turbulens i juni medførte ligefrem, at vi også købte aktier i Coloplast til BLS Invests to afdelinger med globale aktier, ligesom selskabet naturligvis fortsat indgår i BLS Invest Danske Aktier.

SimCorp er tilbage i sporet

Et andet dansk selskab, der er værd at fremhæve i år, er SimCorp, der ligeledes indgår i alle BLS Invests afdelinger. SimCorp er en global spiller inden for udvikling og salg af software til brug i en industri, vi i BLS Capital kender rigtig godt, nemlig den finansielle, med et fokus på kapitalforvaltere verden over. Mens selskabet er dominerende i Nordeuropa, er der masser af potentielle kunder for selskabet over alt i resten af verden og markeder som Frankrig, Storbritannien og specielt det Nordamerikanske er spændende forretningsmuligheder. Derfor forventer vi også, at de seneste 5 års omsætningsvækst på 6 pct. i gennemsnit, over de kommende år bliver tocifret. SimCorp forrenter i øjeblikket egenkapitalen med hele 80 pct. Omkring 3 pct. af selskabets markedsværdi ligger i kontanter, der sammen med forudsigelige pengestrømme fra forudbetalinger lader SimCorp udlodde 2 pct. samtidig med at man køber aktier tilbage for yderligere 2-3 pct. om året.

År 2014 var imidlertid ikke en dans på roser, og især ordreindgangen skabte nogle kortvarige problemer for SimCorp. Efter at have foretaget justeringer i ledelsen i USA og Storbritannien, lader det til, at topledelsen anført af administrerende direktør Klaus Holse Andersen og finansdirektør Thomas Johansen har fundet det rette hold. Det er derfor glædeligt, at SimCorp i 2015 har formået at lande nogle af sine største kontrakter nogensinde med blandt andet franske AXA og M&G

Investments, der er et af Storbritanniens største og ældste investeringshuse. Vi vurderer disse aftaler som de vigtigste i selskabets historie. Dertil kommer, at SimCorps meget konkurrencedygtige produkter samt et godt salgsarbejde på verdens største kapitalmarked gøder jorden for et forestående gennembrud i USA. Med voksende opsparing i den vestlige verden ikke mindst fra pensioner, en øget kompleksitet i investeringsprodukter samt flere krav fra myndigheder i form af overvågning og dokumentation, ser vi et langsigtet strukturelt behov for SimCorps produkter. Yderligere ordre til SimCorp vil føre til forholdsvis store stigninger i indtjeningen, hvilket afspejler selskabets forretningsmodel, hvor en stor andel af omkostningerne går til investeringer i nye applikationer til kunderne. Når de først er afholdt, vil en større del af den sidste krone på omsætningen slå igennem på bundlinien.

Kun få udskiftninger

Vores omhyggelige udvælgelse af selskaber med høje krav til stabilitet, forudsigelighed og lødighed for indtjening, balance og ledelse betyder, at vi ofte er medejere i mange år, når vi endelig investerer. Således er der typisk heller ikke en stor løbende udskiftning af porteføljeselskaber.

I første halvdel af 2015 er vi dog blevet de glade medejere af nye selskaber. Et eksempel på dette er Walt Disney Company, der er blevet en del af afdelingerne med globale aktier. Disney er mest kendt for sine mange tegnefilm og forlystelsesparker, men der er betydeligt flere aktiviteter i selskabet. Disney har sikret sig TV-retighederne til alle de største amerikanske sportsgrene frem til år 2020 og stiller disse til rådighed for betalende kunder gennem en lang række kanaler under navnet ESPN. Tidligere i år har Disney klargjort deres store planer for frigivelse af film frem mod 2019. Der er spændende ting i vente. Star Wars, som selskabet har erhvervet rettighederne til, de velkendte Avengers samt opfølgerne til Frozen, er blandt de succeser, der skaber en stor tro på, at dette bundsolide og værdiskabende selskab vil fortsætte med at tjene mange penge og skabe store pengestrømme, hvilket vi meget gerne vil tage del i. Indtjeningen er vokset med 17 pct. om året i de seneste 5 år, mens det frie cash flow er steget 13 pct. Forskellen skyldes selskabets investeringer, der skal sikre en fortsat fremgang. Foreløbig er det lykkedes fint for Disney.

Starbucks er kommet godt fra start

Et af de få nye selskaber i den globale portefølje sidste år var den amerikanske kaffekæde Starbucks. Selskabet har en fantastisk historie med høj vækst i salg og indtjening i USA, mens de i dag søger at opnå samme succes på det asiatiske marked. Indtil videre ser dette ud til at gå fremad, som ønsket. Der åbnes i gennemsnit mere end en kaffebar i Kina om dagen, og Shanghai har allerede flere kaffebarer end New York. Potentialet er dog langt fra nået. Læg dertil at priserne på kaffe fra Starbucks er de samme i Kina, som de er i USA, kombineret med lavere driftsomkostninger, og det begynder at tydeliggøre, hvorfor vi som medejere er yderst glade og tilfredse. Vi ser frem til at tage del i en stigende værdiskabelse over en lang årrække i takt med, at Starbucks bliver synlige flere og flere steder. "En kop og et nabolag ad gangen", som selskabet selv ville formulere det. Foreløbig er der i 2015 blevet åbnet mere end 650 cafeer globalt set. Det seneste regnskab bestyrker vores høje forventninger. Omsætningen vokser nu med 18 pct., hvor den i starten af årtiet lå tæt på 10 pct. Indtjeningsvæksten ligger endnu højere, idet den det seneste kvartal landede på 21 pct. i forhold til tilsvarende periode sidste år. Et centralt nøgletal er ROIC eller afkastet på den investerede

kapital, der er et godt pejlemærke for hvorvidt et selskab skaber værdi til aktionærene. ROIC for Starbucks er over en femårig periode vokset fra 28 pct. til 33 pct. Til sammenligning ligger ROIC for selskaberne i MSCI AC World i gennemsnit på omkring 10 pct. Idet Starbucks afdækker input-omkostningerne, vil de lavere priser på kaffebønner i år først slå fuldt ud igennem på indtjeningen med en forsinkelse på 12-18 måneder. Det er altid rart, at have noget til gode.

Stor spredning på aktiemarkederne

Bag de overordnet positive afkasttal for i år ligger en meget blandet udvikling på alverdens aktiemarkeder. Mange steder har man nået nye "all time high" niveauer blandt andet i USA. Her slog Nasdaq-børsen den 15 år gamle rekord fra år 2000, da IT-boblen var på sit højeste. I Danmark er det blevet til hele 28 kursrekorder i løbet af årets 6 første måneder. Man skal dog erindre, at det danske aktiemarked er voldsomt koncentreret og bevæger sig i takt med få meget store selskaber, som sætter trenden herunder særligt Novo Nordisk. I den anden ende af afkastskalaen ligger flere lande fra emerging markets, der generelt er blevet ramt af markant lavere råvarepriser. Brasilien er et af de lande, der har klaret sig dårligst, idet investorerne også er blevet ramt af valutakursudviklingen. Brasilien er i en vanskelig økonomisk situation med en recession, der ser ud til at blive værre end først antaget. Arbejdsløsheden, privatforbrug, industriproduktion og udlånsvækst fra bankerne peger alle i negativ retning. BLS Invest afdelinger har kun en begrænset eksponering og ingen direkte investeringer i Brasilien.

Ingen direkte investeringer i Emerging Markets

Fra emerging markets regionen har Kina modsat givet nogle af de højeste afkast om end det samtidig har været en kæmpe rutsjetur i år. Frem til omkring midten af juni steg kinesiske A-aktier med mere end 50 pct. for siden at tabe omtrent halvdelen af fremgangen over de sidste 2-3 uger af halvåret. Før nedturen satte ind var det kinesiske A-aktiemarked steget med over 150 pct. på ét år. BLS Invests afdelinger investerer ikke direkte i Kina på børsene i Shanghai eller Shenzhen, men det er ikke det samme som, at afdelingerne ikke er eksponeret mod Kina. Generelt set anlægger vi et langsigtet positivt scenario for Kina med en høj strukturel vækst. Der vil naturligvis være en vis cyklicitet undervejs, ligesom en transformation fra en investeringsdrevet økonomi til en mere indenlandsk forbrugsdrevet økonomi kan medføre udsving, men det ændrer ikke ved den langsigtede trend. Således er kuffertproducenten Samsonite, kasinoerne Galaxy Entertainment og Sands China, luksusmærkerne LVMH og Richemont, elevatorproducenten Kone og danske Novo Nordisk blandt BLS Invests porteføljeselskaber med et betydeligt engagement i Kina. Vi lukker ikke øjnene for den seneste kursudvikling i kasinoselskaberne, men vi er med disse investeringer på et meget tidligt stadie i selskabernes livscyklus. Det vil venteligt give bump undervejs. Så længe selskaberne overordnet leverer som forventet, er vi fortrøstningsfulde. I slutningen af maj åbnede Galaxy Entertainment glædeligt anden fase ud af i alt fire som led i deres store planer på Macao. Vi finder det meget positivt, at udbygningen blev færdig til tiden og ser med glæde frem til den forventede værdiskabelse, udvidelsen fører med sig over de kommende år, når gæsterne forsat vil strømme til øen. Det ventes de at gøre i takt med, at infrastrukturen udbygges med en bro til fastlandet og højhastighedstogforbindelser til de største byer i Kina. Næsten hele Kinas befolkning har hørt om Macao, men kun en brøkdel har indtil nu besøgt det "forjættede land".

Aktiv forvaltning

Et af de aktuelle temaer for investeringsforeningsindustrien i såvel Danmark som i udlandet blandt myndigheder, presse/nyhedsmedier, investorer og porteføljeforvaltere er udtrykt i debatten omkring aktiv forvaltning. Sagens kerne er basalt set hvorvidt investorerne får "value for money", altså om de får aktiv forvaltning for de penge, som de hvert år betaler for at være medlem af en investeringsforening eller som vi kalder det i BLS Capital, er medinvestor, fordi vi investerer sammen og på samme vilkår. Kritikpunkterne går på, at mange porteføljeforvaltere i varierende omfang og mere eller mindre tilsigtet lægger sig tæt op ad et benchmark, så afkastene vil lande betryggende og ganske på niveau med markedsudviklingen. Er det tilfældet, er der tale om passiv forvaltning og så skal kunderne betale en lavere pris end ved aktiv forvaltning, hvor forvalteren tilfører afdelingen en risiko ved at undervægte eller overvægte selskaberne set i forhold til et benchmark eller markedet. Dermed ikke sagt, at man opnår et merafkast, men muligheden eksisterer. Afdelingerne i BLS Invest forvaltes aktivt. Det hersker der ingen tvivl om, idet BLS Capital overhovedet ikke skeler til markedssammensætningen eller et benchmark, men udelukkende udvælger porteføljeselskaber, der lever op til de høje kvalitetskrav tidligere beskrevet. Det medfører blandt andet, at vi også må se bort fra hele sektorer og regioner i verden, hvor den nødvendige kvalitet ikke er tilstede. Som et statistisk mål for hvor aktiv en manager er bruges ofte begrebet "active share", der indikerer, hvor stor en del af porteføljen, som er forskellig fra markeds- eller benchmarksammensætningen. Forskellen er foruden forvalterens formål og tilgang i høj grad afhængig af investeringsuniverset, så jo mere snævert afdelingen er defineret, jo mindre er mulighederne for at differentiere sig fra markedet. De aktuelle værdier for den danske afdeling og de globale afdelinger er henholdsvis 73 pct. og 97 pct., hvilket med andre ord betyder, at der blot er 27 pct. og 3 pct. af porteføljerne, der falder sammen med markedet. Det vil med garanti over tid føre til store afvigelser, der forhåbentlig ender med, at BLS Invests afdelinger klarer sig bedst i det lange løb. Sådan har det været indtil videre.

Fremtiden

Aktiemarkedene har i de sidste mange år kun kendt én vej, og det har været opad. Det har der været mange gode grunde til, og set i bakspejlet er det "nemt" at forklare, hvorfor det er gået sådan. Det er straks sværere at se ind i fremtiden, og man kan sagtens argumentere for, at aktierne skal forsætte med at stige, ligesom man umiddelbart kan pege på en række forhold, der peger i den modsatte retning. Derfor er det umuligt at sige noget håndfast om, hvorvidt det kommer til at gå op eller ned i den kommende tid. Det, vi ved, er, at vi i BLS Capital nøje har udvalgt en række selskaber, som vi er overbevist om vil klare sig godt og præstere fremragende resultater uanset hvad vej, vinden kommer til at blæse. Med en høj vægt af blandt andet forbrugsorienterede selskaber nyder porteføljerne i øjeblikket maksimal gavn af en stærkere USD og lave råvarepriser, der har givet forbrugerne betydeligt flere penge mellem hænderne. Dette ventes indtjeningen i de kommende regnskaber også at bekræfte. BLS Invests porteføljer er på trods af de meget positive aktiemarkeder fortsat attraktivt prisfastsat, ikke mindst set i forhold til afkastene ved alternative investeringsmuligheder. Aktuelt ligger selskabernes frie pengestrøm i forhold til markedsværdien på 4-5 pct. for såvel den globale som den danske portefølje. Det er dog på ingen måde en garanti mod

negative afkast, når stemningen på aktiemarkederne vender en dag, men det er sådan, vi føler os mest trygge.

Med venlig hilsen,

På vegne af BLS Capital



Peter Bundgaard



Anders Lund