

Halvårsbrev

Kapitalforeningen BLS Invest



Gl. Holte, August 2016

Kære Medinvestor,

Vi kan fortsat glæde os over en positiv udvikling og værdiskabelse i de virksomheder, vi sammen har investeret i. Det gælder også for den første halvdel af 2016, selvom aktiekurserne siden januar har været præget af flere stemningsskifter på de finansielle markeder.

Det har heller ikke skortet på profetiske overskrifter på avisernes finanssider gennem første halvår, hvor bekymringer omkring den økonomiske udvikling i Kina, forestående renteforhøjelser, en historisk lav oliepris, geopolitisk uro lige fra Nordkorea til Sydamerika, amerikansk valgkamp samt ikke mindst briternes beslutning om at forlade det europæiske fællesskab EU, i perioder har sat dagsordenen på aktiemarkederne.

Vores selskaber er selvfølgelig ikke immune overfor ovenstående begivenheder, men indtil videre er vi af den opfattelse at vores selskabers langsigtede potentiale er intakt, selvom briterne forlader EU, den økonomiske vækst i Kina aftager ét procentpoint, eller olieprisen falder 50 pct. Som vi også tidligere har forklaret vil den lave oliepris faktisk medføre, at vores mange forbrugsrelaterede selskaber ligefrem forventes at tjene endnu flere penge i takt med, at husholdningerne alt andet lige får flere penge mellem hænderne.

De globale aktiemarkeder er i første halvår af 2016 faldet med knap 1 pct. i kroner målt ved MSCI AC World (inklusive udbytter). Lidt værre klarede danske aktier sig, idet OMX Copenhagen capped (inklusive udbytter) i samme periode faldt med 1,6 pct. Den negative kursudvikling går igen i BLS Invests afdelinger med globale og danske aktier. BLS Invest Globale Aktier KL og BLS Invest Globale Aktier AKK leverede et afkast på henholdsvis -4,2 pct. og -5,0 pct. efter alle omkostninger, mens BLS Invest Danske Aktier KL efter omkostninger faldt 1,7 pct. i årets 6 første måneder.

Siden etableringen den 30. september 2008 har BLS Invests Globale Aktier KL givet et afkast efter omkostninger på 143,8 pct. svarende til et årligt afkast på 12,2 pct. BLS Invests afdelinger har som bekendt ikke et benchmark, men til sammenligning er MSCI's verdensindeks (inklusive udbytter) steget med 95,8 pct.

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 2016 ligger på 9,1 pct. Til sammenligning er MSCI verdensindekset (inklusive udbytter) steget med 8,8 pct.

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

BLS Invest Danske Aktier har siden etableringen den 26. februar 2008 opnået et afkast på 143,7 pct. eller i gennemsnit 11,3 pct. om året. Til sammenligning er OMX Copenhagen Capped (inklusive udbytter) i samme periode steget med 96,1 pct.

BLS Capitals fokus er som bekendt at skabe et attraktivt absolut afkast set over en økonomisk cyklus, ligesom afkastet på sigt skal ligge over den generelle markedsudvikling. De opnåede resultater lever således fuldt ud op til målsætningen. Det skal dog understreges, at historiske afkast ikke er nogen garanti for fremtidige afkast.

Aktiemarkedet er altså faldet lidt i 1. halvår, og det er der som det fremgår ovenfor "tusindvis" af årsager til, som vi ikke har en chance for at forudse endsige fremføre noget fornuftigt omkring. At se på performance i form af afkast over 6 måneder giver således ikke meget mening for os. Det vi til gengæld kan sige noget fornuftigt om er, hvordan selskabernes forretning udvikler sig. Det er langt vigtigere og i sidste ende også afgørende for kursudviklingen. Det er med den baggrund, at vores portefølje er sammensat. Investeringen i St. James's Place er et godt eksempel herpå.

Tilfredshed med St. James's Place

Den britiske investeringsrådgiver St. James's Place har haft en kursmæssig svær første halvdel af 2016, selvom den underliggende forretning fortsat vokser og skaber større og større pengestrømme. Vi har således kunnet udnytte kursudviklingen til at øge ejerandelen i dette fantastiske partnerskab ikke mindst i forbindelse med "hysteriet" efter Brexit. Det er vores forventning, at indtjeningen og pengestrømmene kan vokse nærvæd 20 pct. årligt over de kommende fem til ti år. Nye kunders pensionsmidler genererer ingen indtjening til St. James's Place i de første seks år, men da kundernes formuer i gennemsnit ligger i selskabet op mod 25 år og undersøgelser viser utrolige tilfredshedsrater, er det ikke et forhold, vi er bekymrede for. Den langsigtede relation skaber derimod stor stabilitet og forudsigelighed i forretningen. På nuværende tidspunkt er omkring 19 milliarder pund eller over 30 pct. af de penge, som St James's Place forvalter ikke indtjeningsgivende, men de estimeres at ville skabe omkring 150 millioner pund i årlige frie pengestrømme, når de "aktiveres" inden for de kommende år. Dette svarer til en forøgelse på hele 75 pct. af selskabets indtjening i 2015. Udbyttet udgjorde knap 4 pct. af markedsværdien i slutningen af juni, og forventes at vokse med 20 pct. om året, hvilket endda er mere end indtjeningen.

Bedemand til vejs

Ved udgangen af juni måned anmodede den sydasiatiske bedemand, Nirvana Asia, børsen i Hong Kong om handelspause i selskabets aktie. Få dage senere meddelte Nirvana Asia, at de havde

modtaget et opkøbstilbud på 3 Hong Kong dollar pr. aktie. Nirvana Asia var et af vores nye globale selskaber i 2015, og blev gennemgået på BLS Capitals årsmøde i april 2016. En overtagelsespris på 3 Hong Kong dollar vil betyde et mærkbart afkast af vores investering på knap 50 pct., men undervurderer efter vores overbevisning alligevel det langsigtede potentiale i selskabet. Prisen svarer således til mindre end 17 gange næste års indtjening, når der justeres for selskabets kontantposition. Købstilbuddet er dermed lavt, når indtjeningen efter vores overbevisning kan vokse med 15 til 20 pct. om året i en overskuelig årrække.

Stabiliteten og forudsigeligheden i Nirvana Asias forretning er høj, hvilket blandt andet skyldes, at en stor andel af salget udgøres af forsalg af gravpladser og bokse til urner samt fortsat betydelige udviklingsmuligheder. Dertil kommer selskabets unikke evne til at hæve priserne med et par procentpoint årligt til trods for allerede nu at være 4-5 gange dyrere for kunderne end offentlige gravpladser. Udviklingen gennem starten af året har bekræftet vores forventninger om god vækst og næsten endnu bedre muligheden for fremtidig vækst i indtjening og pengestrømme. Ledelsen har samtidig vist kapitaldisciplin i returnering af betydelig kapital til aktionærene på omkring 4 pct. Da stifteren og to kapitalfonde, med lige under 75 pct. af stemmerettighederne, allerede ved offentliggørelsen af tilbuddet har accepteret, er det i vores optik blot et spørgsmål om tid, før Nirvana Asia ikke længere vil være et børsnoteret selskab. Det er blot anden gang gennem BLS Invests levetid, at et porteføljeselskab overtages af en kapitalfond.

Stor spredning på aktiemarkedene

Bag de svagt negative aktiemarkeder frem til juli ligger en meget blandet udvikling, hvor forskellene mellem afkastene for de enkelte lande/regioner samt sektorer er betydelige. Efter længerevarende fald er olieprisen igen begyndt at stige i starten af året, hvilket har fået energisektoren samt særligt emerging markets lande som Rusland og Brasilien, hvor afsætning af råvarer udgør en stor del af økonomien, til at stige markant ovenpå heftige fald sidste år. BLS Invests porteføljer har ingen direkte investeringer i emerging markets, men har i stedet eksponeringen gennem internationale selskaber domicileret i mere veludviklede lande, hvor standarden for corporate governance eller selskabsledelse i form af blandt andet oplysningsforpligtelser og beskyttelse af minoritetsaktionærer generelt er højere. Målt på selskabernes omsætning er den globale porteføljes eksponering til Asien-Stillehavs-regionen, hvor Kina udgør en stor del, i øjeblikket omkring en tredjedel.

Forsyning og telekommunikation var også blandt de bedste sektorer i 1. halvår og steg med omtrent 10 pct. De historisk lave afkast på obligationsmarkederne har medført, at investorerne har jagtet de aktier, der minder mest om lange fastforrentede fordringer. Den markante fremgang kan have skabt en boble i forsynings- og telekommunikationssektoren, der vil punktere, den dag renten begynder at stige. BLS Invest har hverken investeringer i forsyning, telekommunikation eller energi, da selskaber i disse sektorer ikke lever op til de strenge krav, som BLS Invest stiller til sine investeringer. Telekommunikations- og forsyningssektoren er kendetegnet ved lav eller ligefrem negativ vækst, en relativt stram regulering, ringe "pricing power" samt et stort og dyrt kapitalapparat. Energisektoren er ligeledes alt for kapitalintensiv til at vi finder den attraktiv, og så er produktet en standardvare, der ikke er unikt for et givent selskab. Kravene til vores selskaber går vi aldrig på kompromis med, hvilket fjerner fristelsen for at springe med på populære kortsigtede tendenser.

Bankerne udfordret

Modsat er det gået europæiske banker, der er faldet med mere end 26 pct. i 2016 målt ved MSCIs indeks for europæiske banker. BLS Invests afdelinger investerer generelt ikke i banker, idet BLS Capital har svært ved at se, hvordan de kan skabe værdi til aktionæerne på sigt. Grundlæggende finder vi ikke forretningsmodellen attraktiv med udsigt til beskedne og uforudsigelige kapitalafkast. Dertil kommer en øget regulering, der blot tager til i de kommende år i takt med implementeringen af Basel-reglerne.

Vi er dog glade og tilfredse medejere af Ringkjøbing Landbobank i BLS Invest Danske Aktier. Landbobanken med hovedsæde i det vestjyske er meget veldrevet og har en mere effektiv og konservativ organisation end det ellers ses i Danmark – og såmænd også andre steder i verden. Omkostningerne i banken udgør blot omkring 32 pct. af rente- og gebyrindtægterne, hvilket er et imponerende lavt niveau. Det har været tilfældet igennem mange år. Indtil videre har Landbobanken således ikke haft problemer med at leve op til stigende kapitalkrav, samtidig med, at der årligt kan udloddes udbytte samt foretages aktietilbagekøb. Over 4 pct. af selskabets markedsværdi kommer således tilbage til aktionæerne gennem årlige udbytter og løbende aktietilbagekøb. Den dygtige og langsigtede ledelse i Ringkjøbing Landbobank mestrer kunsten at holde fokus på de simple grundregler i bankdrift, og det belønner sig. Således formår banken at vokse, hvilket ikke er tilfældet for de fleste andre banker.

BLS Invests investeringer i den finansielle sektor ligger typisk indenfor service-selskaber som eksempelvis Moody's, S&P Global og St. James's Place, hvor kapitalbindingen er lav og værdiskabelsen er anderledes attraktiv. Desuden mener vi, at de øgede regulatoriske krav ligefrem er positive for vores service-selskaber, idet kravene øger behovet for rådgivning og serviceydelser.

United Plantations har de mest effektive plantager

Vi har også været meget tilfredse med investeringen i den danske plantageejer United International Enterprises (UIE), der går igen i såvel den danske som den globale portefølje. Senest har afkastet også afspejlet den underliggende positive driftsudvikling og værdiskabelse. UIE, som er et holdingselskab, ejer de bedst drevne palmeolieplantager i Malaysia gennem deres datterselskab United Plantations. Her har selskabet de laveste produktionsomkostninger i industrien, og har gennem de seneste år omplantet en stor del af plantagen. Udbyttet fra plantagerne forventes at være stigende med 20-25 pct. over de kommende år, når genbeplantningen er tilendebragt. Pengestrømmene ventes derfor at vokse yderligere på grund af højere udbytte fra palmerne og samtidig lavere anlægsinvesteringer.

UIE har igangsat et nyt aktietilbagekøbsprogram, og vil over de kommende 18 måneder købe hele 5 pct. af den udestående kapital tilbage. Dette er glædeligt, da prissætningen på selskabets aktiver er meget skæv. Der skabes således stor værdi for langsigtede aktionærer – herunder for os i BLS Invest. Aktietilbagekøbene kan foretages uden optagelse af gæld, da selskabet har været overkapitaliseret med mere end 650 millioner kroner stående i banken eller knap 17 pct. af selskabets markedsværdi. Dertil er der yderligere kontanter i United Plantations samt likvide investeringer svarende til i alt over halvdelen af UIEs markedsværdi ved udgangen af juni. Hovedaktionæerne i UIE er Bek-Nielsen brødrene. Deres ejerskab er med aktietilbagekøbene nået

over 50 pct., hvilket tidligere har været en begrænsning. UIE har senest fået myndighedernes godkendelse af, at en øgning af brødrenes ejerandel som følge af tilbagekøbsprogrammet ikke vil afstedkomme et tvangstilbud til de resterende aktionærer. Dermed er der ikke længere grænser for, hvor mange aktier selskabet kan tilbagekøbe.

Indtjening løbet fra prisen i Expeditors

Expeditors International of Washington, eller blot Expeditors, er en førende speditør på transport fra Asien til USA. Expeditors er i samme branche som danske DSV, men modsat DSV, har Expeditors ikke fragt på landevejene. Det er således blot inden for de mere profitable områder som luft- og søfragt, at man møder amerikanerne fra Seattle, der har industriens højeste indtjeningsmarginale og samtidig formår at have en pæn organisk vækst. Virksomhedskulturen i Expeditors er utrolig stærk, og tilskrives en stor del af selskabets historiske præstationer, ligesom vi forventer, at det vil være en afgørende drivkraft for den fremtidige værdiskabelse.

I slutningen af 2014 blev Expeditors glædeligt et af vores globale selskaber. På dette tidspunkt havde vi holdt øje med selskabet, der for os har en velkendt forretningsmodel og opererer i en velkendt industri, idet vi har fulgt danske DSV i mere end 20 år. Som en del af vores daglige færden og overvågning af nuværende og potentielle selskaber, fylder en forståelse for konkurrenter også en stor del, og derigennem kom kendskabet til Expeditors. I mange år var selskabet dog for højt prisfastsat til, at vi fandt afkastpotentialet bedre end i vores eksisterende selskaber. Kursen er i dag ikke højere end for 10 år siden, mens indtjeningen pr. aktie er steget med næsten 180 pct. fra slutningen af 2005 til 2015. Prisfastsættelsen blev derfor markant mere attraktiv. Da selskabet ikke ejer transportmidlerne er investeringerne for at vokse ubetydelige, og hele indtjeningen bliver således til pengestrømme, der glædeligt udloddes til medejere. Omkring 6-7 pct. af markedsværdierne udloddes gennem aktietilbagekøb og udbytter understøttet af en kontantbeholdning på omkring 11 pct. af markedsværdien.

Asien vigtig for Richemont og Prudential plc

Richemont har i år været ramt af en fortsættende usikkerhed om de asiatiske markeder for luksusmærker, hvilket også har smittet af på kursudviklingen. Selskabets stærke og langsigtede ledelse holder glædeligt fast i strategien og troen på fremtiden. Den stigende velstand blandt forbrugere i udviklingslande tegner positivt for den langsigtede udvikling i industrien, og vi bliver derfor ikke rokket i vores tro på kommende værdiskabelse i selskabet. Ledelsen hævdede da også udbyttebetalingen, der udgør 3 pct. af markedsværdien, for året, hvilket er muliggjort af selskabets konservative balance med store mængder af kontanter, der udgør 15 pct. af selskabets markedsværdi.

Prudential plc, der er ny i den globale portefølje, er et britisk livsforsikrings-selskab med størstedelen af forretningen i Asien. Væksten i den asiatiske forretning er høj, og forventes at fortsætte. Dette er understøttet af en stigende efterspørgsel på forsikring, især inden for liv og helbred. Liv- og helbreds-forsikringer er efterspurgt, da mange asiatiske lande har lavere statsstøtte til sygehusbesøg og behandling. I takt med at store dele af Asien bliver mere velhavende, vil der

således også være flere midler at bruge på forsikringer. Prudential plc har 550.000 provisionslønnede sælgere, hvilket er unikt og ikke noget en konkurrent kan kopiere "over natten". Grundet dette fokus kræver væksten i Asien kun en beskedent mængde kapital, og egenkapitalen kan derfor forrentes med over 20 pct. Når dette kombineres med, at vi forventer en 10 pct. årlig vækst i indtjeningen, er Prudential plc meget attraktivt prisfastsat.

Som forsikringselskab er en af fordelene ved sundhedsforsikringer, at de typisk dækker for et år ad gangen, og når året er omme ved Prudential plc således, hvor store summer der skulle dækkes. Ved andre forsikringstyper kan der være behov for at hensætte større mængder af kapital til inddækning af skader, der kan komme mange år ude i fremtiden. Hvis der ikke opstår situationer med brug for dækning, giver det en større andel af overskudskapital, hvoraf Prudential plc kan udbetale store dele til aktionærene. Udbyttet udgjorde omkring 3 pct. af markedsværdien ved udgangen af første halvår og vil stige med minimum 5 pct. om året.

MSCI og Yum! er solgt fra

Mens Prudential plc er forårets eneste tilkøb i den globale portefølje, har der været to frasalge, MSCI og Yum! Brands. Frasalgene skyldes forskellige faktorer – herunder stærk kursmæssig fremgang, der mindskede afkastpotentialet og dermed efter vores vurdering skabte bedre afkastmuligheder andre steder i porteføljen. Samtidig var gældssætningen i selskaberne markant forøget.

Visa-handlen endelig godkendt

I starten af november sidste år meddelte Visa, til vores store entusiasme, at de gav et tilbud på at overtage Visa Europa. Visa Europa var en medlemsvirksomhed og ikke en del af Visa. Efter at have talt og forhandlet med de europæiske konkurrencemyndigheder gennem måneder, blev købesummen og strukturen af betalingen tilpasset, hvilket ikke har ændret på vores klare positive syn på tiltaget. I starten af juni kunne Visa da også annoncere, at Europa Kommissionen godkendte overtagelsen, som nu vil ske i løbet af efteråret. Betalingen for Visa Europa er blevet fast, hvorimod der tidligere var en såkaldt earn-out, hvor det endelige beløb først ville være kendt om fire år. Denne ændring er positiv, da dette faktisk medførte en besparelse på et par milliarder dollars, samtidig med at kontrollen nu overdrages fuldstændig til Visa fra dag ét. Det er vores overbevisning, at dette vil øge den mulige fremtidige værdiskabelse i det globale betalingsnetværk, da den europæiske del ikke har været drevet optimalt, og med andre interesserer end at skabe maksimal værdi. Yderligere bør dette også være positivt for MasterCard, som den anden af blot to globale spillere på markedet, og ligeledes et af vores selskaber.

Tegn på fremgang i Macau

Gennem de seneste fem år har den globale portefølje haft ejerskab i kasinoindustrien på øen Macau, via investeringer i Galaxy Entertainment og Sands China. I de første af disse år var væksten blandt øens kasinooperatører høj, indtil den over det seneste 2 års tid omvendt har været stærkt faldende. Udviklingen i kasinoomsætningen er svagt vigende, men der er umiddelbare tegn på, at der vil ske

en stabilisering kombineret med stigende indtjeningsmarginaler og udbytter fra selskaberne. Det er vi glade for, og vi ser frem til, at de store infrastrukturinvesteringer fra den kinesiske regering færdiggøres, hvilket vil gøre rejsen til øen meget lettere for de spilleglade kinesere.

Flere og flere rejser med Samsonite

Samsonite har gennem en årrække været en del af investeringerne i Asien. En stigende velstand og deraf også generelt højere rejselyst, bør over de kommende år få flere og flere mennesker til at få brug for kufferter. Samsonite er den eneste globale spiller på markedet for kufferter, og er således i en særdeles gunstig position til at få gavn heraf. Denne position er kun blevet bedre i første halvdel af 2016, hvor de gav et bud på købet af kuffertproducenten Tumi, der vil give Samsonite en større og bedre plads på markedet for dyrere kufferter og rejsetilbehør. Vi anser dette som værende yderst attraktivt, og har en stor tiltro til ledelsens evne til at integrere Tumi i organisationen.

BLS Invest Danske Aktier

I afdeling Danske Aktier blev halvårets højeste afkast leveret af nytilkøbte ALK-Abelló, UIE, Københavns Lufthavne og DSV. De laveste afkast kom fra sidste års kursspringer SimCorp, Coloplast samt Jeudan.

ALK-Abelló, der producerer allergimedicin til forbrugere verden over, oplevede porteføljens højeste kursmæssige fremgang i starten af 2016. Markedet for allergimedicin er på mange markeder domineret af få spillere, og da selskabets største konkurrent, franske Stallergenes, i slutningen af 2015 fik lukket produktionen i Frankrig efter et myndighedsbesøg skabte dette store muligheder for det danske selskab. ALK-Abelló var herefter eneste producent i Europa, der er verdens største allergimarked. Flere af selskabets produkter kan patienterne ikke skifte hurtigt fra igen, når de først er startet på en behandling. Dele af forårets gevinster vil med stor sandsynlighed være kortsigtede, men store markedsandele vil utvivlsomt kunne forblive på danske hænder hos ALK-Abelló, og dermed skabe fremtidige værdier for langsigtede aktionærer. Vi ser i øvrigt frem til, at ALK-Abellós nye direktør, Carsten Hellmann, kommer ombord indenfor det næste halve år og bidrager med sin store internationale erfaring, der tidligere har skabt synlige resultater i Chr. Hansen og senest i Sanofis animal health-forretning Merial.

DSV forsætter glædeligt med at skabe gode og voksende frie pengestrømme til sine aktionærer. DSV's forretningsmodel bygger på få kapitalbindinger, da selskabet fra Brøndby ikke selv ejer de lastbiler, fly eller containerskibe, som kundernes varer fragtes med. Disse lejes hos underleverandører, alt efter hvilke behov kunderne måtte have. Stor vækst kræver således ikke særlige investeringer, udover i IT, personale og kontorpladser. Et af selskabets primære fokusområder har det seneste års tid været integrationen af amerikanske UTi, der blev endelig overtaget i januar 2016 efter DSV gav et tilbud på selskabet i efteråret 2015. Meldingerne fra DSV og vores samtaler med ledelsen giver os en god sikkerhed for, at integrationen skrider fremad som planlagt. Opkøbet af UTi bør skabe solid værdi for DSV, når det amerikanske selskab bliver en del af DSVs globale platform.

Ikke meget har ændret sig i Københavns Lufthavne. Det skulle da lige være den løbende færdiggørelse af udviklingsprojekter. Driften i selskabet fortsætter sin stabile fremgang som følge af stigende passagertrafik og større salg i lufthavnenes butikker. Passagervæksten i årets første seks måneder har været omkring 10 pct., hvilket er imponerende i et europæisk marked, der generelt er ramt af uro og nervøsitet efter terrorhandlinger og andre bekymrende begivenheder i mange lande. Overskuddet bliver derved større. Københavns Lufthavne udlodder hele indtjeningen til aktionærene, hvilket vi nyder godt af. Knap 4 pct. af markedsværdien udloddes gennem udbytter, der således vil vokse i takt med indtjeningen i de kommende år.

Der er i halvåret frasolgt to selskaber i BLS Invest Danske Aktier. Dette er skadesforsikringsselskabet Topdanmark samt detailkæden Matas, mens ALK-Abelló er eneste tilkøb igennem årets første seks måneder.

SimCorp har i sidste del af 2015 samt starten af 2016 været præget af en positiv udvikling i den underliggende forretning og blandt andet vundet flere ordrer i USA. I forsøget på at accelerere væksten på det essentielle nordamerikanske marked besluttede ledelsen at foretage en ændring i betalingsstrukturen. Denne ændring ventes at være positiv i jagten på nye kunder på et marked, som SimCorp historisk har haft svært ved at penetrere. Ledelsen har således også oplyst, at selskabets såkaldte pipeline over potentielle kunder i USA aldrig har været stærkere. Markedsandelen er i dag blot 4 pct., mens de potentielle kunder udgør halvdelen af det globale potentiale. En vækst i antallet af ordrer fra det nordamerikanske marked vil gøre fremtiden endnu lysere for SimCorp.

Høj kvalitet til en attraktiv pris

BLS Capitals porteføljer er sammensat af nøje udvalgte selskaber, som vi er overbeviste om vil klare sig godt og præstere fremragende resultater uafhængigt af kortsigtede makroøkonomiske forhold. Det kan vi sige med god "samvittighed", idet vi kun investerer i virksomheder, der har en beskedne gældsætning og en solid evne til at generere frie pengestrømme alene via deres primære driftsaktivitet. Dermed er de ikke i samme grad afhængige af ekstern assistance, hvis vilkårene ændrer sig markant, som vi blandt andet oplevede det med finansiering fra bankerne under finanskrisen.

Vores selskaber har meget lav eller ofte slet ingen gæld. For virksomhederne i den globale aktieportefølje er der endda kontanter svarende til 0,5 gange driftsindtjeningen. Dertil kommer, at vores selskabers aktiviteter skal generere store frie pengestrømme, der kan komme aktionærene til gode gennem store og voksende tilbagebetalinger. I øjeblikket ligger udlodningerne for selskaberne i begge porteføljer på omtrent 4 pct. af markedsværdien ligeligt fordelt mellem udbytte og aktietilbagekøb.

Vi lægger desuden vægt på at investere i selskaber, der ikke binder for mange penge i anlægsaktiver og samtidig leverer et højt afkast på den investerede kapital (ROIC). ROIC ligger på 40,9 pct. og 47,5 pct. for henholdsvis den danske og den globale portefølje. Samlet set voksede selskabernes indtjening med ca. 10 pct. i 2015 og forventes at nå omtrent samme niveau i de kommende år. Udbytterne forventes at vokse lignende.

BLS Invests porteføljer er attraktivt prisfastsat også når man sammenligner med afkastene ved alternative investeringsmuligheder. For såvel den globale som den danske portefølje udgør selskabernes frie pengestrøm aktuelt 4-5 pct. af markedsværdien, hvilket kan sammenholdes med renten på en lang dansk statsobligation på omkring 0 pct. Det er dog på ingen måde en garanti mod negative afkast, når stemningen på aktiemarkedene skifter, men det er sådan, vi føler os bedst beredt, både når det går op og ned.

Med venlig hilsen,

På vegne af BLS Capital



Peter Bundgaard
Porteføljeforvalter



Anders Lund
Porteføljeforvalter