

Halvårsbrev

Kapitalforeningen BLS Invest



Gl. Holte, August 2017

Kære Medinvestor,

Vi har vanen tro været ved tasterne for med stor glæde at informere jer om, hvordan det går med vores porteføljer, og de selskaber der skal drive værdierne i disse. Og den korte version af dette nyhedsbrev er, at vi har haft et godt første halvår med pæne absolutte afkast baseret på solid fremgang i virksomhedernes forretninger. Og endnu vigtigere så kan vi se tilbage på snart ti år som "stock-pickers", og vi er tilfredse med de langsigtede afkast, der er opnået i perioden.

Vores filosofi forbliver uændret. Vores fokus på stærke forretningsmodeller, stabile og store pengestrømme og dygtige og engagerede ledelser er grundlaget for alle investeringer, der foretages i vores porteføljer, da vi tror på, at det giver os de bedste langsigtede afkastmuligheder, og derfor går vi ikke på kompromis med denne.

Vi vil også fortælle lidt om udskiftningerne i den globale portefølje, ligesom vi knytter lidt kommentarer til debatten om aktiv vs. passiv forvaltning, hvor vi mener at debatten ofte bliver for ensformig, og derfor overser en række meget vigtige pointer omkring passive foreninger og de fremadstormende ETF'er.

Afkastene i første halvår

Første halvår blev i vores optik et vidnesbyrd om, at de selskaber - som vi sammen har investeret i gennem Kapitalforeningen BLS Invest - er virksomheder med særlige kvaliteter. Vi ser tilbage på de første seks måneder af 2017 med tilfredshed, da værdiskabelsen har været stærk, ligesom selskaberne efter vores vurdering står godt positioneret til at levere værdi til os som medejere i mange år fremover.

Kigger man på afkastene, leverede alle afdelinger i Kapitalforeningen BLS Invest tilfredsstillende, absolutte afkast gennem årets første seks måneder. Afdeling Danske Aktier opnåede i halvåret et afkast på 11,2 procent efter alle omkostninger, mens det danske aktiemarked, målt ved OMX Copenhagen Capped steg med 15,3 procent. Siden opstart d. 26. februar 2008 og til udgangen af

juni har afdeling Danske Aktier opnået et afkast på 171,1 procent – svarende til 11,3 procent om året, mens OMX Copenhagen Capped er steget med 137,0 procent, svarende til 9,7 procent.

Afdeling Globale Aktier KL havde gennem årets første seks måneder et afkast på 11,7 procent, mens Globale Aktier AKK havde et afkast på 12,0 procent. Til sammenligning havde verdensmarkedet målt ved MSCI AC World et afkast i danske kroner i perioden på 3,0 procent. Siden opstarten på afdeling Globale Aktier KL d. 30. september 2008, har afdelingen opnået et afkast på 213,2 procent, hvilket svarer til 13,9 procent om året, mens verdensmarkedet i samme periode er steget med 125,5 procent i danske kroner, svarende til 9,7 procent om året.

Alle afkast er efter alle omkostninger, og inkluderer geninvesterede udbytter. Vi er tilfredse med den langsigtede afkastudvikling i BLS Invest, om end den ikke er en garanti for fremtidige afkast.

Naturligvis skriver vi her i halvårsbrevet åbent og ærligt om de opnåede afkast i første halvår, selvom vi i udgangspunktet ikke er tilhængere af, at man som langsigtet aktieinvestor beskæftiger sig med afkast på så kort en tidshorisont. Selv gode selskaber kan rammes af midlertidig modvind. Aktiemarkedet har dog en tendens til at ekstrapolere kortsigtede udviklinger til længere perioder, og det er her, at der kan ske stærke afkoblinger mellem selskabers langsigtede værdiskabelsespotentiale og prissætningen på selskabet.

Det er derfor, at vi ikke beskæftiger os med afkast på kort sigt. Langsigtede kursudviklinger påvirkes generelt ikke i samme grad af modemæssige luner, som vi ikke altid forstår os på, og hverken vi eller vores selskaber er herrer over. Vi fokuserer ene og alene på, at vores selskaber har store og voksende frie pengestrømme, samt en attraktiv prissætning. Det er disse voksende pengestrømme, der skal danne grundlaget for den fremtidige kursudvikling.

Den amerikanske dollar er gennem halvåret faldet med 7,6 procent over kronen, og da halvdelen af vores globale portefølje er i dollaraktiver, har det naturligvis også påvirket vores afkast, ligesom det også kan være værd at notere sig, at det danske aktiemarked er bragt frem på trods af, at en række fyrtårne på den danske børs er betydeligt dollarfølsomme. Det siger måske noget om, at selvom selskabernes indtjeningsevne påvirkes, er det langtfra altid, at dette prises ind i kurserne.

Dansk fyrtårn tilbage i porteføljen og farvel til en gammel favorit

Vores investeringsstrategi og -filosofi er uændret, men det betyder ikke, at der ikke foretages løbende justeringer af porteføljerne baseret på forskydninger i prisfastsættelsen mellem vores virksomheder. Dette kan være enten op- eller nedvægtninger - hvilket var et emne vi gik i dybden med ved seneste årsbrev - eller udskiftninger af selskaber.

I afdeling Danske Aktier har der ingen udskiftninger været i selskaberne, mens de globale afdelinger i halvåret har skiftet tre selskaber ud. Det er generelt gældende for os, at udskiftningen af selskaber er lav, da det er en del af vores filosofi at tilkøbe ejerskab i virksomheder for at eje disse i lang tid – som udgangspunkt så længe, at prissætningen ikke bliver så høj, at afkastpotentialet begrænses. Det er eksempelvis i gennemsnit fem år siden, at vi første gang købte aktier i de selskaber, der i dag udgør de globale afdelinger.

Softwareudvikleren **SimCorp**, modermælksproducenten **Mead Johnson** og det finansielle konglomerat **Berkshire Hathaway** er frasolgt de globale afdelinger, mens diabetesforretningen **Novo Nordisk**, spiritusproducenten **Diageo** og søgemaskinen **Alphabet** (i folketale Google) er tilkøbt afdelingerne. Alle tre tilkøb er som en sidenote genkøb af selskaber, der tidligere har været en del af afdelingerne.

Novo Nordisk blev i marts genkøbt til de globale afdelinger. Virksomheden fra Bagsværd har tidligere været en del af de globale afdelinger, men blev frasolgt i første halvår 2015. Gennem 2016 og starten af 2017 har Novo Nordisk haft en kursmæssig nedtur, hvilket har gjort prissætningen tiltagende attraktiv. Den nuværende prissætning afspejler efter vores bedste mening ikke den fundamentale værdi af Novo Nordisk, der fortsat er markedsleder på et langsigtet, attraktivt marked.

Lanceringen af det langtidsvirkende insulin Tresiba har resulteret i vundne markedsandele, og det er ledelsens fortsatte forventning, at der på det amerikanske marked vil blive vundet yderligere markedsandele på op imod fem procentpoint årligt, på baggrund af et klinisk dokumenteret overlegent produkt.

Novo Nordisk har i stigende grad et fokus på behandling af fedme, der er et voksende problem, særligt i den udviklede verden. Victoza, der er et såkaldt præ-insulin tilhørende en produktgruppe kaldet GLP-1, er markedsleder i et segment, der vokser 25-30 procent om året på det essentielle nordamerikanske marked. Der tabes dog markedsandele til et konkurrerende produkt, hvis primære salgsargument er bekvemmeligheden ved, at det blot skal indsprøjtes en gang om ugen modsat Victoza, der skal tages dagligt.

GLP-1 er et attraktivt marked domineret af to aktører, hvoraf Novo Nordisk er den ene. For at kunne vedligeholde og udvide den markedsledende position er det vigtigt, at Novo Nordisks ugentlige produkt, Semaglutide, godkendes. GLP-1 anvendes ligeledes i relation til fedme, hvor Semaglutide viser stort potentiale. Semaglutide har en stærkere klinisk profil, end det konkurrerende ugentlige produkt, hvilket styrker troen på Novo Nordisks fremtidige muligheder.

Forretningen i Novo Nordisk er stærk med en pæn og forudsigelig vækst i salg og indtjening, hvoraf omkring 90 procent konverteres til pengestrømme gennem høje afkast på den investerede kapital på mere end 100 procent. Alle disse pengestrømme udloddes til ejerne gennem såvel udbytter som aktietilbagekøb.

Alphabet er ligeledes blevet et af vores selskaber. Det amerikanske IT-selskab, hvis primære forretning er Google, er ejer af verdens ledende søgemaskine, der har markedsandele på mere end 90 procent af online søgninger i størstedelen af verden. Google tjener ikke penge på disse søgninger, men den hastigt voksende indtjening kommer derimod fra salget af annoncer i relation til søgninger, ligesom reklamer på det Google-ejede website, YouTube, fører til indtægter, når brugere klikker på reklamer af interesse.

Det er således digital markedsføring, der danner grundlag for en yderst værdiskabende forretning i Google. En stigende andel af markedsføring foregår digitalt, men globalt er det ikke mere end godt 30 procent af de samlede markedsføringsomkostninger i dag. Forventningen er, at denne andel vil øges med 3-4 procentpoint årligt. Væksten i digital markedsføring deles for mere end 80 procents vedkommende mellem Google og Facebook. De to aktører står eksempelvis for omtrent hele væksten i online markedsføring i USA. Alt peger i retning af, at digital markedsføring vil fortsætte med at vinde andele fra traditionel markedsføring på eksempelvis TV eller i trykte medier, og at den vil fokuseres omkring de dominerende aktører.

Oven i den traditionelle computerbaserede søgemaskine ejer Alphabet ligeledes det mest brugte mobile styresystem, Android, hvilket giver en række fordele som følge af en øget brugeroverflade. Jo flere søgninger, der foretages gennem en af Googles algoritmer, jo bedre indsigt opnås i forbrugernes ønsker, og dette kan bruges til at optimere søgeresultater for alle brugere herefter. Dette er en yderst stærk netværkseffekt, hvilket er en af grundene til, at markedet for digital markedsføring er tiltagende koncentreret om de største aktører.

Alphabet skaber årligt frie pengestrømme svarende til indtjeningen, og den såkaldte pengestrømskonvertering er således 100 procent. Dette er højt, men ikke uset for vores selskaber. I gennemsnit konverteres mere end 90 procent af indtjeningen i vores selskaber til kontanter.

Alphabet har et afkast på den investerede kapital på omkring 33 procent, og er yderst konservativt finansieret. Der er således mere end 90 milliarder dollars i banken, svarende til knap 15 procent af markedsværdien. Virksomheden er attraktivt prissat, og i særdeleshed, når der justeres for disse kontanter. På trods af at Google oftest omtales i sammenhæng med andre kursmæssigt højtflyvende teknologiselskaber, er der stor forskel på kvaliteten i disse forretninger, hvorfor vi er glade for, at vi igen er medejere af Google, som det også var tilfældet fra 2008-2010.

Et af frasalgene fra de globale afdelinger var den amerikanske producent af modernælkserstatning **Mead Johnson**. Selskabet fra Chicago, der blev tilkøbt i 2015, blev frasolgt, da der kom et købstilbud på forretningen fra den britiske forbrugsvirksomhed, Reckitt Benckiser (der ligeledes er et af vores selskaber) i februar måned. Reckitt Benckiser overtog Mead Johnson i juni, og det er vores forventning, at den overtagende ledelse vil være bedre i stand til at drive værdiskabelse i forretningen.

Værdiskabelsen i Mead Johnson har hele tiden været høj, men Reckitt Benckisers ustandselige værdiskabelseskultur med fokus på at skabe højere pengestrømme vil være en god tilføjelse til en stærk produktportefølje på et attraktivt og velkonsolideret marked. Det er tredje gang, at et af vores selskaber bliver overtaget. Denne gang får vi dog lov til at forblive medejere.

Den danske softwareudvikler **SimCorp** er ligeledes frasolgt de globale afdelinger, men er fortsat en del af afdeling Danske Aktier. Siden tilkøbet til globale aktier i november 2012 er kursen steget mere end 200 procent, inklusive udbytter, på baggrund af en stærk indtjeningsfremgang og en højere prissætning på fondsbørsen.

Forretningen i SimCorp er af uændret kvalitet, og vi ser positivt på en accelereret vækst blandt andet med baggrund i et gennembrud på det amerikanske marked, hvor SimCorp blot har en markedsandel i underkanten af 5 procent sammenlignet med en global markedsandel på 15 procent. Det er særligt en yderst stærk position i Nordeuropa - i særdeleshed Norden – der er basen i den stærke markedsposition.

Når vi fastholder SimCorp i den danske afdeling, er det fordi, at vi tror ubetinget på selskabets langsigtede potentiale. Det er dog vores politik ikke at have mere end to virksomheder med hovedsæde i Danmark i de globale afdelinger, og da prissætningen på Novo Nordisk blev tiltagende attraktiv, såvel absolut som relativt til SimCorp, besluttede vi at lave udskiftningen.

Også det amerikanske finansielle konglomerat **Berkshire Hathaway** er blevet frasolgt. Berkshire Hathaway er mest kendt som Warren Buffetts investeringsselskab, og har været en fast bestanddel af vores globale aktier siden opstart. Frasalget er sket efter høje kursstigninger i 2016, hvor selskabets aktiekurs steg med 26 procent i kroner, og prissætningen er således blevet mindre attraktiv.

Vi vurderer, at det er udfordrende for Berkshire Hathaway vedvarende at kunne finde attraktive investeringer med tanke på de stigende og enorme pengestrømme, der strømmer ind fra selskabets mange ejerskaber. Berkshire Hathaways lange række af forsikringsselskaber skaber årlige "floats" – pengestrømme – på omkring 100 milliarder dollars (svarende til omkring en fjerdedel af selskabets markedsværdi), hvoraf størstedelen løbende skal geninvesteres i datterselskaber eller investeres i nye ejerskaber.

Når det er så store summer, der er tale om, er der ikke mange kvalitetsselskaber, der har en størrelse, hvor Berkshire Hathaway kan tage en position af betydende størrelse. Dette har ført til nogle – efter vores opfattelse – noget mere opportunistiske investeringer, herunder store positioner i amerikanske luftfartsselskaber på trods af disses historiske manglende evne til at skabe tilfredsstillende værdi for ejere.

Warren Buffett og hans investeringstilgang er fortsat en stor inspiration for os, men vi er ikke gift med vores investeringer, og i foråret var tiden inde til, at vi slap ejerskabet af en aktie, der ellers har tjent os utrolig godt.

”Truslen” fra Amazon satte sit præg på flere af vores selskaber

Som det også blev nævnt indledningsvis i halvårsbrevet, er kursudviklingen på seks måneders sigt ikke noget, der optager os – medmindre det bunder i fundamentale ændringer i forretningsmodellerne, der kan influere på den langsigtede værditilvækst.

Alligevel vil vi i nedenstående afsnit fremhæve en god håndfuld selskaber, som enten har præsteret rigtig godt eller skidt rent kursmæssigt. Vi vælger at kommentere på selskaberne, da det er vigtigt for os, at I som medinvestorer ved, at vi følger udviklingen tæt. Hvis et af vores selskaber oplever kraftigt faldende aktiekurser, vil vi undersøge de bagvedliggende årsager så godt som muligt, og herefter anvende kursfaldene til køb på attraktive priser, såfremt vi i vores analyse bliver bekræftet i den langsigtede styrke af forretningen.

William Demant lancerede i sommeren 2016 deres nyeste høreapparat Oticon Opn, som hurtigt vandt indpas som et teknologisk førende apparat, hvilket har ført til vundne markedsandele. Integrationen af den franske detailkæde Audika, der blev opkøbt af William Demant for omkring 1,3 milliarder kroner i andet halvår af 2015, går samtidig fremad med hastige skridt. Høreapparater fra Oticon, der er navnet på høreapparaterne fra William Demant, har tidligere blot udgjort omkring 30 procent af de solgte apparater i den franske kæde, men i takt med at integrationen skrider frem forventes denne andel at nå markant højere niveauer.

Trods den mangeårige administrerende direktør, Niels Jacobsens, fratrædelse, har vi fortsat stor tiltro til ledelsen under Søren Nielsen, der som ventet overtog direktørstolen pr. 1. april. Vi forventer, at William Demant fortsat vil være kendetegnet ved langsigtet og værdiskabende ledelse. William Demant er markedsleder i en strukturel attraktiv industri, og vi ser god mulighed for, at driftsindtjeningen vil øges fra det nuværende niveau på knap 18 procent. Dette vil blandt andet hjælpes af, at den for nuværende mindre division, Oticon Medical, bliver en større andel af forretningen. Det er vores vurdering, at Medical har potentiale til at blive mere rentabel end høreapparatsforretningen.

Speditøren **DSV** har ligeledes haft en stærk start på året, hvad angår såvel drifts- som kursudvikling. Opkøbet af amerikanske UTi, der blev udmeldt for knap to år siden og gennemført i starten af 2016, forløber som planlagt, og endda lidt til. Der er fundet yderligere synergier end de først udmeldte halvanden milliard kroner. Yderligere har DSV haft succes med at fastholde UTi's største kundeforhold, mens eksisterende kunder er forblevet hos DSV. Nu er tiden kommet til, at speditøren igen vil fokusere ressourcerne på at vinde nye kunder og dermed øge markedsandelen. Effektiviteten i det tidligere UTi nærmer sig de høje standarder fra DSV, som har haft markant højere indtjeningsniveauer end det tidligere tabsgivende UTi.

Forretningsmodellen i en speditorsforretning er yderst værdiskabende, når den ledes på rette vis. Dette er også tilfældet for **Expeditors International**, der er et af vores globale selskaber. Expeditors

er en amerikansk speditionsforretning med fokus på luft- og søtransport. Den Seattle-baserede speditør har en industriledende rentabilitet, og vokser alene gennem organisk vækst i etableringen af nye kontorer og vundne kundeforhold. Det er således imponerende, at forretningen har kunnet vokse indtjeningen per aktie med omkring 8 procent om året over de seneste 10 år uden at foretage et eneste opkøb. Afkastet på den investerede kapital er på hele 48 procent, hvilket kan tilskrives det meget lave investeringsbehov, da de ikke ejer nogle køretøjer, skibe eller fly – som det også er tilfældet for DSV.

Kursudviklingen i Expeditors har indtil videre været negativ i 2017, og faldt således med 0,7 procent i danske kroner frem til udgangen af juni. Selskabet har således haft et af de svageste afkast i vores afdelinger for globale aktier.

Meget af uroen omkring Expeditors kan tilskrives fremadstormende Amazon, som gennem udbredelsen af sit distributionsnetværk og forsøg med levering ved hjælp af eksempelvis droner, af nogle tilskrives en evne til at skabe store ændringer i handelsmønstre verden over. Vi ser Amazon have mulighed for bredt at påvirke handlen og forretningen i detailforretninger.

Hvad vi dog ikke ser er, at Amazon kan have betydelig påvirkning på behovet for transport af varer mellem eksempelvis Asien og Nordamerika, hvor Expeditors henter stort set hele sin profit. Uanset om forbrugeren vælger at købe online eller gennem en detailhandel, skal produktet stadig fragtes over Stillehavet, såfremt det er produceret i Asien. Vi har gennem halvåret tilføjet markant til vores ejerskab i Expeditors, da vi mener, at prissætningen af virksomheden langt fra afspejler den løbende værdiskabelse.

Truslen fra Amazon har i høj grad også kursmæssigt ramt vores investering i den amerikanske autoreservedelskæde **AutoZone**, der har haft det mærkbart laveste afkast i globale aktier med en negativ kursudvikling på 33 procent i danske kroner gennem halvåret. Dette har vi benyttet til at øge vores ejerskab, da vi ser truslen som overvurderet, da købet af reservedele ikke på samme måde som eksempelvis tøj kan anses som værende uafhængig af distributionskanalen.

Det er vigtigt at huske på, at vi ikke blindt køber aktier i vores selskaber grundet kursfald uden at undersøge de bagvedliggende grunde til kursfaldet, og hvorvidt der er en langsigtet trussel heri. Hvis dette var tilfældet, ville vi ikke leve op til den tillid, som vores medinvestorer viser os.

Onlinehandel inden for reservedele er i dag omkring 4 procent af det samlede marked og har været det gennem noget tid. AutoZone sælger selv online, men meget af onlinehandlen foregår med levering til en AutoZone-butik. Typisk med et par dages leveringstid.

Mere end 50 procent af AutoZones solgte reservedele er dele, der er nødvendige for, at en nedbrudt bil kan køre videre – og i disse tilfælde er det tvivlsomt, hvorvidt en kunde vil foretrække at logge på Amazons hjemmeside for at finde delen, fremfor at besøge den lokale reservedelsforhandler. AutoZone er til stede overalt i USA med næsten 5.400 butikker og yderligere knap 600 butikker i Mexico og Brasilien.

Biljere er ikke altid i stand til selv at vurdere, hvilke reservedele der vil passe til deres bil, ligesom installationen af disse dele ikke kan foretages af alle. AutoZone er her en værdsat hjælper, da de butiksansatte kan assistere kunden til at finde det helt rette element, og derudover hjælpe – gratis – med at installere produktet korrekt, såfremt det ikke kræver det store værkstedsarbejde. Samtidig finder man reservedele, der - grundet sikkerhedsmæssige foranstaltninger - ikke kan leveres til private adresser, men skal transporteres i mere sikre transportmidler til butikkerne, grundet eksempelvis indholdet i bilbatterier, eller lignende.

Vores ejerskab i de to Macau-baserede kasinoer, **Galaxy Entertainment** og **Sands China**, der havde de højeste afkast i 2016, har fortsat fart på vækstraterne. Der har været en pæn to-cifret vækst i kasinoomsætningen på Macau, og dette har resulteret i solid resultatfremgang i selskaberne. Væksten i kasinoomsætningen skal ses i lyset af, at flere af kasinooperatørerne har åbnet de udvidelser, der har været under udvikling gennem flere år. Samtidig er det også et udtryk for, at den kinesiske centralregerings fokus på at nedbringe ekstravagant forbrug lader til at være aftagende. Dette kunne også ses på salgstillene for luksusproducenten LVMH, hvis omsætning i Asien voksede med 20 procent i første kvartal sammenlignet med året før.

Galaxy Entertainment har på baggrund af denne udvikling haft en kursudvikling på 29,5 procent i danske kroner (hele 41,1 procent i Hong Kong dollars) i år, mens Sands China har haft en beskeden kursmæssig udvikling på lige over 3 procent opgjort i danske kroner. Vi ser fortsat prissætningen på vores kasinoer som værende attraktiv, særligt for Galaxy Entertainment, hvor markedsværdien på selskabet hverken afspejler den enestående mulighed for videre udbygning på øen eller den betydelige kontantbeholdning, der udgør omkring 20 milliarder Hong Kong dollars, svarende til cirka 10 procent af markedsværdien.

Debatten om passiv vs aktiv forvaltning mangler nuancer

Ligesom de foregående år, har det været svært at læse erhvervsmedierne det seneste halve år uden med jævne mellemrum at støde ind i den efterhånden "gamle" debat, hvor tilhængerne af henholdsvis de passive og aktive forvaltere- og produkter, strides.

Det overrasker nok ikke jer, at vi tror fuldt og fast på værdien af den fundamentale aktieanalyse kombineret med såkaldt "stock picking", hvor forvalterne udvælger enkelte aktier, som de tror på kan give gode afkast.

Når det er sagt, så anerkender vi, at aktive investeringer ikke er for alle – og at ikke alle er for aktive investeringer. I dag opleves der overalt et stort skifte fra aktiv til passiv forvaltning, og nogle estimerer går således på, at det allerede næste år vil opleves, at omkring halvdelen af de formuer, der forvaltes omkring i verden vil være investeret passivt, i ETF'er eller indeksfonde. For at sætte dette i perspektiv er situationen allerede i dag, at Vanguard, der er verdens største udbyder af indeksfonde, ejer mere end 5 procent af aktiekapitalen i 496 ud af 505 aktier i S&P500 (der er 505 aktier i indekset, trods navnet, da nogle selskaber har to noteringer).

Vi anerkender, at en lang række aktive forvaltere ikke har formået at skabe langsigtede merafkast efter alle omkostninger – men det er ikke det samme som, at det ikke kan lade sig gøre. Det lidt forsimplede, men også ganske rammende, eksempel fra vores side er, at hvis man laver en oddset-kupon, så er det de færreste der spiller på eksempelvis Helsingør som danske mestre i fodbold. Det er ud fra en rationel betragtning af, at klubben hverken har finanserne, truppen eller tilskuernes opbakning til at blive danske mestre. Det betyder ikke, at de ikke kan blive mestre, men de fleste kan godt blive enige om, at der er bedre chancer for at eksempelvis F.C. København bliver mestre til næste sommer.

Det er lidt det samme med aktiv forvaltning. Når vi skal købe aktier forsøger vi efter bedste evne at tage en velovervejede beslutning om, hvem vi tror mest på, der bliver mestre (uden at gevinsten ved sejr er for lille - prisen skal være rigtig). Helt anderledes er det med de passive investorer. De smider penge på alle klubberne, velvidende at chancen for at Helsingør løber med guldet er ganske beskeden. Vi har svært ved at se, hvorfor man skal spille på samtlige danske hold som danmarksmestre.

Desuden finder vi det ikke uproblematisk, at så store mængder kapital vil være passivt forvaltet. Der er en række problemstillinger heri, som vi finder det essentielt at tage stilling til. En af fordelene ved aktiv forvaltning er, at en forvalter kan flytte kapital væk fra et selskab, såfremt ledelsen af denne ikke vurderes at tage de korrekte beslutninger for at optimere fremtidig værdiskabelse. Som passiv investor vil du være nødsaget til at placere en sum penge i dette selskab, baseret på det respektive markedsindeks, du har valgt at basere dine investeringer på. Kapitalmarkedet mister på denne vis dele af de facetter, som det blev skabt til at sørge for – at kapital placeres hvor markedsdeltagere mener, at der vil være bedst fremtidig værdi for pengene.

For hvad sker der den dag, at der ikke findes forvaltere, der aktivt vælger nogle selskaber til og andre helt fra? Hvor er aktiemarkedets pres så henne på de ledelser og bestyrelser, der ikke leverer varen? Hvis alle investorer skal have alle aktier, fordi man køber brede indeks eller ETF'er, siver et af grundvilkårene ud af aktiemarkedet: nemlig at investorerne straffer dårlig performance. Vi frygter et slags tag-selv-bord - eksempelvis omkring lønninger – hvis ikke der er aktive investorer, der følger området helt tæt og sikrer, at ledelser og bestyrelser ikke uddeler gaver til hinanden.

Yderligere baserer markedsindeks sig på virksomheders nuværende markedspris uden at tage stilling til, hvorvidt denne markedsværdi under- eller overvurderer det langsigtede potentiale i virksomheden. Tværtimod skal der investeres mere i selskabet, hvis den kursmæssige udvikling har været højere end de resterende virksomheders kursudvikling. Det har således en klar sammenhæng til bagudseende momentum-investeringer.

Det er også værd at fremhæve, at vi ikke ved, hvordan markedet reagerer, den dag kurser styrter nedad med høj fart. Hvis man køber en investeringsforening, er der hos udbyderen en indløsningsforpligtigelse – en forpligtelse til at købe andelen tilbage til værdien af de underliggende værdipapirer. Den forpligtelse er ikke tilstede, når det gælder ETF'erne. Med andre ord har vi ikke set, hvad der sker, den dag mange ejere af ETF'er på samme tid vil ud af markedet. Uden en villig køber er den senest handlede kurs ikke en brugbar indikation på nuværende kursværdi.

Vi finder det samtidig bemærkelsesværdigt, at der er ETF'er der forsøger at give køberne en eksponering mod udvalgte dele af aktieindeks - eksempelvis vækstaktier eller medicinalaktier. Her er det åbenlyst, at man foretager et aktivt valg, og prioriterer en sektor, et geografisk område eller virksomhedens forventede vækstprofil. Hvorfor er det bedre, at man foretager et sådant valg – fremfor at man håndplukker enkeltaktier? Disse såkaldte "smart-beta" ETF'er forsøger således at foretage et aktivt valg på passiv vis – det kan vist kaldes et gråt område.

Vores selskaber er fortsat i god form

Vi ser yderst positivt på vores håndplukkede selskabers mulighed for at fortsætte med at skabe betydelige værdier til sine ejere. For godt og vel alle vores selskaber gør det sig gældende, at de er placeret som ledende spillere i velkonsoliderede industrier, hvor de har udsigt til rentabelt og kontinuerligt at øge deres markedsandele, og omsætte dette til stigende pengestrømme. Mens det gennemsnitlige afkast på den investerede kapital for selskaberne i Afdeling Danske Aktier er 40 procent, er dette 46 procent i de globale afdelinger. Dette er mærkbart højere end gennemsnittet af selskaber på såvel dansk som globalt plan, og vi ser stærke muligheder for, at selskaberne grundet attraktive markeder og dygtige ledelser kan vedligeholde, endsiøge øge, disse afkastgrader, hvilket bør resultere i større pengestrømme, der kan geninvesteres i forretningen eller udloddes til medejerne enten gennem udbytter, aktietilbagekøb eller en kombination deraf. Disse årlige pengestrømme udgør omkring 4,5 procent af selskabernes nuværende markedsværdi. Prissætningen er således fortsat meget attraktiv. Da vores selskaber samtidig har meget lille eller

endog ingen gæld kan disse pengestrømme distribueres til ejerne, da rentebetalingerne ikke er betydende.

Vi forventer, at vores selskaber kan fortsætte med at vokse indtjeningen og pengestrømmene med omkring 10 procent om året over længere tid. Der vil ganske givet være bump på vejen, men den langsigtede kvalitet af selskaberne har vi uændret stor tiltro til.

Med venlig hilsen,



Peter Bundgaard
Porteføljeformaler



Anders Lund
Porteføljeformaler