

Skodsborg, april 2009

## Årsbrev til medinvestorerne

### Kære medinvestor

Vi må konstatere, at vi i 2008 på ingen måde har opnået vores primære mål med vores virksomhedsinvesteringer, som er at skabe absolutte positive afkast til os selv og vores medinvestorer.

Det er beklageligt, at der er et stort negativt afkast til os alle i 2008, og selv om vi i perioden fra vi gik i gang med at investere i slutningen af februar 2008 til årsskiftet har opnået et bedre afkast end markedet, så må vi konstatere, at selv om vi ikke har investeret i en eneste bank, har vi undervurderet de afledte effekter af et ikke-fungerende finansielt system.

Vi mener stadig, at vi har investeret i virksomheder, der kan levere gode langsigtede positive afkast til os selv og vores medinvestorer. Og det er vores vurdering, at afkastpotentialet for de virksomheder, vi har investeret i, er større end for markedet generelt, da aktiemarkedet ikke tilstrækkeligt har taget højde for vores virksomheders indtjeningsstyrke og evne til at tilpasse sig markedssituationen, og håndtere de ændrede udsigter for verdensøkonomien.

Vi må konstatere at:

- De fleste af vores virksomheder er blevet ramt af følgevirkningerne af den finansielle og økonomiske krise.
- Industriselskabers ordreindgang er i stor stil sat på standby.
- Transportvirksomheders transportmængder er faldende.
- Selskaber med eksponering til udviklingslande er under pres.
- Selskaber med høj gæld bliver straffet, og investorerne sælger ud.

Men afgørende for os er, at ansvarlige og dygtige ledere tilpasser deres virksomheder efter den nye situation, selv om det står klart, at selv den bedste virksomhedsleder vil blive påvirket af det miljø, som virksomheden befinder sig i.

I visse perioder er der god medvind i den globale økonomi og i andre tider mere modstand. Selvom vores selskaber er kendetegnet ved godt lederskab og attraktive forretningsmodeller, vil der således være naturlige op- og nedture. Når der er økonomisk medvind, vil selv dårligt ledede virksomheder kunne levere vækst og gode resultater, og når der er strid modvind, kan selv dygtigt ledet virksomheder med attraktive markedspositioner blive ramt. Vi er overbeviste om, at langsigtede investeringer i de bedste virksomheder vil give de bedste afkast. Især når de købes til en rimelig pris, selv om det ikke er nogen garanti mod tab på kort eller mellemlang sigt.

Aktiemarkedet er for os en handelsplads, hvor vi kan byde ind efter behov. Som købere er det attraktivt, at aktiemarkedet for tiden tilbyder mange fornuftige priser i form af billige aktier, selv om det naturligvis er trist, når man allerede har købt aktierne til en højere pris. Det ændrer dog ikke på, at en virksomhed, der er attraktiv til kurs 100, naturligvis er mere attraktiv til kurs 60.

På den baggrund glæder vi os til at forvalte vores medinvestorers midler. Vi bemærker, at den indre værdi på foreningens afdelinger ligger på et niveau pænt under udbudskursen på 50.000 kr., og så længe det er tilfældet, vil vores medinvestorer blot skulle betale det meget konkurrencedygtige lave faste honorar på 0,5 procent af formuen til foreningens rådgiver. Det afkastafhængige honorar kan først blive beregnet, når den indre værdi igen er over 50.000 kr., hvilket også gælder for dem, der har købt eller køber på priser under 50.000 kr.

### **Genrejsning af det finansielle system**

Finanskrisen er skyllet ind over os med en kraft, som vel kun de sorteste pessimister havde forudset. Kreditgivning er mere eller mindre sat ud af kraft efter at adgangen til kapital i banksystemet gennem 2008 stort set er forsvundet. Massive hjælpepakker til det finansielle system er i stigende grad under implementering overalt i verden.

Det er afgørende for økonomiernes helbred, at tilliden til det finansielle system genetableres, men det kommer til at tage tid. I første runde har det været vigtigt at sikre likviditeten til bankerne. I næste fase er det afgørende, at bankerne får genetableret og styrket kapitalbasen, så de forventede stigende tab på udlån kan absorberes, samtidig med at ny långivning kan finde sted.

Den igangværende finansielle krise har vist, at bankernes kapitalgrundlag er alt for spinkelt, når priserne på aktier, boliger og flere obligationstyper simultant kollapser, og det endda sker efter en abnorm stor krediteksponering. Den finansielle sektor må gøre mere for at anvende og forbedre udfaldsanalyser og stressteste og ikke, når selvforskyldte problemer melder sig, dække sig ind under mangelfulde modeller og

påberåbe sig force-majeure lignende tilstande. Bankerne må generelt skærpe deres interne kontroller og sikre kontrolfunktionernes absolutte integritet.

Finanssektoren har været særdeles innovativ i at skrue komplicerede produkter sammen under eksotiske navne som CDO, SIV og andet svært gennemskueligt. Kreativiteten har været i top, og ydmygheden i bund. Disse nye komplicerede og fantasifulde sammensatte produkter kræver tilsyn fra myndighedsside, og nødvendiggør en øget overvågning og kontrol for at sikre bankfolk mod egen grådighed.

Efter det største kreditboom verden har oplevet, kommer nu en tid med oprydning og trimning. En smertefuld, men også nødvendig proces. Vi må vænne os til en tid med lavere, men også en forhåbentlig sundere økonomisk fremgang. Indtil videre er vores konklusion, at det fortsat er forbundet med stor usikkerhed at investere i bankvirksomhed.

### **Nødvendigt rettidig omhu hos virksomhederne**

En forudsætning for at økonomierne i verden rejser sig igen er, at det finansielle system kommer til at fungere, således at almindelig dag-til-dag transaktioner mellem handlende forløber gnidningsfrit, og at fornuftige og rentable investeringer kan foretages og sikre langsigtet fremgang.

Virksomheder, som tidligt har forstået denne alvor, har i tide tilpasset omkostningsstrukturen. Tiltag som i den gode virksomhed er en naturlig del af driftsoptimeringen. Vi er glade for at se den handlekraft, som præger ledelserne i vores virksomheder. For langt de fleste af disse virksomheder gælder det, at omkostningsstrukturerne er relativt fleksible, og at det dermed er muligt at tilpasse sig til lavere aktivitet. Det er sikkert også tilfældet, at der efter de senere års boom, nu er et behov for tilpasninger.

En gavnlig virkning af den lavere økonomiske vækst og dermed faldende råvarepriser er, at inputomkostningerne er faldende. Dette vil de gode virksomheder kunne nyde gavn af. Når eksempelvis drikkevareproducenter med pricing-power kan opnå lavere priser på råvarer, vil dette kunne bruges i forsvar af indtjeningsmarginalen som modvirkning til lavere omsætning. Carlsbergs indkøb af råvarer for den kommende tid vil givet give lettelser. Vi ved, at maltpriserne til ølproduktion og prisen på aluminium til dåser eksempelvis er faldet over det seneste års tid. Carlsberg afdækker naturligvis sine fremtidige indkøb af råvarer, og derfor kan der gå nogen tid inden effekten for alvor slår igennem på Carlsbergs bundlinje, men effekten vil komme.

Transportvirksomheder, som DSV og Kühne + Nagel, opnår lavere omkostninger hos underleverandører, som er gået fra en situation med manglende kapacitet til kraftig overkapacitet. Antallet af eksempelvis

ubeskæftigede lastbilschauffører er stærkt stigende, hvilket resulterer i, at DSV opnår langt bedre priser hos sine underleverandører.

Selskaber, som er kendetegnet ved stabilitet i indtjening og cash-flow, vil kunne opretholde et relativt højere gælds niveau end mere konjunkturfølsomme selskaber. Vi er overbeviste om, at der i aktiemarkedet p.t. er en overdreven frygt for gæld. I mange tilfælde straffes stabilt indtjenende virksomheder for en midlertidig høj gæld, som vi f.eks. ser det hos Carlsberg. Vi er af den opfattelse, at man må forlange af børsnoterede virksomheder, en fuld gennemsigtighed i selskabernes gældstrukturer, herunder covenants, der jo er betingelserne, som i detaljer beskriver lånevilkårene.

Herved opnår selskaberne at øge informationsniveauet til aktiemarkedet, som følgende vil kunne evaluere risici bedre, og dermed opnår selskabets aktionærer, at prisen bliver reguleret efter de faktiske forhold og ikke ud fra rygtedannelser og andet, der ikke er baseret på fakta. Vi forudser, at fokus på gæld og debitorer vil tiltage i takt med, at vi ser ofrene for den økonomiske tilbagegang dukke op i stigende grad.

### **Forventning om øget fremtidig inflation**

Det langsigtede store spørgsmål er, om de politiske administrationer og regeringer formår på fornuftig vis at forvalte den tiltagende magt og indflydelse, som de pt. opnår grundet den svækkede markedsøkonomi. Denne benyttes indtil videre til iværksættelse af de enorme hjælpepakker, som bliver og forventes at blive gennemført, ikke mindst under den nye amerikanske administration.

Når verdensøkonomien, og især den amerikanske økonomi igen er kommet på fode, bliver den store udfordring at suge nogle af de midler op, som i den kommende tid flyder fra staten ud i systemet. Hvis ikke den politiske vilje er til stede til den tid, står verden måske overfor mange nye udfordringer.

Vi forventer, at en af følgevirkningerne af den lempelige pengepolitik og den forventede massive ekspansive finanspolitik vil være stigende inflation over tid. Dette vil udmønte sig i nye store udfordringer for virksomhederne, og især selskaber med høje omkostninger, stor kapitalintensitet og lav pricing-power, vil blive udfordret af et øget inflationsniveau.

Vi er af den opfattelse, at vores selskaber står godt rustet til et højere inflationsniveau, så længe at vi ikke går ind i et hyperinflationsmiljø. Vi er også af den opfattelse, at mange virksomheder vil få svært ved at overleve et miljø med stigende inflation.

Vi forventer, at når tilliden til den finansielle sektor en gang bliver genetableret, og når kreditsystemet bliver normaliseret, kan det være tilfældet, at inflationen vil accelerere og som en følgevirkning heraf, vil

investorerne kræve betydelige risikopræmier for at købe længevarende fastforrentede fordringer, læs lange obligationer.

### **Tiltro til selskabernes fremtidige indtjening**

Vi kan i BL&S Capital Management ikke forudse, hvornår økonomierne vender, eller hvornår kreditsystemerne normaliseres. Det er indlysende, at virksomhedernes indtjening set oppefra og ned vil være under pres i 2009 og for manges vedkommende også ind i de nærmeste kommende år.

For langt størstedelen af vores virksomheders vedkommende er vi dog af den opfattelse, at det kan forholde sig anderledes, og at vi således kan sætte næsen op efter indtjeningsfremgang. Der vil dog også kunne forekomme skuffelser, men som vi tidligere har fremført, er det umuligt at vokse i en lige linje uden afbøjninger på vejen. En kendsgerning som for mange er vanskelig at absorbere, hvilket dog ikke gør den mindre sand.

For at kunne analysere virksomhedernes indtjeningsevne, har vi derfor besluttet at indføre begrebet look-through-earnings. Look-through-earnings giver således et retvisende billede af porteføljens gennemsnitlige indtjening ved at tage højde for vægtningen af de enkelte selskaber i porteføljen. Så snart denne analysen er afsluttet, efter at virksomhederne har aflagt regnskab for 2008, vil den blive udsendt til vores medinvestorer.

Vi håber at denne form for analyse, vil kunne tilføre et vigtigt bidrag til, hvordan vi opfatter vores virksomhedsinvesteringer.

Med venlig hilsen

Bundgaard, Lund & Simoni Capital Management Fondsmæglerselskab

Anders Lund

Peter Bundgaard

Erik Simoni