

Årsbrev til medinvestorerne

Skodsborg, marts 2010

Kære medinvestorer,

Efter vinter kommer vår, og heldigvis kan vi sammen se tilbage på 2009 med en stor portion glæde.

Virksomhederne i BL&S Invests afdelinger kunne over en bred kam i 2009 skabe værditilvækst i form af gode regnskaber med tilhørende frie pengestrømme, trods blæst i den globale økonomi.

Det resulterede i store kursstigninger. Som rådgiver for og medinvestor i BL&S Invest er vi glade for, at afdelingen Globale Aktier har passeret udgangspunktet fra den 1. oktober 2008 med mere end 10 procent, mens afdelingen Danske Aktier i skrivende stund er ganske få procent fra at nå dets udgangspunkt fra etableringen den 26. februar 2008.

Det er vores målsætning at skabe positive absolutte afkast, og derfor gælder det naturligvis stadig for afdelingen Danske Aktier, at det afkastafhængige honorar først kan beregnes, når den indre værdi korrigeret for udbytte overstiger udgangspunktet.

Selv om vi kan være tilfredse med udviklingen i 2009, også sammenlignet med vores dygtige konkurrenter, må vi også minde om, at vores investeringsfilosofi med en fokuseret portefølje betyder, at vores afkast både på kort og lang sigt må forventes at afvige fra markedsafkastet. På lang sigt er det naturligvis vores forventning, at afvigelsen er positiv, men på kort sigt kan afvigelsen både være positiv og negativ.

Vi vil nemlig ikke jage selskaber, blot fordi de er månedens eller kvartalets populære aktier. I stedet vil vi investere i de selskaber, hvis kvaliteter endnu ikke er gået op for markedet.

Vi vil kun investere langsigtet

Vi bliver fra tid til anden spurgt om vores holdning til timing af investeringer i aktiemarkedet, og ind imellem også om vores tro på fremtiden og fremtidige kursniveauer.

Vi må blankt erkende, at vi ikke er i stand til at give et kvalificeret bud på dette. Vi forholder os naturligvis løbende til vores virksomheder, og vi er så begunstige, at vi med stor smidighed og med en ubetydelig kurspåvirkning kan afhænde eller købe aktier i langt de fleste af vores virksomheder, såfremt vi vurderer at det skaber værdi. Men vi vil altid anlægge en langsigtet synsvinkel, og vi lader derfor andre om den kortsigtede spekulative strategi.

Når vi investerer langsigtet i en virksomhed, har vi på forhånd sat os grundigt ind i den. Vi vurderer primært ledelsens kvaliteter, dens forretningsmodel, samt kapitalafkastet.

Det er et arbejde som vi bruger meget tid på, fordi det langt fra er nok at putte tal ind i et regneark. Udgangspunktet er, at vi investerer i en virksomhed til evigt eje, men omvendt reducerer vi også vores ejerandel i den enkelte virksomhed, hvis vi vurderer, at der er sket fundamentale ændringer i virksomheden eller i prisfastsættelsen, der efter vores skøn reducerer vores forventede absolutte afkast, eller hvis der opstår bedre alternative investeringsmuligheder, som det vil være attraktivt at udnytte.

I 2009 var vi meget eksplicite om vurderingen af børsnoterede virksomheder. Verden var i en situation, hvor nogle af os var i tvivl om banksystemets fremtid. Tillids- og likviditetskrisen i banksektoren understregede med al tydelighed, at banker har en helt central opgave i ethvert moderne samfund, og uden bankerne sidder investorerne på en stol, hvor i hvert fald det ene ben er knækket.

En massiv nedtur på alverdens børser, i høj grad drevet af en kombination af tvangssalg af belånte investeringer og et generelt sortsyn og frygt for en langvarig global depression, kulminerede i marts måned 2009, hvor vi fandt et overflødhedshorn af attraktive investeringer. Den efterfølgende optur på alverdens børser med stigninger på over 60 procent fra bundniveauerne har medført en mere udfordrende prisfastsættelse relativt til sidste års ekstreme niveauer. Det er fortsat vores vurdering, at vores selskaber er attraktivt prisfastsat med en samlet porteføljeindtjening på 6 – 7 procent af deres markedsværdi.

Vi tror fortsat der er et udskilningsløb for virksomhederne

Nedturen betød samtidigt, at et stort udskilningsløb mellem virksomhederne for alvor blev sat i gang, og vores vurdering er, at det løb ikke er overstået.

Det betyder, at svage virksomheder bliver skilt fra. Eksempelvis fordi de har en for høj gældsætning, en for ufleksibel omkostningsbase, produkter som er udsat for hård konkurrence eller de har en ledelse, der ikke har iværksat de nødvendige tiltag, enten fordi evnerne mangler, eller at det viser sig umuligt at gøre det nødvendige.

Vi er af den overbevisning, at vores selskaber har udviklet sig i den rigtige retning i 2009, hvilket ikke alene har øget deres absolutte værdier, men også har gjort, at de nu står relativt stærkere i forhold til mange konkurrenter.

Transportvirksomheden DSV er et godt eksempel på proaktiv krisestyring. Ved udgangen af 2009 har selskabet reduceret medarbejderstaben med 20 procent, og det har således trods tocifrede fald i selskabets realiserede transportmængder stort set opretholdt indtjeningsmarginalerne. DSV kan efter omkostningstilpasningen absorbere en stor stigning i transportmængderne, uden at skulle foretage nyansættelser.

DSV er blot et eksempel. I den anden årgang af bogen "Vores Selskaber" vil du finde en gennemgang af langt hovedparten af de selskaber, som vi i fællesskab er investeret i.

Virksomheder med betydelige bindinger i arbejdskapital og produktionsapparat har meget vanskeligt ved at tilpasse sig til en brat nedtur. Det er derfor afgørende, at disse virksomheder har en stabil efterspørgsel på profitable niveauer for at kunne give os et attraktivt afkast af den investerede kapital. Som eksempler kan nævnes Københavns Lufthavne og den franske operatør af betalingsmotorveje Vinci.

Bankernes fremtid er usikker - men vigtig for økonomien

I sidste årsbrev beskæftigede vi os en del med bankernes sundhedstilstand. I 2009 har vi set tabene skylle ind over bankerne, og vi forventer at det fortsætter ind i 2010, om end bundniveauet for mange banker kan være nået i denne økonomiske cyklus. Bankerne kæmper dog fortsat med mange udfordringer, ikke mindst på image-fronten, hvor mange i de gode tider slog sig op på at være klogere og dygtigere end gennemsnittet, men endte med at se sørgelige ud.

Bankernes strategi vil i stor stil tage udgangspunkt i at fare med lempe. De vil stille og roligt fortsætte med at sætte priserne op for de bestående engagementer, og udvide rentemarginalerne samt øge gebyrerne, når det er muligt.

De vil også være meget omhyggelige med nye kreditengagementer, og fokusere på at opføre sig som gode samfundsstøtter. Ved at dukke nakken og ride med på populære bølger er håbet vel lidt at købe aflad for fortidens synder.

Vi vurderer, at to elementer må veje kritisk for en eventuel beslutning om at investere i banker: Regulering og vækst.

På det regulatoriske felt er usikkerheden stor. Hvad bliver kravene til egenkapitalen? Hvilke restriktioner pålægges bankerne i deres forretningsmuligheder? Og hvilke andre regulatoriske begrænsninger kommer bankerne fremover til at leve under? Vi ved det endnu ikke, og derfor er vi stadig tilbageholdende med at investere i banker.

Vi har i 2009 dog ikke helt fravalgt investeringer i den finansielle sektor. Den markedsledende investeringsbank, Goldman Sachs blev i foråret købt til afdelingen Globale Aktier. Goldman Sachs imponerede os ved at demonstrere en overlegen risiko- og balancestyling, da krisen for alvor satte ind med subprime-krisen i 2007 og Lehman Brothers fald fra tinderne året efter.

Goldman Sachs forstod at styrke sin markedsposition væsentligt i denne situation, og kom derfor gennem 2009 med en indtjeningsfremgang som imponerede.

Goldman Sachs image er dog under beskydning. Især har der været enorm fokus på bonusordninger i finansverdenen, hvilket medførte at selskabet i fjerde kvartal reducerede dets bonusser til et relativt lavere niveau. Eksempelvis modtog Goldman Sachs top 30 partnere kun båndlagte aktier i bonus for 2009.

Vi forventer, at Goldman Sachs vil kunne forrente egenkapitalen med mere end 20 procent årligt, og med en prissætning på 1,4 gange dets egenkapital mener vi, at selskabet er en meget attraktiv langsigtet investering.

Moody's er ligeledes tilkøbt den globale portefølje til en historisk lav prifsastsættelse. Efter at kreditvurderingsbureauerne har været i strid modvind og der er strammet op på procedurerne, er det vores vurdering, at der stort set ikke er blevet rokket ved deres forretningsmodel. Markedet er stadig utroligt koncentreret domineret af meget få og veletablerede aktører, hvilket indikerer høje langsigtede afkast for os som aktionærer. Moody's nyder samtidig godt af, at gældsmarkedet for især stats- og virksomhedsobligationer er i vækst igen, fordi disse udstedelser oftest kræver en, og helst flere, kreditvurderinger, hvilket giver øgede indtægter til Moody's.

Udfordringernes tid er langt fra forbi

Der er ingen tvivl om, at verden står overfor mange udfordringer i det kommende årti. Ubalancerne tårner sig op, og blandt andet den offentlige gældsætning i den vestlige verden får givetvis mange uoverskuelige konsekvenser. Senest har vi oplevet, hvordan gældskrisen i

EU med fokus på Grækenland har svækket fundamentet under euroen, og hele det økonomiske samarbejde i EU.

Vi forventer flere udfordringer af samme kaliber i de kommende år. Kuren for Grækenland, Italien, Spanien og andre med lignende problemer er at spænde livremmen voldsomt ind, hvilket i en situation med tårnhøj arbejdsløshed, er meget bekymrende for såvel den økonomiske som den politiske stabilitet.

Et resultat af de offentlige stimuli er rekordstore offentlige underskud i stort set hele den vestlige verden, og seddelpressen har derfor kørt på højtryk især i USA, og udstedelsen af statsobligationer er sket i et hidtil uset tempo.

Samtidig har virksomhederne generelt stadig svært ved at låne på gunstige vilkår i bankerne, hvis de overhovedet kan låne penge. Dette har medført, at markedet for virksomhedsobligationer er eksploderet i nyudstedelser. Godt for Moody's! Gælden skal jo finansieres, og det sker til stigende renter.

Hvordan håndteres en fremtid med inflation

Vores grundlæggende syn på vækst i verdenen er, at vi får langsigtet fremgang – men vi forholder os ikke til timingen, af den simple grund, at vi ikke råder over en krystalkugle.

Med det i mente, er det vores klare overbevisning, at det bedste afkast på lang sigt findes i de virksomheder, som har stabile forretninger, kendetegnet ved høje frie pengestrømme, pricing-power, høje indtrængningsbarrierer og et ledelsesteam, som er langsigtet strategisk tænkende, og som er på linje med sine aktionærer i at dele "gain and pain".

Køber man i dag en obligation, som løber 10 år, får man en nominel rente på 4 procent årligt, uden inflationssikring.

Til sammenligning kan man købe en del af eksempelvis McDonald's til en pris pr. indtjeningskrone på 15, og med et udbytte som svarer til en rente på 3,5 procent. Virksomheden er i den kategori som netop beskrevet, og indtjeningen vokser tilmed knap 10 procent årligt, hvilket også var tilfældet i modvindsåret 2009. Bestemt ikke nogen dårlig vækst, og nok til at følge med den økonomiske vækst, og inflationstakten.

Hvis man bekymrer sig om inflation, er det måske en god ide at tænke på ens obligationsinvesteringer.

Stærke og stabile virksomheder som Carlsberg, Wal-Mart, Kone, Nestlé, osv., forventer vi som minimum, kan holde deres priser i takt med inflationen, og at de kan udnytte stordriftsfordele til som minimum at holde indtjeningsmarginalerne. Alle virksomhederne har allerede

vist, at de har været i stand til at øge deres indtjeningsmarginaler under de seneste par års krise. Denne styrke og stabilitet gør, at vi ved at investere i de stærkeste virksomheder fortsat kan nyde et attraktivt konkurrencedygtigt løbende afkast, samtidig med at vi har inflationsbeskyttet vores investerings fremtidige pengestrømme.

Vi tror på at denne kategori af stabile selskaber vil tiltrække et stigende antal investorer over de kommende år, og vi ser attraktive afkast i denne kategori for den tålmodige langsigtede investor.

Nye børsintroduktioner i 2010

I 2010 er der store forventninger til børsintroduktioner på Københavns Fondsbørs. Vi forventer ikke mange nye ansigter, men derimod selskaber, som tidligere har været på børsen, og som nu ejes af kapitalfonde. Mange af disse er blevet finansielt gennemarbejdet af kapitalfondene, som i de "glade" dage belånte selskaberne op til skorstenen, tog dem af børsen og indkasserede kæmpe gebyrer for denne "service", og nu sætter fondene dem tilbage på børsen for endnu engang at indkassere kæmpe gebyrer.

Forventningerne fra sælgerne er selvfølgelig, at aktiemarkedet skal belønne dem, og aftage aktierne til for sælgerne attraktive priser.

Dette er godt nyt for os, for store børsnoteringer har nemlig den sideeffekt, at de store institutioner bliver tvunget til at reducere deres beholdning af mange attraktive børsnoterede virksomheder, for at finde plads til de nye virksomheder i deres porteføljer. Vi forventer derfor et vist prispres på mange attraktive virksomheder, hvilket vi vil benytte til opkøb i disse.

Husk på, at vi modsat de gængse institutionelle købere, ikke behøver at skele til et benchmark, men derimod udelukkende investerer i de børsnoterede virksomheder, som vi finder attraktive ud fra en absolut værdifastsættelse. Vi glæder os!

BL&S Invest er nu børsnoteret

Bestyrelsen for BL&S Invest efterkom mange medinvestorers ønsker om at lade foreningen børsnotere i 2009, og samtidig blev andelene delt i forholdet 1/50. I disse tider er der et kraftigt øget fokus på offentlig tilgængelighed og transparens, og det er vi naturligvis glade for som investorer. Men det giver også os en forpligtelse til at være på forkant med udviklingen, og derfor vurderede vi blandt andet, at det var den rigtige løsning at børsnotere foreningen.

Vi håber, at vores medinvestorer værdsætter børsnoteringen. Beviserne kan nu handles direkte på netbanken. Selvfølgelig er det også fornuftigt, at den indre værdi og kurs dagligt

figurerer på depotudtoget fra banken, selvom vi fortsat vil minde om, at der findes bedre beskæftigelser for langt de fleste mennesker end at tjekke børskurser dagligt. Husk at et tab er 2,5 gange så smerteligt som glæden ved gevinst!

Årsmøde

Vores årsmøde for medinvestorerne i BL&S Invest finder sted den 22. april. Vi indleder med Specialforeningen BL&S Invests generalforsamling anført af bestyrelsesformand Poul Almlund. Når denne formelle del af seancen er overstået, tager vi fat på et par timers snak og diskussion om vores investeringer, og slutter af med lidt godt til ganen. Vi glæder os til at se dig og du er meget velkommen til at medbringe en eller flere ledsager(e). Alle er mere end velkomne.

Vi vil til årsmødet udarbejde en analyse over virksomhedernes indtjeningsevne opgjort pr. andel, også kaldet "Look-through-earnings", første gang publiceret i vores halvårsrapportering fra 2009.

Look-through-earnings giver et mere retvisende billede af porteføljernes gennemsnitlige indtjening pr. andel ved at tage højde for vægtningen af de enkelte selskaber i porteføljen. Vi forventer at udsende analysen sammen med indkaldelsen til foreningens generalforsamling, der forventes udsendt efter påske. På årsmødet den 22. april vil vi naturligvis gennemgå og diskutere analysen med vores medinvestorer.

Vi glæder os over at have stadig flere medinvestorer, der deler vores investeringsfilosofi, og ser frem til mange gode år, hvor vi sammen kan glæde os over at være aktionærer i mange fremragende virksomheder, som i disse udfordrende tider fører os på rette vej.

Med venlig hilsen

Bundgaard, Lund & Simoni Capital Management Fondsmæglerselskab A/S



Peter Bundgaard
Partner, direktør



Anders Lund
Partner



Erik Simoni
Partner



Per Østergaard
Partner