

Årsbrev til medinvestorerne

Skodsborg, marts 2011.

Kære medinvestor,

Masser af penge, men hvordan kan de anvendes bedst? Det er den lykkelige udfordring, som langt hovedparten af vores porteføljeselskaber står i her i begyndelsen af 2011.

Det kan i dag virke besynderligt, at vi for lige godt to år siden stod i en situation, hvor investorer på aktiemarkedet handlede selv solide selskaber til kurser, der nærmest indikerede at konkursen stod for døren. Men desværre har aktiemarkedet en tendens til nogle gange at skyde langt forbi målet, blandt andet fordi så mange investerer kortsigtet.

Hvis man som medinvestor i BL&S Invest, afdeling Danske Aktier havde solgt på bunden i marts 2009, så ville man have mistet mere end halvdelen af sine penge. Det var der heldigvis næsten ingen, der gjorde. Billedet for den langsigtede investor er meget anderledes.

Situationen for de medinvestorer, der tegnede andele ved afdelingen lancering 26. februar 2008 er, at de pr. 26. februar 2011 har fået et afkast på 22,89 pct. efter omkostninger. Det betyder, at 50.000 kr. investeret ved etableringen af afdeling Danske Aktier pr. 26. februar i år er blevet til 61.445 kr., inklusive geninvesterede udbytter. Til sammenligning har markedsafkastet, målt ved OMX Copenhagen Capped-indekset, i samme periode været på minus 4,73 pct., inklusive udbytter men før omkostninger.

Nu er historiske afkast naturligvis ingen garanti for fremtidige afkast. Og tre år er ikke længe set i forhold til det tidsperspektiv vi har, når vi investerer. Men vi er glade for, at vi trods den voldsomme turbulens på aktiemarkederne over de seneste tre år, har været i stand til at levere et positivt afkast til medinvestorerne.

Afdelingen Globale Aktier har fra lanceringen 30. september 2008 til 26. februar 2011 givet et samlet afkast på 36,53 pct. efter omkostninger. Det er også væsentligt mere end den generelle udvikling på de globale aktiemarkeder. Men vi føler det er for tidligt konkret at vurdere afdelingens historiske afkast. Vi ser dog frem til at vi kan bedømme afkastet når der er gået længere tid.

De selskaber vi har valgt at investere i, har i stor stil brugt kriseårene på at trimme deres forretninger ved at tilpasse deres organisationer, og gå omkostningerne igennem med en tættekam. De har også brugt meget tid på at se på deres finansielle position. Heldigvis har vi fra begyndelsen fokuseret meget på selskabernes økonomiske sundhedstilstand. Men alle dygtige virksomhedsledere har sikkert tilbragt mere tid i banken end forventet, både for at sikre sig fortsat opbakning fra banken, og for at vurdere, om deres bankforbindelser selv var stærke nok til at kunne være en solid og langsigtet partner.

En del af dem, der solgte ud af deres investeringer under finanskrisen, gjorde det formentlig ikke fordi de ville, men fordi banken gjorde det for dem, da de havde spekuleret for lånte penge. Som den legendariske investor Warren Buffett bemærkede i sit årsbrev for 2010 til aktionærerne i investeringsselskabet Berkshire Hathaway, så er investeringer for lånte penge noget der går rigtig godt, så længe investeringerne går godt, og derfor hurtigt kan blive vanedannende. Men hvis det går modsat, så ender tidligere tiders flotte resultater med et stort rundt nul, eller direkte tab.

Det samme gør sig gældende for virksomheder, som har været for tyndt kapitaliserede i de gode tider, og har fundet store kraterer i regnskabet da først krisen satte ind.

Gældfrie selskaber har frihed

Sådan forholder det sig ikke for porteføljeselskaberne i BL&S Invest, der generelt er særdeles stærkt kapitaliserede, enten uden gæld eller med en beskedne gæld i forhold til indtjening og frie pengestrømme. Det mindsker naturligvis afhængigheden af bankerne, og skaber gode muligheder for øgede udbytter til aktionærerne, tilbagekøb af aktier eller værdiskabende opkøb.

Eksempelvis er vores porteføljeselskaber Walgreens, Johnson & Johnson, Kuehne + Nagel, Novo Nordisk, FLSmidth, SimCorp, United International Enterprises og ØK alle reelt gældfrie og har konstanter stående i banken. Flere af selskaberne anvender aktuelt dele af deres overskydende kapitalberedskab til værdiskabende aktietilbagekøb, til glæde for de langsigtede aktionærer.

Netop det faktum, at pengene så at sige sprøjter ud af vores selskaber over en bred kam, øger vores fokus på ledelsens ambitioner, fokus og evner i relation til at allokere kapital.

Vi anser kapitalallokering som nøglen til fremtidig værdiskabelse. Og vi fokuserer meget på anvendelsen af kapital, når vi den kommende tid møder ledelserne for de selskaber, vi har investeret i.

Den dygtige leder investerer langsigtet i sin forretning efter en nøje vurdering af risiko og afkast muligheder, også selvom det på kort sigt kan give lidt modvind.

Et godt eksempel er NKT, som over de seneste 3 år, har investeret kraftigt i kapacitetsudvidelser i kabel-divisionen. NKT har opført en helt ny fabrik i Køl in i Tyskland til mere end 1 milliard kr., der fremstiller mellem- og højspændingskabler. Der er også blevet købt en højspændingsfabrik i Kina, som med efterfølgende investeringer løber op i mere end 300 mio. kr.

Disse investeringer, som de kommende år skal give attraktive afkast, har i første omgang væsentligt påvirket afkastet på den investerede kapital. Afkastet for NKT koncernen faldt således i 2010 til 7,5 pct., mens NKT's afkast på den investerede kapital for bare tre år siden var på mere end 20

pct. Det er en udvikling, som blev straffet hårdt af aktiemarkedet, der generelt er lige så tålmodig som en hormondrevet teenager. Sidste år gav NKT blot et afkast på 3,3 pct. inklusive udbytte, hvilket var væsentligt under den generelle markedsudvikling, særligt for industriselskaber.

På trods af kostbare indkøringsproblemer for den tyske fabrik og ekstraomkostninger til et stort kabelprojekt, som i alt belaster resultatet for 2010 med omkring en kvart milliard kr., så ser vi med optimisme frem til en vending og tror på, at NKT, kan nå sin nye målsætning om igen at bringe afkastet på den investerede kapital op på 20 pct., måske endda før 2015, som NKT selv forventer.

Det kræver mod, klarsyn og disciplin at gennemføre så store anlægsinvesteringer, og det er præcis hvad NKT's topchef, Thomas Hofman-Bang, viser, med opbakning fra en kompetent bestyrelse.

Vi ønsker ledelser, som vurderer de langsigtede muligheder for via kapitalallokering at skabe de bedst mulige afkast. Modsat er vi skeptiske overfor ledelser, som anvender kapital til opkøb, der ikke umiddelbart eller på kort til mellemlangt sigt skaber værdi.

Langsigtede "strategiske" opkøb giver sjældent et højt afkast, så dem forholder vi os generelt mere skeptiske til. Det afgørende er, om et opkøb skaber værdi for aktionærene. Ikke, om direktøren får et større kongerige at herske over.

Pengene ligger ofte bedst i aktionærernes lommer

Hvis pengene brænder i lommen hos ledelserne rundt omkring, og der ikke er gode argumenter for at geninvestere de frie pengestrømme i forretningen eller ved opkøb, forventer vi som medejere af virksomheden at modtage pengene. Enten i form af udbytter, eller ved at selskaberne køber egne aktier tilbage for at annullere dem, så vi kommer til at eje en større del af virksomheden.

BL&S Invests fokus på forretningsmodeller med lav kapitalbinding, høje frie pengestrømme samt stærke balancer betyder, at den finansielle styrke af BL&S' investeringer er høj, og at vores selskaber oven på afslutningen af regnskaberne for 2010 generelt i stor stil har øget udbytterne og tilbagekøb af aktier.

Vi kan for 2010 glæde os over, at vores selskaber generelt er steget rigtigt pænt i kurs og har givet attraktive udbytter. Den bedste investering i den globale aktieportefølje det forgangne år var den Hong Kong-baserede kosmetikkæde Sa Sa International, der gav et samlet afkast på 94,1 pct. (inkl. udbytter) målt i Hong Kong dollar. Og justeret for en styrket Hong Kong-valuta er afkastet på mere end 100 pct.

I efteråret 2010 var vi på rundtur i Asien, hvor vi bl.a. besøgte Sa Sa. Efter en længere taxatur ankom vi til selskabets hovedkvarter, som sandt at sige ikke var prangende. Det er altid berigende for os som investorer at møde selskaberne på hjemmebane. Ved mødet med Sa Sa fik vi bekræftet, at selskabet er ekstremt omkostnings-fokuseret, og at der er tænkt grundigt over den fremtidige strategi. Efterfølgende var vi på sightseeing i flere butikker i Hong Kong. Det var indbydende butikker, med et fantastisk service-fokuseret personale.

Vi tror på at selskabet har muligheden for at vokse med høje vækstrater i de kommende år, og at især en igangværende ekspansion på det kinesiske hovedland er særdeles interessant. Hvis du

ønsker at læse mere om Sa Sa, beskriver vi selskabet nærmere i bogen "Vores selskaber", som er vedlagt dette årsbrev. Såfremt du ønsker flere eksemplarer af bogen, eller kender nogle der kunne være interesserede, skal du blot kontakte os. Vi sender gerne flere eksemplarer.

I den danske aktieportefølje har der også været en lang række selskaber, der har klaret sig rigtig godt. Her skal blot fremhæves et par stykker, der i 2010 klarede sig usædvanligt godt:

Novo Nordisk, som gav et samlet afkast på knap 90 pct., drevet af fortsat højt momentum i selskabets omsætningsudvikling, fortsat forbedrede indtjeningsmarginale, vækst i frie pengestrømme, en stærk markedspenetrations af den nylancerede insulin-analog Victoza, samt positive kliniske resultater for selskabets diabetes projekter i afsluttede kliniske forsøg. Begge BL&S Invests afdelinger har været aktionærer i Novo Nordisk i 2010, trods vores skeptiske syn på sundhedsvirksomheder generelt.

Coloplast imponerede driftsmæssigt i 2010 med en markant styrket indtjeningsevne og pengestrømsgenerering, opnået gennem de seneste års effektiviseringer, der er blevet kompetent gennemført af en handlekraftig bestyrelse og ledelse. Det belønnede aktiemarkedet med en samlet kursstigning på godt 60 pct. Coloplasts ledelse lancerede ligeledes i forbindelse med aflæggelsen af årsregnskabet nye finansielle mål for den fremtidige indtjeningsevne, hvor ambitionen er at forbedre indtjeningsmarginalen til et niveau, der vil være blandt branchens mest profitable, svarende til indtjeningsmarginale i niveauet ca. 30 pct., mod 21 pct. for regnskabsåret 2009/10.

Langsigtede investeringer

Vi lægger stor vægt på at være i tæt dialog, både med de virksomheder vi investerer i eller overvejer at investere i, og med vores medinvestorer og andre interessenter.

Et spørgsmål, vi har hørt en del på det seneste er, om det ikke er fornuftigt at vente lidt med at investere, fordi aktiemarkedet er steget meget gennem en længere periode.

Vi har ingen idé om, hvorvidt aktiemarkedet skal stige eller falde på hverken kort eller mellemlang sigt. Hvad vi kan forholde os til, at udviklingen i vores selskaber, og værdiansættningen af dem. Generelt noterer vi med tilfredshed, at aktiekurserne ikke kun er steget, men at selskaberne i stort omfang også har leveret en solid fremgang i deres indtjening. Blandt andet på den baggrund vurderer vi, at der fortsat er potentiale for både kursstigninger og attraktive direkte afkast i form af udbytter, for de selskaber vi har investeret i.

Egentlig kan vi godt lide perioder med lave aktiekurser, for det gør os i stand til at købe aktier i gode selskaber til en billig pris. Men vi tror ikke på, at det er muligt i længden at forsøge at gå ind og ud af aktiemarkedet, baseret på hvad man mener der kommer til at ske. Som et eksempel kan nævnes, at hvis man i slutningen af 1995 havde investeret 100.000 kr. i alle danske børsnoterede aktier, så ville man ved udgangen af 2010 have aktier for godt 395.000 kr. Men hvis man ikke havde haft aktier de 20 dage i løbet af perioden, hvor aktiemarkedet steg mest, så ville de samme 100.000 kr. blot være blevet til godt 165.000 kr., hvilket er en forskel, der er til at tage og føle på.

Såfremt vi føler, at aktiemarkedet generelt kommer op i et niveau, hvor det ikke længere er muligt at finde gode selskaber til en attraktiv pris, så vil vi fortælle det. Vi har vores egne penge investeret

i BL&S Invest, og vi er naturligvis ikke interesserede i at løbe en unødigt risiko med de penge, som vi selv har tjent, og som udgør den økonomiske sikkerhed for os selv og vores familier.

Fokus på inflationssikring

I sidste årsbrev til medinvestorerne advarede vi om faren for stigende inflation på sigt – nu er emnet højest på dagsordenen.

Stigende fødevarer priser fører til social uro, og har sandsynligvis været den afgørende faktor for de uroligheder, som skyller gennem Mellemøsten, hvor fattige befolkninger gør oprør mod diktaturer. Den politiske ledelse i verdens folkerigeste land, Kina, har også fulgt med og har proklameret, at kampen mod stigende priser skal optrappes.

Et naturligt våben i kampen mod inflation, er at forhøje renterne. Vi ser allerede stigende renter i Asien og forventer, at det spreder sig til både USA og Europa i den kommende tid.

Vi vil som sidste år opfordre vores medinvestorer til at overveje, hvor høj en andel af fast forrentede obligationer, som det er fornuftigt at placere sin formue i. Samtidig gør vi også opmærksom på, at stigende renter formentlig i perioder vil føre til større kursudsving, ikke kun på obligationsmarkederne, men også på aktiemarkederne. Men igen vil vi fokusere på selskabers værdiskabelse og forudsigeligheden i deres udvikling, mens vi ikke vil bekymre os om kortsigtede kursudsving på aktiemarkedet, baseret på investorer, der primært tænker kortsigtet.

Vi har i vores selskabsudvælgelse et skarpt fokus på virksomhedernes forretningsmodel, herunder styrken og evnen til også kortsigtet at kompensere for højere inputpriser ved at hæve priserne over for kunderne. Det gør sig særligt gældende for selskaber med stærke varemærker, uden oplagte substituerende alternativer. Mærkevarer positioneret på meget høje prispunkter, som for eksempel porteføljeselskabet LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton, vil efter vores vurdering ikke opleve et væsentligt ændret efterspørgselsmønster ved prisstigninger begrundet med stigende inputpriser. Det er eksempelvis værd at lægge mærke til, at LVMH selv i finanskriseårene 2008 og 2009 oplevede salgsvækst.

LVMH er sammen med en række fødevarerrelaterede selskaber som Nestlé, Carlsberg og McDonald's, transportvirksomheder som DSV og Kuehne + Nagel og ingeniørfirmaet FLSmidth alle selskaber, der under det seneste råvareboom i 2007 og 2008 demonstrerede, at deres indtjeningssevne ikke blev væsentligt ramt af stigende inputpriser. Det skyldes efter vores opfattelse blandt andet, at selskabernes evne til at fastsætte priserne på deres produkter og ydelser, hænger tæt sammen med niveauet for deres afkast på den investerede kapital, og dermed forretningsmodellens forudsigelighed og værdiskabelsespotentialer.

Vi vurderer, at vores investeringer er robuste overfor stigende inflation, og at flere porteføljeselskaber ligefrem vil opnå indtjeningsmæssig fremgang i konstante priser ved stigende inflation. Verdens største og mest profitable supermarkedskæde, Walmart, vil blive begunstiget af stigende inflation, og det gælder også den markedsledende amerikanske apotekerkæde Walgreen, som i øvrigt har meget lange faste huslejekontrakter, der ikke inflationsreguleres. Endeligt kan nævnes

investeringen i det veldrevne og stærkt undervurderede palmeolieplantage-holdingselskab UIE, som vi vurderer klart vil blive begunstiget af den stigende globale fødevarer-inflation.

Stadig store udfordringer for bankerne

Finanssektoren er - ikke uberettiget - betragtet som hovedsynderen bag den finansielle krise, hvor den klart asymmetriske fordeling mellem økonomisk gevinst og risiko viste sig at have dybe og uheldsvangre samfundsøkonomiske konsekvenser. Finanssektorens rolle som hovedansvarlig bag den finansielle krise har betydet, at lovgiverne har haft et stærkt tiltagende fokus på stramninger i forhold til blandt andet likviditetsberedskab, risikomæssig gearing og størrelsen af egenkapitalen.

Vedtagelsen af ny lovgivning skete først i USA gennem den omfattende såkaldte Dodd-Frank Act, som dog langt fra blev så byrdefuld for banksektoren, som det så ud til i foråret 2009. I europæisk regi sker stramningerne omkring de fælles regler fra Basel komiteen (Basel-3). Stramningerne betyder, at bankaktionærerne i fremtiden må forvente, at bankerne skal have et større likviditetsberedskab samt en højere grad af egenkapitalfinansiering. Det vil samlet set alt andet lige betyde en lavere egenkapitalforrentning i sektoren. De nye regler betyder, at specielt tyske, franske og syd-europæiske banker får behov for yderligere egenkapital, som skal opbygges gennem de fremtidige overskud eller egenkapitaludvidelser.

Indførelsen af de nye fælles regler for bankernes kapitalgrund bliver meget langstrakt, og vil blandt andet på grund af tysk modstand først være fuldt indfaset i 2019, hvilket utvivlsomt indikerer fortsatte væsentlige kapitalgrundlagsproblemer, og udsigten til en udvanding af de nuværende aktionærers ejerskab ved forventede fremtidige kapitaludvidelser. En velfungerede banksektor og kreditgivning er ilt for det kapitalistiske systems anatomi, hvilket de samfundsafledte konsekvenser af den finansielle krise klart illustrerer.

Særlig tyske og franske politikeres uhyre velvillige indsats for at redde de statsgældsramte økonomier i Grækenland og Irland skal utvivlsomt ses i lyset den tyske og franske banksektors meget væsentlige beholdninger af statsobligationer fra de pågældende lande. Hvis lande som Portugal, Irland, Italien, Grækenland og Spanien bliver ude af stand til at betale ydelser på den offentlige gæld, vil det få væsentligt negative konsekvenser for det europæiske banksystem.

I BL&S Globale Aktier indgår ingen europæiske banker. Det betyder dog ikke, at vi helt har fravalgt den finansielle sektor. I Sydkorea har vi investeret i regionalbanken Daegu Bank, der har en ledelse, som vi har tiltro til, og som fremstår som gode bankhåndværkere, hvilket i øvrigt blev bekræftet ved et møde med det sydkoreanske finanstillsyn i september 2010. Sydkorea er et land med stort vækstpotentiale, samtidig med at både den finansielle sektor og myndighederne stadig husker de smertefulde excesser der førte til krisen i Sydøstasien i slutningen af 1990'erne.

Uanset at vi generelt er meget skeptiske over for banker generelt, så er der dog udvalgte selskaber i finanssektoren, som er blevet valgt fordi de fortsat har et attraktivt potentiale. Det gælder investeringsbanken Goldman Sachs, kreditvurderingsbureauet Moody's, samt forsikringsaktiviteterne i Warren Buffets investeringselskab Berkshire Hathaway. Endelig er det store tyske forsikrings-

skab Allianz, der blandt andet ejer den markedsledende obligationskapitalforvalter PIMCO, tilkøbt i december måned 2010.

Afdeling Danske Aktier har ikke været eksponeret mod den danske banksektor siden etableringen i februar 2008, på grund af væsentlig usikkerhed om fremtidige tabsniveauer, regulatoriske stramninger, og heraf afledte negative effekter på bankernes fremtidige forrentning af deres egenkapital. Men i løbet af 2. halvår 2010 er den veldrevne, kapitalstærke og omkostningsfokuserede Ringkjøbing Landbobank blevet en del af porteføljen i afdeling Danske Aktier.

Trods Ringkjøbing Landbobanks vestjyske udgangspunkt i et landbrugsområde, vurderes kreditkvaliteten at være bedre end sektorens generelle tilstand på grund af ledelsens stramme kreditstyring, klare fokus på sikkerheder for lån, samt bankens selektive kundetilgang udenfor lokalområdet med fokus på velhavere og udvalgte liberale erhverv. Denne vurdering støttes af, at Finanstilsynets gennemgang af Ringkjøbing Landbobank i 2010 konkluderede, at bankens kreditkvalitet var bedre end den danske banksektor generelt. I modsætning til de fleste andre danske pengeinstitutter valgte Ringkjøbing Landbobank ikke at modtage bankpakke-II støtte, som ville have givet mulighed for optagelse af statslig hybridkapital og obligationsudstedelser med statsgaranti.

Med venlig hilsen,

På vegne af BL&S Capital Management,

A handwritten signature in blue ink, consisting of several overlapping loops and a trailing line that ends in a small dot.

Peter Bundgaard, partner og direktør.