

Årsbrev til medinvestorerne

Gl. Holte, april 2012

Kære medinvestor,

Hvad er det for en mærkelig mekanisme, der med mellemrum giver os kollektiv hukommelsestab? Selv om vi alle - gennem hele vores levetid - har oplevet, at opgangsperioder og nedgangsperioder med usvigelig sikkerhed har afløst hinanden, så kom nedturen i 2008 fuldstændig bag på alle.

Ja, det er rigtigt, at lige nu står vi midt i en krise. Men det er også rigtigt, at vi i verden omkring os ser de første økonomiske forårstegn - de amerikanske beskæftigelsestal er overraskende gode, vores største eksportmarkeder, Tyskland og Sverige er godt på vej ud af krisen, og de europæiske ledere er nu ved at få inddæmmet eftervirkningerne efter nogle gevaldige sydeuropæiske fester, som flere banker i øvrigt var meget ivrige efter at finansiere. Trods de positive tegn går vi rundt og dukker hovedet, passer på pengene, sukker og føler os slemt kriseramte. Har vi også glemt, at efter enhver nedgangsperiode følger - uvægerlig - en opgangsperiode?

De mismodige markeder.

Lige nu er hængemulerne de dominerende aktører på aktiemarkederne. Selskaberne har gennem 2011 haft indtjeningsfremgang - alligevel har aktiemarkedernes værdisætning af selskaberne i samme periode været faldende.

Når vi ser tilbage på året 2011, kan vi konstatere, at vores selskaber som helhed tjente os godt - særdeles godt endda. De præsterede solid vækst i omsætningen og for den overvejende del af vores selskaber en imponerende indtjeningsvækst. Med den viden kan vi tage det ganske afslappet, at markedet stadig er lidt handlingslammet af krisen og endnu ikke har fundet ud af at afspejle værdien af selskabernes gode resultater i 2011.

BLS Invest afdeling Danske Aktier fik i 2011 et negativt afkast inklusive alle omkostninger på 8,7 procent. Afkastet - som i virkeligheden kun udtrykker aktiemarkedets holdning til værdierne i en vilkårlig periode - her et kalenderår - blev til gengæld markant bedre end afkastet på det generelle marked.

BLS Invest afdeling Globale Aktier opnåede i 2011 et beskedent positivt afkast på 2,2 procent. Selv om afkastet blev positivt, afspejler tallet - efter vores opfattelse - langt fra den underliggende værditilvækst, som kontinuerlig skabes i vores selskaber i den globale portefølje. Afkastet var ikke alene positivt, det blev ligeledes markant bedre end afkastet på det generelle marked.

Her i marts måned kan vi se tilbage på de første fire år med BLS Invest afdeling Danske Aktier. Og vi kan godt - de turbulente tider taget i betragtning - være lidt stolte over at have nået vores primære mål, at skabe et absolut positivt afkast. I løbet af de første 4 års levetid har afdeling Danske Aktier opnået et flot positivt afkast på 31,35 procent, som skal sammenlignes med, at det generelle marked - målt ved KAX Capped, inklusive udbytter - i samme periode er faldet med 13,34 procent.

Det er ganske spændende at betragte det i en bredere sammenhæng: Analysehuset Morningstar har udarbejdet en opgørelse over de seneste 3-års afkast for samtlige danske og udenlandske fonde. Der er forbavsende mange - i alt 6.142. BLS Invest afdeling Danske Aktier er nummer 47 på listen opgjort pr. 19. marts 2012, udelukkende overgået af fonde, som i de seneste 3 år har investeret i udviklingslande.

Indtjeningsfremgang trods negative økonomiske nyheder.

Det vil sikkert overraske de fleste, at selskaberne i det amerikanske Standard & Poor's 500 indeks i 2011 fik en salgsmæssig fremgang på 10 procent, og at driftsresultaterne voksede med 15 procent. Desuden har de store markedsledende selskaber siden 2008 generelt styrket deres kapitalgrundlag ganske væsentligt, og i dag står de helt anderledes velforberejdede til at modstå mere udfordrende konjunkturforskel.

De selskaber, der indgår i BLS' portefølje, har klaret sig endnu bedre end selskaberne i Standard & Poor's 500 indeks. Mere end 80 procent af selskaberne i BLS Invest afdeling Globale Aktier opnåede indtjeningsfremgang i 2011, og deres balancer er særdeles velpolstrede. Mere end en tredjedel af selskaberne i afdeling Globale Aktier er således gældfrie og ligger inde med betydelige disponible midler.

Trods de gode og håndgribelige resultater eskalerede bekymringerne i aktiemarkedene hen over sommeren. Det skyldtes dels en lavere økonomisk vækst i Europa og usikkerhed omkring euro-samarbejdets holdbarhed, dels de intense og foruroligende politiske diskussioner omkring det amerikanske budgetunderskud. Disse diskussioner blev yderligere forstærket af Standard & Poor's nedjustering af den amerikanske AAA-rating. En bedømmelse, der - efter vores vurdering - ikke blot var uventet, men også helt umotiveret. Man kan ikke udelukke, at der er gået amerikansk indenrigspolitik i denne rating. Helt overordnet mener vi, at en nedgradering af den amerikanske gæld er en de facto nedgradering af al gæld.

En alt for lang gældskrise og en fortsat usikker banksektor.

I modsætning til den amerikanske banksektor er de europæiske banker stadig ikke kommet på fode efter finanskrisen i 2008/09. Alle større amerikanske banker blev i foråret 2009 påtvunget

væsentlige statslige tilskud til egenkapitalen for at genetablere tilliden til det amerikanske banksystem.

Efter flere forgæves forsøg på at genskabe tilliden til de europæiske banker konkluderede de europæiske bankmyndigheder, at egenkapitalen i de deltagende større europæiske banker burde styrkes med 110 mia. euro. Men frem for at tvinge bankerne til at styrke deres egenkapital gennem kapitaltilførsler som i USA, har de europæiske bankmyndigheder overladt det til de enkelte banker selv at genetablere egenkapitalen.

Og hvad gjorde de europæiske banker? De fleste reducerede udlånsporteføljen, enkelte supplerede med udstedelse af nye aktier på markedsvilkår. Det hele resulterede i en særdeles behersket udlånsvillighed i Europa, hvilket vi vurderer, har resulteret i en svækkelse af hele den samfundsøkonomiske aktivitet. Den fælles europæiske centralbank ECB forsøgte kort før jul 2011 at lempe finansmarkedernes bekymringer for banksektorens likviditet ved at udbyde en ubegrænset 3-årig lånefacilitet til den europæiske banksektor – uden at det dog har haft synderlig effekt.

På denne baggrund er BLS Invest afdeling Globale Aktier ikke investeret i den europæiske finanssektor. Til gengæld har afdelingen investeringer på den anden side af Atlanten - i kreditvurderingsbureauet Moody's, den markedsledende investeringsbank Goldman Sachs, kreditkortselskabet Mastercard samt Warren Buffetts investerings- og forsikringselskab Berkshire Hathaway.

BLS Invest afdeling Danske Aktier har kun to investeringer i finanssektoren. Det er dels i det yderst omkostningseffektive forsikringselskab Topdanmark, dels i Ringkjøbing Landbobank, som skiller sig markant ud fra den øvrige banksektor. Mens den brede folkelige opfattelse af bankerne til tider kan sammenlignes med grådige størrelser, der privatiserer gevinster og kollektiverer tab, så står Ringkjøbing Landbobank - med sin bundsolide og alligevel succesrige tilgang til bankdrift - som et nærmest ideelt modbillede.

Fortsat væsentlig vækst i udviklingslande.

Kan man forlange en fortsat vækst i væksten? I Kina var den økonomiske realvækst 10 procent i 2010, og i 2011 nåede den "kun" 9 procent. Nok til at skabe bekymringer på aktiemarkederne. Samtidig opstod der tvivl om holdbarheden af det kinesiske vækstboom som følge af en opbremsning i ejendomspriserne og et markant fald i antallet af ejendomshandler. Desuden viste der sig kapitalproblemer i den kinesiske banksektor, og et stort sort lånemarked udenfor det etablerede banksystem bidrog yderligere til nervøsiteten på aktiemarkederne.

Omvendt er den kinesiske middelklasse i hastig vækst, og i takt med denne udvikling vil privatforbruget - efter vores opfattelse - vokse markant, lige som det er tilfældet i andre udviklingsøkonomier. Kineserne anvender fortsat mindre end 1/3 af det kinesiske bruttonationalprodukt til privat forbrug. Til sammenligning er det amerikanske privatforbrug omkring 2/3 af bruttonationalproduktet, så her ligger et stort fremtidigt potentiale.

Væksten i Kina og i andre udviklingslande er fortsat væsentlig højere end i USA, Europa og Japan. Alligevel har bekymringerne omkring den kinesiske vækst sat sine tydelige spor med væsentlige

kursfald på børserne i Shanghai og Hongkong. BLS Invests porteføljeselskaber eksponeret mod udviklingslandene oplevede dog fortsat en væsentlig fremgang i både omsætning, driftsindtjening, frie pengestrømme og udbytter. Og vi vurderer, at udsigterne for den fremtidige vækst er gode.

Til gengæld må vi nok forvente, at den lavere økonomiske vækst i de modne markeder vil give en lavere vækst i de eksportdrevne udviklingsøkonomier. Der ligger imidlertid i udviklingslandenes husholdninger en høj opsparingskvote, hvilket giver væsentlige muligheder for at stimulere den økonomiske vækst gennem øget indenlandsk forbrug.

Begge BLS Invests afdelinger har væsentlige eksponeringer mod vækst i udviklingslandene - enten direkte eller indirekte gennem selskaber med betydelige aktiviteter på disse markeder. BLS vurderer, at priserne lige nu er attraktive, og de gunstige udsigter for fortsat vækst i udviklingslandene har fået os til at øge investeringerne i takt med kursfaldene.

I BLS Invest afdeling Danske Aktier kan vi blandt andet fremhæve FLSmidth, U.I.E. og ØK, der alle henter mere end 80 procent af deres indtjening fra udviklingslande. I afdeling Globale Aktier sker eksponering mod udviklingslande både direkte gennem de i Hongkong børsnoterede kosmetikkæder, Sa Sa International og Bonjour Holdings, kasinooperatøren SJM Holdings samt den sydkoreanske bank DGB Financial Group. Samtidig er afdelingen eksponeret - indirekte men væsentligt - gennem en række stærke mærkevarevirksomheder som LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton og den globalt markedsledende spiritusproducent Diageo.

Vi kan ikke lide overraskelser.

For BLS er en aktie hverken en lottokupon eller en rutsjebanebillett. Som udgangspunkt er vores engagementer lange og tætte, og vores ideelle investeringshorisont er meget lang - måske uendelig. BLS' investeringsstrategi er derfor en utrættelig søgen efter selskaber med en stabil og forudsigelig forretningsmodel, høj omkostningsmæssig fleksibilitet og stabilt høje kapitalafkast.

Efter vores vurdering kan et stærkt grundlag for stabilt høje kapitalafkast enten være en langsigtet forudsigelig efterspørgsel eller en yderst fleksibel omkostningsbase, der hurtigt kan tilpasses skiftende markedsforhold. Selskaberne i afdelingerne Danske Aktier og Globale Aktier har mere stabile og væsentligt højere afkast på deres investerede kapital end selskaberne generelt. Her ligger det solide grundlag for selskabernes kontinuerlige værdiskabelse og vækst. Porteføljeselskaberne i begge afdelinger har over en længere årrække haft en gennemsnitlig årlig forrentning af egenkapitalen i niveauet omkring 30 procent.

Fødevarereproducenter som Nestlé og Danone samt spiritusproducenten Diageo er oplagte eksempler på selskaber, hvor efterspørgslen kan forudsiges med relativ stor sandsynlighed. Og de fastholder deres høje kapitalafkast gennem langsigtede investeringer i stærke mærkevarer og i udbygningen af deres globale distributionsnetværk.

Man kan også fremhæve fastfoodkæderne McDonald's og YUM! Brands. Begge selskaber henter en væsentlig andel af indtjeningen fra franchise-tagere, der driver selskabernes fastfoodrestauranter mod betaling af omsætningsbestemte royalties i niveauet 5 procent. McDonald's har gennem en længere årrække leveret tocifret indtjeningsvækst og årligt udloddet,

hvad der svarer til 5 procent af markedsværdien til aktionærerne gennem udbytter og aktietilbagekøb.

YUM! Brands ejer blandt andet Kentucky Fried Chicken - en fastfoodkæde der er voldsomt succesfuld i Kina. De har siden udskillelsen fra Pepsico i 1994 hvert år leveret to cifrede årlige procentstigninger i indtjeningen. YUM! Brands hentede i 2011 mere end 40 procent af selskabets samlede indtjening fra Kina, hvor salget i 2011 ligeledes voksede med mere end 30 procent.

BLS Invests investeringer i industrisektoren sker alt overvejende i selskaber med stor omkostningsmæssig fleksibilitet og i selskaber med store og stabilt voksende serviceindtægter. Det gælder selskaber som ingeniørselskabet FLSmidth, speditørselskaberne DSV og schweiziske Kühne & Nagel, samt den finske elevatorproducent Kone.

Kapitalapparatet i industriselskaberne FLSmidth og Kone er beskedne, idet selskaberne i høj grad baserer produktionen på underleverandører. Det betyder, at produktionsomkostningerne er fuldt fleksible. FLSmidth og Kone har begge ordrebøger på mere end 1 års produktion. Serviceringen af Kones store installerede elevatorbase er meget profitabel og forudsigelig, blandt andet fordi den er bestemt af sikkerhedskrav om løbende vedligeholdelse. Serviceindtægterne udgør mere end 50 procent af selskabets samlede omsætning og en væsentligt større andel af indtjeningen. Egenkapitalforrentningen i BLS Invests industriselskaber ligger væsentligt over industriselskaber generelt, ligesom stabiliteten og forudsigeligheden er højere end i andre industriselskaber.

Sidste år satte vi særlig fokus på NKT, så nu er det er på sin plads at evaluere 2011.

NKT havde i 2011 mange udfordringer, men afsluttede med positive værdiskabende begivenheder. Flexibles blev frasolgt for 3,8 mia. kr., og provenuet vil blive anvendt til at nedbringe NKT's gæld, så selskabet ved udgangen af 2012 vil nå en gældsratio på 2 gange driftsindtjeningen før afskrivninger (EBITDA). Vanskelighederne på Cables nye fabrik i Köln fortsatte desværre ind i 2011, og det påvirker stadig rentabiliteten negativt. Vi tror, en vending er i gang i Cables, og samtidig kan vi glæde os over Nilfisk Advance, som i 2011 nåede rekordresultater og har god medvind ind i 2012.

NKT har haft brug for en vis langmodighed fra investorernes side. Det er ledelsen åbenbart helt opmærksomme på, for man har en 2015 målsætning, der siger 20 mia. kr. i omsætning, 20 procent afkast af den investerede kapital og en firedobling af resultatet. Hvis vi i de kommende år bare når i nærheden af dette mål, er vi sikret en stærk værdiforøgelse af vores investering i NKT. Man må respektere, at store investeringer i kapitalgode sektoren tager tid. Men når man - som NKT - har en strukturel udvikling i ryggen og de ledelsesmæssige kompetencer er fremragende, så er det kun et spørgsmål om tid, førend NKT Cables kører for fuld kraft.

Noget om lederskab og ejerskab

Prøv at forestille dig, at du er bestyrelsesformand på et flertalsmandat i en markedsledende virksomhed. At du dermed kan sætte rammerne for virksomhedens aktiviteter, udstikke mål og – sammen med virksomhedens operative ledelse - løbende tilpasse og optimere hele herligheden.

Lyder det som en sød dagdrøm? Det er det muligvis. Men for os er det også et praktisk værktøj - en målestok. Vi er konstant på udkig efter selskaber, der bliver drevet som om vi var selskabets øverste ledelse. Det vil sige selskaber, der bygger på en solid, langtidsholdbar forretningsmodel. Der løbende vokser i både omsætning og indtjening. Der tager skyldige hensyn til medarbejdere, lovgivning og miljø. Der utrætteligt arbejder på at sænke omkostningerne og hæve produktiviteten.

Og sidst, men ikke mindst - nærmere størst - at den operative ledelse hver eneste dag tænker på, at de leder en virksomhed. Altså en enhed, hvis grundlæggende formål er at tjene penge til ejerne. Det er virksomhedens egentlige eksistensberettigelse - raison d'être - reason for being. Kapital, der ikke er nødvendig til afkastgivende investering eller til de daglige operationer, skal ud til aktionærene enten i form af udbytte eller gennem aktietilbagekøb.

BLS ser gerne, at virksomhedernes ledelser demonstrerer deres loyalitet og interessefællesskab med selskabets investorer ved selv at købe aktier i selskabet. Vi mener for eksempel, at det har stor betydning for ledelsens beslutninger omkring de ofte meget væsentlige frie pengestrømme, der er af enorm betydning for værdiskabelsen.

Det vækker således begejstring og styrker vores tillid til selskaberne, at ledelsen i både U.I.E. og William Demant mod slutningen af 2011 begge købte aktier i deres respektive virksomheder.

Vi betragter Berkshire Hathaway som en mønstervirksomhed. Her ejer bestyrelsesformanden Warren Buffett omkring en tredjedel af selskabet med en samlet børsnoteret markedsværdi på 200 mia. dollar, og ejerandelen udgør mere end 99 procent af Warren Buffetts formue.

Vi står godt nok i en krise, men udsigten herfra er egentlig ganske god.

BLS vurderer, at veldrevne selskabers aktiekurser fortsat er særdeles attraktivt prisfastsat, og at de udgør et fortræffeligt alternativt til investeringer i obligationer. Nominelt denominerede obligationer skal man være varsomme med. Efter skat og inflation må man - så langt øjet rækker - nøjes med negative realafkast.

Men hvad så med guld? Guld er uovertruffen som fyldning i tænder og det er smukt til smykker. Men ud over det har guld ingen nytteværdi. Det producerer ingen løbende afkast, og ejer du et kilo guld, vil du om en evighed stadig kun eje et kilo guld. Set ud fra en investorsynsvinkel giver guld kun adgang til det narrespil, der går ud på, at man hele tiden er på jagt efter en køber, der er villig til at give en højere pris, end man selv har givet.

Vi forventer, at de samlede aktionærudlodninger ved både udbytter og aktietilbagekøb fortsat i 2012 vil udgøre omkring 5 procent af porteføljeværdierne, og mange gode selskaber har frie pengestrømme på mere end 6 procent af selskabernes markedsværdi. Modsat obligationer med fast rente får vi i en veldrevet virksomhed indbygget inflationsbeskyttelse af indtjeningen, idet gode selskaber kan hæve priserne i takt med stigende inputpriser.

Ikke blot forhåbninger, men klare forventninger.

BLS har taget godt fat på året med solide forventninger til vores selskabs formåen i 2012 og årene fremover. Vi ser mange gode grunde til at være optimistiske på vores selskabs vegne og er klar til at investere i nye attraktive virksomheder både lokalt og globalt. Vi kan naturligvis ikke forudse aktiekurserne, men vi er fast overbeviste om, at med en langsigtet investeringshorisont er investeringsmulighederne gode og afkastene vil komme derefter.

Traditionen tro holder BLS Capital årsmøde tirsdag den 17. april i forlængelse af generalforsamlingen i BLS Invest.

Generalforsamlingen begynder kl. 16.00, og årsmødet begynder umiddelbart herefter kl. 16.30.

Vi håber at se så mange af vores medinvestorer som muligt og bring gerne en ven, som måske kunne være interesseret. Vi byder på et let traktement i forbindelse med mødet.

Adressen er som vanlig Nordatlantens Brygge, Strandgade 91, 1401 København K.

Med venlig hilsen,

På vegne af BLS Capital Fondsmæglerselskab,



Peter Bundgaard, partner og direktør.