

Halvårsorientering Specialforeningen BL&S Invest

Skodsborg, august 2010

Kære Medinvestor,

De seneste to år har været uhørt turbulente, men samtidig været en syretest på investeringsfilosofien i BL&S Capital Management. Vi har set vores formue blive halveret i afdeling Danske Aktier på grund af kursfald, men også at de medinvestorer som fastholdt deres investeringer, hvilket heldigvis har været stort set alle, i dag godt og vel har vundet det tabte ind igen.

Vi har også set et aktiemarked, der både har opført sig irrationelt og rationelt. Da krisestemningen var på sit højeste, blev vores porteføljeselskaber straffet lige så hårdt som andre aktier. Men efterfølgende står det klart, at porteføljeselskaberne har været i stand til effektivt og beslutsomt at tage bestik af situationen, og både skåret hårdt i omkostningerne og fastholdt langsigtede investeringer, for at sikre fremtidig vækst.

I første halvår blev der skabt et afkast efter alle omkostninger på 8,6 pct. i afdeling Danske Aktier og et afkast på 3,5 pct. i afdeling Globale Aktier. Det betyder, at afdelingernes indre værdi ved udgangen af juni var på henholdsvis 966,63 og 1.139,25 kr.

Dermed er der heller ikke i første halvår beregnet afkastafhængigt honorar i afdeling Danske Aktier, da vi naturligvis først skal indhente det samlede tab i afdelingen, før vi kan opkræve mere end det faste rådgivningshonorar på 0,5 pct.

Tabel 1: Afkast for 2010 og siden opstart inkl. alle omkostninger.

BL&S Invest	2010 afkast pr. 30. juni 2010	2010 afkast pr. 6. august 2010	Afkast siden opstart pr. 6. august 2010
Afdeling Danske Aktier	8,6 %	14,4 %	4,0 %
Afdeling Globale Aktier	3,5 %	5,6 %	16,3 %

Afd. Danske Aktier er opstartet den 26. februar 2008 og afd. Globale Aktier er opstartet den 30. september 2008.

Det bemærkes, at der ikke af det historiske afkast kan drages slutninger om det fremtidige afkast.

Erfaringerne fra de sidste par år bekræfter, at det er lige så håbløst at forudsige den fremtidige udvikling på aktiemarkedene, som det er at forudsige vejret for det næste år. Men man kan godt skønne, at det typisk vil være varmere om sommeren end om efteråret. Og vi vurderer, på linje med de fleste andre investorer,

at aktiemarkedets isvinter er bag os. Men vi mener samtidigt, at det endnu er for tidligt at tro på en skyfri himmel.

Kompetent og handlekraftig ledelse i porteføljeselskaberne

De seneste par års turbulente tid har medført uventede og mange ændringer i det arbejdsklima, som selskaberne opererer i. Det har dog ikke betydet, at BL&S Capital Management har ændret investeringsfilosofi. Vi investerer netop i selskaber, som er klædt på til både godt og dårligt vejr, og som har en ledelse, der kompetent og handlekraftigt kan gennemføre de nødvendige ændringer uden at fryse til eller overreagere.

Et par gode eksempler er vores porteføljeselskaber i transportsektoren, danske DSV og schweiziske Kühne + Nagel, der ganske vist i første halvår trods kraftigt stigende efterspørgsel på transport har oplevet en mindre fremgang i indtjeningen end de vognmænd og rederier, som selskaberne anvender som underleverandører.

Men DSV og Kühne + Nagel har en forretningsmodel, hvor de køber kapacitet hos underleverandører i takt med udsvingene i kundernes efterspørgsel af transportvolumen, og derfor har selskaberne været både overskudsgivende og værdiskabende under de seneste års brutale økonomiske krise, mens underleverandørerne har været ramt af store underskud. Det viser klart, at såvel DSV som Kühne + Nagel har en langt større indtjeningsstabilitet med deres fokus på bruttoindtjeningen pr. transporteret enhed, end tilfældet er for ejerne af skibe og lastbiler, hvor omkostningsstrukturen er fuldstændigt ufleksibel. Derfor er vi stadig yderst tilfredse medejere af DSV og Kühne + Nagel, og tager ganske afslappet på hvad vi anser for at være et midlertidigt pres på selskabernes marginaler.

Vi har også med stor tilfredshed konstateret, at vores porteføljeselskaber har været i stand til hurtigt og markant at skære i omkostningerne og samtidig fastholdt fornuftige langsigtede investeringer. Eksempelvis har den globale markedsleder inden for kosmetik, franske L'Oréal, der indgår i afdeling Globale Aktier, øget investeringerne i salg og markedsføring, på trods af at annoncepriserne har været under stort pres, og dermed har L'Oréal markant øget sin synlighed i markedet, samtidig med at selskabet har øget fokuseringen på at forbedre produktionseffektiviteten. Det er vores klare vurdering, at effektivitetspotentialer i L'Oréal er meget betydeligt og langt overstiger effektivitetsforbedringerne fra de igangværende tiltag.

Et andet eksempel er NKT Holding, hvor datterselskabet Nilfisk-Advance gennem de sidste to års afmatning i efterspørgslen aktivt har tilpasset omkostningsbasen væsentligt for at afbøde effekterne af et lavere salg. Det er primært sket gennem en acceleration af selskabets udflytning af produktion til lande med lavere lønomkostninger, specielt fra USA til Mexico, samtidig med at selskabet har opretholdt investeringer i en geografisk ekspansion af salget og forsat produktinnovation. Efter vores vurdering står Nilfisk-Advance derfor markant styrket i forhold til at erobre markedsandele og til den fornyede vækst i efterspørgslen, som var åbenlys allerede i regnskabet for første kvartal, der viste øget salgsvækst og væsentligt højere indtjeningsmarginaler.

Konsekvenser af Europas gældskrise

Udviklingen på aktiemarkedene i første halvår viste også, at markederne i høj grad er følsomme over for forventningerne til den fremtidige økonomiske udvikling. Investorerne belønnede sidste år i høj grad Kina for at have klaret sig imponerende godt igennem den globale økonomiske krise, men i år har det kinesiske aktiemarked, som vi i øvrigt på intet tidspunkt har investeret i, været blandt de svageste markeder.

Også i Europa, bortset fra Danmark, har kursudviklingen i første halvår været afdæmpet. Der har været et voldsomt fokus på forårets gældskrise i Grækenland og på de finanspolitiske og makroøkonomiske risici i lande som Portugal, Italien, Spanien og Irland. Konsekvensen har været, at aktiemarkedene i høj grad har inddiskonteret negative forventninger til den økonomiske udvikling i Europa i forhold til såvel USA som udviklingslandene.

Der er for os ingen tvivl om, at gældskrisen og den heraf afledte tillidskrise til euroen vil få en negativ effekt på privatforbruget i eurolandene, der allerede er præget af en høj arbejdsløshed i Sydeuropa, og at der fortsat vil være en bekymring for en forværring i arbejdsløsheden. Udviklingen i arbejdsløsheden er en særdeles god indikation for den fremtidige udvikling i privatforbruget, og de meget væsentlige stramninger af de offentlige budgetter, der er blevet annonceret af en række europæiske lande, vil sandsynligvis, udover den negative direkte efterspørgselseffekt, også bidrage negativt til forbrugertilliden.

Nervøsiteten har også givet sig udslag i massive valutaudsving i specielt maj og juni, som betød, at den amerikanske dollar, japanske yen og schweizerfrancen blev væsentligt styrket i forhold til euroen. En svækkelse af euroen er dog et tveægget sværd. På den ene side vil det med stor sandsynlighed skabe problemer for en lang række sydeuropæiske lande, der typisk kun har en begrænset eksportindustri, og derfor må forventes at blive ramt på den lokale efterspørgsel på varer og tjenesteydelser.

Men på den anden side betyder en svækket euro en klar styrkelse af de europæiske eksportvirksomheders konkurrencekraft, og europæiske selskaber med væsentligt salg i direkte konkurrence med selskaber med en omkostningsbase uden for eurozonen (og Danmark) vil opnå en klart styrket konkurrencesituation. Det vil således styrke selskaber som Novo Nordisk og L'Oréal, der har en stor del af omkostningsbasen i kroner og euro, men et væsentligt salg uden for EU.

Det betyder dog ikke, at vi ser en skyfri himmel i horisonten. Selv om det er vores klare opfattelse, at den samfundsøkonomiske vækst globalt set vil fortsætte, og at udviklingslandene utvivlsomt vil opnå en stadig større del af den samlede velstand, så er der ubestrideligt væsentlige udfordringer.

Finanssektoren i bedring

For os at se har den finansielle sektors helbredstilstand fortsat afgørende betydning for udviklingen i den globale økonomiske aktivitet, da bankernes fortsatte tilbageholdende kreditgivning utvivlsomt har haft en afdæmpende effekt på investeringslysten generelt. Trods en vis bedring i hensættelsesniveauerne i banksektoren er tabene fortsat på meget høje niveauer for specielt lån til små og mellemstore erhvervsdrivende, mens husholdningerne generelt, trods store formuetab på lavere ejendomspriser, kan servicere gældsbyrden på grund af de fortsat historisk lave renteniveauer.

Efter vores opfattelse står specielt den europæiske banksektor fortsat over for at skulle styrke egenkapitalen væsentligt. Mens stort set alle de amerikanske storbanker gennemførte kapitaludvidelser i foråret 2009 i kølvandet på en skrap stresstest fra den amerikanske centralbank, er der fortsat ikke i nævneværdigt omfang gennemført frivillige kapitaludvidelser i EU.

Ganske vist viste en europæiske stresstest af knap 100 banker i juli, at der ikke var det store behov for yderligere kapital, men det var nu heller ikke en specielt skrap test, og trods det opmuntrende resultat vil der efter vores opfattelse fortsat være et behov for en styrkelse af de europæiske banker. De har dog også fået hjælp fra et nyt udkast til den globale regulering af bankerne (Basel 3), der efter et vedholdende lobbyarbejde er blevet væsentligt lempeligere og langsigtet i indførelsen af nye kapital- og likviditetsregler.

Derfor er vores hovedkonklusion, at det finansielle system overlever i sin nuværende form, og at bankerne gradvist vil blive styrket. Det vil øge både private og virksomheders mulighed for igen at søge finansiering til ekspansion gennem banksystemet, hvilket bør understøtte væksten i Europa og accelerere investeringer og forbrug, selv om det bestemt ikke vil ske fra den ene dag til den anden.

Afdeling Danske Aktier har endnu ikke været eksponeret mod banksektoren på grund af den fortsatte væsentlige usikkerhed vedrørende sektorens behov for at styrke egenkapitalen og niveauet for den fremtidige forretning af egenkapitalen. Ligeledes vil et eventuelt makroøkonomisk tilbageslag, der ikke ganske kan afvises, utvivlsomt føre til nye væsentlige hensættelsesbehov grundet de senere års udhuling af husholdningernes formue.

Afdeling Globale Aktier ejer dog aktier i den amerikanske investeringsbank Goldman Sachs, der indenfor banksektoren klarede sig bedst gennem den finansielle krise, og som i dag har sektorens stærkeste likviditets- og kapitalgrundlag. Goldman Sachs har også formået at opretholde en forrentning af egenkapitalen på over 20 pct. Omvendt har investeringsbanken været i massiv politisk og mediemæssig modvind i år og fremstår i brede kredse som syndebukken for finanssektorens udnyttelse af regeringsstøtten i 2008 og banksektorens tilsyndeladende endeløse grådighed og mangel på ydmyghed. Men vi vurderer ikke, at Goldman Sachs' forretningsaktivitet er påvirket af den negative offentlige stemning. Vi noterer os, at kursudviklingen har lidt under den kraftige kritik, men mener, at der er tale om en overdreven og kortsigtet frygt blandt investorer, som ikke på nogen måde står i rimeligt forhold til den potentielle skadesvirkning af kritikken. Vi har derfor øget investeringen i Goldman Sachs og noterer os med tilfredshed, at et fald i markedsværdien af selskabet på 20 mia. dollar i første halvår er blevet væsentligt reduceret i juli, efter at selskabet har indgået et forlig til 550 mio. dollar med det amerikanske børstilsyn, uden at erkende skyld i en kontroversiel sag, men dog erkendte, at man kunne have givet mere fyldestgørende oplysninger.

En bedring af banksystemet vil på sigt være understøttende og positivt for værdiskabelsen i vores porteføljeselskaber og føre til stigende indtjening og kursstigninger. Imidlertid betød den totale nedsmeltning af kreditgivningen i slutningen af 2008 og begyndelsen af 2009, at de børsnoterede selskaber, og i særdeleshed vores porteføljeselskaber, har haft et markant fokus på forbedring af deres likvide beredskab gennem optimering af arbejdskapitalen (varedebitorer og varelagre fratrukket varekreditorer), samt gennem en fortsat tilbageholdenhed med nye ekspansive anlægsinvesteringer.

Vores porteføljeselskabers intensive fokus på egenfinansiering og lavere gæld har betydet, at de i dag har et betydeligt finansielt råderum til forretningsmæssig ekspansion og/eller større fremtidige udbetalinger til

aktionærene, hvilket er klart opmuntrende. Eksempelvis vurderer vi FL Smidth til at være ganske overkapitaliseret med mere end 1 mia. kr. i likvide beholdninger, trods et meget behersket behov for kapital til understøttelse af driften og en stor grad af stabilitet og forudsigelighed i selskabets pengestrømme.

Samme investeringsfilosofi hos BL&S Capital Management

Gennem hele krisen og den efterfølgende optur har investeringsfilosofien i BL&S Capital Management været den samme. Vi investerer i selskaber og forretningsmodeller med forudsigelige og vedvarende værdiskabende afkast på den investerede kapital, langsigtet vækst i driftsresultatet, store og forudsigelige frie pengestrømme, en kompetent og handlekraftig ledelse og en aktionærvenlig politik, samt væsentlig evne til at fastsætte prisen på varer og tjenester overfor kunderne gennem stærke mærkevarer, svært substituerbare produkter og/eller opretholdelse af en høj innovationskraft.

Selv om vi ikke kan forudsige det fremtidige vejrlig på aktiemarkedet, så mener vi, at det er sandsynligt, at aktiemarkedet vil begynde at udvise en stigende differentiering mellem eksempelvis de europæiske selskaber, der vil blive konkurrencemæssigt begunstiget af en svagere euro, og de, der kan blive ramt af et lavere privat forbrug og offentlige budgetopstramninger. Det kan også være mellem selskaber, der har en forretningsmodel, som giver mulighed for løbende tilpasning af kapacitet og omkostninger, og som fokuserer på investeringer med højt afkast og kort tilbagebetalingstid, og som har det nødvendige finansielle råderum til at deltage aktivt i branchekonsolidering, i modsætning til kapitalintensive selskaber, der har behov for løbende finansiering og har store udsving i omsætning, indtjening, likviditet og arbejdskapital.

Vi er forberedte på fortsatte skyer, men vurderer at vores porteføljeselskaber på lang sigt står stærkt positioneret i markedet med stærke forretningsmodeller og ledelse til gavn for medinvestorerne i Specialforeningen BL&S Invest, uanset at aktiemarkedet fortsat vil gå både op og ned.

Med venlig hilsen

Bundgaard, Lund & Simoni Capital Management Fondsmæglerselskab A/S



Peter Bundgaard
Partner, direktør



Anders Lund
Partner



Erik Simoni
Partner



Per Østergaard
Partner