

## Halvårsorientering

### Specialforeningen BLS Invest

Gl. Holte, september 2011

Kære medinvestor,

En stor del af første halvår 2011 har været karakteriseret ved et næsten dagligt mediemæssigt bombardement med negative økonomiske nyheder om astronomiske statslige gældssætninger, arbejdsløshed, svagt privatforbrug, bekymringer for ejendomsmarkederne i blandt andet Kina, USA og Danmark og senest nedjusteringen af den amerikanske kreditværdighed. Siden halvårets afslutning har der været markant modgang på de globale aktiemarkeder, hvilket også har ramt porteføljeselskaberne i BLS Invest. Som rådgiver for BLS Invest har vi i BLS Capital benyttet markante kursfald i enkelte virksomheder til at øge eksponeringen mod de selskaber, hvor vi vurderer at kursfaldene er ude af trit med de langsigtede værdier.

Den seneste tids markedsudvikling kunne give grobund for et ensidigt sortsyn på fremtiden, men trods de åbenlyse makroøkonomiske udfordringer oplever verden fortsat vækst i Europa og USA, samt ikke mindst i udviklingslandene.

Porteføljeselskaberne i BLS Invests to afdelinger har skabt fortsat fremgang i såvel absolut indtjening som indtjeningssevne gennem første halvår 2011, hvilket har afspejlet sig i et - om end beskedent - så dog positivt afkast for begge afdelinger også i første halvdel af 2011.

I BLS Capital, der blandt andet er rådgiver for Specialforeningen BLS Invest, har vi fortsat et positivt syn på de kommende års udvikling i porteføljeselskabernes indtjening, frie pengestrømme og uddeling af kapital til aktionærerne i form af udbytter samt tilbagekøb af aktier.

BLS Invest	2011 afkast pr. 30. juni 2011	Afkast, etablering til 30. juni 2011	2011 afkast pr. 31. august 2011
Afdeling Danske Aktier	2,1 %	24,9 %	-12,5 %
Afdeling Globale Aktier	3,4 %	39,6 %	- 1,7 %

Siden etableringen 26. februar 2008 har afdeling Danske Aktier opnået et afkast inkl. geninvesterede udbytter på 24,9 pct. efter omkostninger. Vi går ikke efter at slå markedsafkastet på kort eller mellemlang sigt, men til sammenligning er OMX Copenhagen Capped indekset i samme periode har givet et afkast på - 11,6 pct. Fra 1. januar til 31. august 2011 har afdeling Danske Aktier givet et afkast på - 12,5 pct., mens afdeling Globale Aktier har givet et afkast på - 1,7 pct.

Afdeling Globale Aktier har givet et afkast efter omkostninger på 39,6 pct. fra etableringen 30. september 2008 til 30. juni 2011. Denne afdeling styres heller ikke efter løbende at slå et markedsindeks, men til sammenligning er MSCI verdensindekset<sup>1</sup> steget med 15,2 pct. i afdelingens levetid. Afdelingen har dog endnu ikke eksisteret i tre år, hvilket normalt er minimum for at vurdere afkastudviklingen.

For begge afdelinger gælder, at historiske afkast ikke er nogen garanti for fremtidige afkast.

## Fokusering på stabile selskaber

Fokuseringen på stabile og forudsigeligt voksende og markedsledende selskaber, har sammen med en fortsat bred fremgang i både omsætning, rentabilitet og frie pengestrømme hos porteføljeselskaberne, skabt fundamentet for afkastudviklingen i afdelingerne.

Trods den svagere kursudvikling på aktiemarkederne i udviklingslandene gennem første halvår er vækstmulighederne her fortsat større end i de modne markeder i Europa, USA og Japan. BLS Capitals vurdering er, at der er lavere risiko i en indirekte eksponering mod vækstmarkederne, da langt fra alle selskaber, der har hjemsted i udviklingslandene lever op til de højeste standarder for god ledelses- og regnskabsførelse.

Aktieindeks i DKK	2011 afkast pr. 30. juni 2011
OMX Copenhagen Capped	-6,6 %
MSCI World All Countries	-2,1 %
MSC Emerging Markets	-6,7 %

Afdelingernes eksponeringer mod udviklingslandene sker derfor overvejende indirekte gennem selskaber med væsentligt salg på disse markeder, som eksempelvis FLSmidth, ØK og Carlsberg i afdeling Danske Aktier samt L'Oréal, Danone og LVHM i afdeling Globale Aktier.

## Stabilitet gennem et begrænset antal selskaber

Den selektive og fokuserede aktieudvælgelse baseret på aktive tilvalg af et begrænset antal porteføljeselskaber betyder, at alene selskaber med vedvarende konkurrencemæssige fordele og værdiskabelse udvælges til porteføljerne. Som rådgiver for BLS Invest er det vores vurdering, at det langsigtede afkast maksimeres gennem en nøje selektiv udvælgelse af virksomheder, ligesom den absolutte risiko efter vores opfattelse begrænses gennem investeringer i forudsigelige og stabile pengestrømsgenererende selskaber.

Til illustration af porteføljeselskabernes langsigtede tilpasnings- og overlevelsessevne under ændrede rammebetingelser kan man eksempelvis se på det gennemsnitlige stiftelsesår for porteføljeselskaberne. Selskaberne i afdeling Danske Aktier har i snit 100 års bag sig, mens virksomhederne i afdeling Globale Aktier i snit er grundlagt for 110 år siden. Det yngste selskab i afdeling Globale Aktier er kosmetikkæden Sa Sa International, der blev stiftet i 1978, og i øvrigt fortsat har det stiftende ægtepar i ledelsen, mens det yngste selskab i afdeling Danske Aktier er IT-virksomheden SimCorp, der blev grundlagt i 1971.

<sup>1</sup> MSCI World indtil 31. december 2010 og MSCI AC World fra 1. januar 2011, begge inkl. nettoudbytter.

I BLS Capital mener vi, at velafprøvede værdiskabende forretningsmodeller skaber bedre og mere forudsigelige afkast end at forsøge at gætte hvem morgendagens vindere er. Af samme grund har eksempelvis biotek-selskaber aldrig indgået i porteføljerne.

Porteføljesammensætningen har en væsentlig tyngde mod forbrugsselskaber, der af BLS Capital vurderes til at have en dygtig ledelse, være voksende og værdiskabende, som eksempelvis Carlsberg, Nestlé, L'Oréal, McDonald's, Walmart, LVMH og Sa Sa International.

De markedsledende mærkevareselskaber demonstrerede under det seneste råvareboom i 2007/08, at selskaberne gennem prisstigninger og effektivitetsforbedringer kunne kompensere for de hastigt stigende råvarepriser og således fastholde en vækst i driftsindtjeningen. De stigende råvarepriser gennem 2010 og i begyndelsen af 2011 skabte bekymringer i aktiemarkedet for indtjeningsudviklingen i råvareforbrugende forbrugsselskaber, hvilket udløste et - efter vores mening - ubegrundet kursfald i en række forbrugsaktier.

Kursfaldene blev udnyttet til at tilkøbe den franske fødevarer virksomhed Danone og øge beholdningerne selektivt i andre forbrugsselskaber. Danone er globalt markedsledende indenfor en række mejeriprodukter som yoghurt og er velpositioneret i forhold til fødevarer kategorier med vækst, og salget i udviklingslande udgør 45 pct. Hertil kommer et salg på 5 pct. i USA, som Danone selv klassificerer som et udviklingsmarked for yoghurt, set i lyset af USA's lave, men voksende forbrug pr. indbygger.

Afdelingerne er ikke i væsentligt omfang direkte eksponeret mod dansk forbrug, hvor den danske forbruger fortsat har en tilbageholdende forbrugsvillighed.

## **Kontinuerlig salgsvækst og erobringer af markedsandele**

Salgsvækst skaber bedre muligheder for at fastholde og/eller forbedre indtjeningsevnen i alle virksomheder, da der årligt er et løbende opadgående pres i omkostningsbasen, bl.a. i form af fortsatte lønstigninger.

Det er således glædeligt, at over 3/4 af selskaberne i både afdeling Danske Aktier og afdeling Globale Aktier erobrede markedsandele i 2010 i deres respektive markeder. En udvikling, som vi forventer vil kunne fortsætte i de kommende år. I denne forbindelse kan Carlsberg fremhæves, da bryggeriet eksplicit i forventningerne til 2011 formulerede, at forventningerne er at øge markedsandelen på markeder, der samlet udgør to-tredjedele af omsætningen.

Kontinuerlige markedsandelserobringer er ligeledes en integreret del af Nestlés succesfulde forretningsmodel, hvor adm. direktør Paul Bulcke i foråret gentog, at vækst ikke alene var et spørgsmål om eksponering til udviklingslande, men at mulighederne for erobring af markedsandele i modne markeder som Europa og USA er uanede.

Markedsmæssig medvind skaber selvsagt lettere vilkår for omsætningsvækst og rentabilitetsforbedringer. Under et nyligt møde med den succesfulde schweiziske speditør Kühne & Nagel fremhævede finansdirektøren over for os vigtigheden af deres vedvarende omsætningsvækst for udnyttelse af den operationelle gearing, hvor selskabet forventer at kunne omsætte en 10 pct. salgsvækst til en 15 pct. vækst i driftsresultatet.

På trods af at Kühne & Nagel er den største speditørindkøber af containerkapacitet globalt, er markedsandelen på under 2 pct. i et marked, som langsigtet ventes at vokse med 5-6 pct. årligt. Kühne & Nagel fremhævede, at speditørernes andel af den samlede globale containervolumen alene udgør 35 pct. mod rederiernes 65 pct., med en kontinuerligt stigende speditørandel. Det er vores vurdering, at danske DSV står overfor tilsvarende vækst og operationelle gearingsmuligheder.

Den ledende detailkæde for salg af kosmetik og parfume i Hong Kong, Sa Sa International, oplever for tiden en voldsom markedsdrevet salgsvækst på over 20 pct. p.a., da forbrugere fra det kinesiske hovedland i tiltagende grad rejser til Hong Kong for at købe kosmetik. Det skyldes i høj grad muligheden for at vælge blandt et bredere udvalg af de kendte parfume- og kosmetikmærkevarer, uden de luksusafgifter og moms der er på det kinesiske fastland. I de første måneder af Sa Sa's nye regnskabsår, der begyndte 1. april, har kæden oplevet en salgsvækst på over 40 pct. og tilsvarende imponerende vækst på hele 29 pct. i salgsudviklingen i eksisterende butikker. Til sammenligning opnår succesfulde Hennes & Mauritz normalt 1-3 pct. salgsvækst i eksisterende butikker.

Telekommunikationselskaber indgår ikke i porteføljerne, fordi de står over for en markedsræssig modvind, med vedvarende pres på salgspriser og kontinuerligt behov for tilpasning af omkostningsbasen, blot for at fastholde det eksisterende indtjeningsniveau. Det er alt andet lige betydeligt lettere at skabe fremgang med strukturel markedsræssig medvind, end i evigt udfordrende Sisyfos-sektorer. Derfor er det vores opfattelse, at det er en fordel at fokusere på den enkelte industri- og selskabsattraktion fremfor at skulle sammensætte en portefølje, som i store træk afspejler aktiemarkedets, og dermed et benchmarks, sammensætning.

## **Bredt funderet indtjeningsfremgang og attraktive aktionærudlodninger**

Indtjeningsfremgangen i porteføljeselskaberne i 2010 var over 30 pct. i afdeling Danske Aktier og over 20 pct. i afdeling Globale Aktier. I 2011 forventer vi, at langt hovedparten af porteføljeselskaberne vil præstere en fortsat indtjeningsfremgang.

Porteføljeselskaberne har styrket balancerne efter den finansielle og bankræssige krise i 2009. UIE, FL Smidth, SimCorp, Kühne & Nagel, Sa Sa International og den amerikanske apotekerkæde Walgreens har alle betydelige netto-likvide beholdninger, og porteføljeselskabernes gæld er generelt lav i forhold til forudsigeligheden i deres pengestrømme og indtjeningsniveauer.

Samlede aktionærudbetalinger gennem udbytter og aktietilbagekøb på omkring 5 pct. af porteføljernes markedsværdi vurderer vi til at være særdeles attraktivt, og udgør en fornuftig langsigtet beskyttelse af aktionærværdierne. For 2011 forventes fortsat en udlodning på omkring 5 pct. af markedsværdierne gennem værdiskabende og aktionærvenlige kapitaldistributioner.

Fokuseringen på udvælgelse af selskaber med inflationssikrede og stærkt pengegenererende forretningsmodeller betyder, at de frie pengestrømme og aktionærudlodninger forventes at stige over tid, trods det allerede høje udlokningsniveau. Set i lyset af de stærke balancer kombineret med en forventet fortsat indtjeningsvækst, forventes mere end 3/4 af porteføljeselskaberne at ville forøge udbyttebetalingerne for 2011.

I afdelingerne indgår en række selskaber, som har en lang historik for årligt at øge deres udbytte. Dette gælder eksempelvis for Johnson & Johnson og Walgreens i afdeling Globale Aktier, der har øget deres udbytte i henholdsvis 58 år og 35 år i træk.

En række selskaber forventes tilmed at tilbagekøbe over 5 pct. af selskabernes udestående aktier, således at de langsigtede aktionærers andel af selskabernes fremtidige overskud og pengestrømme forøges. Eksempelvis har amerikanske Autozone, der i år er blevet tilkøbt afdeling Globale Aktier, tilbagekøbt 75 pct. af selskabets udestående aktier siden 1998 og tilsvarende har Topdanmark, der har indgået i afdeling Danske Aktier i hele afdelingens levetid, tilbagekøbt 62 pct. af selskabets udestående aktier, ligeledes siden 1998.

Selskabet UIE, der indgår i begge afdelinger, har skabt væsentlig værdi for dets langsigtede aktionærer gennem påbegyndelse af et aktietilbagekøb. Denne værdiskabelse skal særligt ses i lyset af den store holdingdiscount, som UIE handles med i forhold til markedsværdien af det - efter vores vurdering i forvejen undervurderede malaysiske plantageselskab, United Plantations, som UIE ejer 46 pct. af, og som UIE tilmed langsomt forøger ejerandelen i.

UIE har siden aflæggelsen af dets 3. kvartalsregnskab i november 2010 opkøbt knap 4 pct. af selskabets udestående aktier. Udnyttelse af den imponerende likviditetsgenerering og det betydelige likviditetsberedskab i United Plantations giver langsigtede muligheder for yderligere aktietilbagekøb til glæde for selskabets langsigtede aktionærer, uden at selskabets stærke og konservative finansielle position svækkes væsentligt.

## Forventninger

Det er altid svært at forudsige fremtiden, særligt uden en krystalkugle ved hånden. Men på trods af at vi ikke ejer krystalkugler og er klar over, at der ubestridt er væsentlige fremtidige makroøkonomiske udfordringer i specielt den vestlige verden, så er det vores grundlæggende forventning, at den samfundsøkonomiske vækst vil fortsætte, og at udviklingslandene utvivlsomt vil opnå en stadig større del af den samlede velstand.

Efter halvårets afslutning har regnskaber fra flere porteføljeselskaber resulteret i markante kursfald, som efter BLS Capitals opfattelse er ude af trit med de langsigtede værdier. Afdelingerne har derfor benyttet kursfaldet i enkelte virksomheder til at øge selskabernes vægt i porteføljen.

Som rådgiver for BLS Invest vurderer vi, at afdelingernes porteføljeselskaber er stærkt eksponeret mod fortsat langsigtet vækst i driftsresultatet, frie pengestrømme og i udlodningerne til aktionærerne. Ligeledes er selskaberne generelt kendetegnet ved at besidde en væsentlig pricing-power overfor kunderne gennem stærke mærkevarer, svært substituerbare produkter og/eller gennem opretholdelse af en høj innovationskraft.

Med venlig hilsen,

På vegne af BLS Capital

Peter Bundgaard

Anders Lund

Erik Simoni