

Halvårsbrev

Specialforeningen BLS Invest



Gl. Holte, september 2012

Kære medinvestor,

Eksperterne jamrede... imens steg aktierne

Første halvår af 2012 blev vi nærmest tæppebombet med triste økonomiske analyser og elendige forudsigelser. Om konsekvenserne af euroens mulige forstående sammenbrud. Om stigende statslig gældsætning. Om lavere global økonomisk vækst. Om høj og stigende arbejdsløshed. Om en bekymrende prisudvikling på flere ejendomsmarkeder. Og så videre.

Al den ensidige fokus på de negative nyheder har uden tvivl både dæmpet forbrugernes trang til forbrug og virksomhedernes investeringslyst. Men trods den triste stemning kunne man vejre morgenluft. Aktiemarkederne leverede i første halvår 2012 positive afkast. Det gjaldt både i Danmark og globalt.

Og "vores" aktier klarer sig fint

BLS Capital, rådgiver til Specialforeningen BLS Invest, har ingen ambitioner om at opnå stor værditilvækst på kort tid – nærmest tværtimod. For aktiemarkedet bevæger sig i faser med op- og nedture, der sjældent eller aldrig afspejler den langsigtede værdi af et selskab. Vi vil ikke lade os friste eller skræmme af de vilde feberkurver. Det, vi ønsker at blive målt på, er den værdifaste værditilvækst over en bred front og over et langt tidsforløb.

Alligevel er det naturligvis tilfredsstillende, at begge BLS Invests afdelinger opnåede positive afkast i første halvår 2012:

BLS Invest	Afkast 1. halvår 2012	Afkast Siden opstart
Afdeling Danske Aktier	15,1 %	28,5 %
- Markedsafkast*	10,8 %	-15,9 %
Afdeling Globale Aktier	10,1 %	51,9 %
- Markedsafkast**	8,1 %	22,7 %

*Afdelingen Danske Aktier blev lanceret den 26. februar 2008, og afdelingen Globale Aktier blev lanceret den 30. september samme år. *Markedsafkastet for danske aktier er udtrykt ved OMX Cap inklusive udbytter, og ** markedsafkastet for globale aktier er udtrykt ved MSCI AC World inklusive nettoudbytter.*

De højeste afkast i afdeling Danske Aktier leverede Novo Nordisk, Coloplast og ØK, mens elevatorproducenten Kone, spiritusselskabet Diageo og supermarkedskæden Walmart Stores opnåede de største kursstigninger i afdeling Globale Aktier. Kun ét selskab i afdeling Danske Aktier havde en negativ kursudvikling i første halvår. I afdeling Globale Aktier oplevede to selskaber en negativ kursudvikling i halvåret.

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

Noget om USA

Godt halvdelen af BLS Invests afdeling Globale Aktier er placeret i amerikanske børsnoterede selskaber, blandt andre MasterCard, Berkshire Hathaway, American Express, Autozone og McDonald's. Det har vi gjort ud fra en række årsager, hvoraf tre skal fremhæves:

Værdiskabelse. De amerikanske selskabers ledelser har som regel mere kontant fokus på værdiskabelse end lederne i de øvrige globale selskaber. Især er amerikanerne gode til at styre og geninvestere de frie pengestrømme. Derfor er den gennemsnitlige egenkapitalforrentning også væsentligt højere blandt amerikanske selskaber end blandt selskaberne i den øvrige verden.

De økonomiske vækstbetingelser i USA er nu efter vores vurdering generelt gode. Man har fået tilført tilstrækkelig kapital til banksystemet, man har et fleksibelt arbejdsmarked og boligmarkedet er blevet stabiliseret. Den amerikanske økonomi understøttes af en årlig befolkningstilvækst på 1-1½ procent og en bedre demografisk sammensætning med flere amerikanere i den arbejdsdygtige alder.

Pengepolitikken. Den selvstændige amerikanske pengepolitik giver bedre værktøjer end dem, man råder over i Euro-zonen. Den amerikanske centralbank har selvstændig kontrol med udstedelsen af dollars og den fastsætter rentesatser. Det øger amerikanernes politiske handlemuligheder.

Tæt på udviklingslandene

Udviklingslande med høj økonomisk vækst er naturligvis særdeles interessante for os. Derfor har vi også en ganske betydelig eksponering mod disse lande i begge foreningens afdelinger. Vi har dog relativt få direkte investeringer i selskaber, der er hjemmehørende i udviklingslandene. Som regel har vi eksponeret os mod udviklingslandenes attraktive økonomiske vækst gennem vestlige selskaber med gennemskuelige selskabsstrukturer og rationelt fungerende, tillidsvækkende ledelser.

BLS Invests afdeling Danske Aktier er godt eksponeret mod de højere økonomiske vækstrater i udviklingslandene gennem blandt andre FLSmidth, ØK og United Plantations, der alle henter mere end 75 procent af selskabernes omsætning fra udviklingslandene.

Trods de gunstige vækstudsigter og den aktuelle vækst hos en række af vores porteføljeselskaber med høj eksponering mod udviklingslandene har det kortsigtede og humørsyge aktiemarked gennem første halvår haft mere fokus på de aftagende vækstrater og risikoaversion end på vækstmulighederne.

Denne tilbageholdenhed har så til gengæld medført nogle attraktive kursniveauer, som vi har udnyttet til at forøge eksponeringen mod afdelingernes selskaber med væsentlig aktivitet i udviklingslandene.

Noget om Kina

Centralregeringen i Beijing har reduceret forventningen til den økonomiske vækst fra knap 10 procent til 7½ procent. Alligevel giver det det kinesiske marked særdeles fornuftige muligheder for fortsat salgsvækst i en række brancher. Vi har i begge BLS Invests afdelinger en indirekte - men betydelig - eksponering mod disse muligheder.

YUM! Brands med fastfoodkæden Kentucky Fried Chicken, luksusmestodenten LVMH/Louis Vuitton, kosmetikkæden Sa Sa og den schweiziske urkoncern Swatch henter alle mere end 40 procent af deres indtjening fra kineserne. Og trods aktiemarkedets store bekymringer omkring lavere kinesiske vækstrater oplever de alle en fortsat pæn tocifret vækst fra Kina.

Kinas overvældende kapitalreserver og konkurrencekraft giver den nye kinesiske centralregering store penge- og finanspolitiske muligheder for at stimulere den økonomiske aktivitet. Efter vores opfattelse er regeringen fokuseret på at opretholde en høj økonomisk vækst for at sikre social og politisk stabilitet i Kina. Gennem de seneste måneder er den kinesiske økonomi blevet pengepolitisk stimuleret gennem lempede krav til bankernes reserver, hvilket øger bankernes udlånsmuligheder.

For godt et år siden var inflationen - med kraftigt stigende fødevarerpriser og en øget social uro - centralregeringens store bekymring. Men siden er råvarepriserne faldet, og inflationsudviklingen i Kina afdæmpet tilsvarende. Udsigten til en svag 2012 høst har dog senest øget fødevarerpriserne.

De stigende fødevarerpriser kan så i øvrigt begunstige vores investering i palmeoliekoncernen UIE, der indgår i begge afdelinger i BLS Invest.

Et familieportræt af vores yndlingsselskaber

Det er iøjnespringende, at visse dominerende træk går igen i stort set alle BLS Invests porteføljeselskaber – både de danske og de globale. Selskaberne har stærke forretningsmodeller med en kompetent ledelse i spidsen og har en fornuftig anvendelse af deres kapital. Oftest befinder de sig

i velkonsoliderede og forudsigeligt voksende brancher, og de har høje afkast af den investerede kapital eller har aktiver, der skaber langsigtede attraktive investeringsafkast.

I BLS holder vi også meget af markedsledende selskaber, idet de nyder de største skalafordele på blandt andet salgs-, distributions- og markedsføringsomkostninger. Tilsammen betyder det som regel, at de opnår branchens højeste indtjeningsmarginer og bedste forrentning af egenkapitalen.

Herudover kommer det enkelte selskabs ledelse og anvendelsen af selskabets kapital. Og her ser vi på både kompetence og holdning. Ledelsen skal både evne at skabe store og stigende værdier, og den skal håndtere resultatet – de frie pengestrømme – på en måde, der er til gavn for investorerne.

Efter vores opfattelse kan en moderne ledelse kun disponere selskabets store og voksende frie pengestrømme på tre forskellige måder: De kan geninvestere i selskabets kerneforretning, hvorved den bliver større og mere værdifuld. De kan tilbagekøbe egne aktier, hvorved de bestående aktier stiger i værdi, eller de kan sende pengene som udbytte direkte til aktionærene.

100 års prøvetid?

I BLS er vi meget optaget af vores porteføljeselskabers forretningsmodeller. En forretningsmodel skal være klar, gennemskuelig, effektiv – og så skal den være langtidsholdbar. Her kan vi nævne, at det gennemsnitlige stiftelsesår for vores porteføljeselskaber ligger omkring 100 år tilbage i tiden. En så lang periode i markedet er en slags bevis på selskabernes tilpasningsevne og evne til at opretholde vedvarende konkurrencemæssige fordele.

Herudover fokuserer vi på stabilitet. Så det er kun selskaber, der har vist en historisk vedvarende værdiskabelse, der indgår i BLS Invests porteføljer. Og nye, spændende selskaber - måske endda med meget høje vækstrater, men med uprøvede forretningsmodeller og kort historie – vil aldrig finde vej til vores porteføljer.

Vi foretrækker at investere i voksende selskaber med høje afkast af den investerede kapital. For selv om disse selskaber hele tiden udvider deres forretningsomfang, så skaber de samtidig væsentlige overskydende frie pengestrømme til aktionærudlodninger.

De globale

I vores globale portefølje udbetaler 23 af de 26 porteføljeselskaber udbytter, og 90 procent af selskabernes udbytter forventes at stige i 2012 i forhold til 2011. Amerikanske Autozone og Bed Bath & Beyond udbetaler ikke udbytte, men de tilbagekøbte til gengæld henholdsvis 10 og 7 procent af de udestående aktier i deres seneste regnskabsår.

Endelig står Warren Buffetts investeringsselskab Berkshire Hathaway tilbage som eneste selskab i vores globale portefølje, der ikke er udbyttebetalende eller har betydelige aktietilbagekøb. Men det er vi - som langsigtede aktionærer - begejstrede for. For aktierne i Berkshire Hathaway har en så høj værditilvækst, at de mere end kompenserer for de manglende udbyttebetalinger. Berkshire

Hathaway lever smukt op til Warren Buffetts erklærede mål om kun at investere, hvor fremtidsværdien af nye investeringers pengestrømme klart og uden tvivl overstiger værdien af investeringen.

BLS Invests porteføljesammensætning har højere salgs- og indtjeningsvækst end den globale markedssammensætning, fordi vi nøje udvælger forudsigeligt voksende selskaber. Gennem halvåret har vi øget eksponeringen mod hastigere voksende porteføljeselskaber. Det gælder blandt andre Mastercard, der præsterer en konsistent voksende værdiskabelse, men som alligevel lige nu er attraktivt prisfastsat.

De danske

I BLS Invest afdeling Danske Aktier udbetaler 12 af porteføljens 14 selskaber udbytte, og udbyttet ventes øget for mindst 10 af selskaberne i 2012. De ikke-udbyttebetalende selskaber er Topdanmark og William Demant, der begge løbende gennemfører væsentlige aktietilbagekøb.

Dem alle

Samlet udgør de årlige aktionærudlodninger fra vores porteføljeselskaber gennem udbytter og aktietilbagekøb knap 5 procent. Her bør man i øvrigt lægge mærke til den store andel af selskaber med årligt stigende udbytter. De globale porteføljeselskaber er yderligere særdeles velkonsoliderede, idet 10 ud af de 26 selskaber i afdelingen har større kontantbeholdninger end gæld. Det tilsvarende tal for afdeling Danske Aktier er 5 ud af afdelingens 14 selskaber.

En forening er en forening. Eller hvad?

I det forgangne halvår har der igen været debat i medierne om danske investeringsforeningers omkostningsniveauer. Udgangspunktet må være, at man får samme ydelse – ligegyldig hvilken forening, man vælger. Og det er naturligvis noget vrøvl.

Efter BLS's opfattelse er debattens ensidige fokus på omkostninger alt for unuanceret. Omkostningerne har selvsagt betydning for det afkast, medlemmerne opnår, men de kan ikke stå alene, når man skal bedømme en investeringsforenings kvalitet.

Vi vurderer, at medinvestorernes væsentligste interesser er sammenfaldende med BLS Invests målsætning: At opnå konkurrencedygtige positive absolutte afkast efter alle omkostninger ved et behersket risikoniveau over en mindst 3-årig horisont og at overgå de alternative markedsafkast.

Og vi noterer os med stor tilfredshed, at den aktive investeringsstrategi opfylder vores målsætning om at levere positive afkast i BLS Invests levetid trods de udfordrende markedsforhold, finanskrisen har bragt. Begge afdelinger i BLS Invest har således opnået væsentligt bedre afkast end indeksforeninger med lave omkostninger, og begge ligger i den absolutte afkastmæssige top blandt det samlede udbud af danske investeringsforeninger.

Vi vil fortsat udvide investeringerne i forudsigtligt voksende, stærke selskaber med høje kapitalafkast – selskaber som over tid vil skabe tilfredsstillende og konkurrencedygtige afkast.

Porteføljeselskaberne i dag og i morgen

Trods sortsynet i de finansielle markeder viste første halvår 2012 generelt fremgang i salg, indtjening og frie pengestrømme hos de fleste af selskaberne i BLS Invests to afdelinger. I BLS Capital er vi overbeviste om, at afdelingernes kursstigninger i dette halvår helt konkret er begrundet i selskabernes fortsatte stigende indtjening og frie pengestrømme. Det kan måske virke overraskende i lyset af det vedvarende negative fokus på den lave vækst i Europa og de lavere vækstrater i USA og i udviklingslandene.

I 2011 oplevede vores porteføljeselskaber således en samlet vækst på mere end 15 procent, der ikke blev belønnet med tilsvarende aktiekursstigninger, og dette forhold medførte således en lavere prissætning i forhold til selskabernes indtjeningsevne. Men trods den aftagende vækst forventer vi også i 2012 at opnå en pæn forbedring – både i indtjening og i de frie pengestrømme. Mere end halvdelen af porteføljeselskaberne forventes at opnå tocifrede vækstrater.

Værdi over tid

Når man køber en aktie, får man en langsigtet ret til en evigt løbende andel af et selskabs indtjening og frie pengestrømme. Derfor er aktiens langsigtede værdi kun i begrænset omfang bestemt af de (uforudsigtelige) kortsigtede konjunkturer. I BLS mener vi, at det er af langt større betydning at vurdere hvert enkelt selskabs forretningsmodel, dets langtidsholdbarhed, værdiskabelse og værdisætning – frem for at deltage i den svære disciplin kaldet markedstiming.

I BLS er vi således fortsat af den overbevisning, at aktiemarkedet har attraktive tilbud på de nuværende kursniveauer, både i absolutte værdier som i forhold til andre investeringsmuligheder.

Med venlig hilsen,

På vegne af BLS Capital



Peter Bundgaard



Anders Lund