

Investorbrev for Kapitalforeningen Blue Strait Capital

År 2019

Kære medinvestor,

Indre værdi pr. investeringsandel steg i regnskabsåret 2019 med 26,78% efter omkostninger. MSCI World Indeks, der repræsenterer et bredt udsnit af hele verdens selskaber, udviste et afkast på 30,19%, godt ført an af det amerikanske aktiemarked. Det akkumulerede afkast siden etablering for Blue Strait ligger på 5,27% mod MSCI World Indeks på 28,14%. Blue Strait har en meget langsigtet tidshorisont og dermed målsætning med sine investeringer. Da Blue Strait er en ganske ung Kapitalforening med etableringsdato oktober 2017 er det for tidligt at måle pro anno afkast i et historisk perspektiv. Men tro mig, dette vigtige nøgletal vil i længden ikke blive glemt. Jeg har hilst nye investorer velkommen i 2019 og vil gerne takke alle for den tillid I viser mig – også De af Jer, der har foretaget yderligere investering. Min hustru og jeg er samlet set største investor i Blue Strait, hvor vi har over 90% af vores likvide formue placeret enten i Blue Strait eller i de samme aktiver, som i Blue Strait. Vi har øget vores investering i Blue Strait i løbet af 2019.

Foruden målsætningen om at levere et langsigtet tilfredsstillende faktisk afkast er det også min målsætning at kunne producere et langsigtet afkast, der ligger over MSCI World Indeks. Det kan synes noget op ad bakke at være bagud med 22,87%-point efter godt 2 år, men det behøver nu ikke helt at være tilfældet. 2018 og 2019 reflekterer tydeligt, hvor store kursudsving en koncentreret portefølje kan udvise i absolut forstand, men også i forhold til MSCI World Indeks. Det vil også kunne ske med positivt fortegn.

Netop nu finder jeg dog støtte i Henry Ford's ord:

"When everything seems to be going against you, remember that the airplane takes off against the wind, not with it"

Charlie Munger, Warren Buffett's partner i holdingselskabet Berkshire Hathaway, har sagt, at den perfekte diversifikation af en portefølje er 2 selskaber. Vi er ikke helt der, men næsten! Investeringerne i Blue Strait pr. ultimo året 2019 fordelte sig over 7 selskaber, hvoraf de 2 største, JD.com og Fannie Mae, tilsammen udgjorde 46,3% og den mindste position, Fairfax Financial Hld., udgjorde 4,8%. Jf. nedenfor.

Fannie Mae Ord. + Præf.	23,2%
JD.com	23,1%
Ringkjøbing landbobank	14,2%
Admiral Group	13,6%
Danske Bank	11,0%
Zooplus AG	9,2%
Fairfax Financial Holdings	4,8%
Likviditet	0,8%
Total	100,0%

Men en sådan koncentration af porteføljen indeholder reelle risici. Som langsigtet investor af ren formue – til forskel for gearret formue – anser jeg ikke kursudsving som udtryk for reel risiko. Hvordan vi kommer fra A i dag til B senere, er underordnet, bare vi kommer til B. Risiciene ligger snarere i 3 forhold:

1. Hvorvidt jeg har ret i min analyse af et selskabs langsigtede konkurrenceevne, udbygning af denne, kapitalforrentning og frie pengestrømme.
2. Hvorvidt jeg fejlagtigt betaler en for høj pris for det enkelte selskab, og
3. Hvorvidt jeg fejlestimerer tiden, det tager for de ordinære selskaber, før forskellen mellem forretningsmæssig værdi og markedsværdi indsnævres.

Disse tre parametre skal måles over en årrække og egner sig ikke for den kortsigtede investor.

Afkastet udgjorde som sagt 26,78% og mere end indhentede det for 2018 negative afkast på 17,83%. 2 selskaber i porteføljen, Zooplus og Danske Bank, udviste faldende aktiekurser i 2019 med henholdsvis 28,1% og 10,8% og trak dermed væsentligt ned i det samlede afkast såvel som i forhold til MSCI World Indeks. Det var 2 af de 3 nye positioner, jeg tog i regnskabsåret 2018 og som fortsatte deres kursfald igennem 2019. 2 selskaber, Admiral Group og Fairfax Financial Hld., udviste positivt afkast inkl. dividende med henholdsvis 27,3% og 11,3%, men trak stadig det samlede afkast ned i forhold til MSCI World Indeks. De resterende selskaber, JD.com, Ringkjøbing Landbobank og Fannie Mae præference- og ordinære aktie udviste markante positive afkast med henholdsvis 71,7%, 54,9% og 75,3% og 200,2% og var således med til at trække det samlede afkast op i forhold til MSCI World Indeks. Meget stor spredning i afkastet på de enkelte selskaber i porteføljen.

Selskabet JD.com, én af de største positioner i porteføljen, blev grundlagt i 2004 og er Kinas svar på Amazon. JD.com drager fordel af den migration, der foregår fra fysisk detailhandel til online-handel i Kina og har haft en vækst af aktive kunder på 30% om året de sidste 5 år. Omsætningen er vokset med 38% om året de sidste 5 år. I deres forretningsmodel indgår

lave priser, respekt for ophavsretten til mærkenavne (ingen kopier), kort leveringstid ved eget logistiksystem, meget høj kundeservice, høj effektivitet og en motiveret medarbejderstab. Herudover har de kontinuerligt arbejdet på, at deres logistiksystem skal kunne nå ud til kunder i hele Kina. I takt med øget skalering accelererede marginudviklingen såvel som pengestrømmen i 2019, hvilket for et selskab med relativt få kapitalinvesteringer medfører højere afkast på investeret kapital. En væsentlig "driver" for langsigtet værdiskabelse.

Stigningen i JD.com synes af meget, men selskabets aktier faldt 53,7% i 2018 og i forhold til kursen for vores initialinvestering i marts 2018, er kursen således endnu ikke tilbage ved udgangspunktet. Netop online selskaber som JD.com og Zooplus tilhører en gruppe af selskaber, der udviser specielt store kursudsving fra år til år. Uden sammenligning i øvrigt er Amazon aktien siden børsintroduktionen i 1997 steget med over 100.000%. Men til trods for en sådan succes har det gennemsnitlige kursfald fra høj til lav i de enkelte år været 35% med de 3 største kursfald på 83%, 73% og 64%.

Nu er det jo ikke kursfaldet i sig selv, der berettiger til investering, men derimod fremtidigt niveau for afkast på investeret kapital og frie pengestrømme sammenholdt med den forretningsmæssige værdi kontra markedsværdien. Hvor dette forhold var yderst fordelagtigt for JD.com i marts 2018, øgedes undervurderingen løbende i resten af 2018. I perioden marts 2018 til første halvår 2019 øgede jeg positionen på de lave kurser i JD.com, og andelen af positionen udgjorde 23,1% ultimo 2019.

Med rynker i panden kunne man sige, at initialinvesteringen til at starte med var for høj, hvilket ellers ville have givet mulighed for at bygge positionen endnu større på lavere kurser og derved have bragt gennemsnitskursen yderligere ned. Men, når der er en tilstrækkelig forskel mellem kursværdi og forretningsmæssig værdi på et selskab med formidable økonomiske egenskaber, skal eksekvering ske beslutsomt, både mht. investering og størrelse af position. At forsøge at "time" et køb eller tro på bedre kurser kan i det lange løb vise sig at være en økonomisk dyr fejl.

Fannie Mae er det største realkreditselskab i USA og i dag det mest profitable selskab målt pr. medarbejder. For dette selskab, i lighed med andre finansielle selskaber, opstod der kritiske udfordringer i starten af finanskrisen i 2008. En del finansielle selskaber blev lagt i "conservatorship", eller kuvøse, under finanskrisen med det formål at stabilisere dem økonomisk og relancere dem velkonsoliderede. Forsikringsselskabet AIG var blandt andre et af sådanne selskaber, Fannie Mae blev også lagt i "conservatorship". Det fungerede på en sådan måde, at Fannie Mae måtte trække på en form for kassekredit i Finansministeriet mod at betale 10% om året på lånet, indtil det var blevet betalt tilbage.

Da Fannie Mae i sommeren 2012 havde afskrevet alle dårlige lån og stod foran kommende år med meget positive resultater, indførte den daværende administration under Præsident Obama en lovændring, der medførte, at staten fremover måtte tage hele selskabets årlige overskud i stedet for de 10% om året. Der er stadig over 11.000 dokumenter om dette, som er hemmeligstemplede og ikke må forelægges offentligheden. En række sagsøgere har haft held med at få belyst nogle enkelte dokumenter, der blotlægger, at Obama-administrationen

vidste, at Fannie Mae ville opnå profitabilitet igen og direkte nævnte, at ved indførelse af lovændringen, ville Staten fremover kunne tage overskuddet fra aktionærene. I Guds eget land og kapitalismens højborg var dette tyveri ved højlys dag. Statens ekspropriation af privat ejendom uden kompensation!

Søgsmålene fra aktionærene er nu ved at arbejde sig igennem retssystemet og nå til vejs ende. Fannie Mae er stadig holdt fanget i "conservatorship", men den nuværende administration under Præsident Trump arbejder på en ændring af status quo. I marts 2019 kom Trump med et formelt memo om at bringe Fannie Mae ud af "conservatorship", hvilket efterfølgende gennem året blev italesat og planlagt fra officiel side. Der har været en række dommerkendelser, der er gået sagsøgernes vej, hvilket er positivt. Og der er formelle og klare tilkendegivelser på, at Trump-administrationen arbejder på at frigive Fannie Mae fra "conservatorship". Både kursstigning og øget positionering har bragt andelen af denne position op på 23,2%. Det skal stå lysende klart for Jer, at disse forhold og den endelige opfyldelse af administrationens planer vil få afgørende betydning for investeringens endelige succes!

Jeg har været investor i Ringkjøbing Landbobank igennem mange år. Første gang jeg investerede i banken var i 1992, derefter i 2000 og igen under finanskrisen i 2008. Ved oprettelsen af Blue Strait fik Ringkjøbing Landbobank også en plads i porteføljen. Hele holdet i banken med administrerende direktør John Fisker i spidsen har udvist formidabel bankdrift igennem mange år. Disciplin, effektivitet og forretningstalant har beriget bankens aktionærer de sidste 3 årtier accelererende efter John Fiskers ankomst i 1995. I 2018 fusionerede banken med Nordjyske Bank, der havde højere omkostningsprocent og lavere egenkapitalforrentning. Integrationen af de to banker forløber planmæssigt og Ringkjøbing Landbobank er ved at arbejde sig tilbage til sin historisk høje kapitalforrentning. Uovertruffen ledelses- og driftsmæssig præstation, en kronisk undervurdering af bankens markedsværdi igennem mange år og et løbende opkøbsprogram af egne aktier udgør ingredienserne for en økonomisk cocktail af ekstraordinært langsigtet afkast.

Danske Bank er slet ikke i samme liga, når det kommer til effektivitet og kapitalforrentning. Og den i medierne højt profilerede hvidvaskssag har påvirket markedsprisen på en sådan måde, at banken i dag er mere værd død end levende. Det endda til trods for, at bankens ledelse nu prisværdigt har taget fat om nældens rod. Når banken har betalt sine bøder, rationaliseret sin omkostningsstruktur og har tilpasset sig det nye økonomiske miljø, forventer jeg normalitet igen vil indfinde sig. Normalitet indebærer også en mere normal kurs sætning i aktiemarkedet af bankens forretning. Aktiekursen har fortsat faldet, siden jeg foretog den første investering i efteråret 2018 og jeg har øget positionen flere gange siden. Man kan sige, at vi arbitrerer i tid ved at se igennem fingre med kortsigtet belønning for at optimere langsigtet forrentning. Med en langsigtet gennemsnitlig egenkapitalforrentning på ca. 10% pro anno vil banken dog fortsat befinde sig i de ordinæres rige, hvorfor "jo før jo bedre" vil have betydning for denne investerings pro anno-afkast.

Admiral Group er primært et engelsk autoforsikrings selskab, der etableredes i 1993. Forretningsmodellen udgøres af høj service, direkte salg og lave omkostninger, så kundens priser generelt matcher branchens laveste priser. Ledelsen prioriterer medarbejdernes motivation

meget højt. De praktiserer den indlysende idé, at en glad medarbejder får meget mere fra hånden end en sur medarbejder, hvorfor de har en meget pågående prioritering af medarbejdermotivation. De er flere år i træk blevet kåret som værende blandt de bedste selskaber at arbejde for i England. Foruden ledelsen er alle medarbejdere aktionærer i selskabet. Admiral har haft kraftig vækst i antallet af kunder siden deres etablering og har kopieret forretningsmodellen i Spanien, Italien, Frankrig og seks stater i USA, hvilket understøtter et langsigtet vækstpotentiale. Med en lille kapitalbinding har Admiral en egenkapitalforrentning på gennemsnitlig 50% om året med 95% af nettoresultatet udbetalt som dividende.

Zooplus er Europas største online detailhandler af dyrefoder, typisk hunde- og kattefoder, og andet tilbehør til kæledyr med en markedsandel på 50% i online-markedet og 6 – 7% i det totale marked. Det totale marked for foder og tilbehør til kæledyr ligger på 23 mia. EUR og vokser relativt uafhængigt af konjunkturerne med 2 – 3% om året. Zooplus, der har over 20 års erfaring i online-markedet med over 8.000 varenumre, har haft en omsætningsvækst siden 2010 på 27% pro anno. Den positive driftsmargin på historiske kunder bruger Zooplus på reinvestering i nye kunder og udnytter således den øgede migration, der finder sted fra offline til online detailhandel. Således udbygges markedsandelen i takt med en migration, der er vokset fra 1-2% i 2010 til over 10% i dag. Med over 6 mio. aktive købskonti har Zooplus uden sammenligning den største kundebase af dedikerede kæledyrsejere i Europa.

Jeg har været investor i Fairfax siden 2000 og Fairfax fandt også plads i porteføljen i oktober 2017. Jeg har meget stor respekt for administrerende direktør Prem Watsa, Canadas svar på Warren Buffett, og kollegerne i Fairfax og ser langsigtet et stort potentiale for værdiudvikling som investor i selskabet. I lighed med Berkshire Hathaway udnytter Fairfax forsikringssekskabets "float" til investering i aktier og rentebærende fordringer. Tilsammen med dette afkast samt et positivt driftsoverskud på forsikringsforretningen har Fairfax øget sin egenkapital pr. aktie med over 18% om året siden 1985. Det til trods har jeg nedbragt andelen noget for at få likviditet til at øge andelen i nogle af de andre af porteføljens selskaber, hvor jeg midlertidigt ser et større potentiale.

Det er min målsætning på langt sigt dels at maksimere investors gennemsnitlige vækst pr. investeringsandel pr. år, dels at kunne opnå et afkast der ligger højere end MSCI World Indeks under hensyntagen til lav risiko for permanent tab af kapital. Jeg forfølger dette mål ved investering primært i kvalitetsselskaber, men også i ordinære selskaber, når selskaberne estimeres til at være markant undervurderede. Jeg bekymrer mig ikke om den kvartalsvise eller årlige kursudvikling, men fokuserer i stedet på, hvilke handlinger i dag, der vil maksimere langsigtet værdi. Hvis jeg kan implementere strategien succesfuldt, forblive disciplineret og fokusere på det lange stræk, vil jeg have stor sandsynlighed for at opnå vores målsætning.

Igen vil jeg gerne takke for Jeres tillid til at ville investere med mig. Jeg vil gøre mit bedste for at leve op til dette. Hvad angår både Jeres investering og min egen vil jeg leve efter Colin Powel's ord:

" There are no secrets to success. It is the result of preparation, hard work and learning from failure".

Kunsten er at lære af sine fejltagelser, bevare sin passion og kontinuerligt forsøge at blive bedre til sit arbejde.

De bedste hilsner.

Ole Nielsen
Januar 2020