

Investorbrev for Kapitalforeningen Blue Strait Capital

År 2017

Kære medinvestor,

Indre værdi pr. investeringsandel steg i perioden fra start den 4. oktober 2017 til den 31. december 2017 med 1,07% efter omkostninger.

Mange tak for din tillid til at investere i Kapitalforeningen Blue Strait Capital (KBSC). Stort set alle investorer i KBSC har investeret med mig historisk i én eller anden form. Min hustru og jeg er næststørste enkeltinvestor i KBSC og samtidigt har vi over 90% af vores likvide formue placeret i KBSC eller de samme aktiver, som i KBSC.

Som du ved, har jeg været portefølje manager for en række investeringsforeninger startende helt tilbage fra den 1. januar 1987, jf. bilag 1. Dengang havde jeg en intuitiv holdning til investering, som bundede i ikke at betale for meget for et aktiv. Jeg var på dette tidspunkt ikke særlig konsistent i min tilgang til investering, men kunne se fordelene ved ikke at løbe for stor en risiko og samtidig høste et relativt godt afkast. Netop at disse to begreber var hinandens følgesvende og ikke hinandens modsætninger.

Få år senere læste jeg Warren Buffetts berømte tale fra 1984 om Graham and Doddsville, hvori han beskriver en bestemt investeringsmetodik, kaldet valueinvesting eller på dansk, værdibaseret investering samt en række investorer i USA der, inklusive ham selv, havde praktiseret denne form for investering. Hvad jeg intuitivt og inkonsistent havde arbejdet med, havde disse investorer udført konsistent med afkast over gennemsnittet i en meget lang årrække. Og fra da af var jeg "hooked for life".

Mine investeringer var på dette tidspunkt kendetegnet ved den mere kvantitative tilgang til værdibaseret investering, som beskrevet i Benjamin Grahams bog Security Analysis fra 1934 og senere udgaver samt i hans senere publicerede bog The Intelligent Investor. Først senere begyndte jeg at fokusere på bedre selskaber, som omtalt i Warren Buffetts beretninger for sit investeringsselskab Berkshire Hathaway.

I 2002 etablerede jeg Investeringsforeningen Nielsen Global Value (INGV), som i en lang periode har haft en blanding af ordinære og selskaber af høj kvalitet. Kvalitetsselskaberne udgjorde de største enkelt-positioner. Men i takt med at de steg i værdi, specielt siden finanskrisen i 2008, har jeg måtte nedbringe disse positioner i henhold til lovgivningens spredningsregler for investeringsforeninger. Det har medført, at disse selskaber ikke har kunne bidrage fuldt ud til afkastet for INGV, jf. bilag 2. I 2007 etablerede jeg et anpartsselskab med indskud fra et par af mine større investorer, hvori jeg ønskede at foretage koncentrerede investeringer i sådanne selskaber af høj kvalitet. Koncentreret skulle tages bogstaveligt, idet formuen skulle fordeles på maksimalt 10 selskaber, men gerne færre. Det gennemsnitlige årlige afkast for dette anpartsselskab har i perioden fra 2007 til udgangen af

2017 ligget på 14,45% pro anno før management fee mod MSCI World Index på 5,92%, jf. bilag 3.

Andre investorer, som løbende ytrede ønske om gerne at ville investere med mig med en sådan koncentration, fandt det omstændigt at skulle investere via et anpartsselskab. Derfor etablerede jeg KBSC i 2017, som har samme infrastruktur som almindelige investeringsforeninger uden at have samme spredningsregler.

Lad mig redegøre for hvilke filosofiske nøglebetragtninger, der ligger til grund for mine beslutninger for kapitalens deployering i KBSC.

Jeg foretager deployering af kapital i KBSC ud fra investeringsfilosofien værdibaseret investering. Målsætningen er på langt sigt at maksimere investors gennemsnitlige vækst pr. investeringsandel pr. år under hensyntagen til lav risiko for permanent tab af kapital. Denne målsætning har været en rød tråd igennem alle de år, jeg har investeret i værdipapirer, hvilket også fremgår af mine tidligere tilkendegivelser.

På meget langt sigt følger aktiekursen på et selskab udviklingen i selskabets forretningsmæssige værdi. Men på kortere sigt, og endda også i nogle tilfælde på lidt længere sigt, kan aktiekursen ligge under eller over den forretningsmæssige værdi. Som Benjamin Graham nævnte i sin metafor om aktiemarkedet, så vil Hr. Maniodepressiv i nogle perioder sætte en høj markedsværdi på forretningsmæssige værdier og nogle gange vil Hr. Maniodepressiv sætte en lav markedsværdi på forretningsmæssige værdier. Eller sagt på en anden måde svingninger over tid mellem optimisme og pessimisme. Jeg forsøger at udnytte Hr. Maniodepressivs humørsvingninger ved at investere midler, når markedsværdien på et selskab ligger under min beregning for den forretningsmæssige værdi.

Jeg mener, at bevarelse af kapital er et lige så vigtigt begreb som kapitalforøgelse. Det er vigtigt at undgå risiko for permanent tab af kapital, da merafkast ofte opstår ved at kunne forrente kapital fra et højere og højere niveau. Kernen indenfor værdibaseret investering er kun at deployere kapital, når forskellen mellem markedsværdi og forretningsmæssig værdi, altså investeringens sikkerhedsmargin, er tilstrækkelig stor.

Derfor definerer jeg risiko som risiko for permanent tab af kapital og ikke som kursvolatilitet eller "tracking error". Når et selskab er lavt værdisat i forhold til min beregning af forretningsmæssig værdi er risikoen lavere. Og når et selskab er højt værdisat i forhold til min beregning af forretningsmæssig værdi er risikoen højere. Hvor meget et selskabs markedsværdi fluktuerer i forhold til det generelle aktiemarked er for mig irrelevant. Jeg forsøger at finde investeringer, hvor risiko/afkast forholdet er så tilstrækkeligt skævt, at risikoen er begrænset for permanent tab af kapital. Dog vil der for en meget begrænset del af formuen, kunne foretages investeringer, hvor risiko er udtrykt anderledes end prisforskel, jf. længere nede i brevet.

Dette indebærer også en villighed til i perioder at have kontanter i stedet for altid at ligge fuldt investeret. Når jeg ikke er i stand til at finde investeringer, der opfylder mine kriterier

og som jeg forstår mig på, er en kontantbeholdning en risikofri investering. En kontantbeholdning giver muligvis intet afkast her og nu, men det er et overordentligt godt aktiv at ligge med, når markedet præsenterer os for udsøgte investeringsmuligheder.

Jeg er derfor villig til at vente i meget lang tid på det rigtige selskab fremfor at udsætte investeringskapitalen for overilede handlinger fremprovokeret af kontanter, der ”brænder i lommen”. Disciplin er et vigtigt begreb for investeringsprocessen, både hvad angår at holde kontanter, når jeg ikke finder interessante investeringer med de rette egenskaber, og at investere i de rette selskaber til de rette priser, når det er muligt.

Lou Simpson, som er et ikon indenfor investering og en af mine mange idoler, var investeringsdirektør i Berkshire Hathaway, der ejer autoforsikrings-selskabet GEICO. I GEICO's årsrapport for 1988 udtalte Lou Simpson følgende:

” In equity investing, when you don't have any really good ideas (ie. Excellent companies at very attractive prices) doing nothing – or selling – is the best course of action”.

Der, hvor jeg over årene har foretaget de mest givtige langsigtede investeringer har været, når nogle selskaber har haft karakteregenskaber, som har medført høj vækst i deres forretningsmæssige værdi kombineret med en markedsværdi, der ligger markant under den forretningsmæssige værdi.

Mentalt fokuserer jeg på aktieinvesteringer som værende delejerskab af virksomheder. Som investor mener jeg, at man bedst optimerer sin langsigtede formue ved at have en ejer-orienteret og værdibaseret investeringsramme, som fokuserer på selskaber med højt afkast på investeret kapital hidrørende fra en stabil eller ekspanderende konkurrencefordel.

Jeg ønsker at være en form for ”silent partner” i kvalitetsselskaber, eventuelt med ejer-ledere, som har en historik med finansiell succes og en historisk demonstration af høj moral og høj integritet. Når eksempelvis dygtige ejer-ledere i kombination med et selskab, der har bestemte karakteregenskaber, kan fås til den rigtige pris, vil det være så meget mere favorabelt for det langsigtede investeringsafkast. Disse karakteregenskaber er:

- Højt afkast på investeret kapital
- Mulighed for reinvestering til højt afkast på investeret kapital
- Højt frit ”cash-flow”
- Stærk og varig forretningsmodel
- Specifikke konkurrencefordele
- Kompetent og aktionærorienteret ledelse

Økonomisk værdi skabes, når et selskabs afkast på investeret kapital er højere end omkostningen på kapitalen. Et selskab med højt afkast på investeret kapital kan vækste sin forretningsmæssige værdi, når selskabet har en varig forretningsmodel, der løbende kan undertrykke sine konkurrenter. Hvis ikke selskabet kan bevare sine konkurrencefordele, eroderes

afkastet på den investerede kapital. Et selskab kan godt fremvise vækst i indtjeningen uden at selskabet reelt vækster sin forretningsmæssige værdi – selvom afkastet på den investerede kapital er relativt højt. Hvis væksten i den investerede kapital er højere end væksten i indtjeningen, eroderer selskabet økonomiske værdi.

Mange af denne verdens store og succesfulde selskaber med højt afkast på investeret kapital har historisk også haft en meget pæn vækst i indtjeningen. Men en del af dem, som stadig har højt afkast på investeret kapital, har ikke de samme muligheder for fremadrettet vækst i indtjeningen. Det betyder ikke, at de selskaber ikke er interessante. Til den rigtige pris kan det være glimrende investeringer og også være en potentiel investering for KBSC.

Men endnu bedre vil det være at investere i mindre og mellemstore selskaber, der har højt afkast på investeret kapital, og som samtidig kan reinvestere en stor del af deres overskud tilbage i virksomheden til højt eller endog endnu højere afkast på investeret kapital. De vil stadig have muligheder for pæn vækst i indtjeningen i deres udnyttelse af deres forretningsmodel og derved i deres udvikling mod markedsdominans eller i hvert fald større og større andel af deres marked. Den interne rentes-rente-effekt af en sådan investering er at foretrække i forhold til selskaber, som ikke har samme mulighed og derved må udbetale en stor del af årets overskud i form af dividende. Dividende beskattes og efterlader investor/mig med den udfordring igen at skulle allokere dette til højt afkast.

Hvis jeg ikke kan finde kvalitetselskaber til den rette værdisætning, kan ordinære selskaber også være interessante for mig, men kun hvis der foreligger en potentiel og sandsynlig hændelse for indsnævring af forskellen mellem selskabets markedsværdi og forretningsmæssige værdi over en kortere årrække. Faren her er, at denne hændelse kan trække ud. Så løber man risikoen for at ligge med et selskab i en årrække, der genererer et gennemsnitligt eller lavt afkast på investeret kapital. Og på langt sigt ender man således op med et afkast, der afspejler selskabets lavere kapitalforrentning.

Der kan foreligge særlige situationer, hvor jeg vurderer, at der er en særlig stor forskel på forretningsmæssig værdi og handelsværdi, men hvor der til aktien er knyttet en risiko, der ikke kun er økonomisk, eksempelvis en hændelsesrisiko eller en politisk risiko. En sådan investering vil fortsat ligge inden for value-filosofien, idet selskabet er væsentligt undervurderet, også den identificerede risiko taget i betragtning. Sådanne selskabsinvesteringer vil tilsammen maksimalt udgøre op til 10% af formuen målt på kostpris.

Jeg er tilhænger af koncentrerede investeringer i en portefølje, når forholdet mellem det forventede afkast og risikoen er tilstrækkeligt favorabelt. Min beslutningstagen er helt uafhængig af hvor mange selskaber MSCI World Index, der er vores benchmark, indeholder, eller hvordan dette benchmarks branche- eller landefordeling er. Således vil KBSC typisk indeholde mellem 5 til 10 selskaber. Mange markedsdeltagere eller investorer vil ikke synes om den koncentration af investeringer, men det er min holdning, at når værdibaseret investering kombineres med koncentreret investering, kan resultaterne være overordentlige positive, hvis ellers denne strategi udføres med en klart defineret investeringsfilosofi og disciplineret investeringsproces. Man skal dog ikke underkende koncentrationsrisikoen heri.

Da investeringerne i KBSC vil være få og af meget lang karakter, vil der kun blive ordinært rapporteret én gang årligt i form af nærværende investorberetning. Der kan dog være enkeltstående årsager, som vil kræve en meddelelse fra mig i årets løb. I rapporteringen vil jeg komme ind på nogle af de emner, som har haft betydning for resultatet det pågældende år. Men der vil være år, hvor det ser ud som om, jeg er faldet i søvn på kontoret og år, hvor det ser ud som om, jeg har været meget aktiv. Begge dele er forkerte. Det er blot et udtryk for, at Jordens omgang omkring Solen ikke harmonerer med længden for at måle investeringssucces.

Investeringerne i KBSC pr. ultimo året 2017 fordelte sig over 5 selskaber, hvori den største position udgjorde 16,4% og den mindste position udgjorde 7,0%. Alle selskaber befinder sig i den finansielle sektor. 60,0% af formuen var investeret og KBSC lå således med 40,0% i kontanter.

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, hvad Colin Powel sagde:

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

Tro mig, jeg har også haft mine fejltagelser. Mest dem man ikke kan se, idet jeg har forkastet mange gode selskaber til gode priser, som jeg efterfølgende har kunnet se, at jeg burde have investeret i. Kunsten er at lære af sine fejltagelser, bevare sin passion og kontinuerligt forsøge at blive bedre til sit arbejde.

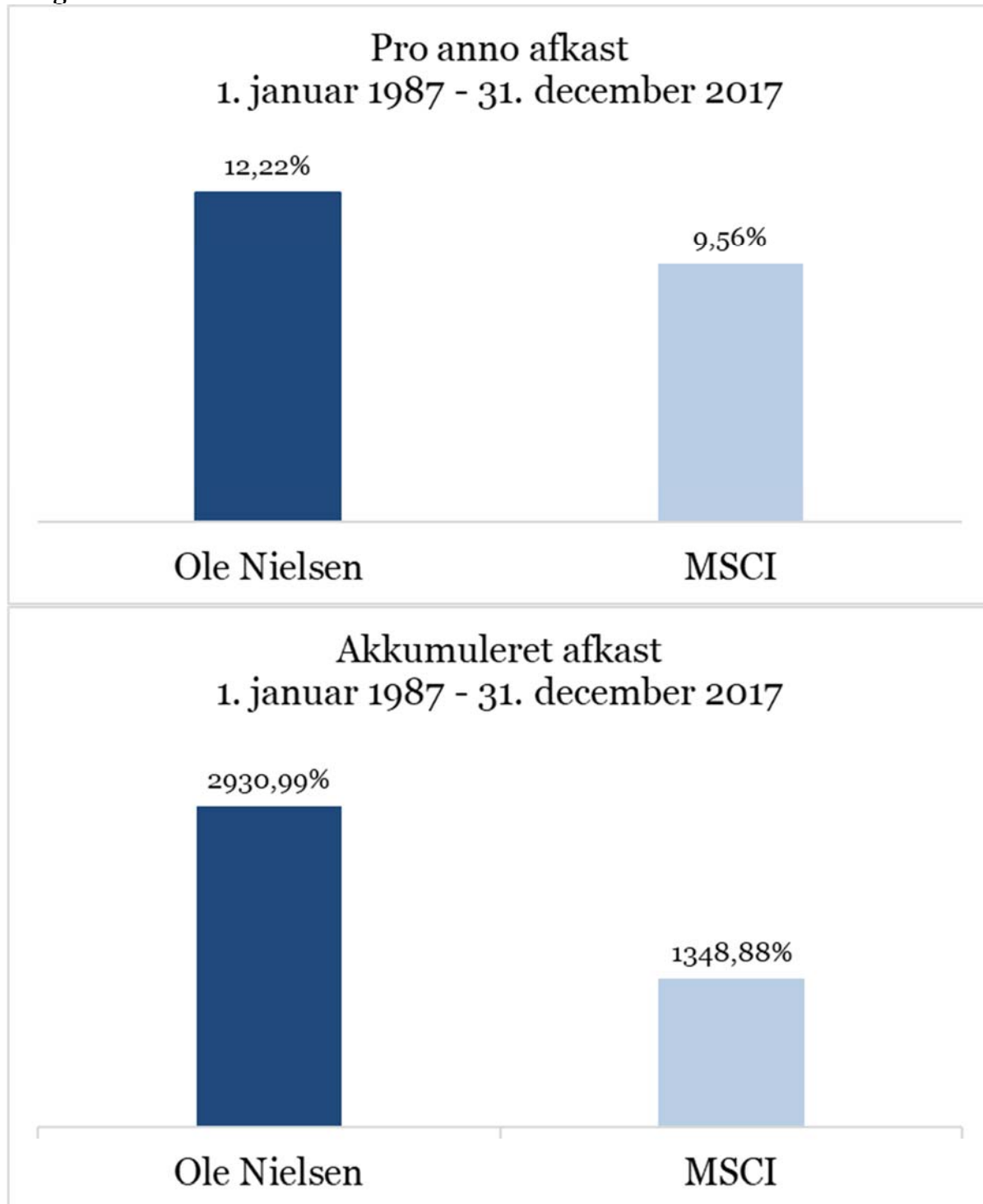
Jeg mailer investorbrevet til alle investorer i januar måned. Investorbrevet vil også blive uploadet på min hjemmeside.

Hvis I har spørgsmål af nogen art, er I altid velkomne til at kontakte mig.

De bedste hilsner.

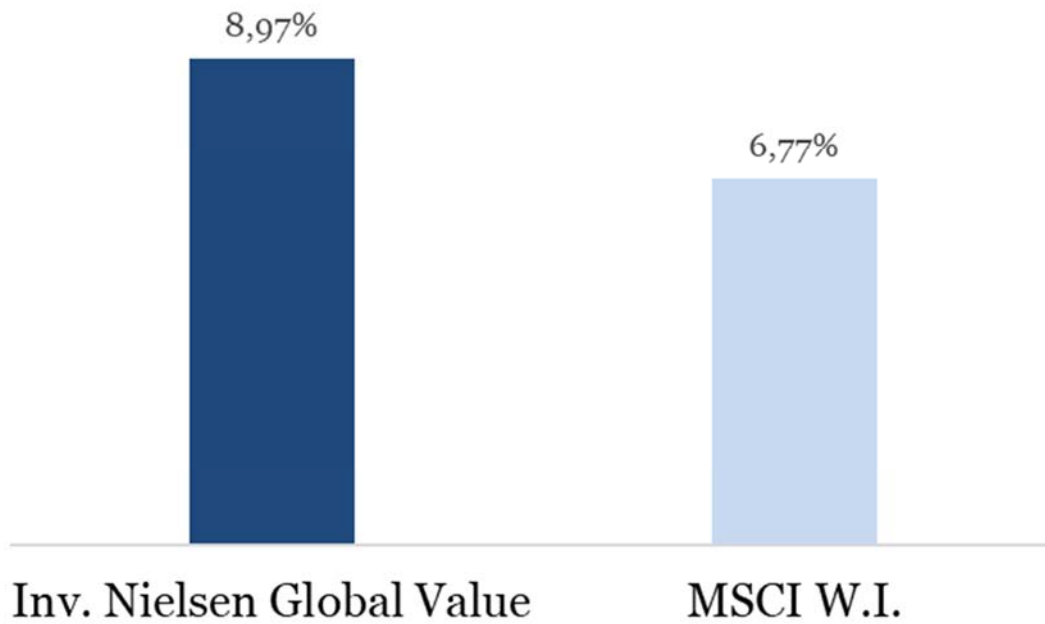
Ole Nielsen
Januar 2018

Bilag 1.

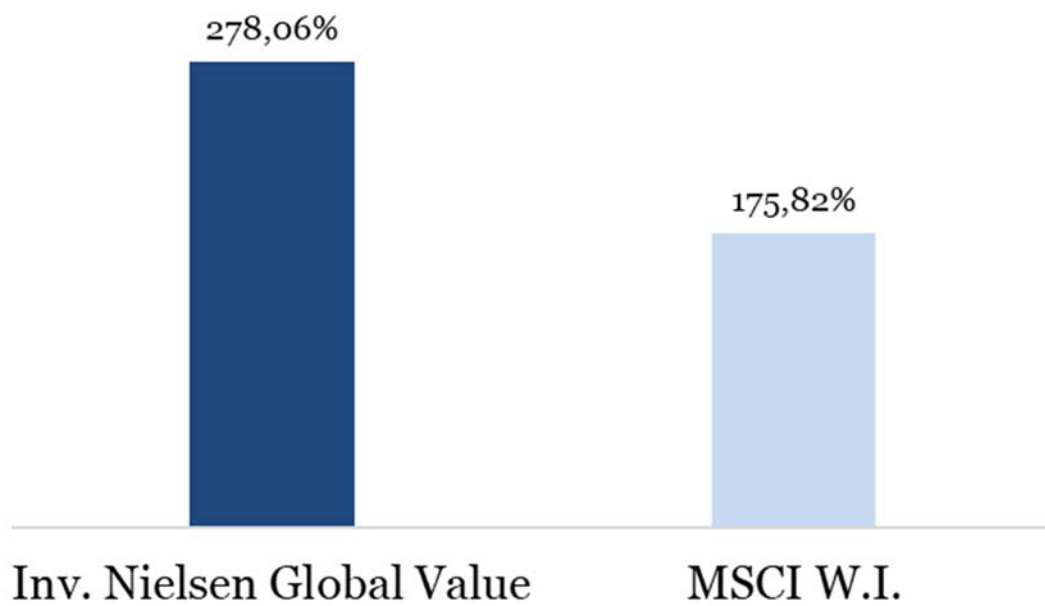


Bilag 2.

Pro anno afkast
12. juli 2002 - 31. december 2017

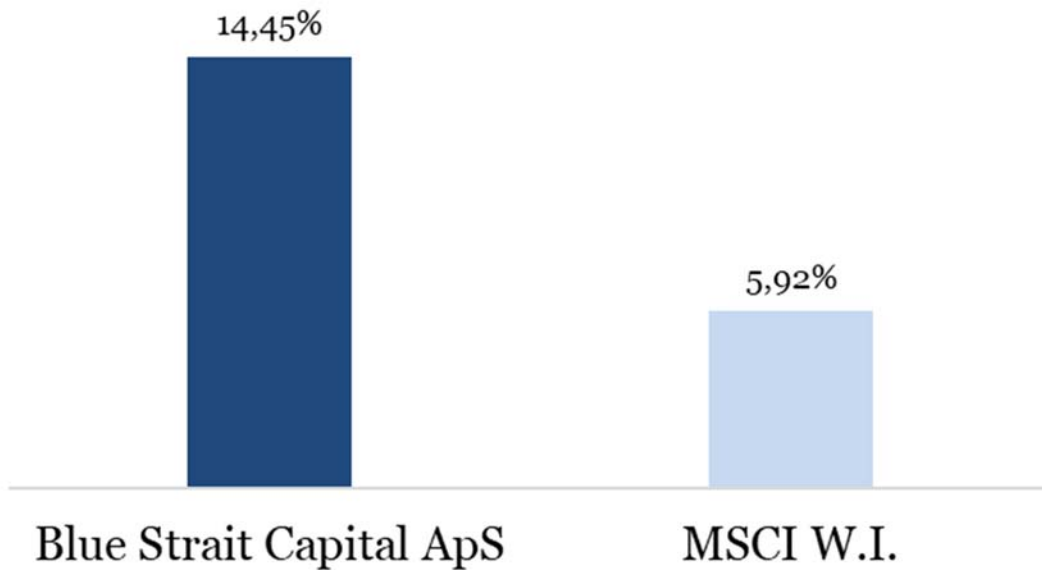


Akkumuleret afkast
12. juli 2007 - 31. december 2017



Bilag 3.

Pro anno afkast
8. juni 2007 - 31. december 2017



Akkumuleret afkast
8. juni 2007 - 31. december 2017

