

## Investorbrev for Kapitalforeningen Blue Strait Capital

År 2018

### Kære medinvestor,

Indre værdi pr. investeringsandel **faldt** i regnskabsåret 2018 med 17,83% efter omkostninger. MSCI World Indeks, der repræsenterer et bredt udsnit af hele verdens aktieinvesteringer, udviste et afkast på -3,89%. Det akkumulerede afkast siden etablering for Blue Strait ligger på -14,0% mod MSCI World Indeks på -1,3%. Blue Strait har en meget langsigtet målsætning med sine investeringer. Da Blue Strait blev etableret så sent som oktober 2017 og derfor er meget ung, giver det endnu ikke mening at måle pro anno afkast i historisk perspektiv. Men tro mig, dette vigtige nøgletal vil i længden ikke blive glemt.

Selvom formålet med vores investeringer er langsigtet formueforøgelse, så er udviklingen i indre værdi i første regnskabsår – absolut såvel som relativt – noget af en mundfuld og kan ryste selv den mest tillidsfulde medinvestor. Specielt når man tænker på, at Kahneman og Tversky, som blotlagde menneskets aversion mod tab, i undersøgelser viser, at den menneskelige hjerne føler, at et underskud gør dobbelt så ondt, som et overskud gør godt! I en portefølje med få selskaber kan afkastet svinge meget fra år til år. Disse svingninger er ikke altid et udtryk for udviklingen i den forretningsmæssige værdi. Det jeg fokuserer på i hver enkelt investering er, hvorvidt markedsudviklingen afspejler udviklingen i den forretningsmæssige værdi og om der er øget risiko for permanent tab af kapital. I 2018 afspejler markedsudviklingen ikke den værditilvækst, der har været i de enkelte selskaber i porteføljen.

Så til trods for den kursmæssigt negative udvikling har der kun været en enkelt investor med en mindre investering, der har forladt Blue Strait siden start. Til gengæld har jeg hilst nye investorer velkommen, såvel som eksisterende investorer der har øget sin investering i Blue Strait. Jeg takker jer alle for den tillid, I viser mig. Det skaber ro, at I ikke ryster på hånden, når vi er inde i sådan en periode. Min hustru og jeg er samlet set største investor i Blue Strait. Samtidigt har vi 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 såvel i 2018 som i starten af 2019.

Investeringerne i Blue Strait pr. ultimo året 2018 fordelte sig over 7 selskaber, hvoraf den største position udgjorde 18,6% og den mindste position udgjorde 7,4%. Ultimo 2017 var der 5 selskaber. Jeg solgte ét selskab fra porteføljen og foretog nyinvestering i 3 selskaber.

Jeg solgte vores investering i det amerikanske forsikringselskab AIG. AIG er et ordinært selskab, som jeg tidligere har investeret i og mente, at det også ville passe ind i Blue Strait

på en discount til deres egenkapital. Selskabet har oprindeligt haft et aspiratorisk mål om en forrentning af egenkapitalen på mellem 10% og 15%, som skulle kunne opnås, når selskabet fik tilrettet omkostningsbasen og under et mere disciplineret regime ved skade-estimering. Efter at den tredje direktør var tiltrådt og udviklingen i hensættelserne fortsat skuffede, mistede jeg troen på, at deres mål ville kunne opnås. Netop hensættelserne i et forsikringselskab kan udvise konstante miskalkulationer og kan udvikle sig katastrofalt, hvis ikke der er den nødvendige disciplin. Samtidig havde jeg identificeret nogle meget interessante investeringer, som jeg vidste ville opsuge en stor del af likviditeten i løbet af året. AIG-investeringen belastede Blue Strait i hele perioden med et tab på knap 10% i USD, knap 14% i DKK og udgjorde i 2018 -0,6% af afkastet.

Faldende aktiekurser, specielt i 4 kvartal, hidrørende fra en optrappet handelskrig mellem USA og Kina, stigende renter i USA, frygt for afmatning i USA og en reel påbegyndende afmatning i Kina gav mig muligheden for at supplere yderligere op i de 3 nyeste selskaber til meget lavere kurser, Danske Bank, JD.com og Zooplus. Dog var initialinvesteringerne i disse relativt store. Danske Bank og JD.com havde meget kortsigtede selskabsspecifikke årsager til de lavere kurser, som jeg ikke mener berører deres langsigtede værdier. JD.com faldt i perioden fra vores initialinvestering og til ultimo 2018 med 53,7% og udgjorde -10,3% af Blue Strait's afkast for året. Men, optimal mulighed for yderligere eksponering. Blue Strait lå ved årsskiftet således stort set fuldt investeret og med en likviditet på bare 5,7%, ned fra 40,0% ultimo 2017.

Jeg forventer, at vores nuværende investeringer vil kunne findes i porteføljen i mange år fremover, hvor vi vil se selskabernes underliggende kapitalforrentning blive udtrykt i deres markedsværdier og således i vores gennemsnitlige kapitalafkast. Undervalueringen af disse skulle oveni, over tid, kunne give os merafkast fra markedets positive revurdering af deres cash-flow.

Til forskel fra livet, hvor rejsen er vigtigere end endestationen, er investering anderledes. Her er endestationen vigtigere end rejsen. Så selvom årlige afkast vil svinge en del, så har jeg stor tiltro til, at vi alle vil blive beriget med et fremtidigt langsigtet meget tilfredsstillende pro anno afkast – inklusive resultatet for 2018. Mit personlige mål er at kunne gøre noget meningsfyldt og opbygge en track-record, som jeg kan være stolt over og I kan have gavn af. Til trods for sidste års modvind ser jeg meget optimistisk på vores selskabers fremtidige evne til at skabe værdi. (Det er sådan et afsnit man kan blive erindret om 2 – 3 år ude i fremtiden og som man måske ønsker, man havde slettet!!!)

Som omtalt i mit investeringsbrev fra sidste år, hvilket for hovedpartens vedkommende er vedhæftet som appendix, foretrækker jeg selskaber med høj kapitalforrentning. Og endnu bedre, hvis disse kan reinvestere størstedelen af deres pengestrøm til en meget høj kapitalforrentning, hvilke kan betegnes som "compoundere", i mangel af et bedre dansk ord.

*"If the business earns 6% on capital over 40 years, you're not going to make much different than a 6% return – even if you originally buy it at a huge discount. Conversely, if a business*

*earns 18% on capital over 20 or 30 years, even if you pay an expensive looking price, you'll end up with a fine result."*

- Charlie Munger

De 7 selskaber strækker sig over 3 ekstraordinære selskaber med høj kapitalforrentning; Admiral Group, Fairfax Financial Hld. og Ringkjøbing Landbobank, (45,7% af porteføljen), 2 compoundere med latent meget høj kapitalforrentning; JD.com og Zooplus, (24,6% af porteføljen) og et mere ordinært selskab; Danske Bank, (13,2% af porteføljen). Herudover er der et selskab, som jeg betegner som en speciel situation med politisk risiko, Fannie Mae, (7,4% af porteføljen) – alle markant undervurderede i aktiemarkedet da jeg foretog initialinvesteringen og yderligere i dag.

JD.com og Zooplus er selskaber, som reinvesterer hele det overskud, de ellers ville generere, hvis ikke de ville understøtte en vækst på over 20% pro anno. Grundet deres forretningsmodel er de meget lidt kapitalintensive og grundet nuværende regnskabsprincipper bogføres reinvesteringerne direkte over resultatopgørelsen og ikke som mere normale selskaber over balancen. Det vil for nogle af jer synes som noget kedeligt regnskabsfiddler, men summa summarum, så udnytter de deres forretningsfordel og bygger den større ved at konsumere profit i dag for at få større profit senere. I takt med at de skalerer deres forretning og kan vækste deres omsætning mere end deres kapitalinvesteringer, vil en fremtidig positiv driftsmargin løbende medføre en trinvis højere kapitalforrentning. De befinder sig i "10 fugle på taget er bedre end én fugl i hånden" - kategorien! Men selskabers værdi afhænger som bekendt af tilbagediskonterede fremtidige pengestrømme - positive pengestrømme, forstås, hvorfor risikoen, i lighed med andre selskaber, også her ligger i analysen af ledelsens evner, selskabet selv, dets forretningsmodel og dennes fremtidige bæredygtighed.

Nøgleordet for JD.com, Zooplus, Admiral Group, Fairfax og Ringkjøbing Landbobank er selskabernes forretningsperformance. Som sagt forventer jeg, at disse "Blue Strait's datterselskaber" vil ligge i porteføljen mellem 5 til 10 år, måske længere. Derfor er det kritisk, at de kan bevare eller forøge deres afkast på investeret kapital i årene fremover. De vil kun blive solgt fra, hvis jeg tager fejl i min analyse eller finder selskaber, der er endnu bedre til den rigtige pris.

Til trods for en koncentration af porteføljen på bare 7 selskaber er der en stor varians i selskabernes aktiviteter og forretningsmodeller som f.eks. kan ses i nedennævnte beskrivelse af Zooplus og Danske Bank.

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 18 års erfaring i online-markedet med over 8.000 varenumre, har haft en omsætningsvækst siden 2010 på 28,7% 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. Hunde, der oprindeligt var vagt dyr, får i dag rigtige menneskenavne og er en reel del af familien. Kæledyrsejere ser dem selv i højere grad som forældre for kæledyr og ikke ejere. I en verden hvor kæledyr mere og mere bliver en del af familien er det en branche i vækst. Med over 6 mio. aktive købskonti har Zooplus uden sammenligning den største kundebase af dedikerede kæledyrsejere i Europa.

Danske Bank er, hvad de fleste typisk forstår ved en værdibaseret investering. Banken har en lav markedspris ift. nuværende egenkapital og indtjening og hvis forretningsmæssige værdi er undervurderet grundet ekstraordinære hændelser, der har presset markedsværdien ned i nutiden. Ingen har kunne undgå den megen medieomtale, som har blotlagt en tidligere ledelse, der ikke har været sig sit ansvar bevidst. En ledelse som nu er skiftet ud. Danske Bank er et ordinært selskab grundet en langsigtet gennemsnitlig egenkapitalforrentning. Banken har ingen unik konkurrencefordel, hvorfor jeg forventer, at den gennemsnitlige egenkapitalforrentning i længden – højkonjunktur såvel som lavkonjunktur – vil ligge omkring de 10%. Derfor karakteriserer jeg ikke banken som værende af ekstraordinær karakter. Her er nøgleordet for investeringen ekspansion af multipel. Vi har derfor brug for aktiemarkedets revurdering af selskabets indtjening og egenkapital, og helst jo før jo bedre. Jeg forventer en beholdningsperiode på denne investering, der er meget kortere end porteføljens andre selskaber, omkring 3 til 4 år. Ventetiden bliver undervejs belønnet med en høj årlig dividende grundet den meget lave indkøbskurs.

Som ovennævnte belyser, er der forskel i min anskuelse af de enkelte investeringers løbetid i porteføljen. Der er udført mange studier, der viser, at markedsdeltageres gennemsnitlige beholdningsperiode af porteføljeselskaber er skrumpet betydeligt de sidste 50 år. Dvs. at omsætningshastigheden af porteføljeselskaber er steget betydeligt. Med en sådan baggrund er det eksterne faktorer, der kommer til at bestemme kursudviklingen på kort sigt. Det synes blandt markedsdeltagerne ligegyldigt, hvordan det enkelte selskabs langsigtede økonomiske udvikling vil arte sig og i stedet fokuseres på, om et givent kvartal lever op til analytikernes forventninger eller ej. Jeg tror, det giver os en fordel på vores rejse at være reelt langsigtede, tænke som selskabsejere og således kunne arbitrere i tid. Og det giver klart mig en meget stor fordel at have medinvestorer, der tænker ligedan – mere end I måske lige tror.

Det er min målsætning på langt sigt at maksimere investors gennemsnitlige vækst pr. investeringsandel pr. år 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 begge 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, 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.

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

De bedste hilsner.

Ole Nielsen  
Februar 2019



## **APPENDIX**

Jeg foretager deployering af kapital i Blue Strait 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 autoforsikringselskabet 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 kvalitetsselskaber 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 Blue Strait 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 Blue Strait vil være få og af meget lang karakter, vil der kun blive ordnært 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.

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

\* Grundet ekstraordinære forhold i slutningen af 2018 og starten af 2019 udkommer Investorbrevet for 2018 i februar 2019.