

Investorbrev for Kapitalforeningen Blue Strait Capital

År 2021

Kære medinvestor.

Indre værdi pr. investeringsandel steg i 2021 med 13,99% efter omkostninger. MSCI World Indeks, der repræsenterer et bredt udsnit af hele verdens selskaber, udviste et afkast på 30,96%. Pro anno afkastet for Blue Strait har siden etablering i oktober 2017 ligget på 10,21% mod MSCI World Indeks på 14,53%, hvilket for hele perioden akkumuleret er 50,96% for Blue Strait og 77,74% for MSCI World Indeks.

Målsætningen er på lang sigt at kunne levere et tilfredsstillende faktisk afkast efter omkostninger og samtidig at kunne producere et afkast, der er bedre end MSCI World Indeks. ”På lang sigt” blev på mine møder med Jer ved oprettelsen af Blue Strait benævnt som værende mellem 5 år til 10 år. Vi er nu ca. halvvejs i denne periode og foreningens afkast ligger under afkastet for MSCI World Indeks, hvilket kan synes utilstrækkeligt.

Selvom det kan findes noget utilfredsstillende på nuværende tidspunkt, så er hele ”bogen” ikke skrevet endnu. Blue Straits portefølje af selskaber er meget koncentreret, hvorfor store positive og negative bevægelser indenfor enkelte år har stor effekt på hele porteføljens afkast – også i forhold til MSCI World Indeks. En for kort periode siger ikke nødvendigvis noget om den underliggende forretningsmæssige værdistigning i de enkelte selskaber. På lang sigt vil kursudviklingen på selskaberne følge udviklingen i den forretningsmæssige værdi.

Der er noget, som skal indhentes, hvilket jeg er opsat på. Så det gælder om at holde snuden i sporet og samtidig huske sig Warren Buffetts ord:

*”Games are won by players who focus on the playing field –
not by those whose eyes are glued to the scoreboard.”*

Blue Strait markedsføres ikke, hvorfor nye investorers interesse alene opstår via mund til mund. Igen i 2021 har jeg hilst nye investorer velkommen og jeg vil gerne takke Jer for den tillid, I viser mig. Min hustru og jeg er samlet set største investor i Blue Strait og vi har i løbet af 2021 øget vores investering.

Blue Strait har fortsat 7 selskaber i porteføljen, men Zooplus er solgt fra og en ny investering er foretaget i Trupanion Inc. Risikoen ved en sådan koncentration er højere, hvilket er et bevidst valg, jf. tidligere investorbreve. De to største positioner ved udgangen af 2021, JD.com og Danske Bank, udgjorde tilsammen 49,9% og den mindste position, Heico,

udgjorde 3,6%. I 2021's kraftigt stigende aktiemarkeder faldt JD.coms aktiekurs, hvorfor procentandelen i porteføljen faldt fra 37,5% til 28,2 % ved årets udgang til trods for en smule addering. Fannie Maes andel faldt fra 18,1% til 7,1%. Jeg vil uddybe mere om JD.com og Fannie Mae senere. Danske Banks andel er vokset fra 9,2% til 21,7%. Den meget større andel skyldes for en mindre dels vedkommende en mindre stigning i aktiekursen i 2021. Samtidig adderede jeg betydeligt til positionen i efteråret, jf. nedenfor.

JD.com	28,2%
Danske Bank	21,7%
Ringkjøbing Landbobank	11,9%
Admiral Group	11,7%
Trupanion	9,7%
Fannie Mae, præf.	7,1%
Heico	3,6%
Likviditet og andet	6,1%
Total	100,0%

Som langsigtet investor af en ikke-gearet formue, anser jeg ikke store kursudsving som udtryk for væsentlig risiko. Perioden mellem min oprindelige investering til dagen hvor positionen sælges, kan være fuld af op- og nedture. Svingninger i kurserne er ikke vigtige, men snarere at vi ankommer til salgstidspunktet med en tilfredsstillende gennemsnitlig årlig forrentning. Risiciene ligger derimod i tre forhold:

1. Hvorvidt jeg har ret i min analyse af et selskabs kapitalforrentning, frie pengestrømme og langsigtede konkurrenceevne samt udbygning af denne.
2. Hvorvidt jeg 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 elimineres.

Da disse tre parametre alene kan måles over en årrække, egner denne type investering sig ikke for den kortsigtede investor. Eksempelvis faldt Fannie Mae med 64% og Zooplus steg med 183%.

Bevægelserne i markedsværdierne for Fannie Mae Præf., JD.com og Zooplus havde den største indflydelse på årets samlede afkast.

Fannie Mae var den position, som suverænt trak mest ned i Blue Straits afkast med et negativt afkast på -8,8% point. Efter kraftige kursstigninger i regnskabsåret 2019, var denne position vokset til 23,2%, hvor positionen så eroderede i løbet af 2020 og endnu mere i 2021.

Dette var hvad jeg skrev om selskabet i 2019:

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. Forsikrings-selskabet 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 aktionærerne. I Guds eget land og kapitalismens højborg var dette tyveri ved højlys dag. Statens ekspropriation af privat ejendom uden kompensation!

Søgsmålene fra aktionærerne 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!

Fast forward:

1. Grundet pandemien fik Trump-administrationen ikke bragt planerne til vejs ende inden den trådte af i januar 2021, og
2. Den amerikanske højesteret dømte for størstedelens vedkommende i en dom i juni imod aktionærerne i et af de søgsmål, der netop var nået til højesteret.

Tiden løb, som sagt, ud for Trump-administrationen, men den fik dog lavet nogle ændringer, som stadig er i kraft, f.eks. tager staten ikke overskuddet ud af Fannie Mae. Overskuddet

lagrer sig på egenkapitalen. Det er positivt, men samtidig opskrives statens senior præference kapital, hvilket er negativt. Ville opskrivningen af statens senior præferencekapital ikke finde sted, ville vi som ejere af præferenceaktier have modtaget vores årlige dividende. Denne dividende svarer til 54% af dagens kurs!

Uden at gå i for mange juridiske detaljer dømte højesteret til dels mod sagsøgerne i Collins-sagen, som er søgsmålet fra en række aktionærer. Højesteret udtalte dog samtidig, at hvis det kunne argumenteres, at staten havde taget penge fra aktionærerne, kunne dette prøves i den lavere femte distriktsdomstol, hvor Collins-sagen nu kører videre.

Vores "Work-out" investering følger 2 spor, dels:

- Hvad Biden-administrationen kommer til at gøre mht. rekapitalisering og privatisering.
- Hvad udfaldene bliver på de enkelte sagsforløb, der langsomt arbejder sig igennem det juridiske system.

Historisk har amerikanske politikere overvejende udvist ansvarlighed og været pragmatiske, hvis det har kunne være til gavn for landets økonomi. Biden-administrationen er ikke gået tilbage til den tidligere praksis, hvor staten overfører Fannie Maes overskud. Samtidig afventes en plan for, hvor stor minimum solvens Fannie Mae skal have. Den kommer formentlig til at ligge lavere end den nuværende fastsatte grundet den meget lave risiko, der i dag er i Fannie Maes forretningsmodel. Og endelig vil en rekapitalisering og privatisering kunne indbringe staten et meget stort beløb i form af de optioner, som staten vil kunne sælge i denne proces. Det er stadig en "Work-out" situation med stor risiko men også et meget stort potentiale. Medvind i kommende domme i det juridiske system, ville kunne få processen til at løbe hurtigere.

Den anden kursmæssigt store afviger i 2021 var JD.com med et fald i DKK på 14%. Den store position medførte -5,7% point i Blue Straits afkast. Hvor JD.com fortsætter sin kraftige vækst i antal kunder, omsætning og cash-flow har den negative kurspåvirkning alene kunnet tilskrives politiske og makroøkonomisk forventningsmæssige hændelser.

Det nuværende kinesiske styre udviser en større politisk tendens til kontrollerende og regulatorisk indgriben i den private sektor end tidligere politiske styre, hvilket fik en del omtale i sommers, da den private uddannelsessektor blev berørt med markant faldende aktiekurser til følge. Også teknologisektoren har mærket de nye vinde. Aktiemarkederne afskyer usikkerhed, hvilket har medført kraftigt faldende aktiekurser på teknologiaktier, herunder JD.com.

Krydret med handelsgnidninger Kina og omverden imellem, ejendomsselskaber tæt på kollaps og lavere vækst, som må forventes som resultat af de mange regulatoriske indgreb i den private sektor, er mange af disse selskaber prisfastsat meget lavt. Der synes på nuværende

tidspunkt at være indkalkuleret mange eventuelle negative hændelser i prissætningen af en række teknologiselskaber i Kina, herunder JD.com.

Som nævnt tidligere fortsætter JD.com sin forretningsmæssige vækst. Så til trods for en fallende markedsværdi estimerer jeg, at JD.coms forretningsmæssige værdi er steget i 2021 og forskellen mellem de to er udvidet.

Jeg solgte vores position i Zooplus i 2021. Som ”køb og behold”-investor var det ellers en position, som jeg havde en forventning om skulle være en del af porteføljen i mange år fremover. Meget kapital-let forretningsmodel og stor sandsynlighed for høj kapitalforretning i takt med, at de på længere sigt skalerer forretningen.

Zooplus er Europas største online detailhandler af dyrefoder, typisk hunde- og kattefoder, og andet tilbehør til kæledyr med en markedsandel på knap 50% af online-markedet og ca. 7% af det totale marked. Det totale marked for foder og tilbehør til kæledyr ligger på ca. 25 mia. EUR og vokser relativt uafhængigt af konjunkturerne med 3 – 4% om året. Zooplus har en driftsmargin på 6-7% på eksisterende kunder. En profitabilitet, som Zooplus bruger til at finansiere ”køb” af nye kunder med i form af markedsføringsomkostninger, som tiltrækker nye kunder til platformen. Specielt pandemiens indtræden i starten af 2020 er en medvind, som Zooplus har nydt godt af. Omsætningen voksede de sidste 5 år med 19% om året og Zooplus har den største kundebase af dedikerede kæledyrsejere i Europa.

For et selskab som Zooplus, som har en dominerende online-platform gælder det om at re-investere al profitabilitet i virksomheden. Den underliggende kapitalforrentning er høj, det totale marked er stort, så investering i vækst af virksomheden for at gøre markedsandelen større vil samtidig forøge konkurrenceevnen. Ultimativt kan det medføre endnu højere kapitalforrentning, hvilket er den drivende faktor for en virksomheds forretningsmæssige værdi.

Den 13. august lancerede et selskab under Private Equity selskabet Hellman & Friedman (H&F) et overtagelsestilbud på Zooplus under forudsætning af opnåelse af minimum 50%’s ejerskab. Jeg havde været i kontakt med H&F og indgået aftale om salg af halvdelen af vores position. Jeg havde en del overvejelser om dette, da jeg mente prisen var meget lav. Til gengæld kunne vores aftale sammen med andre aktionærers aftale ”lokke” H&F til rent faktisk at ville give et overtagelsestilbud. Efter publikation af overtagelsestilbuddet kunne andre købere komme på banen med højere købstilbud, hvilket vi ville kunne deltage i for hele positionen. Jeg gjorde mig også en del tanker om ledelsens ageren i forløbet, som efter dybere overvejelse overbeviste mig om, at jeg gerne ville sælge.

Ledelsen indgik samtidig en forretningsaftale med H&F om selskabets strategiske og finansielle fremtid. Direktøren og grundlæggeren skulle fortsætte som administrerende direktør, et aftalt forløb, hvor ledelsen som medejer godt nok sælger sin andel, men formentlig bliver incentiveret med nye købsoptioner.

Jeg mener ikke, at ledelsen og bestyrelsen varetog aktionærernes interesser i tilstrækkeligt omfang i denne fremgangsmåde.

Hvorom alting er kom Private Equity selskaberne EQT og KKR på banen, hvor KKR hurtigt trak sig igen. EQT kom med et højere købstilbud som fulgtes op af H&F. Endelig indgik H&F og EQT sammen en aftale med et marginalt højere købstilbud. Efter H&F og EQT slog sig sammen, kunne jeg ikke forvente overtagelsestilbud fra andre interessenter. H&F og EQT ville nu kunne samle en meget stor andel og efterfølgende søge selskabet afnoteret.

Jeg startede med at investere i Zooplus i februar 2018 og har investeret på lavere kurser løbende indtil maj 2019. Salg af den samlede position i efteråret medførte et akkumuleret afkast i beholdningsperioden på 271% og et pro anno afkast på 54% i perioden. Bidraget til Blue Straits afkast i selve regnskabsåret 2021 lå på 22,6% point.

Selvom vi solgte til en samlet værdi, der umiddelbart var i den lave ende af mit estimat for forretningsmæssig værdi, er afkastet fra denne investering på kort sigt meget tilfredsstillende. Det er tillige et glimrende eksempel på investering efter en værdibaseret investeringsstrategi, hvor forretningsmæssig værdi ligger meget højere end den oprindelig markedsværdi.

At være værdibaseret investor er at investere i et selskab til en pris, der ligger under den forretningsmæssige værdi. Kvalitetsselskaber med højt afkast på investeret kapital handler meget sjældent til en åbenlys lav pris i forhold til egenkapital og indtjening. Så selv en objektiv høj værdi kan være en lav værdi i forhold til forretningsmæssig værdi.

Udnyttelse af rentes-rente effekten, der finder sted ved, at et selskab med højt afkast på investeret kapital har mulighed for skalering og derved reinvestering fremhæves reelt over en lang beholdningsperiode. Så derfor ”køb og behold”, hvorfor denne type selskaber i porteføljen er velkomne, selvom mit anker i den gamle værdibaserede tankegang stadig fremelsker investeringsidéer i ordinære selskaber.

Udbytte.

I henhold til gældende skattelov skal foregående regnskabsårs realiserede kursgevinster og modtagne udbytter i Blue Strait efter fradrag af omkostninger og realiserede kurstab udbetales som udbytte dagen efter Blue Straits generalforsamling. Når en portefølje er koncentreret, kan eventuelle realiserede kursgevinster være relativt store. For privatpersoner med frie midler kan der ligge en tidsforskydning i skattebetalingen, som investorer via pensioner eller i virksomhedsregi ikke har. Jeg skal i denne forbindelse henvise til, at en privatinvestor rådfører sig med sin revisor.

Pr. ultimo 2021 er der urealiserede kursgevinster på 102,9 mio. kr. eller 34,2 kr. pr. andel. Den forventede udbyttesats for regnskabsåret 2021, hvilket er baseret på realiserede kursgevinster, er foreløbigt beregnet til 18,9 kr. pr. andel.

Målsætning.

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 nutiden, 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 i Blue Strait. Jeg vil gøre mit bedste for at leve op til dette, hvad angår både Jeres investering og min egen og jeg vil leve efter Colin Powels 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 2022