

## Investorbrev for Kapitalforeningen Blue Strait Capital

År 2022

### Kære medinvestor.

Indre værdi pr. investeringsandel i 2022 udgjorde -11,40% efter omkostninger og reguleret for dividende. MSCI World Indeks, der repræsenterer et bredt udsnit af hele verdens selskaber, udviste et afkast på -12,79%. Pro anno afkastet for Blue Strait har siden etablering i oktober 2017 ligget på 5,71% mod MSCI World Indeks på 8,73%, hvilket for hele perioden akkumuleret er 33,75% for Blue Strait og 55,01% for MSCI World Indeks.

Målsætningen er på lang sigt at kunne levere et afkast, der er bedre end MSCI World Indeks. Opfyldelsen af denne målsætning har vi stadig til gode. Vi er på vej og jeg ved, at det kræver både tålmodighed og tillid, men jeg arbejder målrettet for, at både jeres og mine egne positive forventninger opfyldes.

Mit estimat for porteføljens forretningsmæssige værdi ligger højere end markedsværdien. I længden vil markedsværdierne følge de forretningsmæssige værdiers udvikling. Som I ved, har jeg historisk opnået en sådan målsætning med pæn margin og den målsætning fraviges ikke.

Blue Strait markedsføres ikke, hvorfor nye investorers interesse alene opstår via mund til mund. Igen i 2022 har jeg hilst nye investorer velkommen og jeg vil gerne takke jer og eksisterende investorer for den tillid, I viser mig. Min hustru og jeg er samlet set største investor i Blue Strait og vi har igen i løbet af 2022 øget vores investering.

Nedenfor fremgår Blue Straits portefølje af selskaber med den vægt positionerne udgjorde ultimo 2022.

Danske Bank A/S	31,8%
JD.com, Inc.	25,0%
Admiral Group Plc.	12,4%
Trupanion, Inc.	11,1%
Ringkjøbing Landbobank A/S	8,7%
Fannie Mae, præf.	6,4%
Heico	3,7%
Likviditet og andet	0,9%
Total	100,0%

Der har i 2022 været meget stor spredning i kursudviklingen på de enkelte selskaber. Danske Bank steg med 21,6% og har påvirket afkastet i Blue Strait positivt med 5,4 procentpoint. I den anden ende finder vi Trupanion med en kursudvikling på -61,8%, som har påvirket porteføljeafkastet med -8,6 procentpoint. Provenuet fra salget af Zooplus i 2021 blev stort set alene placeret i Danske Bank og Trupanion. Og dertil en mindre addering i Admiral Group, som over året havde en kursudvikling på -24,5%. Trupanion var en ny position i 2021 og i takt med at aktiekursen på Trupanion faldt i 2022, har jeg adderet betydeligt til denne position.

Aktiekursen på Ringkjøbing Landbobank steg med 8,9% reguleret for dividende og ellers udviklede aktiekurserne sig, reguleret for dividende, som følgende: Fannie Mae Præf. -20,3%, JD.com -10,8% og Heico -0,9%.

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 i nedennævnte tre forretningsmæssige vurderinger:

1. Hvorvidt jeg har ret i min analyse af et selskabs fremtidige 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.

Det afgørende for en investering er høj kapitalforrentning tilsammen med stor forskel mellem markedsværdien på selskabet og mit estimat for selskabets forretningsmæssige værdi.

Jeg forsøger dog ikke at ramme det kursmæssigt optimale tidspunkt for investeringen. Min erfaring er, at dette ikke kan lade sig gøre konsistent.

Historisk har det vist sig, at når jeg finder en interessant investeringsmulighed, er det ofte når resten af markedsdeltagerne netop har et kortsigtet negativt syn på et givent selskab. Derfor starter jeg ofte en position og adderer til den, hvis selskabets aktier falder i kurs. Derved bygger jeg en større og større position op over tid til en bedre gennemsnitskurs og et tidsvægtet forsinket købstidspunkt. Det sås med investeringen i Zooplus, JD.com og Danske Bank. Således også i Trupanion. Derfor hidrører en stor del af årets negative afkast fra en ny position, som jeg estimerer, har udvidet forskellen betydeligt mellem markedsværdi og forretningsmæssig værdi og dermed potentialet for fremtidigt afkast.

Grundlægger, direktør og medejer, Darryl Rawlings, etablerede Trupanion i år 2000. Som teenager havde den unge Darryl en sindsoprivende oplevelse. Familiens puddelhund, Mitzy, blev syg og familien kom til at stå med en hjerteskrærende beslutning. På dyrehospitalet blev 2-årige Mitzy diagnosticeret med tarmslyng. Hvis Mitzys liv skulle reddes, krævede det et kirurgisk indgreb. Selvom et sådan indgreb var ren rutine, havde familien ikke råd til omkostningen og de måtte forlade dyrehospitalet uden Mitzy. Mitzy var blevet offer for det alle hunde- og katteejere frygter, aflivning.

Trupanions mission er at hjælpe elskende og ansvarsbevidste kæledyrsejere til at kunne budgettere med eventuelle uforudsete dyrlægeregninger, fokusere på at passe deres kæledyr og undgå at befinde sig i en situation, der kræver en følelsesmæssig svær beslutning. Trupanion er Nordamerikas ledende udbyder af hunde- og katteforsikring. Væksten i præmieindtægter har ligget på henholdsvis 40% om året de sidste 10 år og knap 25% om året de sidste 5 år. Denne vækst er båret af en reinvestering af hele deres underliggende profitabilitet på eksisterende forretning, som tilsammen med høj kapitalforrentning gør selskabet til det, jeg kalder en "compounder". Parallellen til min omtale af vores tidligere position i Zooplus synes tydelig.

I Nordamerika er der ikke tradition for at forsikre sine kæledyr på samme måde som i Europa. Historisk har man som forsikringstager haft meget dårlig oplevelse med kæledyrsforsikring, når man stod og skulle bruge forsikringen. Trupanion gør en dyd ud af at stille en pris og dække alt – lige meget hvor stor omkostningen bliver. Over de sidste 22 år har Trupanion forsøgt at skabe sig et navn, hvor man kan stole på at blive honoreret den dag, man har brug for sit forsikrings-selskab. Overfor kunden er det kernen i forsikringsvirksomhed, men også her mange forsikrings-selskaber fejler.

Trupanion dækker 90% af skader og kunden skal selv betale 10%. Med et stort og voksende samarbejde med dyrlæger og dyrehospitaler, er der direkte adgang til kunder, der kommer med deres kæledyr. Dyrlægen kan koncentrere sig om den rette behandling af kæledyret, og ejerens bekymringer kan ligeledes koncentrereres omkring kæledyret og ikke økonomien.

Trupanion har et mål om at bruge 70% af præmieindtægterne på skadesudbetaling, 15% på administration og 15% på profit. I takt med at Trupanion skalerer er målet at lade den

procentmæssige profitabilitet forblive stationær. Derved tilfalder den øgede profitabilitet kunden. Denne opbygning af kundetillid er en forretningsmodel, der blandt andre også ses benyttet i Costco og Amazon i USA og Zooplus her i Europa. Eller som den berømte investor, Nick Sleep, har udtrykt det – ”scale economies shared”.

Hvor raten af forsikrede dyr i Sverige og England ligger på henholdsvis 40% og 25%, er raten kun netop lige vokset til 2% i Nordamerika. Trupanion er med til at skubbe på udviklingen i forsikringsraten af kæledyr i USA og befinder sig derfor som selskab i et meget stort potentielt marked.

Som sagt trak Trupanion ned i afkastet for 2022. Hvis jeg ikke tager fejl i min analyse, skal den nu have tid og modnes. En investering for fremtiden.

Danske Bank er med 31,8% Blue Straits største position. Dels har jeg øget positionen igennem 2022 og dels har der i slutningen af året været en positiv kursudvikling på bankens aktier. I slutningen af 2022 indgik Danske Bank forlig med de Danske og Amerikanske myndigheder. Forliget beløb sig til en omkostning på 15,3 mia. kroner. Denne omkostning kan Danske Bank håndtere uden kapitaludvidelse. Danske Bank har nu visket tavlen ren og kan spejle fremad. Danske Bank kommer fremadrettet til at fokusere på at opbygge sit omdømme og nedbringe sine omkostninger. At opbygge omdømme tager længere tid end at nedbringe omkostninger og der er et pænt potentiale for en lavere omkostningsprocent. Formår Danske Bank at nedbringe denne, vil banken kunne opnå en højere egenkapitalforrentning. Målet må i første omgang være en egenkapitalforrentning, der ligger højere end deres kapitalomkostning.

Vores Danske Bank investering hører til i kategorien ordinære selskaber. Bankvirksomhed er sjældent en ekstraordinær virksomhed, som over tid udviser ekstraordinær kapitalforrentning. Dog er der en lysende stjerne på himlen. Og jeg må gentage mig selv: 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 forretningstalent har beriget bankens aktionærer de sidste 3 årtier accelererende efter John Fiskers ankomst i 1995. Ekstraordinær ledelses- og driftsmæssig præstation, en undervurdering af bankens markedsværdi igennem mange år og et løbende opkøbsprogram af egne aktier udgør ingredienserne for en økonomisk cocktail af meget højt langsigtet afkast.

Og hvilken cocktail! John Fisker, hans ledelsesteam og effektive medarbejderstab har i mange år skabt enorm værdi for sine aktionærer. Lang historisk gennemsnitlig egenkapitalforrentning på 15%+ med solvens over gennemsnittet har medført afkast på over 20% pro anno siden 1992, 2000 og 2008. Jeg har således haft et nærgående kendskab til banken og ledelsen i mange år. Min fejl ligger i, at jeg ikke investerede 50% eller mere af Blue Straits

formue i oktober 2017, eller endda alternativt hele Blue Straits formue i bankens aktier. Siden da har afkastet på Ringkjøbing Landbobank ligget på godt 25% pro anno.

Som anført ovenfor var Admiral Group med til at trække afkastet ned. Allerede sidste vinter registrerede Admiral stigende omkostninger til skader. De stigende omkostninger til reserverede og udbedring af skader var et udtryk for den forsyningsmangel, der satte sig i priserne i 2021, og blev forstærket i løbet af 2022.

Admiral agerede meget tidligt meget disciplineret ved at hæve priserne på kundernes forsikringspræmier. Det bremser naturligt kundetilgangen, hvorfor væksten i denne faldt noget tilbage. I et cyklisk forsikringsmarked vil den disciplinerede spiller hæve priserne selvom resten af markedet ikke gør det. Den ringere profitabilitet rammer alle forsikringsselskaber og priserne på forsikringspræmier vil tendere til at stige igen. Admiral har historisk udvist en egenkapitalforrentning, der ligger mellem 50%-60%. I perioden, hvor priserne på forsikringspræmier skal tilpasse sig det nye højere leje, vil egenkapitalforrentningen ligge i den lave ende. Det er forretningsbetingelserne i forsikringsvirksomhed og påvirker ikke Admirals langsigtede konkurrenceevne negativt.

Man kan rejse spørgsmålet om ikke, det ville være hensigtsmæssigt at forsøge at navigere i forhold til disse konjunkturelle cyklusser ved køb og salg af selskabets aktier. Som køb-og-behold af kvalitetsselskaber ligger det mig ikke på sinde. Lige så lidt som det ville gøre, hvis vi ejede 100% af selskabet. Så længe et selskab på sigt kreerer mere værdi end sin kapitalomkostning – og endda med stor margin – så vil jeg hellere beholde det. Således løber jeg ikke risikoen for præmaturt at sælge et godt selskab og ikke kunne købe det ind igen til samme eller lavere værdi.

Hvis vi i første omgang ser bort fra Danske Bank og vores ”work-out”-position; Fannie Mae Præf., har vores porteføljeselskaber fem fællesnævner: 1) Høj kapitalforrentning, 2) evne til at generere frie pengestrømme, 3) gode forretningsmodeller, 4) gode konkurrencefordele og 5) stærke ledelser. Herudover kommer naturligvis også mit estimat for sandsynligheden for, at selskaberne om mange år, har udbygget sine konkurrencefordele og markedspositioner samt fortsat genererer højt afkast på investeret kapital. Det er sådanne selskaber jeg foretrækker, og de må gerne være små i et meget stort marked.

Med en sådan potentiel optimal portefølje, skal jeg helst bare læne mig tilbage og nyde udviklingen i den forretningsmæssige værdi. Ikke nødvendigvis kursudviklingen. Den skal i længden nok følge med. Aktivitet i form af hyppigt salg og køb af de enkelte positioner, kan være ødelæggende for afkastet på porteføljen. I stedet foretrækker jeg at lade selskabernes underliggende kapitalforrentning materialisere sig som en rentes-rente-effekt i markedsværdierne.

Netop at sidde på hænderne, specielt undervejs i et kursmæssigt negativt år som 2022, er psykologisk meget svært. Vi bliver i mange sammenhænge betalt for aktivitet. Medierne er fyldt med drama. Transaktionsmagerne fordrer aktivitet. Ikke at gøre noget er psykologisk krævende, selvom dette i nogle sammenhænge netop i porteføljepleje er det rigtige at gøre.

Fokusering på kursudviklingen kan påføre for stort og tit overflødigt pres og medføre irrelevante og økonomisk ukorrekte beslutninger. Fokusér på det forretningsmæssige fundament i kvalitetsselskaberne og lad dem gøre arbejdet, siger jeg.

### **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. Den forventede udbyttesats for regnskabsåret 2022, er foreløbigt beregnet til 3,90 kr. pr. andel, som går fra i indre værdi d. 26. april 2023.

### **Målsætning.**

Det er min målsætning på langt sigt 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 2023