

Investorbrev for Kapitalforeningen Blue Strait Capital

År 2023

Kære medinvestor

Indre værdi pr. investeringsandel steg i 2023 med 1,27% efter omkostninger og reguleret for dividende. MSCI World Indeks, der repræsenterer et bredt udsnit af hele verdens selskaber, viste et afkast på 19,89%. Pro anno afkastet for Blue Strait har siden etablering i oktober 2017 ligget på 4,98% mod MSCI World Indeks på 10,44%, hvilket for hele perioden akkumuleret er 35,44% for Blue Strait og 85,84% for MSCI World Indeks. Skemaet nedenfor giver et godt overblik over afkastet i de enkelte år.

Mit mål er som altid at forvalte mine medinvestorers kapital bedst muligt og derved leve op til den tillid, I har vist mig. Som I ved, gør jeg dette gennem investeringer bygget på grundigt analysearbejde. Derfor skal man huske, at analysen på lang sigt kan være korrekt, på trods af kortsigtede resultater. Jeg håber, at investorbrevet her bekræfter, at jeres tillid er velfunderet.

År		Blue Strait	MSCI W.I.
2023		1,27%	19,89%
2022		-11,40%	-12,79%
2021		13,99%	30,96%
2020		25,80%	5,92%
2019		26,78%	30,19%
2018		-17,83%	-3,89%
2017	Startet i okt.	1,07%	2,40%
Pro anno		4,98%	10,44%
Akkumuleret		35,44%	85,84%

Det er min målsætning på lang sigt, defineret som minimum 5 år, at kunne levere et afkast, der er bedre end MSCI World Indeks. Blue Strait har nu eksisteret i godt 6 år og opfylder stadig ikke denne målsætning, hvilket jeg løbende arbejder på at forbedre.

Porteføljen

Porteføljen indeholder de samme 7 selskaber som sidste år. Volatiliteten ved en begrænset portefølje, samt undervurderet markedsværdi på vores investerede selskaber er forklarende faktorer for det manglende merresultat, snarere end reelle fejlinvesteringer. Herom senere i investorbrevet.

Nedenfor fremgår Blue Straits portefølje af selskaber sorteret efter den proportion positionerne udgjorde ultimo 2023.

Danske Bank A/S	40,7%
Admiral Group Plc.	15,1%
JD.com, Inc.	13,4%
Trupanion, Inc.	10,8%
Fannie Mae, præf.	9,1%
Ringkjøbing Landbobank A/S	7,9%
Heico	1,3%
Likviditet og andet	1,7%
Total	100,0%

Der har i lighed med tidligere år været meget stor variation i kursudviklingen på de enkelte selskaber i 2023, hvilket jeg af historisk erfaring skønner er atypiske.

På den ene side steg kurssværdien af hhv. Fannie Mae Præf., Danske Bank og Admiral Group meget markant, som vist nedenfor. Ligeledes steg kurssværdien af Heico og Ringkjøbing landbobank også pænt, om end mindre markant. Stigningerne modsvarede dog af signifikante kursfald i JD.com og Trupanion, den sidste af hvilke, jeg har allokeret mere kapital til i 2023. Ovenstående forårsager samlet et resultat for året på 1,3% efter omkostninger. Nedenfor fremgår kursudviklingen på de enkelte selskaber.

Fannie Mae, Præf.	37,6%
Danske Bank A/S	37,1%
Admiral Group Plc.	34,5%
Heico Corp.	15,5%
Ringkjøbing Landbobank A/S	5,3%
Trupanion, Inc.	-37,7%
JD.com, Inc.	-49,3%

Langsigtet afkast formes af to forhold:

- Vækst i selskabets forretningsmæssige værdi.
- Indsnævring af discount/præmie mellem kursværdi og forretningsmæssig værdi.

Over en lang tidsperiode vil væksten i forretningsmæssig værdi svare til selskabets afkast på investeret kapital, (ROIC). Hvis selskabet kan reinvestere 100% af sit overskud til høj ROIC, vil denne rentes-rente-effekt medføre meget stor værdistigning. På lang sigt vil selskabets aktiekurs tendere til at reflektere ROIC. Således er kvalitetsselskaber med høj ROIC at foretrække fremfor ordinære selskaber med gennemsnitlig eller lav ROIC.

På kortere tidsperioder fluktuerer aktiekursen på selskabet op og ned omkring selskabets forretningsmæssige værdi. Hvis man investerer til en discount, fås et tilskud til investeringens afkast fra elimineringen af denne discount. Omvendt vil en præmie til forretningsmæssig værdi påvirke afkastet negativt. På en meget lang beholdningsperiode vil denne discount eller præmie betyde mindre for afkastet end selskabets ROIC, idet discount-tilskuddet eller præmie-fradraget spredes over flere år. ROIC vil derfor over lang tid være altafgørende for investeringens afkast.

Ved investering i ordinære selskaber med gennemsnitlig eller lav ROIC betyder en stor discount og eliminering af denne på kortere tid således meget mere for afkastet. Porteføljen kan bestå af både ordinære og af kvalitetsselskaber. Ved investering i ordinære selskaber betyder tidselementet således meget mere. Selvom jeg også investerer i ordinære selskaber, foretrækker jeg selskaber med høj ROIC. Alle helst med discount, men ordinære med markant stor discount.

Alle selskaberne i porteføljen er ifølge mit estimat købt til en markant discount i forhold til forretningsmæssig værdi. Ser vi bort fra denne discount, så estimerer jeg, at væksten i forretningsmæssig værdi af porteføljens selskaber samlet er steget med ca. 19% i 2023. Dette er uden Fannie Mae Præf., der jo er en helt speciel situation, jf. tidligere investorbreve. Jeg vil derfor konkludere, at under forudsætning af, at mine estimater er korrekte, så udviser porteføljen høj forretningsmæssig værdi i forhold til markedsværdien, hvorfor jeg har tillid til fremtidige resultater.

Disciplin og psykologi

Jeg har i tidligere investorbreve anført, at jeg, som langsigtet investor af en ikke-gearet formue, ikke anser store kursudsving som udtryk for væsentlig risiko. Perioden mellem min oprindelige investering til dagen hvor positionen sælges, kan være fuld af kursmæssige op- og nedture. Svingninger i kurserne har ikke mit fokus, men derimod at vi ankommer til salgstidspunktet med en tilfredsstillende gennemsnitlig årlig forrentning. Risiciene ligger i de tre nedennævnte 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.

Den Østrigsk-Amerikanske ledelseskonsulent, tænker og forfatter Peter Drucker har fremført de vise ord: ”The only thing we know about the future is that it is going to be different.” Tager jeg væsentlig fejl i min analyse af et af porteføljeselskabernes forretningsmæssige værdier, vil jeg ikke tøve med at afhænde selskabets aktier, desuagtet det gøres med tab. Disciplin er én af søjlerne i min investeringsvirksomhed.

Psykologi er en anden stor faktor i investeringsvirksomhed. Historisk har jeg ofte været tidligt ude med at investere i et selskab, som jeg finder attraktivt. Her tænker jeg på, at jeg foretager en initialinvestering og adderer til positionen i takt med, at aktiemarkedet bringer selskabets aktier yderligere ned.

Porteføljens tidligere ejerskab af Zooplus, samt nuværende positioner i Danske Bank og JD.com er eksempler på dette. Heico fulgte samme spor, men her fik vi ikke muligheden for at addere før selskabets aktier begyndte at stige igen. For disse selskabers vedkommende medførte lavere kurser større discount i forhold til forretningsmæssig værdi. Det skabte glimrende mulighed for opkøb af mere og mere værdi pr. investeringskrone.

Heri ligger også det psykologiske aspekt. Fordi jeg genanalyserer og tester min investerings-tese løbende, bliver min indsigt i selskaberne konstant udfordret. Jeg forsøger med andre ord at være djævelens advokat overfor mine egne teser. Hvis jeg finder, at min analyse af et selskabs forretningsmæssige værdi er korrekt, gælder det om ikke at lade sig influere af fallende kurser, hvad andre markedsdeltagere mener eller hvad markedet overfladisk signalerer. Det er ofte nemmere sagt end gjort, da ovenstående psykologisk udfordrer standpunktet, men man må og skal viljestærk stå fast.

Selskaber i porteføljen

- Investeringen i Trupanion har udvist samme kursmønster som selskaberne ovenfor. Jf. sidste års investeringsbrev er det min overbevisning, at Trupanion har en rigtig god forretningsmodel, god ledelse og i øvrigt udviser netop de karakteregenskaber, jeg foretrækker for selskaber i porteføljen. Jeg var dog meget tidligt ude, idet jeg ikke forudså konsekvenserne af pandemien, som har ramt forsikringsselskaberne, nemlig højere skadesfrekvens og højere inflation. Jeg har en mangeårig erfaring med analyse af forsikringsselskaber og burde måske have set, hvad der var i vente.

Under nedlukningen i pandemien og/eller af frygten for smitte blev mange hjemme fra dyrlægen. Efter pandemien har Trupanion været udsat for større skadesfrekvens – flere gik til dyrlæge med deres syge kæledyr i stedet for at blive hjemme og håbe på

det bedste. Samtidig undergik branchen for dyrlæger og dyremedicin en højere inflation end de historiske stabile prisstigninger på 6% om året. Nu steg prisstigningerne med 8%, 10%, 12% og 15%, hvilket ikke var indregnet i Trupanions oprindelige forsikringspræmier.

At hæve forsikringspræmier for forbrugerne i USA er generelt en langsommelig affære, idet myndigheder i de enkelte stater skal ansøges om dette. Efterfølgende skal tilladelsen indhentes og kunderne anmeldes. I og med at Trupanion har en "cost-plus-model", vil stigende inflation afspejle sig i omkostningerne, og først efter et stykke tid, kan Trupanion så hæve priserne. Et profitabilitetspres som kan have mærkbare konsekvenser, idet både likviditet og solvens testes.

Risikoen for forretningsmæssig værdi ligger således på kort sigt i, hvorvidt Trupanion må udvide aktiekapitalen på meget dyre priser, idet aktiekursen er lav. I givet fald vil de første aktier, jeg købte til porteføljen på de højeste kurser, kunne være udsat for permanent tab af kapital. Trupanion er et fantastisk selskab med en forretningsmodel og ejerledelse, der efter al sandsynlighed kan videreføre den historiske præstation med højt underliggende afkast på investeret kapital.

- Det andet forsikringselskab i porteføljen, Admiral Group, begyndte allerede at hæve prisen på præmier i vinteren 2022, hvilket skærmede dem noget mod højere skadesfrekvens og inflation. Dog bremsede dette også kundetilgangen en smule i forhold til tidligere, en tendens som efter min forventning vil være midlertidig. Admirals forretningsmodel er desuagtet intakt, jf. tidligere investorbreve.
- Danske Banks administrerende direktør siden 2021 har en sikker hånd på rattet. Sammen med sit ledelsesteam bevæger han banken i retning af højere egenkapitalforrentning, godt hjulpet på vej af højere renter og gebyrer og lave hensættelser på dårlige lån. Det eneste der mangler, er højere udlånsvækst. I mangel af denne vil egenkapitalen bugne, hvorfor aktionærene bør have kapital retur i form af aktietilbagekøb og dividende og på nuværende markedsværdi helst i samme prioriteringsrækkefølge.

Danske Bank og banksektoren oplever pt. konjunkturl medvind på nær lige udlånsvæksten. Desværre varer sådan medvind ikke evigt. Formår bankerne dog at kunne fastholde de høje gebyrniveauer samtidig med et højere renteniveau, så kan der argumenteres for, at en gennemsnitlig kapitalforrentning vil kunne ligge på et højere niveau over en forretningscyklus. Men i et kapitalistisk system uden oligopol vil konkurrencesituationen netop medføre et pres på kapitalforrentningen, hvilket er kendetegnende for ordinær virksomhed. Jeg har ikke ændret min antagelse om, at bankvirksomhed er og bliver ordinær virksomhed. Herunder, eller netop fordi, at gennemsnitlig egenkapitalforrentning over en forretningscyklus på 10% vil være det sandsynlige.

- Ringkjøbing Landbobanks administrerende direktør og hans ledelsesteam er, med driften af Ringkjøbing Landbobank, gaven, der bliver ved med at give. En formidabel præstation ikke bare i sig selv, men i særdeleshed netop i en branche bestående af ordinære selskaber. Lav omkostningsprocent og høj udlånsvækst resulterende i over 15% gennemsnitlig egenkapitalforrentning over mange år samt løbende tilbagekøb af aktier.
- JD.com er problembarnet i porteføljen, særligt på grund af de geopolitiske vinde og medfølgende kursudvikling på selskabets aktier. Jeg etablerede positionen i JD.com tilbage i 2018 og allokerede yderligere kapital i takt med, at selskabets aktier faldt i værdi. Kursen på selskabets aktier faldt i den periode fra 45 USD til 20 USD. Herefter steg den til 104 USD i februar 2021, hvorefter kursen siden er dykket til 28 USD ved udgangen af 2023.

I selvsamme periode fra 2018 til 2023 har den fundamentale udvikling været meget positiv. Omsætningen er steget med 132%, EBITDA, dvs. driftsindtjening før afskrivninger, er steget med 1.439% og frit cash-flow estimeret for 2023 udgør 15% af selskabets samlede værdi. Ultimo 2018 udgjorde den samlede markedsværdi 44% af selskabets omsætning, ultimo 2023 ligger markedsværdien tæt på 19%. Enten er JD.com markant, markant undervurderet eller også er det lukningstruet. Med en nettoliquiditetsandel på godt 80% af selskabets markedsværdi og positivt cash-flow er det sidste ikke tilfældet. Det helt fundamentale har mit fokus, hvorfor selskabets evne til at bevare sine konkurrencefordele og skabe både frit cash-flow og høj kapitalforrentning er det vigtige.

Det er dog min vurdering, at det negative medie billede af Kinas økonomi også har haft en negativ indflydelse på markedsværdien af JD.com og andre kinesiske selskaber. Tidligere i verdenshistorien har der også været store kriser, som efterfølgende er blevet løst med mærkbar positiv effekt for økonomierne. Makroøkonomisk afmatning efterfølges af makroøkonomisk opblomstring.

Vesten er økonomisk afhængige af Kina og Kina er økonomisk afhængige af Vesten. Det betyder, at begge parter har meget at tabe, hvis ikke man undervejs finder mindelige løsninger. Der er perioder med større bølgeskulp og perioder med mindre. I sidste del af 2023 så man Vesten såvel som Kina række ud til hinanden og blive enige om at være enige om nogle ting og uenige om andre ting, men alligevel erkende at det at handle sammen er vigtigt for begge parter. Jeg har erfaring for, at nyhedsstrømme ændrer sig og pendulet så at sige igen svinger den anden vej. I mit fokus på fundamental virksomhedsanalyse fremfor makroøkonomi og geopolitik tilskriver jeg mig Warren Buffetts ord:

"We will continue to ignore political and economic forecasts, which are an expensive distraction for many investors and businessmen. Thirty years ago, no one could have foreseen the huge expansion of the Vietnam War, wage and

price controls, two oil shocks, the resignation of a president, the dissolution of the Soviet Union, a one-day drop in the Dow of 508 points, or treasury bill yields fluctuating between 2.8% and 17.4%.

But, surprise – none of these blockbuster events made the slightest dent in Benjamin Graham’s investment principles. Nor did they render unsound the negotiated purchases of fine businesses at sensible prices. Imagine the cost to us, then, if we had let a fear of unknowns cause to defer or alter the deployment of capital. Indeed, we have usually made our best purchases when apprehensions about some macro event were at a peak. Fear is the foe of the faddist, but the friend of the fundamentalist.”

- Vores “Work-out”- investering, Fannie Mae, er stadig i *conservatorship*. Udviklingen kan opsummeres således: Havde den tidligere præsident for USA, Donald Trump, haft tiden til det, ville han have haft rekapitaliseret og privatiseret Fannie Mae. Nu ligger bolden hos Biden-administrationen, der blandt andet gik til valg på at foretage en stor reform af boligsektoren, hvilket den fortsat mangler at handle på.

Housing affordability, folks evne til at købe bolig, er i bund i USA, blandt andet fordi forholdet mellem renten på realkreditobligationer og statsobligationer er historisk højt. Hvis Fannie Mae og Freddie Mac var frie, ville denne renteforskel indsnævres og gøre det billigere at købe bolig. Desuden estimeres det, at der mangler over 5 mio. boliger.

Potentialet er stort for os som præferenceaktie-ejere i Fannie Mae, men også for den administration, der udfører planerne. Det vurderes, at administrationen kan se frem til en gevinst på mellem 100 – 125 mia. USD til staten. Det beløb kan fastlåses til politiske projekter efter pågældende administrations ønsker og valgløfter. Min vurdering er, at økonomisk pragmatisme vil gøre, at vi i sidste ende får indløst vores præference-aktier, uanset om det er Biden-administrationen eller en eventuel republikansk administration, der leder USA.

- Heico et kvalitetsselskab med ejerledelse, der vækster forretningsmæssig værdi på forbilledlig manér. Som omtalt ovenfor nåede jeg aldrig at bygge en større position op, da den tidlige periode i pandemien medførte store kursfald. Aktiekursen bundede hurtigt ud og steg efterfølgende. Positionen blev aldrig stor selvom selskabets aktier efterfølgende er steget pænt og har opnået en relativ høj vurdering i forhold til forretningsmæssig værdi. For at finansiere yderligere allokering til Trupanion, solgte jeg en del af beholdningen. Det har været en givtig investering med en IRR på over 20% pro anno.

Udsendelse af investorbrevet

Investorbrevet er hidtil udsendt inden udgangen af januar måned. Fremover vil det blive sendt efter, at porteføljens selskaber har publiceret deres årsrapporter, som indeholder relevante detaljer om selskabernes udvikling i forretningsmæssig værdi i det netop afsluttede regnskabsår. Jeg forventer, at investorbrevet fremover bliver sendt inden udgangen af marts måned.

Udbytte.

I henhold til gældende skattelov skal foregående regnskabsårs realiserede kursgevinster og modtagne renter og udbytter i Blue Strait efter fradrag af omkostninger og realiserede kurs-tab 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 2023, er foreløbigt beregnet til 5,91 kr. pr. andel, som går fra i indre værdi d. 16. april 2024.

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 denne tillid, både hvad angår jeres investering og min egen. Som altid vil jeg afslutte med Colin Powels ord:

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

Inspireret af ovenstående, har jeg erfaret, at 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 2024



DISCLAIMER

Dette materiale er udarbejdet af Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S (herefter kaldet NCMF) til personlig orientering for de investorer, som NCMF har udleveret materialet til. Materialet er baseret på offentligt tilgængelige oplysninger samt egne beregninger baseret herpå. NCMF påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet. anbefalinger skal ikke opfattes som tilbud om køb eller salg af de pågældende værdipapirer, og NCMF påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af oplysninger i materialet. Oplysninger i materialet om tidligere afkast, simulerede tidligere afkast eller fremtidige afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast, og afkastet kan blive negativt. Oplysninger i materialet om kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidig kursudvikling, og kursudviklingen kan blive negativ. Gevinster kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurser. Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investorer være opmærksomme på, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte investors individuelle situation og kan ændre sig fremover. NCMF kan have positioner i værdipapirer omtalt i materialet samt foretage køb eller salg af samme.