

## Investorbrev for Kapitalforeningen Blue Strait Capital

År 2020

### Kære medinvestor.

Indre værdi pr. investeringsandel steg i regnskabsåret 2020 med 25,79% efter omkostninger. MSCI World Indeks, der repræsenterer et bredt udsnit af hele verdens selskaber, havde et afkast på 5,92%, godt ført an af det amerikanske aktiemarked igen i år. Pro anno afkastet for Blue Strait siden etablering i oktober 2017 ligger på 9,06% mod MSCI World Indeks på 9,89%, hvilket endnu ikke lever op til målsætningen. Det akkumulerede afkast for Blue Strait ligger på 30,81% mod MSCI World Indeks på 35,72%.

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. Som investeringsrådgiver for Blue Strait fortjener jeg hverken Jeres tillid eller forretning, hvis ikke denne målsætning i længden opfyldes.

Blue Strait markedsføres ikke, hvorfor nye investorers interesse alene opstår via mund til mund. Igen i 2020 har jeg hilst nye investorer velkommen og vil gerne takke alle for den tillid I viser mig – også Jer, der har foretaget yderligere investering. Min hustru og jeg er samlet set største investor i Blue Strait og vi har løbende i 2020 øget vores investering.

Blue Strait har 7 selskaber i porteføljen og det er fortsat en meget koncentreret portefølje. Risikoen ved en sådan koncentration er højere, men det er en risiko, som er et bevidst valg. De to største positioner, JD.com og Fannie Mae, udgjorde tilsammen 55,6% og den mindste position, Heico, udgjorde 3,8%. JD.com er vokset sig stor og jeg har adderet til Fannie Mae, Jf. nedenfor.

JD.com	37,5%
Fannie Mae Ord. + Præf.	18,1%
Zooplus	12,9%
Ringkjøbing Landbobank	10,3%
Admiral Group	9,4%
Danske Bank	9,2%
Heico	3,8%
Likviditet og andet	-1,2%
Total	100,0%

Dog anser jeg, som langsigtet investor af en ikke-gearet formue, ikke eventuelle kursudsving som udtryk for væsentlig risiko. Perioden mellem min oprindelige investering, A, til dagen hvor positionen sælges, B, kan være fuld af både op- og nedture, men det vigtige er netop ikke disse svingninger, men snarere at vi ankommer ved B med en tilfredsstillende 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 skal måles over en årrække, egner denne type investering sig ikke for den kortsigtede investor.

Der var meget stor forskel i afkastet på de enkelte selskaber i porteføljen. JD.com og Zooplus steg henholdsvis 129,8% og 98,0% i DKK og trak således Blue Straits afkast op, hvor kursbevægelsen for de to aktieklasser i Fannie Mae var negativ med henholdsvis 28,8% og 34,4%. Afkastet for Admiral Group, Ringkjøbing Landbobank og Danske Bank var henholdsvis 28,1%, 15,7% og 1,6%.

Aktiemarkedet faldt voldsomt i februar og marts måned i takt med COVID-19 pandemiens indtræden og jeg skiftede Fairfax Financial Hld. ud med Heico, som er et selskab, jeg har haft på min observationsliste i noget tid. Hvor Fairfax ganske vidst har de rigtige egenskaber, har Heico i højere grad de karakteristika, som jeg helst vil have Blue Strait fyldt med – selskaber med konkurrencemæssige fordele, højt afkast på investeret kapital, højt frit cash-flow, ejer-ledede og købt til en god pris.

Som jeg omtalte i sidste års Investeringsbrev har jeg været investor i Fairfax siden år 2000 og Fairfax fandt også plads i porteføljen i oktober 2017. Fairfax har et fantastisk ledelsesteam

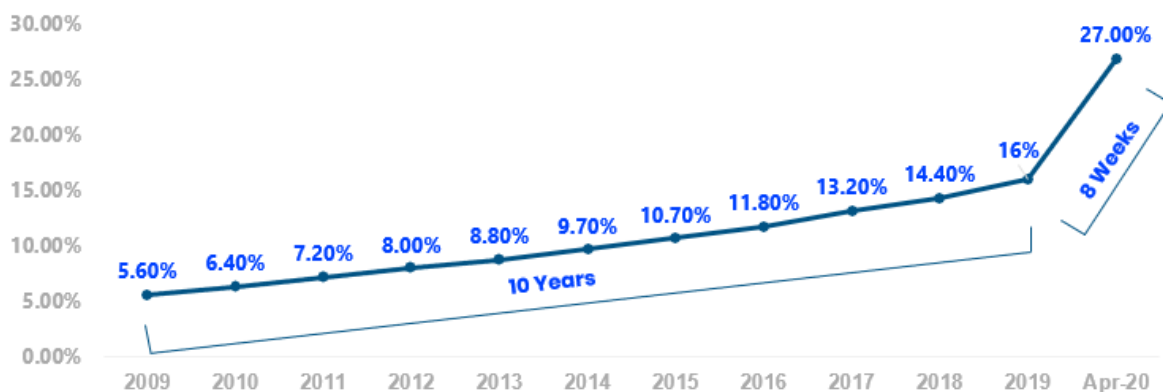
som historisk har demonstreret evne til at skabe høj aktionærværdi, men jeg ville gerne frigive likviditet til yderligere investering i andre af porteføljens selskaber. Jeg vurderer, at Heico vil kunne give Blue Strait et højere afkast på lang sigt.

Det er meget vigtigt for Blue Strait og undertegnede at have en investorbasis med lang tids-horisont og koldt vand i blodet, når aktiekursfald opstår. Det har bevirket, at jeg ikke har skullet nedbringe positioner for at imødegå indløsninger i en periode med usikkerhed og store udsving. Det giver mig friheden til at kunne tænke langsigtet og eksekvere på strategien. Jeg takker jer for jeres positive inaktivitet under pandemikrisen. Styrken af dette synliggøres af det efterfølgende positive afkast, som Blue Strait har opnået. Det skal ikke undervurderes, hvor vigtigt det er at have de "rigtige" partnere i en forretning som vores.

Blue Straits positioner i internetbaserede handelsplatforme er blomstret mere i 2020 end hvad, der kunne forventes grundet COVID-krisens indtræden. Den migration, der finder sted fra offline til online detailhandel i hele verden og som jeg omtalte i sidste års investorbrev, accelererede yderligere under krisen. Grundet nedlukningen i foråret blev mange forbrugere presset til at blive mere familiære med indkøb på nettet.

I USA, eksempelvis, er internethandlen i forhold til det totale detailsalg vokset fra 5,6% i 2009 til 16,0% i 2019. Men bare starten af 2020 viste en vækst i internethandlens andel til hele 27,0%, jf. grafen nedenfor.

## U.S. Ecommerce Penetration (% of Retail Sales)



(Bank of America, U.S. Department of commerce, Shawspring Research)

Også i Kina, der er JD.coms hjemmemarked, vokser online handel i procent af den samlede detailhandel. I 2012 udgjorde den 6,2% og i tredje kvartal 2020 udgjorde den 22,8%.

Stigende online-andel af et stadigt stigende detailhandelsmarked må siges at være medvind i stormstyrke.

Pandemien har bevirket og vil fortsat under de nuværende omstændigheder bevirke, at verner blandt forbrugerne bider sig fast og forstærker skiftet fra offline- til onlinehandel. Om sætningen og den underliggende indtjening i JD.com og Zooplus stiger mere end væksten i selskabernes kapitalaktiver, hvilket danner baggrund for stigende afkast på investeret kapital og underliggende forøgelse af disse selskabers forretningsmæssige værdier. De skalærer og er netto cash-flow genererende uden at binde særlig meget kapital i deres vækst.

I et år som 2020, hvor kursværdien på disse positioner er steget henholdsvis 129,8% og 98,0% i DKK, er det noget nemmere at være ”køb og behold” investor. Men der vil komme år, hvor der vil være faldende markedspriser på disse selskaber til trods for den sunde underliggende forretningsmæssige værdiudvikling. At prøve at ”time” disse udsving ved at sælge og tilbagekøbe er ikke en strategi, jeg anser som fornuftig. At Blue Strait er blevet begunstiget på kort sigt ved at ligge i dette segment, skal ikke fjerne fokus fra den langsigtede tendens for online handel og fornuften i ”køb og behold”.

Så længe et selskab kan opretholde sit høje afkast på investeret kapital, eller inkrementelt højere afkast på sin kapital, vil det være fornuftigt at beholde selskabet i porteføljen. Over en meget lang tidsperiode vil afkastet på vores investering mere eller mindre matche afkastet på selskabets investerede kapital. Det svære ligger i analysen af selskabets evne til at bevare sin konkurrencefordel, evne til at skalere forretningen og undgå overflødigførelse.

Harmonerer denne tankegang med det at være værdibaseret investor? Jeg har af og til fået spørgsmålet, jamen er du ikke værdibaseret investor? Underforstået, fokuserer du ikke på selskaber, der i aktiemarkedet handler lavt i forhold til indre værdi eller indtjening? Igenem mange år var jeg meget kvantitativ i min tilgang til værdibaseret investering og gik ikke så meget op i den underliggende forretning af de selskaber, jeg investerede i. Bare de handlede lavt i forhold til kurs/indre værdi og/eller indtjening, så var de billige i forhold til forretningsmæssig værdi. Jeg havde en meget bred portefølje ofte bestående af 75 – 100 selskaber. Nogle var endda prisfastsat til en discount til deres omsætningskapital fratrukket alle forpligtelser. Benjamin Grahams gamle ”cigar-butt” tankegang, hvor sammenligningen er, at man kan få det sidste sug af et henkastet cigar-skod ganske gratis.

Ofte endte det med skuffelser. Ikke nødvendigvis afkastmæssigt overordnet set, men mere fordi ledelserne misforvaltede aktionærernes værdier. Typisk var det også selskaber i meget cykliske industrier, som ikke havde en særlig høj kapitalforrentning. Jeg var nødt til at vente på, at nogle i aktiemarkedet skubbede selskabernes aktiekurser op i år med økonomisk fremgang, så et salg kunne finde sted. Opstod der ikke disse aktiekurshop for selskabernes aktier, kunne jeg ligge med dem i næste cykliske afmatning og ende med afkast, der afspejlede den lave kapitalforrentning, de selv genererede. Yderligere vil sådanne selskaber konsumere likviditet ved at reinvestere i kapitalaktiver, der i længden ikke kan forrente sig. Det er på sigt værdiødelæggende.

Over årene udviklede jeg mig mere og mere hen imod at eje selskaber, der var af bedre kvalitet og havde ledelser, der var mere orienterede mod det at skabe værdi for deres aktionærer end deres egen lønseddel. Dette tog fart omkring 2006 til 2008 og samtidig begyndte jeg at have større positioner med højere koncentration til følge. Det betød også, at analysen af de enkelte selskaber i højere grad indebar en fokusering på højt afkast på investeret kapital, fremtidig vækst og evne til at producere frit cash-flow. Disse selskaber handler ofte i aktiemarkedet på højere priser i forhold til kurs/indre værdi og/eller indtjening.

Jeg ser både fornuft og visdom i Warren Buffets beskrivelse af samme:

*”I was taught to favor tangible assets and to shun businesses whose value depended largely upon economic Goodwill. This bias caused me to make many important mistakes... Keynes identified my problem: The difficulty lies not in the new ideas but in escaping from the old ones.”*

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 de ovenfor nævnte nøgletal. 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 reel over en lang beholdningsperiode. Derfor ”køb og behold”. Og derfor helst denne type selskaber i porteføljen, selvom mit anker i den gamle værdibaserede tankegang stadig fremelsker investeringsidéer i ordinære selskaber.

Det var et sådant kvalitetsselskab, jeg omlagde til i aktiemarkedsfaldet, der fandt sted i starten af året. Med over 20 procents ejerskab er Heico et ejer-ledet selskab, der siden 1990 har præsteret højt afkast på investeret kapital og som de sidste 5 år har ligget på over 25% pro anno. Heico er et teknologidrevet selskab, der beskæftiger sig med produktion og serviceydelser til den globale flyindustri. Havde Heicos aktier fortsat sit kursfald, ville jeg have øget positionen i takt hermed. Jeg nåede ikke at bygge en fuld position op, før selskabets aktier steg igen og positionen udgjorde ultimo året kun de 3,8%. Det kan være muligheden opstår igen, idet Heico jo for størstedelen beskæftiger sig indenfor flybranchen, der er meget negativt berørt af pandemien.

I aktiemarkedsfaldet i starten af året faldt Heicos aktier meget, idet de forventedes at opleve faldende indtjening i perioden 2020 til 2022. Det skabte en åbenlys investeringsmulighed. Som langsigtet investor er jeg villig til at se igennem nogle ringere indtjeningsår, for at blive medejer af et formidabelt selskab, der kan opnå høj og stabil kapitalforrentning på længere sigt. Således arbitrage mellem tidsperioder – jeg opgiver kortsigtet belønning for at opnå langsigtet forrentning.

Typisk for selskaber af en sådan kvalitet er der en underliggende vanvidsagtig fokusering på kundens ve og vel. Det ses også i Admiral Group, JD.com, Zooplus og i Ringkjøbing Landbobanks agilitet overfor kunder. Det er hjertevarmende at se Heicos kundestrategi. Den eneste eksistensberettigelse er at gøre kunden tilfreds, så kunden kommer igen og ønsker bevarelse af et langsigtet samarbejdsforhold. De annoncerer således:

***We believe...***

*"The Customer is the most important person in any business."*

*"Customers are not dependent on us. We **are** dependent on them."*

*"Customers are not an interruption of our work. They are the purpose of it."*

*"Customers do us a favor when they come in. We are not doing them a favor by serving them."*

*"Customers are an essential part of our business – not outsiders."*

*"Customers are **not** just a statistic or number. They are flesh-and-blood human beings with feelings and emotions and knowledge, like ourselves."*

*"Customers are people who come to us with their needs and their wants. It's our job to fill them."*

*"All Customers deserve the most courteous attention we can give them. They are the lifeblood of this and every other business. They pay your salary. Without them we would have to close our doors.  
***Let's not ever forget it.***"*

Mange års vækst i indtjening og frit cash-flow er et testamente over denne tilgang til selskabets kunder. Det er en fornøjelse at være i samme båd og være medejere af denne forretning sammen med ledelsen i dette selskab, selvom en fuld position ville have været at foretrække.

Selvom jeg, som skrevet, helst vil fylde porteføljen med sådanne selskaber og forventer på sigt netop dette, så vil jeg også gerne gøre forretning i andre muligheder. Ordinære selskaber har jeg været inde på, men også i selskaber, der mere kan betegnes som "work-out"-situationer i mangel af et bedre ord. Det er selskaber, hvor restrukturering af aktionærstruktur, vil kunne gøre en stor forskel for værdiudviklingen. Det er også positioner, hvor sandsynligheden for afkast er mere binært, men hvor oddsene favoriserer investeringens succes. Det gør porteføljen mere risikobetonet og der kan således opstå endog meget store svingninger i indre værdi på Blue Strait.

Netop Fannie Mae situationen er en sådan "work-out"-situation. Fannie Mae er det største "realkreditselskab" i USA og i dag det mest profitable selskab målt pr. medarbejder. Som jeg omtalte i sidste års Investorbrev blev Fannie Mae placeret i "conservatorship" eller frit oversat til dansk, "kuvøse" i 2008. Ved en lovændring i 2012 lige før Fannie Mae gik fra at producere underskud til igen at blive profitable, besluttedes det, at Fannie Mae fremover måtte betale hele deres overskud til staten USA i stedet for de oprindelige 10% på det lån de optog i Finanskrise-årene. Dette kan sidestilles med ekspropriation af privat ejendom uden kompensation.

Blue Strait ejer både ordinære- og præferenceaktier i Fannie Mae. Aktiekurserne har været meget svingende både i 2020 og tidligere, men der har været klare meldinger fra Trump-administrationen startende med offentliggørelse af et memo om reform i marts 2019. Målet var en re-kapitalisering og tilbagevenden til normale markedsforhold for Fannie Mae. Siden er dette fulgt op af administrative tiltag, hvor aftaler indgået med advokatselskaber og investeringsbanker, der har ekspertise på områder for restrukturering og kapitalfremskaffelse, bekræftede målet.

Sideløbende er der en række retssager, hvoraf én er nået til højesteret. Jeg forventede, at et forlig med sagsøgerne ville finde sted som basis for de administrative tiltag, men dette har ikke kunne nås. Her i januar måned er den fjerde ændring til lovkomplekset kommet, men indeholder ikke den væsentligste del af de tiltag, jeg havde forventet. Tiden for Trump-administrationen er simpelthen løbet ud og de har kun kunnet få de tiltag med, som er af mere administrativ karakter. Heraf vigtigst at Staten ikke kan malke Fannie Mae og en midlertidig lov, der rækker ind i Biden-administrationens periode. Dåsen er så at sige sparket længere ned ad gaden og det vil nu være op til Biden-administrationen, at imødegå de sager, der kører mod Staten. Lovændringen presser både Biden-administrationen og sagsøgerne til at sætte sig til forhandlingsbordet og finde et forlig.

Den administrative køreplan Trump-administrationen indførte her på falderebet, Biden-administrationens holdning hertil og de løbende retssager vil få afgørende betydning for investeringens endelige succes!

### **Dividende- og skatteproblematik.**

I henhold til gældende skattelov skal realiserede kursgevinster og modtagne dividender i Blue Strait efter fradrag af omkostninger og realiserede kurstab udbetales i dividende dagen efter Blue Straits generalforsamling, som afholdes i det efterfølgende regnskabsår. Dividenden går fra i indre værdi dagen efter generalforsamlingsdatoen. Når en portefølje er koncentreret, kan eventuelle realiserede kursgevinster være relativt store. For privatpersoner med frie midler kan det have nogle konsekvenser, som investorer via pensioner eller i virksomhedsregi ikke har.

Lad os eksempelvis sige, at Blue Strait over årene opbygger store urealiserede kursgevinster. Ved realisering vil disse alt andet lige skulle udbetales i dividende. Hvis en privatinvestor

med frie midler har købt sig ind i Blue Strait relativt sent, kan denne investor stå i en situation, hvor en del af dividenden reelt set er en del af investors eget indskud. Det er uhensigtsmæssigt, da investor jo ikke har oplevet disse kursgevinster. Det skal nye privatinvestorer med frie midler holde sig for øje. Derfor vil jeg fremover i Blue Straits investorbreve oplyse om den urealiserede kursgevinst. Her i januar 2021 er der en urealiseret kursgevinst pr. andel på kr. 90,9 mio. eller kr. 33,4 pr. andel.

Til gengæld kan man sige, at hvis investor er med i en årrække fremover, hvor der også opstår kursgevinster og investor så sælger sine andele på det senere tidspunkt, vil kursgevinsten, som investor skal betale skat af ikke være så høj, da købsprisen på Blue Strait var højere på købstidspunktet.

Der tilbageholdes automatisk udbytteskat på 25%. Udenlandske investorer kan således også have en udfordring, hvis investor er bosat i et land, der ikke har skatteoverenskomstaf tale med Danmark. Dette er alene tænkt som oplysning, hvorfor investorer, der er i tvivl om deres skattemæssige situation opfordres til at henvende sig til deres revisor.

### **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 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 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 2021