

BLS analyse maj 2011

Konklusioner:

Efter relativt beskedne fald i indtjeningen i 2009 voksede den gennemsnitlige indtjening (GI) i 2010 med 42 pct. for BLS Invest, afd. Danske Aktier, og med 34 pct. for afd. Globale Aktier.

Der er intet belæg for, at aktierne i den danske afdeling er dyrere end i den globale.

Porteføljeselskaberne handler fortsat på et attraktivt niveau, og alene det direkte afkast i form af udbytter og tilbagekøb af aktier er mere attraktivt end ved at købe obligationer.

Du kan kontakte os via www.blsinvest.dk, pr. mail: info@bls-cm.dk eller ved at ringe til os på telefon 45 58 40 20.

Denne analyse er udarbejdet af BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S på baggrund af offentlige oplysninger og egne beregninger. Det er ikke en opfordring til at købe eller sælge nogen former for værdipapirer. Husk, at historiske afkast ikke er nogen indikation på fremtidige afkast, og at skøn om fremtidig udvikling kan vise sig at være forkerte.

Solid indtjeningsfremgang i BLS-porteføljeselskaberne

I BLS Capital ser vi os som langsigtede medejere af selskaber, der kan levere stabil, profitabel og forudsigelig vækst.

Derfor analyserer vi løbende og indgående en lang række selskaber for at vurdere om de har en robust forretningsmodel, en kompetent ledelse og en effektiv allokering af kapital.

Som kapitalforvaltere er det naturligvis vores opgave, at sikre det højeste mulige afkast af vores og medinvestorenes kapital, justeret for risiko. På kort og mellem-lang sigt kan aktiekurser bevæge sig mere eller mindre tilfældigt op og ned. Men på lang sigt vil værdien af et selskab afspejle de frie pengestrømme, der bliver genereret, og forventningen til den fremtidige udvikling.

Fokusering på indtjeningen

Når vi investerer, vil vi principielt gerne eje hele den virksomhed vi investerer i, og eje den til evig tid. Derfor ser vi på den danske og den globale aktieafdeling i BLS Invest som to "virtuelle" virksomheder, der ejer andele i en række meget forskelligartede selskaber.

Vi er derfor naturligvis interesserede i hvad den samlede indtjening er i hver af vores to "virksomheder". Investorer ser typisk på hvad de direkte modtager i form af udbytter, eventuelt tillagt penge, der er blevet brugt på tilbagekøb af aktier. For 2010 har vi beregnet det udbetalte beløb til at udgøre 5,1 pct. af den indre værdi ved udgangen af 2010 for afdeling Danske Aktier, og 4,7 pct. for afdeling Globale Aktier. Til sammenligning giver en 10-årig dansk statsobligation for tiden en rente på ca. 3,4 pct., mens udbytteprocenten for danske aktier samlet set er ca. 2,9 pct. for 2010-udbytterne.

Men udbytter og aktietilbagekøb fortæller ikke hele historien om indtjeningen i en virksomhed. Som aktionærer kan vi godt lide at få udbetalt overskuddet i en virksomhed. Men hvis pengene kan investeres i fortsat værdiskabende vækst, så er det også positivt for aktionærerne.

Gennemsnitlig indtjening

Et af de værktøjer vi har brugt de sidste tre år til at vurdere vores aktieporteføljer er "gennemsnitlig indtjening", eller i dagligtale **GI**. (på engelsk: "look-through earnings"). Det er blot et blandt flere redskaber. Vi ser også nøje på afkastet på den investerede kapital, forudsigeligheden og kvaliteten af selskabernes frie pengestrømme, og naturligvis værdiansættelsen af de virksomheder vi investerer i.

GI-tallet viser, hvor stor indtjening der er fra porteføljeselskaberne, målt pr. investeringsandel, som vist i eksemplet nedenfor.

Sådan har vi gjort - et eksempel

Carlsberg A/S

Carlsbergs nettoresultat pr aktie:	35,1 kr.
Gange antal aktier ejet af afd. Danske Aktier	74.000 stk.
Afd. Danske Aktiers andel af nettoresultat	2.597.400 kr.
Divideret med antal andele i afd. Danske Aktier	332.526 stk.
Andel af nettoresultat pr. investeringsandel	7,8 kr.

Regnestykket ovenfor gennemføres for hvert selskab i BLS Invest, afd. Danske Aktier og afd. Globale Aktier, og når andelen af nettoresultatet lægges sammen, fås samlet indtjening pr. andel.

GI-analysen for det seneste regnskabår viser, at selskaberne i både den danske og den globale aktieafdeling havde kraftig fremgang i indtjeningen i 2010.

Kraftig fremgang for danske selskaber

Resultatet for de 14 selskaber i BLS Invest, afd. Danske Aktier i 2010 var en **GI** på 82 kr. pr. investeringsandel. Det er en fremgang på over 42 pct. i forhold til 2009, hvor **GI** var på 57,6 kr. pr. investeringsandel.

Udviklingen skal naturligvis ses i lyset af, at 2009 var et særdeles udfordrende år for mange virksomheder, på grund af den globale økonomiske nedtur og finansielle krise. Men da vi fokuserer på at investere i virksomheder med en robust forretningsmodel, stabile balancer og en kompetent og handlekraftig ledelse, så vi, at vores porteføljeselskaber tidligt og konsekvent reagerede på udviklingen og tilpassede sig, primært ved at skære hårdt i omkostningerne.

I øvrigt var faldet i **GI** fra 2008 til 2009 på relativt beskedne 5,4 pct., og således langt mindre, end faldet i aktiekurserne kunne have indikeret.

Parallel udvikling for den globale afdeling

For BLS Invest, afd. Globale Aktier, steg **GI** i 2010 med 34 pct. til knap 92 kr. pr. investeringsandel. Stigningen kommer efter et fald i **GI** på 9 pct. fra 2008 til 2009.

Et eksempel på udviklingen i **GI** er at se på vores investering i den sydkoreanske regionalbank Daegu Bank. Porteføljens **GI** for Daegu Bank blev fra 2009 til 2010 tredoblet, fra 1,7 kr. i 2009 til 6,8 kr. i 2010.

Det skyldes dog ikke kun fremgang i bankens indtje-

ning, selv om væksten i resultatet pr. aktie var på nydelige godt 33 pct. Men stigningen i **GI** skyldes primært, at vi i løbet af 2010 valgte at have en større andel af den globale portefølje investeret i Daegu Bank. Og da aktien handles særdeles attraktivt i forhold til indtjeningen, betød det samlet set en tredobling af porteføljens **GI** for selskabet. Det er et udmærket eksempel på at selv om vi principielt er meget langsigtede investorer, så forvalter vi porteføljerne aktivt. Derfor tilpasser vi løbende porteføljerne, og reagerer hvis vi vurderer, at et selskab er blevet for dyrt i forhold til indtjeningen, eller at forventningerne til det fremtidige afkastpotentiale er behersket eller overoptimistisk. Vi vil da i stedet prioritere selskaber, hvor vi mener at afkastpotentialet er mere attraktivt.

Fokus på stabil vækst i BLS-selskaberne

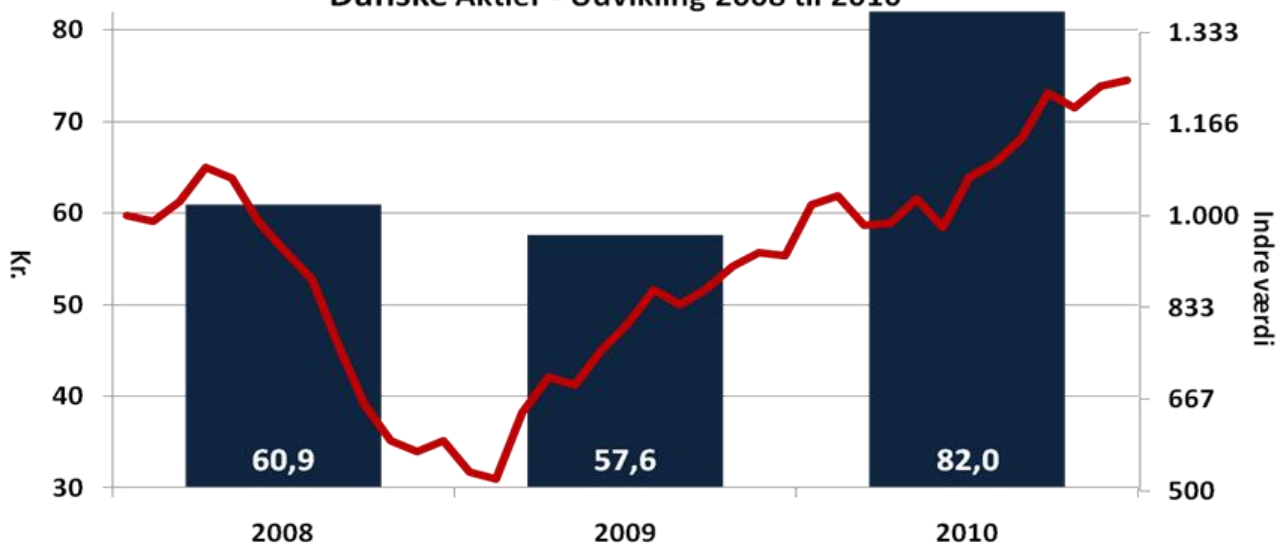
Hverken høj vækst eller lav værdiansættelse er i sig selv nok til at blive et BLS-porteføljeselskab. Vi fokuserer på at eje virksomheder med en stabil vækst i de frie pengestrømme og indtjening, som vi kan erhverve til attraktive priser.

Et højt afkast på den investerede kapital i et selskab betyder, at der er gode forudsætninger for at levere en stærk fri pengestrøm til aktionærerne. Kombineret med robuste forretningsmodeller, der sikrer stabilt voksende og forudsigelige pengestrømme, er forudsætningerne for gode langsigtede afkast, som vi ser det, langt hen ad vejen opfyldte.

Vi har over de seneste år da også set, at porteføljeselskaber har håndteret store forandringer effektivt, hvilket også på længere sigt vil kunne øge indtjeningen.

Gennemsnitlig Indtjening og Earnings -yield

Danske Aktier - Udvikling 2008 til 2010



Earnings-yield: 10,6 % 2008; 6,5 % 2009; 6,8 % 2010

Kilde: BLS Capital

Carlsberg har været i stand til at overvinde store ændringer på det russiske ølmarked; DSV har effektiviseret og tilpasset omkostningerne til ændrede transportmængder, og kosmetikkæden Sa Sa International har udnyttet det fortsat massive vækstpotentiale i Asien, for blot at nævne nogle eksempler.

Danske aktier er ikke dyrere end globale

Ifølge nogle investeringsrådgivere er danske aktier blevet uforholdsmæssigt dyre, og dermed 'farlige' at investere i. Det er en påstand, som vi slet ikke kan følge. Som det ses af graferne nedenfor er der tale om en markant fremgang i indtjeningen for såvel danske som globale aktier, og vi kan heller ikke se at vores porteføljer handler til en væsentlig forskellig pris. Men andres porteføljer kan naturligvis være anderledes, og det er korrekt, at hvis man måler på markedsniveau, så er der forskelle mellem danske og internationale aktier.

GI kan også ses i forhold til den indre værdi i de to BLS Invest-afdelinger. Ved at dividere **GI** med den indre værdi får man indtjening i forhold til værdi, eller på engelsk: "earnings yield".

Det tal er naturligvis ikke kun påvirket af væksten i **GI** men også af at afkastet i 2010 efter omkostninger steg med ca. 35 pct. for afdeling Danske Aktier og med ca. 22 pct. for afdeling Globale Aktier.

GI udgjorde for afdeling Danske Aktier pr. 31. december 2010 6,8 pct. af afdelingens indre værdi, mod 6,5 pct. i 2009. Omregnet til nøgletallet P/E, der fortæller hvor meget man som investor betaler for en indtjening på 1 kr., og dermed giver en indikation om hvor dyr eller billig

en aktie er, er denne pr. 31. december 2010 på 14,6 for Danske Aktier. Til sammenligning er P/E for hele det danske aktiemarked for tiden på ca. 17,5 gange indtjeningen i 2010.

For afd. Globale Aktier er de tilsvarende tal for earnings yield 6,8 pct. pr. 31. december 2010 mod 6,2 pct. året før, og P/E-nøgletallet er 14,7 og ligger således meget tæt på tallene for afd. Danske Aktier. P/E-nøgletallet i forhold til indtjeningen i 2010 er for MSCI AC verdensindekset for tiden på ca. 14,4.

Forventninger om fortsat vækst

Det er i den forbindelse værd at bemærke, at vi også fremadrettet venter, at selskaberne i vores porteføljevirkksomheder vil kunne øge indtjeningen, hvilket alt andet lige vil hæve **GI** og sænke P/E-nøgletallene.

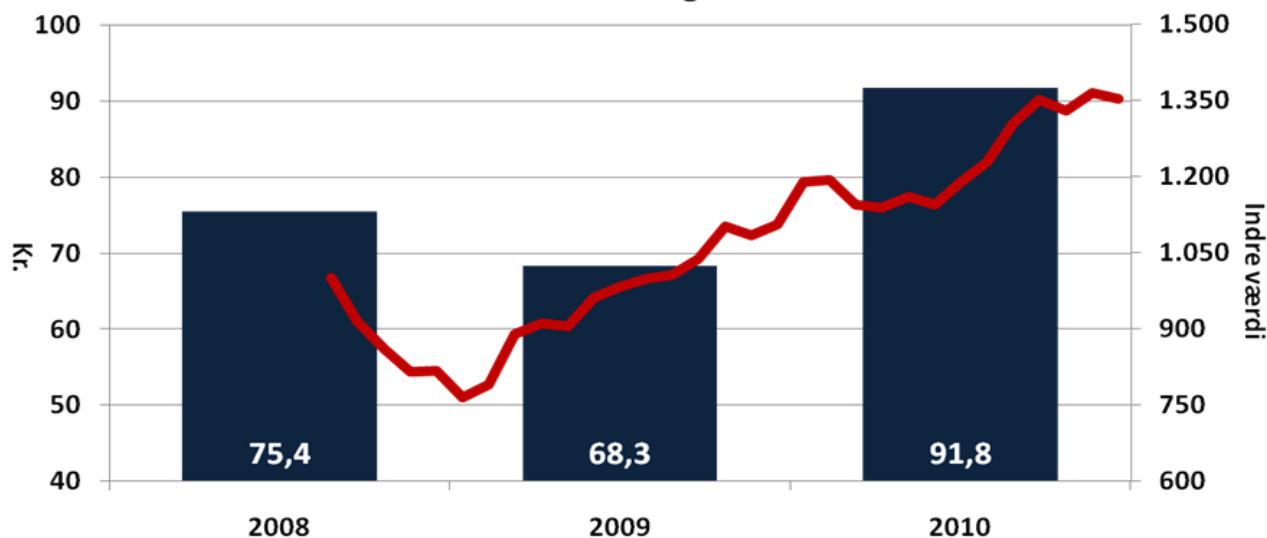
BLS Capitals fokusering på stabil vækst betød blandt andet, at porteføljernes **GI** faldt med mindre end 10 pct. under den finansielle krise fra 2008 til 2009, hvilket set i bakspejlet har vist sig at være en rigtig god mulighed for at købe aktier billigt, som vi også skrev i vores årsbrev for 2008, som vi udsendte i marts 2009.

Situationen i dag er en anden. Men vi vurderer fortsat, at der er gode investeringsmuligheder for de investorer, der er parate til at være langsigtede og tålmodige.

Hvis du har spørgsmål eller kommentarer til denne analyse, kan du altid kontakte os. Du kan ringe til os på 45 58 40 20 eller email: info@bls-cm.dk. Du er også velkommen til at kontakte os for at modtage de data, der ligger til grund for analysen.

Gennemsnitlig Indtjening og Earnings -yield

Globale Aktier - Udvikling 2008 til 2010



Earnings-yield:	9,3 %	6,2 %	6,8 %
------------------------	--------------	--------------	--------------

Kilde: BLS Capital