

INVESTERINGSSTRATEGI

Knuser børsen med uortodoks investeringsstrategi

FINANS: First Nordisk Fokus er det eneste fondet i Norden med positiv avkastning i år. Thomas Nielsens hemmelighet er en egenutviklet modell som kun ser på historiske regnskapstall.

ANDERS PEDERSEN BJERGAARD
andersen.pedersen@finansavisen.no

I slutten av august i fjor startet Thomas Nielsen opp fondet First Nordisk Fokus. Siden oppstart er fondet opp 12,5 prosent, og med 0,4 prosent avkastning hittil i år er fondet det beste i Norden og eneste med positiv avkastning.

– Historikken er for kort til å trekke noen konklusjoner, men synes det har vært en respektabel start, sier forvalter Thomas Nielsen.

First Nordisk Fokus er et annerledes fond, som investerer aktivt i mellom 12 og 18 nordiske selskaper med mål om suveren langsiktig avkastning gjennom optimal kombinasjon av kvalitet og risiko.

– Fondet blir satt sammen av en egenutviklet modell som baserer seg på hardtastede (forvalterne taster inn selv, red. anm.) kvartalsvise regnskapsdata helt tilbake til 2006. Det gjør at investeringene blir underbygget av virkelige resultater og presentasjoner, og ikke min egen synsing om fremtiden, sier han, og legger til:

– Det er mye jeg ikke har peiling på, men jeg prøver å være særlig overfor selv. Jeg har ikke

noe bedre forutsetninger for å vurdere markeder, bransjer, trender, ledelse, produkter eller forretningskultur enn andre. Jeg vet at matematikken alltid seirer til slutt og derfor må jeg la ærlige, rasjonelle og disiplinerte mekanismer styre investeringene.

Tre kilder til avkastning

Ifølge Nielsen finnes det tre kilder til avkastning over tid: inntjeningsvekst, utbytte og reprising. Modellen til Nielsen måler syv parametere som skal fange opp de tre avkastningskildene kompensert for risiko.

– Vi måler salgsvest og egenkapitalavkastning som til sammen gir inntjeningsvekst. Samtidig måler vi «cash-conversion» som overvåker selskapenes investeringsbehov og regnskapskvalitet. En annen viktig faktor er margin-stabilitet, som sier noe om hvor robust virksomheten er, og det er spesielt viktig i tider som nå, sier han.

God risikohåndtering er også et sentralt element i First-forvalterens modell og han måler risiko i forhold til selskapenes fundamentale egenskaper.

– Jeg synes ikke det er fornuftig å måle risiko slik klassisk finanstheori gjør gjennom å se på kovariansen mellom aksjen og markedets svingninger som er grunnlaget for blant annet beta og sharp-ratio, sier han.

Istedenfor velger forvalteren å se på belåning, verdsettelse og syklisk fase for å vurdere risikoen. Han holder seg unna selskaper med høy belåning.

– Vi har lagt inn et motsyklisk element fordi å kjøpe selskaper med superprofit innebærer risiko for marginfall tilbake mot normalen. Videre er verdsettelse super-viktig. Selv verdens beste selskap kan bli en dårlig investering hvis det blir kjøpt for dyrt, sier han.

Rangerer aksjer

Alle selskaper får en score pr. parameter og det danner grunnlaget for en totalscore, som igjen avgjør vekten i fondet. Nielsen rebalanserer fondet mekanisk når aksjene avviker for mye fra modellen.

– Det kan for eksempel være når en aksje stiger mye. Da vil den få en mindre attraktiv score, og så langt i år har vi solgt oss ut av to selskaper på grunn av sterk relativ aksjekursutvikling, sier han,

og legger til at teknisk analyse er noe som overhodet ikke blir hensyntatt.

Ifølge Nielsen blir modellen konsekvent fulgt og det er ikke mulig å manipulere den.

– Det er ikke vanskelig for et selskap å vokse raskt og lønnsomt, det er bare å investere mye. Dette vil parameteret «cash-conversion» fange opp, sier han.

Av drøyt 1.500 børsnoterte selskaper har fondet kun investert i 15 selskaper, hvorav fire er norske. Det er snakk om AF Gruppen, Bouvet, Bakkafrøstog og SalMar.

– Avstanden fra nummer 15 til 16 på rangeringen er nå så stor at vi hvis vi øker antall selskaper vil det utvunne kvaliteten på porteføljen, sier Nielsen.

Forblir gode

Hele fundamentet til forvalteren er at gode selskaper forblir gode, og han viser til Goldman Sachs-studien «From Zero to Hero». En annen studie Nielsen trekker frem viser at 18 selskaper alene forklarer hele meravkastningen på Oslo Børs siden 1985, og flertallet gjør det dårligere enn risikofri rente.

– Hvis et selskap har høy kvalitet vil det vise seg i regnskapet over tid. Dette fanger min modell opp og handling er viktigere enn ord. Derfor snakker jeg svært sjelden med ledelsen i selskaper og aldri med analytikere. Da blir jeg fort påvirket til å gjøre ukloke valg, sier Nielsen.

Han har selv ti års erfaring som aksjeanalytiker i Carnegie, Fondsfinans, Kaupthing og Pareto Securities.

– Min konklusjon er at det er bortkastet tid å lage estimater. Da jeg «tracket» mine egne estimater da jeg jobbet i Pareto Securities, var resultatene var så nedslående at jeg fjernet alle estimatene fra analysene mine etter det. Kanskje var jeg er mye dårligere enn alle andre, men gitt at klassikeren «earnings missed estimates» sta-



SER BAKOVER: Forvalter Thomas Nielsen i First Nordisk Fokus har laget en modell som plukker de beste aksjene basert på regnskapstall tilbake til 2006.

First Nordisk Fokus er beste fond i Norden i år

Min konklusjon er at det er bortkastet tid å lage estimater

THOMAS NIELSEN

dig dukker opp har vel ikke alle en treffsikkerhet på 100 prosent, sier Nielsen.

Ikke tilstrekkelig

– Hvorfor er din modell basert på at du puncher inn regnskapstallene selv?

– Automatisk datainnhenting fra Bloomberg er unøyaktig og utilstrekkelig. Det er så mye subjektivitet i regnskapsføring at det er nødvendig å kontrollere og justere dataene med et menneskelig overblikk, sier han.

Etter at regnskapsstandarden IFRS 16 ble innført er dette blitt stadig viktigere, ifølge forvalteren.

– Det er ikke sånn at du slipper å betale husleie bare fordi det blir regnskapsført annerledes, sier han.

First Nordisk Fokus stiller

også krav til at selskapene det investerer i har tilstrekkelige regnskapstall tilbake til 2006. Yngste selskap i fondet er fra 2001 og gjennomsnittlig stiftelsesår er 1953.

– Siden vi måler resultater fra før finanskrisen, får vi sett hvor motstandsdyktige selskapene er i en krise. Det kommer godt med i urolige tider som vi ser nå. Jeg tror kriser og usikkerhet styrker posisjonen til kvalitetsselskaper. Svakere konkurrenter vil bli ytterligere svekket, gå konkurs eller bli konsolidert på gunstig prising, sier Nielsen.

Ønsker å vokse

I dag har First Nordisk Fokus en forvaltningskapital på rundt 115 millioner kroner. Ambisjonen er å øke forvaltningskapitalen på sikt.

– Vi har ikke markedsført fondet noe særlig enda. Når jeg krever solide historiske resultater fra selskapene jeg investerer i, skulle det bare mangle at våre investorer krever det samme av meg. Konkret hvor stort fondet skal bli er vanskelig å svare på, men det er helt avgjørende at størrelsen ikke forhindrer optimal forvaltning, sier han.

Nielsen forvalter også fondet

First Nordisk Eiendom, som gikk som en kule frem til coronaviruset skylte inn over Norden. Siden nyttår er fondet imidlertid ned 20 prosent og på det meste var fondet ned 31 prosent.

– Jeg er litt overasket over at solide eiendomsaksjer som Balder og Sagax falt så mye på coronaviruset. Men det har gjort meg noen erfaringer rikere og fondet har korrigert noe opp igjen nå. Jeg beklager til alle mine kunder som har tapt penger i år, men jeg mener utsiktene til langsiktig solid avkastning er gode nå, avslutter han.

