

## Årsbrev til medinvestorerne

Gl. Holte, april 2013

Kære medinvestor,

### **2012 blev et godt år for investorerne i Specialforeningen BLS Invest**

Det er særdeles tilfredsstillende, at begge afdelinger i Specialforeningen BLS Invest opnåede positive afkast i 2012. Afdeling Danske Aktier opnåede et afkast på 24,3% efter omkostninger, og afdeling Globale Aktier opnåede et afkast på 20,7% efter omkostninger. Det skal bemærkes at det historiske afkast ikke er nogen garanti for fremtidige afkast.

De højeste afkast i afdeling Danske Aktier opnåede Coloplast, Simcorp, UIE og DSV, mens kosmetikkæden Sa Sa International, kreditvurderingsbureauet Moody's, elevatorproducenten Kone samt kasinooperatøren SJM Holdings leverede de højeste afkast til afdeling Globale Aktier. Kun et enkelt selskab i afdeling Danske Aktier leverede negativt afkast i 2012, mens to selskaber i afdeling Globale Aktier – trods indtjeningsfremgang i selskaberne – leverede negative afkast i 2012.

Aktieudvælgelsen i BLS Invest har fokus på forretningsmodeller med gennemskuelige og kvantificerbare risici samt en forudsigelig voksende langsigtet værdiskabelse. Det afgørende for BLS Capital er kvaliteten af det enkelte porteføljeselskabs forretningsmodel - og ikke nogen døgnaktuelle indtjeningspræstationer eller benchmark-spring.

Det er egentlig på trods af de økonomiske vilkår i en række vestlige økonomier, at porteføljeselskaberne i BLS Invest opnåede en betydelig indtjeningsfremgang i det forløbne år. Kun to af de 26 selskaber i BLS Invest, afdeling Globale Aktier oplevede en mindre encifret tilbagegang i indtjeningen i 2012. Til gengæld opnåede mere end halvdelen af selskaberne i BLS Invest, afdeling Globale Aktier en indtjeningsfremgang på mere end 10% og fem selskaber nåede endda 20% eller højere.

De ordinære aktionærudlodninger gennem dividender og tilbagekøb af egne aktier vurderer vi som minimum forbliver på et uændret niveau. Det gælder for alle selskaberne – med en enkelt undtagelse. Hertil kommer, at vi forventer øgede aktionærudlodninger i mere end 2/3 af BLS

Invests porteføljeselskaber. Vi vurderer, at kursstigningerne gennem 2012 er fuldt understøttet af den forbedrede indtjeningsevne i BLS Invests selskaber, og kursstigningerne er således ikke udtryk for, at porteføljeselskaberne er blevet væsentligt dyrere prisfastsat på baggrund af selskabernes indtjeningsevne.

### **Styringen af de frie pengestrømme**

BLS Invests porteføljeselskaber genererer hvert år betydelige og voksende frie pengestrømme. Når BLS Capital vurderer et porteføljeselskabs ledelseskvalitet, ser vi først og fremmest på, hvorledes selskabet anvender og placerer de frie pengestrømme. Væsentlige og stigende aktionæruddelinger gennem dividender og aktietilbagekøb vidner om en disciplineret værdiskabelse. Ledelsen kan også investere de frie pengestrømme i opkøb – men kun såfremt værdien af det tilkøbte klart overstiger det alternative afkast, som kunne opnås gennem tilbagekøb af egne aktier eller udlodning af dividender. Opkøb er selvsagt forbundet med højere risiko end tilbagekøb af egne aktier, som jo er erhvervelse af et særdeles velkendt aktiv - selskabet selv - som ledelsen må antages at have en klar holdning til værdien af.

Vi er i udgangspunktet skeptiske over for større virksomhedsopkøb. Men vi må også medgive, at i særlige tilfælde kan større opkøb ændre en virksomheds vilkår, så der opnås besparelser eller en forbedret konkurrencesituation. Flere af BLS Invests porteføljeselskaber har kunnet eliminere dobbeltomkostninger – og dermed skabe væsentlig værdi gennem opkøb. Opkøb kan også være fordelagtig, hvor man kan optimere driften af mindre veldrevne selskaber.

For BLS Invest er det som langsigtet medinvestor i vores porteføljeselskaber afgørende, at ledelsen søger de højeste risikojusterede afkast af de frie pengestrømme indenfor kerneforretningen. Og at ledelsen er sig klart bevidst om, at mange større opkøb ikke skaber de forventede synergier eller indtjening.

### **Gode opkøb**

Gennem 2012 foretog flere af BLS Invests porteføljeselskaber større opkøb. Fødevarereselskabet Nestlé erhvervede Pfizers modermælkserstatnings forretning, der komplementerer Nestlés egne markeder på området. Spiritusselskabet Diageo købte sig ind i Indiens markedsledende spiritusproducent United Spirits, Carlsberg købte minoritetsinteresser i det markedsledende russiske bryggeri Baltika, og FLS opkøbte det australske mineselskab Ludowici. Herudover foretog en række porteføljeselskaber mindre opkøb, hvor klare planer for omkostningsdeling og stordrift vil føre til en større værdi end den investerede kapital.

Der er også en række selskaber, for hvem der ikke findes oplagte muligheder for værdiskabende opkøb. De har i stedet tilbagekøbt egne aktier i væsentlig omfang gennem 2012. Det gælder for eksempel AutoZone, Bed Bath & Beyond, McDonald's, MasterCard, Novo Nordisk, DSV og Topdanmark.

## Noget om tilbagekøb af aktier

I denne tid bugner selskabernes balancer med overskudslikviditet, og vi oplever en rekordagtig stigning i tilbagekøb af aktier. Det har den positive effekt, at vi er færre om at dele kagen. Når selskaberne tilbagekøber egne aktier og efterfølgende annullerer dem, så falder antallet af udestående aktier.

Hvis et selskaber vælger at optage lån for at øge tilbagekøbet af egne aktier, så indebærer det en stigning i renteudgifterne. Under dagens lavrente-vilkår er der mindre fokus på regnskabernes rente-konti, men det kan naturligvis ændre sig radikalt. Det er vigtigt – for ikke at sige helt afgørende – at selskabets frie pengestrømme er stabile og stigende over tid, hvis man skal kunne retfærdiggøre at optage lån til at købe egne aktier tilbage.

## Et dobbelt råd fra Warren Buffett

Berkshire Hathaway har to kriterier for aktietilbagekøb, som vi mener, mange selskaber burde følge: For det første at selskabet har ledig kapital – ud over en rigelig likviditet til at finansiere de daglige operationer. For det andet at aktiekursen ligger på et fordelagtigt lavt niveau i forhold til selskabets indre forretningsværdi – når man beregner stramt, med andre ord hvad selskabets tilbagegediskonterede værdi af de fremtidige pengestrømme sættes til, når man er rigtig konservativ.

Det er især den sidste del af rådet, som vi mener at man skal være opmærksom på. Som tidligere nævnt er der lige nu rigelig ledig kapital, og netop derfor stiger risikoen for, at en beslutningstager bliver fartblind og foretager for dyre aktietilbagekøb. *Kære beslutningstager, hvis du ikke ved, hvad du skal gøre med kapitalen, så tilbagebetal gæld eller øg dividenderne!*

## Jagten på en højere rente

Centralbankernes ekstremt lempelige pengepolitik har ført til nul nominelt afkast på risikofrie korte statsobligationer. Det vil i virkeligheden sige negative korte realrenter, og det har drevet mange investorer på jagt efter højere afkast i mere risikofyldte aktiver. Den massive efterspørgsel efter kreditobligationer førte til særdeles høje afkast på alle kreditobligationer i 2012, fordi efterspørgslen og investorernes lavere krav til afkast medførte kursstigninger ud over kreditobligationens løbende rentebetalinger.

Både investment grade og non-investment grade kreditobligationer gav høje afkast. Investment grade kreditobligationer er udstedelser fra selskaber med en høj vurdering (kreditrating) fra Standard & Poor's eller Moody's, og non-investment grade kreditobligationer er de mere risikofyldte udstedelser med en lavere vurdering (tidligere gik de under det mindre sælgende navn - Junk Bonds). Samlet leverede europæiske kreditobligationer i 2012 et afkast på 28,2% (Merrill Lynch European High Yield), mens det tilsvarende amerikanske afkast var 15,6% (Merrill Lynch US High Yield Master II)

## **Risikobelønning**

Kreditspænd er en belønning, som investor får for at tage den risiko, at han ikke får sine penge igen. Efter kursstigningerne i 2012 forekommer det svært at tro på yderligere indsnævring af de historisk lave kreditspænd. Men risikoen er åbenbart også historisk lav, formentlig fordi låntagerne nyder godt af det lave aktuelle renteniveau og de lave kreditspænd. Jagten på højere renter har ført til fornyet efterspørgsel efter komplicerede låntyper med begrænset långiver-beskyttelse, som for eksempel kreditobligationer uden betaling af hverken rente eller afdrag i låneperioden. Disse obligationer nød også stor popularitet i forbindelse med de amerikanske private equity fondes virksomhedsovertagelser inden den finansielle krise, og medførte senere smertefulde tab for mange långivere.

## **Ratingbureauerne – forgyldte og forkætrede**

Mange virksomheder - specielt i USA - har udnyttet de markant faldende kreditspænd på kreditobligationer til at omlægge eksisterende højere forrentede lån til nye lån med længere løbetid samt optagelse af nye lån til styrkelse af det likvide beredskab. De boomende kreditobligationsmarkeder har givet travlhed hos de udsældte ratingbureauer Standard & Poor's og Moody's til glæde for selskabernes aktionærer. Trods kritikken af ratingbureauernes kreditvurderinger forud for finanskrisen har konkurrencesituationen ikke ændret sig meget, og de fleste investorer i kreditobligationer tillægger fortsat bureauernes ratings stor betydning i vurderingen af de enkelte udstedere.

## **Inflationsbeskyttelse er muligheden for at sende sorteper videre**

Inflationsbeskyttelse handler om at kunne overføre stigende inputomkostninger til salgspriserne. Vi ser det som et væsentligt element i vurderingen af brancher og det enkelte porteføljeselskabs forretningsmodel, hvor inflationsbeskyttelse er afgørende. BLS Invest har en stor andel af forbrugsaktier, som i høj grad besidder "pricing power". Selskabernes "pricing power" beskytter den reelle værdi af selskabernes frie pengestrømme - i modsætning til for eksempel udbetalinger fra fastforrentede obligationsfordringer. Trods det beskedne aktuelle inflationsniveau forventes mere end 2/3 af BLS Invests porteføljeselskaber at øge udlodningerne til ejerne, hvor det samlede udlodningsniveau for 2012 fortsat udgør mellem 4 og 5% af selskabernes kursværdi.

## **Renteindtægterne svandt ind**

Det globalt lave renteniveau svækker lige nu indtjeningen hos en række af BLS Invests porteføljeselskaber, men den langsigtede indtjeningsevne er fortsat intakt. Det er især selskaber, der ikke har nogen gældsætning, eller som har store løbende forudbetalinger fra kunderne, der rammes af de lave renteniveauer. Forsikringsselskaber, som eksempelvis BLS Invests porteføljeselskaber Topdanmark og Berkshire Hathaway, modtager forsikringspræmier fra forsikringskunderne længe før udbetalingen af skadeserstatninger – det kaldes forsikrings float. Man kan sige, at forsikringsselskaberne låner rentefrit hos deres kunder, så længe

forsikringselskaberne er i fortsat drift. De har således mulighed for at placere de forudbetalte midler og opnå et afkast af selskabernes rentefrie float, men som renteniveauet ligger nu, er indtjeningen på denne del af forsikringselskabernes forretning blevet kraftigt beskåret.

En række af porteføljeselskaberne i både BLS Invest, afdeling Danske Aktier og afdeling Globale Aktier ligger inde med betydelige likvide beholdninger, og i øjeblikket er afkastene af disse beholdninger beskedne. Over halvdelen af BLS Invests porteføljeselskaber er ikke gældssatte og har nettolikvide beholdninger.

### **Når renten stiger**

Ovennævnte porteføljeselskaber i BLS Invest vil få en stærkt forbedret indtjening, når renterne igen stiger. Det er vores vurdering, at renteniveauerne er unaturligt lave blandt andet på grund af centralbankernes omfattende udpumpning af likviditet. Den nuværende situation med negative realrenter vil imidlertid næppe udvikle sig til en langsigtet permanent tilstand. BLS Capital vurderer, at den lempelige pengepolitik sandsynligvis vil føre til en højere inflationsudvikling på mellem eller lang sigt. Gennem de seneste par år er BLS Invests investeringer ikke blevet belønnet for balancepotentialet. Til gengæld giver den - efter vores vurdering - dels en større sikkerhed i foreningens porteføljeselskaber, og dels udgør den et fremtidigt indtjeningspotentiale.

### **BLS Invest i pengenes verden**

BLS Invest, afdeling Globale Aktier har gennem 2012 haft aktier i kreditkortudstederen American Express, investeringsbanken Goldman Sachs, kreditvurderingsbureauerne Moody's og Standard&Poor's/McGraw-Hill samt investerings- og forsikringselskabet Berkshire Hathaway. BLS Capital har valgt at investere i American Express, Moody's og S&P/McGraw-Hill frem for traditionel amerikanske bankvirksomhed, fordi deres forretningsmodeller giver højere afkast og bedre vækstudsigter.

American Express er det foretrukne kreditkort for velstående amerikanere med et gennemsnitligt årligt forbrug pr. udstedt kort, der er 3-4 gange højere end hos VISA eller MasterCard. American Express' egenkapitalforrentning ligger omkring målsætningen på 25%, ligesom selskabet har som mål at øge indtægterne årligt med en høj encifret procent. I 2012 tilbagekøbte American Express 6-7% af selskabets udstående aktier og udloddede 1,5% af kursværdien i dividende. Det var endda i et år, hvor udlodningerne ikke vurderes at have været ekstraordinært høje.

Kreditkortudstederen MasterCard indgår også i BLS Invest, afdeling Globale Aktiers portefølje. Ved udgangen af 2012 stod MasterCard for udstedelsen af godt 1,9 milliarder kredit- og debetkort samt behandlingen af de gennemførte korttransaktioner. MasterCard har ikke selv nogen egen kreditrisiko, som det er tilfældet hos American Express, da kreditrisikoen forbliver hos kundens pengeinstitut. Egenkapitalforrentningen hos MasterCard er meget høj. MasterCard tilbagekøbte i 2012 omkring 3% af selskabets udstående aktier og udbetalte en beskedne dividende, hvor de samlede aktionærudbetalinger i MasterCard var lavere end selskabets frie pengestrømme, trods selskabets markante likvide beredskab på omkring 5 milliarder US dollars. MasterCard fortsatte

selskabets høje indtjeningsvækst, der i 2012 udgjorde omkring 20%. Den udvikling er især drevet af en stigende andel af elektroniske betalinger og højere indtjeningsevne gennem en bedre udnyttelse af MasterCards kortinfrastruktur.

BLS Invest, afdeling Danske Aktier har gennem 2012 været aktionær i Ringkjøbing Landbobank og Topdanmark, der begge har en klar og målrettet strategi, særdeles kompetent ledelse og historisk har leveret den højeste forrentning af kapitalgrundlagene i den danske finanssektor. Ringkjøbing Landbobank drives særdeles effektivt med Nordens laveste omkostningsprocent: 32%. Det lykkedes også i 2012 Landbobanken at øge indtægtsgrundlaget og erobre værdiskabende markedsandele, trods de udfordrende rammebetingelser for den danske banksektor med faldende udlånsvolumen.

Den danske banksektors regnskaber er fortsat præget af relativt høje hensættelser til mindre og mellemstore erhvervsdrivende samt landbrug, ligesom egenkapitalforrentningen i sektoren fortsat er på et lavt niveau.

### **BLS Invest og højteknologien**

Succesfulde Apple opnåede i 2012 titlen som selskabet med verdens højeste markedsværdi, idet Apple overtog titlen fra olieselskabet Exxon. Apple er ikke indgået i BLS Invests porteføljer på noget tidspunkt - trods Apples høje aktuelle egenkapitalforrentning og høje indtjeningsmarginaler. Vi anser konkurrencen for yderst intens, og kravene til en kontinuerlig høj innovationsevne vil være afgørende for, at Apple kan fastholde sine indtjeningsmarginaler. BLS Invest er generelt teknologisk-skeptiske på grund af branchens hastige omskiftelighed, men inden for området findes der forretningsmodeller med en stor grad af faste forudsigelige vedligeholdelsesindtægter – dem finder vi interessante.

BLS Invest har investeret i informationsteknologi-selskabet Simcorp. Simcorps robuste forretningsmodel med et stort element af faste licensindtægter har sikret et stigende omsætningsniveau i selskabet og pæne indtjeningsmarginaler, trods afmatningen hos Simcorps kunder, der hidtil i væsentlig grad har været europæiske. BLS Capital har længe haft den opfattelse, at Simcorp har potentiale til væsentligt højere indtjeningsmarginaler end de nuværende 22-23%, men det kræver en accelererende vækst i omsætningen og et skarpere fokus på Simcorps omkostningsbase. Vi er i stigende grad optimistiske omkring udnyttelsen af Simcorps potentiale. Dels fordi der er indløbet en stribe nye ordrer i USA, og dels fordi Simcorp har taget fat på sit første egentlige omkostningsreduktionsprogram. Det er sket efter ansættelsen af selskabets nye administrerende direktør Klaus Holse. Simcorps salg af yderligere licenser til eksisterende europæiske kunder ligger fortsat på et lavere niveau end tidligere, hvilket efter BLS Capitals vurdering ikke er udtryk for tab af konkurrencekraft, men udtryk for fortsat uklarhed omkring den fremtidige regulering, samt en række kunders fortsatte finansielle udfordringer. Simcorp har vedholdende fastholdt et investeringsniveau i forskning og udvikling på 22 - 24% trods den beherskede omsætningsvækst. Det giver gode muligheder for en fremtidig forbedret indtjening gennem accelererende omsætning og omkostningsbesparelser.

## **BRIC og BLS Invest**

Brasilien, Rusland, Indien og Kina – de såkaldte BRIC lande betegnes som udviklingsmarkeder. I 2012 oplevede vi store forskelle i afkastet på disse landes aktiemarkeder. Hvor de kinesiske og indiske aktiemarkeder leverede pæne afkast på godt 10%, så tabte de brasilianske aktier mere end 20%. Emerging market aktier leverede samlet set et afkast på niveau med de globale aktiemarkeder i 2012. Men den kinesiske økonomi gik ned i et lavere væksttempo, og det lagde hen over sommeren 2012 et pres på de selskaber, der opererer i Kina. Det gælder blandt andre luksusselskaber som LVMH og Swatch samt råvareselskaber som FLSmidth og chilenske Antofagasta, der alle oplevede betydelige kursfald.

BLS Invest øgede beholdningerne i de nævnte selskaber, da vi vurderer, at selskabernes langsigtede perspektiver stort set er uændrede – og gode. Den økonomiske vækst i Kina blev i 2012 omkring 7,5%, hvilket er lavere end vækstraterne på henholdsvis 9% og 10% i 2010 og 2011, men efter vores opfattelse er det fortsat en særdeles attraktiv vækstrate. Systemskiftet i Kina i november 2012 satte landet i en slags politisk vakuum i måneder forud for indsættelsen af de nye magthavere. Men efter afholdelsen af den kommunistiske partikongres har den nye ledelse udstukket langsigtede politiske visioner for landet. Højt på den nye politiske agenda står bekæmpelse af social uro og korruption – og det skal ske gennem fortsat økonomisk vækst.

Efter vores opfattelse er vækstpotentialet i Kina fortsat betydeligt. De stigende forbrugsmuligheder for den voksende kinesiske middelklasse vil begunstige udviklingen i en stribe af BLS Invests selskaber. Den Hongkong baserede kosmetikkæde Sa Sa International og kasino-operatøren SJM Holdings opnåede begge godt 20% indtjeningsvækst i 2012, og begge er blandt BLS Invest, afdeling Globale Aktiers bedste 2012 investeringer.

## **Investeringer i fremtiden**

Verdens centralbanker fører i øjeblikket en særdeles lempelig pengepolitik. Det har blandt andet ført til pæne kursstigninger på kreditobligationer og de historisk lave kreditspænd. Efter BLS Capitals vurdering vil det stimulere risikovilligheden hos de finansielle investorer, der jagter højere afkast end de nuværende negative realrenter. De vil i stigende grad søge mod andre aktivklasser herunder aktier.

Der er betydelige risici ved at investere i lange fastforrentede fordringer. Centralbankernes rundhåndede udpumpning af likviditet kan nemlig brat ændre inflationsforventningerne, og så opstår en stor risiko for kurstab.

Efter vores opfattelse har ganske mange af Specialforeningen BLS Invests selskaber stor "pricing power" og stigende cash flows. Det gør dem til et inflationssikret alternativ eller supplement til investering i nominelle obligationer.

## **Set ovenfra og fremad**

Udviklingen i BLS Invests porteføljeselskaber har i 2012 været gunstig. Det gælder både salg, indtjening, cash flow og dividende. Det til trods for en lav samfundsøkonomisk vækst, der har lagt en dæmper på den generelle villighed til at forbruge og investere. Efter vores opfattelse har de

markedsledende selskaber i BLS Invest styrket deres markedsposition gennem de seneste år, og i dag fremstår de trimmede og velforberedte til at drage fordel af fremtidens højere økonomiske vækst. Selskabernes robuste forretningsmodeller viste sig også resistente gennem kriseårene 2008 og 2009, og Specialforeningen BLS Invests selskabers generelle balancestyrke kan man kun vurdere som en langsigtet strategisk styrke.

BLS Invests investeringer tager ikke udgangspunkt i mere eller mindre kvalificerede gæt om den samfundsøkonomiske vækst, men i styrken af de enkelte selskabers forretningsmodel og evnen til at skabe forudsigelig langsigtet værdi for aktionærerne. Vi lægger først og fremmest vægt på forudsigelig organisk vækst, fleksible omkostningsstrukturer, lave kapitalinvesteringer og en robust balancestyrke.

### **Vores dream team**

Man har sagt, at en bestyrelses eneste styringsmulighed er at ansætte og afskedige administrerende direktører. I en snæver juridisk tolkning er det rigtig, men det er også sat på spidsen, og alt for fattigt. I de bedste virksomheder foregår en løbende dialog mellem lederne og ejerne - direktionen og bestyrelsen – i største gensidige tillid og respekt. En udveksling af inspiration, ideer og løbende strategiske justeringer af virksomhedens kurs. Og en fastholden af hinanden på selve selskabets eksistensberettigelse: At skabe værdi for ejerne – selskabets aktionærer.

Det er netop det loyale samarbejde om selskabets forretningsmodel og kerneværdier, der for os er magien. Det er det sæt egenskaber, der giver et selskab holdbarhed, forudsigelighed og stigende værdier. Og det er sådanne selskaber, BLS Capital ønsker at investere i – langsigtet, måske endda evigt.

### **Prisen**

De pæne kursstigninger i 2012 for BLS Invests porteføljeselskaber har først og fremmest baggrund i en stigende indtjening, så prissætningen af BLS Invest porteføljerne er ikke blevet væsentligt dyrere i forhold til indtjeningen ved indgangen til året. BLS Invests selskaber kan generelt karakteriseres ved tre ting: De er solide, de er forudsigelige og de genererer voksende frie pengestrømme. Vi vurderer, at værdiansættelsen af foreningens selskaber er attraktiv, ikke mindst set i forhold til afkastene ved alternative investeringsmuligheder.

### **Verden er af lave, men dagligdagen består**

Ofte kan man føle sig rendt over ende af denne verdens udsving og uventede begivenheder. Men ret beset består verden først og fremmest af en række solide hverdage. Verden er robust – men ikke nok med det - den udvikler sig som følge af alle de påvirkninger, den til alle tider udsættes for. Vi skal nok vænne os til at se det større perspektiv - til tanken om, at udsving og uventede begivenheder, ja selv kaos er en del af hverdagen. Virkelighedens verden er den ubønhørligt



fremadskridende globale evolution. Det er i den verden, vi må søge og finde vores gode selskaber – de langsigtede værdiskabere.

I hverdagene vil der til alle tider være brug for at få dækket de basale menneskelige behov. Hvem vil holde op med at spise og drikke, at transportere sig eller at købe varer og tjenester, som man har brug for eller lyst til? Behovene for medicin og livsbetingede hjælpemidler forsvinder næppe. Lige som behovet for at bygge er uophørlig og umættelig, og energiforsyning er en daglig uomgængelig nødvendighed. Tøj, smykker, kosmetik og luksusgoder kan i nogen grad virke som overflødige dårskeer. Men i en umættelig materiel verden er de blevet selvfølgelig goder, som en stigende del af klodens befolkning efterspørger.

Finansiering og betalingsformidling er dele af grundstrukturen i vores økonomiske system, så de er kommet for at blive; ligesom forsikring.

### **Begejstringen - og Specialforeningen BLS Invest - vokser**

Vi er meget begejstrede for selskaberne i Specialforeningen BLS Invests porteføljer. Det er en daglig fryd for os at arbejde med den udsøgte kreds af virksomheder. At analysere dem, at følge med i deres liv og ikke mindst at placere den stigende strøm af midler, som vores kære medinvestorer i BLS Invest betror os. Vi er ikke i tvivl om, at vores selskaber om 10 år vil have skabt kolossale værdistigninger til alle os langsigtede investorer.

Vi er efterhånden blevet en pæn stor skare af medinvestorer i BLS Invest. Fra begyndelsen i 2008, hvor vi var lidt mere end 100, har vi nu rundet 1000 medinvestorer, og flere kommer til hver dag. I BLS Capital glæder vi os naturligvis over, at flere og flere ser fornuften i at investere langsigtet efter vores investeringsfilosofi.

BLS Invests formue har i skrivende stund passeret 1,5 milliarder kroner – det er mere end en 10-dobling siden begyndelsen i 2008.

### **På glædelig gensyn**

Vi glæder os til at se jer på vores årsmøde tirsdag den 23. april i forlængelsen af generalforsamlingen i BLS Invest. Generalforsamlingen begynder kl. 16.00, og årsmødet indledes umiddelbart efter, kl. 16.30. Vi håber, at I kommer i stort antal og bring gerne en ledsager, som måske kunne være interesseret. Vanen tro byder vi på et let traktement i forbindelse med mødet. Adressen er som de tidligere år Nordatlantens Brygge, Strandgade 91, 1401 København K.

Med venlige hilsner,

På vegne af BLS Capital Fondsmæglerselskab

A blue ink handwritten signature consisting of several overlapping loops and a long horizontal stroke extending to the right.

Peter Bundgaard, Partner og rådgiver

A blue ink handwritten signature that is more fluid and cursive, starting with a large 'A' and ending with a long, sweeping tail.

Anders Lund, Partner og rådgiver