

## Årsbrev til medinvestorerne

Gl. Holte 31. marts 2015

Kære Medinvestor

De første mange år i Kapitalforeningen BLS Invest klarede afdelingerne sig hvert år væsentligt og målbart bedre end aktiemarkedet generelt. Resultaterne er skabt gennem anvendelse af en dokumenteret investeringsstrategi, som er vores faste grundlag for udvælgelsen af samtlige høj kvalitetsselskaber i porteføljerne. Det har givet gode resultater for langsigtede investorer i afdelingerne. Vi forventer dette vil fortsætte, og investeringsstrategien ligger fast.

Men vi har også forventet og stillet i udsigt, at der vil komme år med såkaldt underperformance, hvor andre dele af markedet giver et højere afkast. Den fase har vi nu været i, og vi er som investorer og medinvestorer blevet testet på vores tålmodighed.

Der er tjent penge i BLS Invest afdelingerne i 2014, men det har alligevel været et blandet år. Afkast i foreningen var ikke på højde med det generelle aktiemarked, hverken i den globale eller den danske afdeling. Afdeling Danske Aktier KL har nu været igennem to år med et lavere afkast end markedet, selv om vi er investeret i et dusin meget veldrevne kvalitetsselskaber. Det kan vi ikke være tilfredse med – det giver stof til eftertanke og som vanligt en grundig analyse af, hvad der har været godt og skidt i det forløbne år.

BLS Invest afdeling Danske Aktier KL og afdeling Globale Aktier KLS kapitalforeningsandele steg i 2014 henholdsvis 5,3 og 5,5 procent efter alle omkostninger. Tallet er beregnet under forudsætning, at udbytte geninvesteres, hvilket er det retvisende mål for porteføljens afkast. MSCI AC World indekset steg i 2014 til sammenligning med 18,5 procent i danske kroner. Det danske aktiemarked leverede, udtrykt ved KAXCAP indekset, et afkast på 17,2 procent, mens C20-indekset drevet af en større andel af Novo Nordisk leverede et afkast på hele 23,2 procent.

Det akkumulerede afkast siden afdelingernes opstart i 2008 overgår fortsat med en væsentlig margin de generelle markedsafkast. Foreningens afdelinger Danske Aktier KL og Globale Aktier KL har siden opstart og frem til december 2014 leveret absolutte afkast efter omkostninger på henholdsvis 87,3 og 118,9 procent, svarende til gennemsnitlige årlige afkast på 9,6 og 13,4 procent. Det overstiger klart kursstigningerne på de generelle aktiemarkeder i den tilsvarende periode. Til sammenligning er det danske KAXCAP og det globale MSCI AC World indeks i perioden steget henholdsvis 52,2 og 81,4 procent, svarende til gennemsnitlige årlige afkast på 6,3 og 10 procent.

Historiske afkast er ikke en garanti for fremtidige afkast, men målsætningen for BLS Invest er at skabe det bedst mulige afkast over en økonomisk cyklus, en længere periode på fem til syv år, gennem investering i få, udvalgte selskaber, som ikke vil påføre os permanente tab af kapital.

## Få kvalitetsselskaber

Den skuffende kursudvikling for 2014 i de globale afdelinger skyldes overvejende investeringerne i de Hong Kong noterede selskaber, mens beholdningerne i **SimCorp**, **William Demant**, **UIE** og **Jeudan** bidrog negativt til afkastet i afdeling Danske Aktier KL.

Det danske aktiemarked blev i høj grad drevet af høje afkast fra blandt andet Pandora og Vestas, der steg markant i 2014. Disse selskaber indgår ikke i BLS Invest, idet de ikke passer til kravene formuleret i vores investeringsstrategi. Men der er, uagtet det, grund til at anerkende det flotte genopretningsarbejde ledelsen i hvert af disse selskaber har leveret.

Udvælgelsen af selskaberne til BLS Invests afdelinger er uafhængig af sammensætningen af det samlede aktiemarked. Et statistisk mål for afhængighed er fondenes "active share", som måler hvor uafhængigt investeringerne er valgt. Investeringen i et enkelt selskab kan både være aktiv og passiv; den passive del er den andel, som kan genfindes i indekset, mens en eventuel undervægt eller overvægt ses som en selvstændig beslutning.

Jo højere active share, jo mere uafhængigt og selvstændigt investerer man i forhold til indekset. Active share i BLS Invest's globale afdelinger er 97,5 pct, svarende til, at kun 2,5 procent af beholdningen kan genfindes i indekset. Active share i BLS Invest Danske Aktier KL er 71,2 procent.

Det viser, at for BLS Invest er indekset et sammenligningsgrundlag og et målepunkt for vores resultater på kort og langt sigt. Men vi lader det ikke helt eller delvist diktere indholdet af porteføljen. Vi udvælger få kvalitetsselskaber, der lever op til vores strenge kvalitetskrav om at have en meget stærk forretningsmodel, en ledelse i topklasse og høje afkast på den investerede kapital. Derfor findes der sektorer i aktiemarkedet, hvor vi ikke finder den type selskaber, ligesom der er områder af verden, hvor risikoen ved investering vurderes for høj.

## Svensk lærestreg

Porteføljesammensætningen i BLS Invest tager udgangspunkt i udvælgelsen af enkeltsselskaber. Hvordan er det gået i år, og hvad kan vi lære af det?

Den fejlinvestering vi kan lære mest af, var det svenske selskab **Elekta**, som producerer udstyr til strålebehandling. Selskabet skuffede markant, og aktiemarkedet kvitterede med et kurstab på 22 pct. i danske kroner, hvilket vi ikke vil bestride. Som investorer har vi gjort vores hjemmearbejde i forbindelse med Elekta, men ikke godt nok og heller ikke med det ønskede resultat.

Set i bakspejlet overvurderede vi kvaliteten af ledelsen i Elekta. Selv om vi mødte selskabet flere gange, erkendte vi ikke, at ledelsen ikke var dygtig nok til både at drive virksomheden i det daglige og få gennemført de langsigtede udviklingsplaner. Forretningsmodellen er attraktiv; der er kun to selskaber i verden, som producerer akkurat det udstyr til strålebehandling Elekta

har fokus på. Det er et område i vækst (desværre). Alligevel så vi i 2014 stigende varelagre og tilgodehavender, en ugunstig udvikling i pengestrømmene og et stærkt faldende afkast på den investerede kapital. Vi vurderede ledelsen anderledes på den baggrund og afhændede selskabet.

### **Bundsolide selskaber**

I Årsbrevet 2014 skrev vi, at porteføljens sammensætning aldrig havde været bedre set i forhold til vores specifikke investeringskriterier. I årsbrevet 2015 skriver vi nu det samme. Selskaberne er bundsolide, de tjener godt og de vokser, og hovedparten af dem leverede meget gode resultater i 2014.

Trods det udviklede kurserne sig ikke i samme takt. Stimuleret af rigelig likviditet i markederne, en global rente på bundniveau og mange investorers flugt fra 0-afkast i obligationsmarkederne, er det væltet ind med risikovillige investorer, som har været indstillet på at satse på gældsatte og efter vores opfattelse ikke særligt attraktive selskaber. Alt har kunnet sælges, mens mange af højkvalitetsselskaberne i vores porteføljer har været mindre efterspurgt.

### **Lærdom af finanskrisen**

Det synes åbenbart, at investorerne fortrænger eller har glemt læresætninger efter finanssammenbruddet i 2008. Sådan har vi det ikke. For os er læren af finanskrisen, at det er afgørende for selskaber at have kontrol over balancen og ikke være afhængige af eksterne finansieringskilder. Vi er siden finanskrisen blevet yderligere konservative omkring balancestruktur.

I 2014 har vi således styrket kvaliteten af selskaberne og solvensen yderligere. Målt som et gennemsnit er selskaberne i den globale portefølje formuende og ikke gældsatte. Det er usædvanligt for børsnoterede selskaber. Billedet er ikke væsentligt anderledes i den danske portefølje; her er virksomhederne finansieret med 11 procent nettogæld og 89 procent egenkapital.

### **Den virkelige verden**

At fastholde børsnoterede selskaber som bundsolide virksomheder med penge på kistebunden har ikke været god latin i aktiemarkedene i mange år. Teorien er fortsat, at investorerne forlanger et væsentligt højere afkast af egenkapital end långiverne får i rente. Derfor er det i teorien rationelt for selskabet at være delvist finansiere af billige lån. Sådan lyder gængs teori, og givet at alt andet er lige, så holder det rent matematisk i en stabil virksomhed. Men sådan er den virkelige verden ikke.

Lån pålægger virksomheden en række juridiske og forretningsmæssige betingelser, som aktiekapital ikke gør. Lån og egenkapital er ikke bare noget, man kan skaffe sig, når det passer en. I relativt gode tider som nu kan der være rigeligt med kapital til rådighed for selskaberne. Under en dyb krise som finanssammenbruddet i 2008 falder indtjeningen i selskaberne, og samtidig tørrer likviditeten i markedet og finansieringskilderne ud.

## **Fartblinde investorer**

Man så derfor, at selv sunde, globale virksomheder var under hårdt pres fra långiverne som følge af kortsigtede indtægtstab, der bragte dem i konflikt med især deres lånebetingelser. Det fratog dem deres selvstændighed, og gjorde det for eksempel umuligt for dem at investere i vækst af deres forretning eller køb af konkurrenter til udsalgspriser. Det har klart en strategisk værdi for et selskab over tid at bevare sin handlefrihed, være uafhængig af långivere og solidt polstret til at kunne håndtere svigtende indtjening i en periode.

Som altid når det er gået godt i aktiemarkedene i en længere periode, er der en tendens til, at både investorer og selskabsledelser bliver fartblinde. I øjeblikket oplever vi en pengeudpumpning fra centralbankerne i USA, Japan og Europa, som aldrig tidligere er set. Det har trykket renterne i bund, og drevet kurserne op på andre typer aktiver som børsnoterede aktier, unoterede aktier og ejendomme i takt med, at investorerne opgiver at forrente deres kapital i obligationsmarkedene.

Men det kommer til at stoppe på et tidspunkt, når alle aktiver inklusive obligationer er kommet op i uholdbare prisniveauer verden over. Hvornår ved vi ikke, men der er tegn på en kommende markeds vending, hvor læresætningerne fra finanskrisen igen vil føles relevante blandt investorerne.

## **Kompromisløst fokus**

I BLS Capital følger vi reglen, at når andre bliver synligt grådige og fartblinde, tager vi vores forholdsregler. Det har vi således gjort i 2014 ved yderligere at styrke vores kompromisløse fokus på kvalitetsselskaber, som har vist evne til at tjene penge i både gode og dårlige tider. De meget stærke forretningsmodeller kan modstå økonomisk pres. Det har de svage langt sværere ved.

Vi analyserer fundamentalværdierne i selskaberne både kvalitativt og kvantitativt. I den kvalitative del af analysen går vi i dybden med for eksempel forretningsmodellen, konkurrenterne og rammerne om selskaberne. I den kvantitative del går vi i dybden med tallene, og vi ser nærmere på, om de opfylder vores kriterier for et kvalitetsselskab.

## **Krav til selskabernes nøgletal**

Det er vores synspunkt, at et kvalitetsselskab ideelt set forrenter egenkapitalen (ROE) med minimum 15 procent årligt, og skaber et afkast på den investerede kapital (ROIC) på mindst 15 procent årligt. Det er en hurdle, som de færreste børsnoterede selskaber kommer over. Samtidig ønsker vi at se positive frie pengestrømme på minimum 3 procent af markedsværdien – et såkaldt free cash flow yield - selv i et selskab, som vokser og investerer meget. Fagtermen yield kan oversættes til udbytte. FCF yield er pengestrømsopgørelsens svar på indtjeningsmarginalen, altså forholdet mellem indtjening og omsætning. I en moden virksomhed, hvor investeringer og afskrivninger er af samme størrelse, forventer vi desuden et væsentligt højere FCF yield end 3 procent.

Det er tre kriterier, vi ønsker opfyldt for hvert enkelt selskab, og det skal naturligvis også afspejle sig i porteføljens egenskaber, når man lægger tallene sammen.

Selskaberne i den danske portefølje har en gennemsnitlig forrentningen af egenkapitalen på 30 procent, et afkast på den investerede kapital på 37 procent og et free cashflow yield på 6,1 procent. Der findes meget veldrevne selskaber i Danmark. Selskaberne i den globale portefølje har en gennemsnitlig forrentning af egenkapitalen på 37 procent, et afkast på den investerede kapital på 46 procent og et free cashflow yield på 5,0 procent.

### **Pengestrømme er et faktum**

Vores kvalitetsselskaber er fortsat attraktivt prisfastsat sammenlignet med aktierne i børsnoterede selskaber af lavere kvalitet, og sammenlignet med obligationsmarkederne og ejendomsmarkederne.

Et høj kvalitetsselskab kan være prisfastsat til 20 gange indtjeningen. Det svarer til et indtjeningsudbytte, på engelsk earnings yield, på 5 procent, hvilket er væsentligt højere end en tysk 10-årig statsrente på 0,2 procent.

Som bilag til årsbrevet viser vi indtjeningsudviklingen i porteføljeselskaberne og beregner, hvordan indtjeningen per andel i BLS Invest afdelingerne har udviklet sig. Billedet er entydigt; indtjeningen er vokset med 7 procent i de globale kvalitetsselskaber og 12 procent i de danske.

En måde at anskue værdiskabelse er indtjening, men det kan ikke stå alene, og for aktionærer er et par andre nøgletal endda vigtigere. "Indtjening er en mening, pengestrømme er et faktum", var mottoet for en håndfast virksomhedsleder i et vores selskaber. Vi er enige. Måling af indtjeningen er omfattet af en række regnskabsmæssige skøn og konventioner, mens pengestrømme har færre manipuleringsmuligheder og er uden skønsbetragtninger.

### **Lønsom vækst**

Af mange grunde er de frie pengestrømme som oftest lavere end indtjeningen. Blandt andet er de årlige investeringer (i pengestrømsopgørelsen) typisk højere end de historisk bestemte af- og nedskrivninger (i resultatopgørelsen). Man udtrykker forholdet mellem de to tal som en "cash conversion ratio", der i vores regi er højere end 90 procent. Selskaberne tjener rede penge, som bliver givet videre til aktionærerne i rigt mål.

Vores selskaber har råd til at investere i lønsom vækst i tillæg til en god udlodning til aktionærerne. Derfor leverer de globale selskaber som nævnt en indtjeningsvækst på cirka 10 procent årligt pt., hvilket i runde tal svarer til, at indtjeningen bliver fordoblet på blot syv år. Det fremtræder som et bedre valg end at placere pengene i banken, og der er i det tiårsbillede plads til at tåle tilbageslag i aktiemarked.

### **Udvalgte selskaber**

Diabetes-markedslederen **Novo Nordisk**, som indgår i både den danske og globale portefølje, oplevede i 2014 et tilfredsstillende år, hvor selskabet erobrede markedsandele på det centrale nordamerikanske marked og forbedrede salgs- og driftsresultaterne med cirka 10 procent. Novo Nordisk er velpositioneret til også i de kommende år at kunne øge salg, indtjening, frie pengestrømme og aktionærudlodninger med pæne tocifrede vækstrater, drevet af en fortsat

markedsvækst og erobring af markedsandele som følge af Novo Nordisks kommende produktlanceringer.

De seneste års transformation af medico-tekniske **Coloplast** fortsatte i 2014. Coloplast lancerede nye strategiske mål for de kommende år, som stiller selskabets forkælede aktionærer en accelereret salgsvækst samt fortsat stigende marginer og frie pengestrømme i udsigt. Forudsætningerne er skabt gennem de seneste års investeringer i salg og distribution, især i vækstmarkederne, samt en fokuseret, kommercialiseret indsats for at skabe nye produkter.

Mejerikultur-markedslederen **Chr. Hansen** leverede i 2014 en fortsat salgsfremgang i underkanten af 10 pct, et forbedret driftsresultat og returnerede knapt fire procent af selskabets markedsværdi til ejerne gennem dividender og aktietilbagekøb. Det er vores vurdering, at Chr. Hansen vil kunne fortsætte de seneste års salgsvækst, forøge indtjeningsmarginerne og ikke mindst forøge de frie pengestrømme og aktionæruddelinger.

### **Udfordret branche**

I 2014 solgte vi vores ejerandele i **William Demant** og **Carlsberg** efter en ugunstig udvikling i begge selskaber.

Dynamikken ændrede sig i negativ retning i den globale høreapparatsbranche, hvor konkurrencesituationen mellem branchens seks store producenter blev intensiveret med øget prispres til følge. Det skabte pres på branchens samlede profitpulje. William Demant besidder mange af de kvaliteter vi søger, men blev indtjeningsmæssigt ramt af de mere udfordrende konkurrencebetingelser. Vi billiger dog fuldt ud William Demants langsigtede strategiske fokus, og har tillid til ledelsen med Niels Jacobsen i spidsen, som vi betragter som den dygtigste ledelse i branchen. Derfor ser vi fortsat William Demant som den ene af de langsigtede vindere i en noget presset høreapparatsbranche.

Et mindre ejerskab i bryggeriet **Carlsberg** blev afhændet i starten af året. En fortsat tiltagende usikkerhed om selskabet og især den russiske forretning bevirker, at vi ikke længere fandt det muligt at vurdere fundamentalværdien af selskabet med en komfortabel sikkerhed.

### **Mysterium på fondsbørsen**

Holdingselskabet **United International Enterprises (UIE)** skabte fremgang i selskabets fundamentalværdi i 2014, selvom kursudviklingen på fondsbørsen ikke reflekterer dette med årets kursfald på omkring 10 procent. UIE kontrollerer det børsnoterede plantageselskab United Plantations (UP) med en ejerandel på 46,3 procent, som på fondsbørsen i Malaysia er 4,8 milliarder kroner værd. Dertil kommer værdien af likvider i selskabet og dagsværdien af aktier i et par svenske selskaber, svarende til i alt 1,7 milliarder kroner. Lægger man disse værdier af aktiverne i UIE sammen, får man en underliggende værdi af UIE på 6,5 milliarder kroner – eller 1.850 kroner per aktie.

Alligevel er markedsværdien på fondsbørsen blot 3,8 milliarder kroner. Altså en rabat på 2,7 milliarder kroner, svarende til en såkaldt discount (eller rabat) på over 40 procent for selskabet.

Historisk har denne rabat i UIE ligget i niveauet 10-20 procent. Den meget lave aktiekurs i UIE medfører, at selskabet har været, og fortsat er, i stand til at skabe betydelige aktionærværdier ved at anvende overskudslikviditet til at købe egne aktier til udsalgspris. Forenklingen af UIE's koncernstruktur og selskabets fortsatte betydelige kapitaldistribution bør efter vores vurdering indsnævre den betydelige holding-rabat.

### **Kasinoøen Macao vokser**

I den globale aktieportefølje har vi på selskabsniveau undervurderet, hvor hårdt anti-korrupsions indsatsen er slået igennem i Kina. Det har haft indvirkning på en række selskaber i lighed med en afdæmpning af den stærke økonomiske vækst i Kina. Indtjeningen i vores selskaber er fortsat vokset, men dog i mindre grad end tidligere.

Det har således haft betydning for de rige kineseres lyst til at gamble på kasinoøen Macao. Massemarkedsspillerne kommer fortsat i rigt mål, 22 millioner besøgende det seneste år, men de mest eksklusive lukkede spillerum på øverste etage på kasinohotellerne behøver i øjeblikket ikke at blive gjort rent tre gange om dagen. Til gengæld kan det gøre gambling miljøet mere sundt at få taget toppen af omsætningen, og kineserne har været vilde med spil i foreløbigt 3.000 år, så den fornøjelse vil de nok fortsætte med.

Tværtimod kommer aktiviteterne på Macao til at vokse i takt med, at der bliver bygget fast forbindelse til øen, flere hoteller og flere kasinoer til gavn for massemarkedsspillerne. Selskabet **Galaxy** indvier den 27. maj 2015 en fase II udbygning af sit nyeste hotel, som imødekommer et stærkt behov for flere hotelværelser og større spillearealer på øen.

Købekraften hos kinesiske turister er blevet lavere, og det mærkes hos luksusgode producenten **Richemont** og spirituskonglomeratet **Diageo**. De rammes også af, at kineserne i det nuværende politiske klima er blevet mindre ivrige efter at skilte med nyvunden velstand. Kineserne har især en tilbøjelighed til at investere i luksusgoder inklusive spiritus, når de rejser.

### **Aktionær udlodninger**

Indtjeningsvæksten i de globale afdelingers porteføljeselskaber var lavere end den 16 procents indtjeningsfremgang porteføljeselskaberne oplevede i 2013, men var med en fremgang på godt 10 procent fortsat på et tilfredsstillende højt niveau. Aktionærudlodningen gennem dividender og aktietilbagekøb udgjorde i underkanten af 5 procent af selskabernes markedsværdier. Kreditkortselskabet **MasterCard**, kaffekæden **Starbucks** og kuffertproducenten **Samsonite** leverede størst fremgang i indtjening og frie pengestrømme med vækstrater omkring 20 procent i 2014.

Kreditvurderingsbureauerne **Moody's** og **McGraw-Hill Financials** (der ejer Standard & Poor's kreditvurdering) var blandt de største positive bidragsydere i 2014, som det ligeledes var tilfældet i 2013. Selskabernes altdominerede markedsposition på kreditvurderingsmarkedet har sikret dem begge en tocifret fremgang i salg og driftsindtjening. Den er drevet af 4-5 procents årlige prisforhøjelser, et fortsat boomende kreditmarked drevet af gældsinvestorernes store appetit på erhvervsobligationer og de fortsat lave renteniveauer. Begge selskaber har robuste indtjeningsbaser.

## Amerikanske kvalitetsselskaber

**MasterCard** er forsat den største investering i den globale portefølje. Selskabet leverede på linje med sin ambition om at skabe en årlig omsætningsvækst på 11-14 procent og en forøgelse af indtjeningen per aktie på mindst 20 procent årligt. På længere sigt kan MasterCard opretholde og måske accelerere sine nuværende vækstrater. Selskabet har en ekstremt stærk og meget beskyttet markedsposition. MasterCard aktien oplevede en massiv kursfremgang i 2013 på mere end 60 procent, og steg yderligere godt 15 procent i 2014.

**PetSmart** - den største amerikanske dyrehandelskæde – blev overtaget af kapitalfonden BC Partners. Overtagelsespræmien i forhold til gældende børskurs forud for overtagelsen var på mere end 30 procent. Trods det vurderer vi, at budet ikke fuldt ud reflekterede robustheden, de stabile pengestrømme, værdiskabelsen og potentialet i PetSmarts forretning. Det er første gang, at BLS Invest har oplevet, at et porteføljeselskab er blevet købt af en kapitalfond.

**AutoZone** driver den største reservedelskæde i USA med 5.000 butikker. Selskabet forøgede indtjeningen med 15 procent per aktie gennem salgsvækst i eksisterende butikker, nye butiksåbninger, stram omkostningsstyring og kontinuerlige aktietilbagekøb. Kursudviklingen i AutoZone blev mod slutningen af året hjulpet af lavere oliepriser. Der er en forventning om, at der blive kørt flere kilometer på de amerikanske highways, og AutoZones gør-det-selv kunder vil få flere penge til forbrug. Det vurderes positivt for selskabets fremtid.

## Mulighed for at tilpasse sig

De økonomiske rammebetingelser for selskabernes virke ved indgangen til 2015 er fornuftige. Mange af selskaberne er eksponerede med et stort salg i dollars, så de mærker dollarstyrkelsen det seneste år positivt. Olieprisfaldet det seneste halvår – hvor en tønde råolie er faldet fra over 105 amerikanske dollars til omkring 50 dollars – betyder reelt en kraftig forøgelse af købekraften i de mange vestlige lande, som er nettokøbere af olie.

Halvdelen af den globale portefølje er eksponeret mod forbrug og luksusforbrug. Hvor lavere oliepris indvirker positivt på selskaberne, har mindre økonomisk vækst i Asien indvirket negativt. Men kvalitetsselskaber har muligheder for at tilpasse sig, som mindre robuste virksomheder ikke altid besidder. Vi har i 2014 set, at luksusgode producenterne har rettet en større indsats mod USA, og droslet lidt ned på vækstambitionerne. I stedet har de haft et forøget fokus på at gå omkostningsbasen efter i sømmene, tilrettelægge produktionen anderledes og af den vej øge indtjeningen.

## Risiko ved pengepolitik

De kommende år ser vi et fornuftigt hovedspor for udviklingen i de globale økonomier, men også risiko for en stærkt skadelig tur i grøften, i både højre og venstre side af vejen.

Umiddelbart bekæmper centralbankerne, især i Japan og Europa, tendenser til økonomisk stagnation eller recession, hvor man oven i de øvrige udfordringer kan risikere regulær deflation, altså negativ inflation om man vil. Et ekstra tilskud til privatøkonomien i form af lavere



olie- og benzinpriser kan ikke være dårligt for forbrugerne, men en helt grundlæggende forventning om stadigt lavere priser sætter alt i stå.

På den anden side kan pengeudpumpning i massiv skala let gå galt. I forhold til nu vil højere økonomisk vækst, en smule løninflation og noget stigende renter være udtryk for en normalisering. Men går det for langt, vil der være behov for markante opstramninger. Det er ikke en eksakt videnskab at føre pengepolitik, og man kan godt identificere et scenarie, hvor mange års tilførsel af likviditet sammen med effekten af økonomisk fremgang hurtigt ender i stærkt skadelige løn- og prisspiraler, som uundgåeligt vil slå hårdt ind på virksomhedernes indtjening.

### **Virksomheden BLS Capital**

Optimismen - og BLS Invest – er vokset gennem årene. Vi er blevet en pænt stor skare af medinvestorer i BLS Invest. Fra begyndelsen i 2008, hvor vi var lidt mere end 100, er vi nu 1.200 medinvestorer. BLS Invests formue er i skrivende stund 2,4 mia. kroner i Danmark.

Det seneste år har dog budt på nogle indløsninger, og vi er nu marginalt færre medinvestorer end for et år siden. Indløsninger kan have mange årsager. I det omfang nogle er skuffede over, at 2014 har været et mindre godt år, beklager vi det. Men vi hverken kan eller vil stille i udsigt, at der på 6 til 12 måneders sigt bliver skabt formuer. Derimod er vi stærkt optimistiske omkring, at der kan skabes meget gode resultater på fem til syv års sigt med vores investeringsfilosofi som udgangspunkt.

BLS Capital har i det forløbne år styrket sig på personalesiden. Der er nu en god sammensætning af personale, hvor der er ansat både unge og erfarne professionelle med et højt uddannelses- og erfaringsniveau. Ved indgangen til år 8 er virksomheden udviklet til et niveau, hvor den kan operere både dansk og internationalt.

Vi takker medinvestorerne for den tillid, vi bliver mødt med. Vi er fortsat komfortable med de opnåede resultater for vores langsigtede medinvestorer. Selskaberne er robuste og veldrevne, og der finder en kolossal værdiskabelse sted i dem hver dag, til gavn for investorerne.

## På glædeligt gensyn

Vi glæder os til at se jer på vores årsmøde tirsdag den 21. april i forlængelse 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. Arrangementet afholdes igen i år på Vilvorde Kursuscenter, Vilvordevej 70, 2920 Charlottenlund.

Med venlige hilsner

På vegne af BLS Capital Fondsmæglerselskab



Peter Bundgaard, Partner og rådgiver



Anders Lund, Partner og rådgiver

## Opgørelse af Indtjening per andel

### BLS Invest Danske Aktier KL

#### 31. december 2014

Sektor	Selskab	Årsregnskab	Indtjening pr. aktie	Antal aktier	Porteføljens indtjening	Indtjening pr. andel
Daglige forbrugsgoder	Matas	mar-14	6,1	221.529	1.353.542	4,0
Teknologi	SimCorp	dec-14	7,6	315.248	2.393.994	7,0
Finans	Ringkjøbing Landbobank	dec-14	95,0	44.262	4.204.890	12,4
	Topdanmark	dec-14	14,4	52.243	752.299	2,2
	Jeudan	dec-13	43,3	77.507	3.356.053	9,9
Sundhed	Coloplast	sep-14	15,6	102.008	1.586.224	4,7
	Novo Nordisk	dec-14	10,1	194.734	1.966.813	5,8
Industri og service	DSV	dec-14	10,5	276.250	2.908.913	8,5
	FL Smidth	dec-14	16,4	142.662	2.339.657	6,9
	Københavns Lufthavne	dec-14	122,1	9.315	1.137.362	3,3
Råvare	Chr Hansen	aug-14	7,4	193.235	1.438.654	4,2
	Unt. Int. Enterprises	dec-13	181,0	53.674	9.713.921	28,5
Indtjening pr. andel					33.152.321	97,4
Indre værdi pr. andel, 31. december 2013						1.591,0
Indtjening i pct. af indre værdi						6,1%

#### 31. december 2013

Sektor	Selskab	Årsregnskab	Indtjening pr. aktie	Antal aktier	Porteføljens indtjening	Indtjening pr. andel
Daglige forbrugsgoder	Matas	mar-13	12,9	107.482	1.383.293	3,0
	Carlsberg	dec-13	35,9	13.000	466.700	1,0
Teknologi	SimCorp	dec-13	6,9	360.836	2.503.509	5,4
Finans	Ringkjøbing Landbobank	dec-13	75,0	63.796	4.784.700	10,3
	Topdanmark	dec-13	12,3	48.243	593.389	1,3
	Jeudan	dec-13	43,3	80.807	3.498.943	7,5
Sundhed	Coloplast	sep-13	12,9	211.238	2.718.633	5,9
	Novo Nordisk	dec-13	9,4	369.030	3.468.882	7,5
	William Demant Holding	dec-13	23,1	137.096	3.166.918	6,8
Industri og service	DSV	dec-13	10,1	423.021	4.251.361	9,2
	FL Smidth	dec-13	-15,3	125.870	(1.925.811)	-4,1
	Københavns Lufthavne	dec-13	126,0	22.560	2.842.109	6,1
Råvare	Chr Hansen	aug-13	7,8	199.369	1.546.847	3,3
	Unt. Int. Enterprises	dec-13	181,0	61.466	11.124.117	24,0
Indtjening pr. andel					40.423.589	87,1
Indre værdi pr. andel, 31. december 2012						1.334,0
Indtjening i pct. af indre værdi						6,5%

## BLS Invest Globale Aktier KL

31. december 2014

Sektor	Selskab	Årsrapport	Indtjening pr. aktie	Antal aktier	Porteføljens indtjening	Indtjening pr. andel
Diskretionære forbrugsgoder	Autozone Inc.	aug-14	197,9	11.235	2.223.296	2,5
	Richemont	mar-14	22,8	146.480	3.333.663	3,8
	Galaxy Entertainment	dec-13	1,9	2.686.000	5.086.229	5,8
	LVMH	nov-14	83,9	32.234	2.704.635	3,1
	PetSmart	feb-14	25,0	38.170	953.578	1,1
	Sa Sa International	mar-14	0,3	11.569.480	3.028.763	3,4
	Samsonite	dec-13	0,8	3.497.400	2.690.069	3,0
	Sands China	dec-14	1,9	2.209.000	4.293.379	4,9
	Starbucks	okt-14	16,7	142.350	2.373.749	2,7
	Yum! Brands	dec-13	19,0	95.657	1.818.793	2,1
Daglige forbrugsgoder	Diageo	jun-14	8,9	289.852	2.584.321	2,9
	L'Oreal	dec-14	39,8	48.310	1.920.653	2,2
	Nestlé	dec-14	28,1	75.830	2.131.399	2,4
	Reckitt Benckiser	dec-14	22,1	120.540	2.669.503	3,0
Finans	American Express	dec-14	34,2	163.566	5.595.977	6,3
	Berkshire Hathaway B	dec-14	49,6	39.448	1.956.771	2,2
	McGraw-Hill Financials	dec-14	23,9	80.857	1.930.445	2,2
	Moody's	dec-14	28,9	107.847	3.112.354	3,5
	MSCI	dec-14	15,0	180.900	2.704.911	3,1
Sundhed	Novo Nordisk	dec-14	10,1	343.250	3.466.825	3,9
Industri og Services	Expeditors International	okt-14	10,3	120.500	1.245.674	1,4
	Kone	dec-14	10,9	293.400	3.211.057	3,6
Teknologi	Mastercard Inc	dec-14	19,1	299.600	5.733.374	6,5
	Paychex	aug-14	10,5	117.902	1.240.582	1,4
	SimCorp	dec-14	7,6	386.398	2.934.307	3,3
Råvarer	Unt. Int. Entreprises	dec-13	181,0	78.084	14.131.642	16,0
Indtjening pr. andel						96,2
Indre værdi pr. andel 31. december 2013						1.779,4
Indtjening i pct. af indre værdi						5,4%

## BLS Invest Globale Aktier KL

31. december 2013

Sektor	Selskab	Årsrapport	Indtjening pr. aktie	Antal aktier	Porteføljens indtjening	Indtjening pr. andel
Diskretionære forbrugsgoder	Autozone Inc.	aug-13	153,0	19.750	3.021.703	3,6
	Bed Bath & Beyond	dec-13	24,7	81.000	1.998.275	2,4
	Richemont	mar-13	21,9	119.850	2.622.951	3,1
	Galaxy Entertainment	dec-13	1,7	1.073.000	1.787.753	2,1
	LVMH	nov-13	51,3	67.034	3.435.644	4,1
	McDonalds	dec-13	30,2	78.750	2.381.594	2,8
	PetSmart	feb-13	22,0	184.950	4.062.428	4,9
	Sa Sa International	mar-13	0,2	14.640.480	2.994.183	3,6
	Samsonite	dec-13	0,7	2.979.600	2.014.992	2,4
	SJM Holdings	dec-13	1,0	1.272.000	1.220.802	1,5
	Tiffany & Co	dec-13	20,2	69.000	1.392.397	1,7
	Yum! Brands	dec-13	16,1	84.257	1.353.841	1,6
Daglige forbrugsgoder	Diageo	jun-13	8,7	511.552	4.465.580	5,3
	L'Oreal	dec-13	38,3	37.200	1.423.694	1,7
	Nestlé	dec-13	21,3	77.100	1.642.766	2,0
	WalMart	dec-13	27,3	69.650	1.899.140	2,3
Finans	American Express	dec-13	26,4	153.816	4.060.941	4,8
	Berkshire Hathaway A	dec-13	64109,7	29	1.859.181	2,2
	Berkshire Hathaway B	dec-13	42,7	68.688	2.935.711	3,5
	McGraw-Hill Financials	dec-13	16,0	65.022	1.041.256	1,2
	Moody's	dec-13	19,9	122.732	2.436.852	2,9
	Hysan Development	dec-13	1,3	1.613.000	2.162.804	2,6
Sundhed	Elekta	apr-13	3,0	501.500	1.486.387	1,8
Industri og Services	DSV	dec-13	10,1	215.914	2.169.936	2,6
	Kone	dec-13	10,2	138.900	1.419.643	1,7
Teknologi	Mastercard Inc	dec-13	13,9	283.900	3.947.333	4,7
	Paychex	aug-13	8,4	167.482	1.413.507	1,7
	SimCorp	dec-13	6,9	325.698	2.259.718	2,7
Råvarer	Unt. Int. Entreprises	dec-13	181,0	57.423	10.392.415	12,4
Indtjening pr. andel						89,9
Indre værdi pr. andel 31. december 2012						1.474,9
Indtjening i pct. af indre værdi						6,1%