

Halvårsbrev

Specialforeningen BLS Invest



Gl. Holte, september 2013

Kære medinvestor,

Et godt BLS halvår – både i Danmark og globalt

BLS Invests bestyrelse finder det tilfredsstillende, at begge foreningens afdelinger opnåede pæne positive absolutte afkast i første halvår 2013. BLS Invests afdeling Danske Aktier opnåede et afkast på 9,2 procent efter alle omkostninger, og BLS Invests afdeling Globale Aktier opnåede et afkast på 11,6 procent efter alle omkostninger.

De højeste afkast i BLS Invests afdeling Danske Aktier opnåede SimCorp, Københavns Lufthavne og Ringkjøbing Landbobank, mens SimCorp, American Express og amerikanske Bed, Bath & Beyond opnåede de højeste afkast i BLS Invests afdeling Globale Aktier. De minerelaterede selskaber i foreningens afdelinger – FLSmidth i BLS Invests afdeling Danske Aktier og det chilenske kobbermineselskab Antofagasta i BLS Invests afdeling Globale Aktier - oplevede som de eneste selskaber væsentlige negative afkast i halvåret.

Og sådan har det faktisk været lige fra starten

Siden etableringen den 26. februar 2008 har BLS Invests afdeling Danske Aktier opnået et afkast inklusive geninvesterede udbytter på 51,7 procent efter alle omkostninger. Afdelingen har intet benchmark, men til sammenligning er OMX Copenhagen Capped indekset (inklusive reinvesterede dividender) i samme periode steget med 4,9 procent. Det er også værd at fremhæve, at afdelingen siden etableringen har opnået det højeste afkast blandt samtlige investeringsforeninger med fokus på danske aktier.

BLS Invests afdeling Globale Aktier har siden etableringen den 30. september 2008 givet et afkast efter omkostninger på 85,8 procent. Afdelingen har intet benchmark, men til sammenligning er MSCI verdensindekset (inklusive reinvesterede dividender) blot steget med 40,2 procent. BLS Invests afdeling Globale Aktier har ligeledes siden etableringen opnået det bedste afkast blandt alle danske investeringsforeninger med fokus på globale aktier.

Det skal her bemærkes, at historiske afkast ikke er en garanti for fremtidige afkast.

Godt nyt fra Japan – men er det godt nok?

Efter en årrække med en svag kursudvikling blev Japan det aktiemarked, der klarede sig bedst i første halvår 2013 - med en stigning på godt 17 procent i danske kroner og betydeligt mere i japanske yen. De udenlandske investorers fornyede interesse for japanske aktier blev udløst af den nye – men dog genvalgte - regeringschef Abes signal om gennemførelsen af en mere lempelig pengepolitik med en voldsom udvidelse af pengemængden. Denne ændring i den japanske pengepolitik udløste en markant svækkelse af den japanske yen på 12 procent i første halvår og hele 23 procent de seneste 12 måneder. Japanske eksportvirksomheder har med den svækkede japanske yen oplevet en forbedret konkurrenceevne. Og de stigende inflationsforventninger efter en årrække med nul inflation har stimuleret det indenlandske forbrug.

BLS Invest har i 2013 ikke været eksponeret mod japanske aktier, fordi meget få japanske selskaber lever op til de udvælgelseskriterier, BLS Capital har for attraktive langsigtede investeringer. BLS Capitals forbeholdne vurdering af de japanske selskaber skyldes især de lave kapitalafkast og aktionærudlodninger - og ikke mindst den manglende fokus på værdiskabelse og svage corporate governance. Japans gamle og aldrende befolkning, samt et faldende befolkningstal vurderes fremover at give Japan en større demografisk udfordring, end det er tilfældet i de øvrige udviklede lande.

Det går bedre i USA end i Europa

Amerikanske aktier leverede i første halvår solide kursstigninger på hele 13,8 procent, baseret på en stabilisering af boligmarkedet, en svagt stigende beskæftigelse og en fortsat voldsom ekspansiv pengepolitik. BLS Invests afdeling Globale Aktier har aktuelt investeret godt 50 procent af porteføljen i amerikanske aktier. På trods af en ligeledes ekspansiv pengepolitik leverede europæiske aktier kun et marginalt positivt afkast på godt 4 procent. Og det skal oven i købet ses i lyset af Europas fortsatte vækst- og beskæftigelsesproblemer, den politiske ustabilitet i flere sydeuropæiske lande samt en fortsat svag banksektor.

Negativ udvikling i udviklingsmarkederne

Udviklingsmarkederne (emerging markets) har givet de laveste aktieafkast i første halvår 2013 med samlede kursfald udtrykt ved MSCI Emerging Markets på 8 procent i danske kroner. De tidligere så populære BRIC udviklingslande (Brasilien, Rusland, Indien og Kina) oplevede alle kursfald i halvåret, hvor de brasilianske aktier måtte indkassere det største fald på godt 27 procent. BLS Invest har ingen direkte eksponering i BRIC landene, men har dog en markant og stigende indirekte eksponering gennem selskaber med betydeligt salg i disse lande.

Kinas vækstrate bekymrer igen, igen

De lavere vækstrater i Kina har været en løbende bekymring gennem de seneste år og har bidraget til den svage kursudvikling for kinesiske aktier. Det på trods af en forventet vækstrate på 7-7,5 procent, der fortsat er ganske pænt set i forhold til Europa, USA og Japan. At den absolutte størrelse af den kinesiske vækst er betydelig kan illustreres ved, at den absolutte tilvækst i Kinas nationalprodukt ville kræve 4 procents vækst i verdens største økonomi – den amerikanske – for at skabe en tilsvarende absolut økonomisk fremgang.

Det politiske systemskifte i Kina, med de nye magthaveres ændrede politiske agenda, har trukket overskrifter, særligt med en skærpet bekæmpelse af åbenlys korruption. Bekymringer omkring fokus på korruptionsbekæmpelsen i Kina har ramt luksusaktier som LVHM, Swatch, Richemont/Cartier og i mindre omfang spiritusproducenter som Diageo – på grund af de kinesiske forbrugeres store bidrag til disse selskabers vækst det seneste årti. Men selv om salget til de kinesiske forbrugere ligger på et lavere niveau end tidligere, så oplever selskaberne fortsat en solid salgsvækst.

BLS Capital tror på udviklingsmarkederne

BLS Capital ser fortsat positivt på vækstmulighederne og en øget værdiskabelse i foreningens selskaber, som har betydelig salgseksposering i emerging markets. Den fortsat svage kursudvikling har vi derfor udnyttet til at øge BLS Invests eksposering mod den langsigtede vækst i udviklingsmarkederne.

Som nævnt er BLS Invest ikke direkte eksponeret mod udviklingsmarkederne, men har betydelige indirekte investeringer rettet mod disse vækstmarkeder. Det foregår gennem vestlige selskaber med gennemskuelige selskabsstrukturer, som agerer rationelt og har en tillidvækkende ledelse, der fokuserer på værdiskabelse. De Hongkong baserede selskaber, der indgår i BLS Invests afdeling Globale Aktiers portefølje, har alle igennem en længere årrække konsistent udloddet den altovervejende andel af selskabernes indtjening til aktionærene gennem udbytter. Det reducerer selskabernes muligheder for at manipulere med regnskabet og den rapporterede indtjening ganske betydeligt.

Vores selskaber i Hongkong

Foreningens investering i den Hongkong noterede kosmetikkæde Sasa International leverede et afkast på over 20 procent i halvåret og kasinooperatøren SJM Holdings leverede et afkast på knap 10 procent. I begge selskaber var fremgangen drevet af forbedret indtjening hos selskaberne, trods en generel svag udvikling for de kinesiske aktier. Efter BLS Capitals vurdering er det ikke afgørende for vores investeringers langsigtede værdiskabelse, om den kinesiske økonomiske vækst i 2013 bliver lavere end centralregeringens målsætning på 7,5 procent. For vi skønner, at centralregeringen fortsat har et bredt manøvrerum omkring finans- og pengepolitikken.

Sektorernes tabere og vindere

Forbrugsaktier i bred forstand og aktier fra sundhedssektoren blev de bedst ydende globale aktier i første halvår 2013. I BLS Invests afdeling Globale Aktier udgør forbrugsaktier omkring 50 procent, mens sundhedssektoren har været begrænset repræsenteret. Til gengæld har BLS Invests afdeling Danske Aktier haft en betydelig eksponering mod sundhedssektoren gennem beholdningerne i Coloplast, William Demant og Novo Nordisk.

Aktier fra råvaresektoren oplevede den svageste kursudvikling med et fald på 11 procent, afledt af lavere vækstudsigter for udviklingsmarkederne og de deraf følgende bekymringer for, at det seneste årtis råvareboom kan være endt. Energi og Forsyningsselskaber var den næst dårligste sektor med svage, men dog positive afkast. BLS Invest har ikke været eksponeret mod Energi og Forsyningsselskaber.

Hvad sker der med FLSmidth?

FLSmidth – som indgår i BLS Invests afdeling Danske Aktier – har oplevet en skuffende kursudvikling i 2012, og det er fortsat ind i første halvår 2013. Det skyldes til dels FLSmidths betydelige rolle som underleverandør til råvareindustrien, men til dels skyldes det egne interne problemer med de seneste års betydelige selskabsopkøb. FLS' nye administrerende direktør Thomas Schultz har signaleret, at den rigtige medicin for FLSmidth er internt fokus på forbedring af indtjeningsmarginer og afkastet af den investerede kapital.

BLS Capital har - på trods af de interne integrations- og styringsmæssige problemer - tillid til FLSmidths forbedrede værdiskabelse og fremtidige potentiale. Trods aktiemarkedets aktuelle skepsis over for FLSmidth tilbagekøbte selskabet i første halvår knap 3 procent af egne udestående aktier for 550 millioner kroner. En god handel, fordi prisen efter vores opfattelse ligger væsentligt under FLSmidths fundamentale værdi.

Guld er ikke altid guld værd

Det var ikke kun de råvarer, der er tæt knyttet til den økonomiske aktivitet - som jernmalm og kobber - der oplevede faldende priser. Også den spekulative guldpris faldt hele 27 procent i første halvår 2013. Guld har en begrænset funktionel anvendelse og nul til svagt negative løbende afkast (på grund af omkostningerne ved opbevaring). På trods af det har der været en stigende spekulation, fordi mange fortsat tror på guldets evne til at beskytte realværdier i en omskiftelig og usikker verden. Det drev guldprisen op til et rekordniveau på 1.600 USD per troy ounce i foråret 2013, hvilket skal sammenholdes med et niveau på under 400 USD per troy ounce 10 år tidligere. Det forekommer os særdeles spekulativt at basere beskyttelsen af realværdi på tiltroen til, at andre er villige til at betale en højere pris i fremtiden. Hvor fysisk guld kan have visse herlighedsværdier, så opleves guldspekulation, foretaget gennem finansielle kontrakter, ikke med et formildende skær af disse glæder.

Da guldet faldt, steg indtjeningen

Blandt luksus-luksus mærkerne i BLS' portefølje finder vi Tiffany's, det LVMH ejede Bulgari og det Richemont ejede Cartier og Van Cleef & Arples. Vi vurderer, at forretningsmodellen hos disse high-end juvelerer vil nyde godt af lavere priser på guld. For uanset udviklingen vil priserne på de stærke globale brands hele tiden stige. De lavere omkostninger på guld vil derfor medføre højere indtjeningsmarginer hos mærkevareejerne.

Den nye tids pengepolitik tegner nye mønstre

Centralbankerne i USA og EU fortsatte deres meget lempelige pengepolitik gennem halvåret for at stimulere en øget investeringslyst, økonomisk vækst og beskæftigelse. Den japanske centralbank har lempet pengepolitikken massivt og har signaleret en fortsat markant øget pengemængde. Den lempelige pengepolitik og de historisk lave renteniveauer har været stimulerende for de finansielle markeder. Særligt de seneste års efterspørgsel efter kreditobligationer har været drevet af mange nye investorers jagt på et højere afkast end det nul-afkast, der fås ved bankindsud og i korte statsobligationer. Disse forhold har drevet kreditspændene ned mod historisk lave niveauer.

Aktier med høje udbytneniveauer er utvivlsomt også blevet begunstiget af finansielle investorers jagt på løbende direkte afkast. Det har betydet, at de globale selskaber, som overvejende foretager deres aktionæruddelinger gennem udbytter, i dag er historisk højt relativt prisfastsat i forhold til de selskaber, som foretager aktionæruddelingerne gennem aktietilbagekøb.

Men efter BLS Capitals bedste overbevisning er det en risikabel strategi at vurdere aktier alene på baggrund af et aktuelt dividendniveau. Fordi udsigterne for de fremtidige frie pengestrømme er afgørende for, om et selskab også langsigtet kan udbetale store og stigende årlige dividender.

Stats- og kreditobligationer leverede i halvåret beskedne afkast, og udsigten til, at der fremtidig skulle forekomme mere attraktive afkast, synes ret beherskede. Især når man ser disse investeringer i længere løbende fast forrentede fordringer i sammenhæng med de lave aktuelle niveauer for renter og kreditspænd.

BLS Capitals krav til et dreamteam er uændrede

BLS Capital er begejstret for selskaber med en disciplineret kapitalanvendelse, hvor frie pengestrømme udloddes til os som medejere. Hvis ledelsen da ikke har fundet en nærliggende mulighed for en virkelig god investering. Det vil sige at investere de overskydende pengestrømme for at opnå et afkast, som ligger klart over selskabets kapitalomkostninger.

Alle selskaber i begge foreningens afdelinger har positive frie pengestrømme før eventuelle opkøb, ligesom gældsætningen i selskaberne er behersket, hvorfor udlodningsmulighederne fra foreningens selskaber er betydelige.

Det er ikke afgørende om et selskabs udlodning sker gennem udbytter eller aktietilbagekøb, men aktietilbagekøb bør man kun foretage, når et selskabs aktiekurs ligger under selskabets langsigtede fundamentalværdi. En række af BLS Invests selskaber foretager hvert år aktietilbagekøb, som årligt reducerer antallet af udestående aktier i selskaberne. For BLS Capital, og foreningens medinvestorer, betyder det, som langsigtede medejere af disse selskaber, at vi for hvert år ejer en større andel af de tilbagekøbende selskaber. Det er naturligvis kun fordelagtigt, hvis aktietilbagekøbene kan foretages til en pris under selskabernes langsigtede fundamentale værdi.

Et kontant eksempel

En god illustration af dette forhold finder vi i holdingselskabet UIE, som indgår i begge BLS Invests afdelinger. UIE har gennem første halvår 2013 erhvervet egne aktier til kurser under 1.000 kroner per aktie. Dette skal sættes i forhold til en fundamental værdi på ikke under 1.600 kroner per aktie. Fundamentalværdien er ganske simpel at opgøre – det er summen af UIE's likvide beholdninger plus markedsværdien af UIE's børsnoterede aktiebesiddelser. Vi kan glæde os over, at det lykkedes for UIE's ledelse at erhverve ikke mindre end 300.000 stk. egne aktier på de nævnte kursniveauer, det svarer til godt 7 procent af selskabets udestående aktier.

Den frie pengestrøm er kubens honning

Dividenderne fra BLS Invests porteføljeselskaber forventes at blive øget for godt 2/3 af selskaberne i begge afdelinger. Godt 50 procent af selskaberne i BLS Invests afdeling Danske Aktier og 75 procent af selskaberne i BLS Invests afdeling Globale Aktier har eller forventes at igangsætte aktietilbagekøb i 2013. De samlede frie pengestrømme i begge porteføljer ligger omkring 5 procent af markedsværdien efter at der er foretaget ekspansive anlægsinvesteringer og en øget kapitalbinding i tilgodehavender og varelagre, som har været nødvendige på grund af selskabernes udvidede forretningsomfang.

Det er glædeligt, at ledelserne i foreningens porteføljeselskaber er ansvarlige omkring anvendelsen af de markante og stigende frie pengestrømme, som selskaberne løbende frembringer. BLS Capital vurderer, at porteføljeselskaberne er i god økonomisk form, hvilket er afspejlet i en indtjenings- og udlodningsfremgang, trods den beherskede, men dog svagt forbedrede økonomiske vækst i de udviklede lande samt den lavere vækstrate i udviklingslandene.

Porteføljer i superligaen

De realiserede og forventede vækstrater i omsætning, indtjening og frie pengestrømme for BLS Invests porteføljeselskaber ligger over den tilsvarende gennemsnitlige sammensætning for det globale aktiemarked. Trods porteføljeselskabernes højere realiserede vækst og fremtidige vækstpotentiale ligger aktionærudlodningerne gennem udbytter og aktietilbagekøb fra BLS Invests porteføljeselskaber på niveau med det generelle marked. Det skyldes BLS Capitals forkærlighed for kapitallette forretningsmodeller, som forudsigeligt og vedvarende skaber aktionærværdi

gennem et højt afkast af selskabernes beskedne kapitalapparat. Det er også af afgørende betydning, at forretningsmodellerne i selskaberne gennem branding eller produktspecialisering besidder pricing power. Pricing power vil sige, at selskabet er i en styrkeposition, hvor man selv kan sætte sin pris og regulere den efter behov. Det indebærer nemlig, at selskabernes indtjeningssevne og afkast på kapitalapparatet kan fastholdes i situationer med stigende inflationsniveau.

Den kræsne rådgiver

BLS Capital holder et skarpt øje på de enkelte porteføljeselskabers forudsigelighed og robustheden i deres langsigtede potentiale til at skabe værdier. Efter BLS Capital opfattelse har den aktuelle makroøkonomiske situation kun begrænset indflydelse på selskabets langsigtede potentiale og fundamentalværdi. BLS Capital forsøger løbende at udnytte aktiemarkedets til tider kortsigtede depressive eller euforiske reaktion på makroøkonomiske nyheder - og de heraf afledte hektiske kursudsving. Nyhederne har som oftest beskeden indflydelse på porteføljeselskabernes langsigtede frie pengestrømme og forretningsmæssige værdi. I første halvår har BLS Capital udnyttet de muligheder, som aktiemarkedets ofte irrationelle humørdrevne prissætning giver, til at købe aktier i gode langsigtede værdiskabende selskaber til særdeles fornuftige priser.

Den robuste forretningsmodel, forudsigeligheden og stabiliteten i de fremtidige frie pengestrømme udgør den konkrete værdi af BLS Invests porteføljeselskaber. Efter BLS Capital vurdering giver netop denne værdi den bedste langsigtede beskyttelse af ejernes realværdier. BLS Capital høje krav til udvælgelsen gør, at en mængde selskaber ikke finder vej til BLS Invests porteføljer. Det drejer sig for eksempel om selskaber i brancher med begrænset konsolideringsgrad, stor afhængig af begivenheder udenfor selskabernes egen kontrol, stort (uforudsigeligt) spektrum for selskabets udvikling eller blot svag ledelsesfokus på værdiskabelse.

BLS Capital insisterer på kvalitet i foreningens porteføljeselskaber. Det reducerer den langsigtede risiko for ubehagelige overraskelser med følgende tab og skuffelser. Men samtidig indebærer det dog også, at BLS Invest ikke er medejer af kortsigtede kurs-højdespringere, som i perioder nyder opsigt og popularitet i aktiemarkedet. Det har især været gældende for selskaber med helt uforudsigelige eller ikke eksisterende frie pengestrømme indenfor biotech eller alternativ energi.

Sikkerheden omkring fundamentalværdien af de fremtidige frie pengestrømme og det enkelte porteføljeselskabs finansielle styrke er helt afgørende for alle BLS Invests investeringer.

Det er fortsat BLS Capitals opfattelse, at BLS Invests porteføljeselskaber er attraktivt prisfastsat på de nuværende kursniveauer. Indtjeningsfremgangen i BLS Invests porteføljeselskaber betyder, at de højere kurser overvejende er drevet af forbedrede indtjeningsniveauer. Således er porteføljeselskaberne ikke blevet væsentligt højere prisfast i forhold til selskabernes aktuelle indtjening og indtjeningsudsigter.

Banker i bedring

Banksektoren er globalt i glædelig bedring, hvilket er en afgørende forudsætning for forbedret økonomisk vækst. Der er stadig diskussioner om den fremtidige regulering af banksektoren, og myndighederne forsøger gennem ny regulering at reducere den fremtidige risiko for nye bankkriser - med deraf følgende behov for statsstøtte. Man gør det først og fremmest ved at stille større krav til kvaliteten af banksektorens kapitalisering og langsigtede finansiering. Egenkapitalen i banksektoren i forhold til sektorens samlede aktiver er dog fortsat meget lav, set i forhold alle andre sektorer udenfor den finansielle sektor. De senest foreslåede krav fra de amerikanske myndigheder er en minimum egenkapital på 5 eller 6 procent af bankernes samlede aktiver, og det er vel at mærke ikke kun et kapitalkrav i forhold til bankernes egne opgørelser af risikovægtede aktiver.

De amerikanske banker fremstår fortsat som de klart bedst kapitaliserede, ligesom egenkapitalforrentningen for en række af de større amerikanske banker igen er bragt på to-cifrede niveauer.

I Europa kæmper bankerne fortsat med at reetablere kapitalgrundlagene og forbedre kreditratings. De arbejder hårdt på at etablere et stabilt langsigtet likviditetsgrundlag, men indtjeningsevnen er fortsat utilfredsstillende og forretningsvolumen faldende.

Den kinesiske banksektor står overfor problemer med betydelige urentable udlån, som utvivlsomt reelt set er højere end det, der fremgår af bankernes egne regnskaber. Og så har en stærk statslig regulering af udlånsaktiviteten og begrænsninger vedrørende fastsættelsen af rentesatser sandsynligvis øget de kinesiske bankers udfordringer.

Banker i BLS

Banksektoren er blevet styrket finansielt, men efter BLS Capitals opfattelse betyder det ikke, at sektoren - med den betydelige finansielle gearing og uigennemsigtig risiko - er blevet mere interessant at investere i. BLS Invests eksponering mod banksektoren er alene sket gennem Ringkjøbing Landbobank i BLS Invests afdeling Danske Aktier og American Express i BLS Invests afdeling Globale Aktier.

I 2013 forventes Ringkjøbing Landbobank at levere endnu en Danmarks rekord i omkostningseffektivitet og egenkapitalforrentning – i øvrigt på et mere konservativt kapitalgrundlag end den øvrige danske banksektor.

En bedre kreditkvalitet og øget forbrugsvillighed blandt velstående amerikanere har begunstiget BLS Invests afdeling Globale Aktiers investering i kreditkortselskabet American Express, hvor egenkapitalforrentningen aktuelt ligger i et niveau omkring 25 procent og således væsentligt over de bedste større amerikanske bankers forrentning af egenkapitalen. Både American Express og Ringkjøbing Landbobank har øget deres dividendeudbetalinger til knap 2 procent, og i 2013 tilbagekøber de egne aktier for et større beløb end selskabernes dividendeudlodninger.

Dovne eller vågne investeringer

BLS Capital har fulgt debatten i dagspressen omkring de danske investeringsforeningers mere eller mindre aktive investeringsstrategier. En række investeringsforeninger er markedsført som aktive investeringsforeninger. Virkeligheden er dog ofte, at disse i høj grad afspejler markedssammensætningen, og de aktive investeringsmæssige til- og fravalg i foreningerne er beskedne. Det er BLS Invests bestyrelses opfattelse, at BLS Invests aktive investeringsstrategi skaber de bedst mulige rammer for, at vi opnår virkelig attraktive langsigtede afkast til foreningens medinvestorer. Ethvert af BLS Invests porteføljeselskabers kvaliteter og prissætning analyseres nøje forud for foreningens investering, og selskaberne overvåges løbende af BLS Capital. Således indgår INTET porteføljeselskab i foreningens porteføljer på baggrund af størrelsen af selskabets markedsværdi eller benchmarkvægt.

Bestyrelsen i BLS Invest finder det glædeligt, at debatten om danske investeringsforeninger ikke længere alene er en diskussion om omkostninger. Der er selvsagt væsentlige forskelle på de forskellige investeringsforeningers historiske nettoafkast, som klart overstiger omkostningsforskelle mellem foreningsudbuddet med sammenlignelige investeringsunivers.

En bil er en bil – eller hvad?

Basalt set er alle biler ens, de har fire hjul, et rat og en motor. Og de forskellige bilmærkers primære funktion som transportmiddel er ens. Alligevel vil de færreste anfægte, at der er prisforskel på en Peugeot 108 og en Audi A6, fordi der på en række områder er forskelle i de to bilers kvaliteter. En sammenligning af investeringsforeninger kræver naturligvis tilsvarende en mere nuanceret analyse end blot et hurtigt blik på en given forenings omkostninger eller seneste 12 måneders afkast.

BLS Invests bestyrelse vurderer det særdeles tilfredsstillende, at foreningens aktive langsigtede investeringsfilosofi siden BLS Invests stiftelse har opnået de højeste afkast blandt danske investeringsforeninger inden for både danske og globale aktier.

Investeringer i fremtiden

Verdens centralbanker fører en særdeles lempelig pengepolitik. Som tidligere nævnt har det blandt andet ført til pæne kursstigninger på kreditobligationer og historisk lave kreditspænd. Efter BLS Capital vurdering vil det fortsat 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.

BLS Capital ser stadig 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.

Der er BLS Capital overbevisning, at BLS' selskaber har "pricing power" og stigende cash flows. Dette gør dem til et inflationssikret alternativ eller supplement til investering i nominelle obligationer.

Set ovenfra og fremad

Udviklingen i BLS Invests porteføljeselskaber har i 2013 været gunstig. Det gælder både salg, indtjening, cash flow og dividende. Dette er til trods for en lav samfundsøkonomisk vækst, der har lagt en dæmper på den generelle villighed til at forbruge og investere. Efter BLS Capital opfattelse har de markedsledende selskaber i BLS Invest styrket deres markedsposition gennem de seneste år. De fremstår således trimmede og velforberedte til at drage fordel af fremtidens højere økonomiske vækst. Selskabernes robuste forretningsmodeller har tidligere vist sig resistente gennem kriseårene 2008 og 2009, og BLS Invest selskabernes generelle balancestyrke kan kun vurderes som en langsigtet strategisk styrke.

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

Prisen

De pæne kursstigninger i 2013 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 Invest selskaber kan generelt karakteriseres ved tre ting: De er solide, de er forudsigelige og de genererer voksende frie pengestrømme. BLS Capital vurderer, at værdiansættelsen af foreningens selskaber er attraktiv, ikke mindst set i forhold til afkastene ved alternative investeringsmuligheder.

Med venlig hilsen,

På vegne af BLS Capital



Peter Bundgaard



Anders Lund