

## **Halvårsorientering**

### **Specialforeningen BL&S Invest, afdeling Danske Aktier**

Skodsborg, 27. august 2008

Kære medinvestor

Siden etableringen af Specialforeningen BL&S Invest, afdeling Danske Aktier 26. februar 2008 har vi som rådgivere været travlt beskæftiget med at skabe fundamentet for en langsigtet værditilvækst for afdelingens medinvestorer. I dette arbejde har det været afgørende at kunne identificere selskaber, der har en forudsigelig og robust forretningsmodel, der er fokuseret på kontinuerlig værdiskabelse. Selskaber, som vi oprigtigt har det godt med, også når markederne er turbulente, som de er i øjeblikket.

Fra afdelingens etablering og indtil udgangen af første halvår blev afdelingens afkast på minus 0,95 pct. Dette er selvsagt en kort periode at måle afkastet over, men ikke desto mindre har det ikke været tilfredsstillende. Vi ønsker at skabe langsigtede positive afkast for vore medinvestorer.

Efter halvårets afslutning og til skrivende stund har flere selskaber i deres halvårsmeddelelser meldt om større markedsmæssige udfordringer end ventet og har som følge heraf reduceret deres egne indtjeningsforventninger til 2008.

#### **Attraktiv prisfastsættelse for langsigtet investor**

Den større usikkerhed til den fremtidige indtjening har medført en øget nervøsitet hos investorerne. Som respons forlanger de derfor et højere fremtidigt afkast i dag for at være investeret i aktier end tidligere, hvilket har medvirket til, at flere større børsnoterede danske selskaber er blevet presset ned i pris og nu samlet set vurderes billigere, end deres fundamentale værdi tilsiger. Dette skaber naturligvis en del interessante investeringsmuligheder. Vi glædes over dette, idet det gør os i stand til at købe gode og værdiskabende selskaber til en billigere pris.

Som porteføljeformidlere bliver vi ofte spurgt om, hvor længe aktiemarkedet vil falde og hvornår, det vil begynde at stige igen. Vores bedste svar er ikke vores eget, men sagt af Warren Buffett, som er den investor, vi respekterer mest.

”Vi har ikke en mening om, hvor aktiemarkedet, renterne eller forretningsaktiviteten vil være et år fra i dag. Vi har længe ment, at den eneste fordel ved aktieforudsigelser er, at det kan få spåmænd til at se godt ud. Vi mener, at kortsigtede markedsforudsigelser er gift, og burde blive låst inde et sikkert sted, væk fra børn, og også fra voksne, der i markedet opfører sig som børn.”

For at skabe langsigtede attraktive afkast er det afgørende, at fokus er på at identificere virksomheder, der har en robust forretningsmodel og som skaber værdi hver eneste dag, og som har en stærk ledelse, der i deres planlægning kan se igennem kortsigtede udsving på deres respektive markeder. Det er denne type af selskaber, vi sammen med vores medinvestorer gerne vil være aktionærer i. I trængte tider vil disse selskaber nemlig klare sig bedre og stå stærkere i konkurrencen, hvilket for den langsigtede investor betyder, at det er bedre at være investeret her end at søge at time en markedsudvikling, hvilket notorisk er svært.

### **Aftagende global vækst og manglende likviditet**

Den globale økonomiske vækst er nu, efter flere års rekordhøj vækst bl.a. drevet af et stærkt stigende boligmarked, aftagende. Dette har medvirket til, at der fra selskaberne har været flere nedjusteringer i den forløbne periode, og det er rimeligt at antage, at der fortsat vil komme nedjusteringer af den forventede indtjening, særligt for banker og ejendomsrelaterede selskaber, samt for selskaber indenfor cyklisk forbrug.

Den så velkendte kreditkrise har medført til en knaphed på likviditet i de finansielle markeder. Det er ingen hemmelighed, at graden af belånte investeringer for et år siden var rekordhøj. Kurserne steg, og bankerne havde adgang til billig likviditet, så de kunne uden problemer låne penge til investeringer. Dette fik kurserne til at stige, hvilket gjorde det endnu nemmere at låne flere penge til investeringer, hvilket igen fik efterspørgslen og dermed priserne på aktier til at stige.

Denne cyklus er nu brudt. Flere banker har udfordringer med at skaffe likviditet og har strammet kreditbetingelserne, specielt til finansielle og ejendomsrelaterede spekulationer. Det er dog værd at bemærke, at virksomhederne fortsat kan låne penge, hvis det er til en veldokumenteret forretningsplan. Det har vi blandt andet set ved Carlsberg og Heinekens køb af bryggerigruppen Scottish & Newcastle, og DSV's køb af den belgiske transportgruppe ABX Logistics.

Det er også værd at bemærke, at de børsnoterede danske virksomheder generelt har et meget lille behov for ekstern operationel finansiering. Virksomhederne har, set under et, tjent rigtig gode penge de seneste år, og gør det fortsat. Deres balancer er generelt stærke og sunde.

### **Porteføljesammensætning**

I vores porteføljesammensætning fokuserer vi altid på det enkelte selskabs værdiskabelse og markedets værdisætning. Vi har valgt at investere i et begrænset antal selskaber, og vi vil derfor ikke her komme ind på hvilke selskaber, der er investeret i. Det er for at beskytte vores medinvestorer, da vi ikke mener, det er i medinvestorerens interesse, at der i markedet er kendskab til, hvad der investeres i, så længe vi fortsat er aktive købere, hvilket vi er. I forbindelse med årsrapporten vil der blive redegjort nærmere for porteføljens investeringer.

Hovedparten af selskaberne i porteføljen er globale i deres orientering og henter altovervejende deres omsætning på et stort og veldiversificeret antal markeder. I porteføljen er det således kun en relativ lille del, der består af selskaber, som primært er eksponeret mod den økonomiske udvikling i Danmark.

Vores vurdering er, at disse selskaber med deres stærke globale diversifikation på mellemlang og lang sigt fortsat vil opleve vækst, men måske ikke en så markant vækst, som der har været de seneste år. Og selvom kursudviklingen for flere af selskaberne kan opleves skuffende, skal man ikke tage denne som et udtryk for, hvordan værditilvæksten rent faktisk bliver i selskaberne på lang sigt.

### **Den rigtige investeringsstrategi**

For mange investorer er det svært at ændre ens investeringsstrategi, hvis den indeholder et urealiseret tab. Dette er velkendt, idet smerten ved et tab føles langt større end glæden ved en gevinst, hvilket ofte får den typiske investor til at forholde sig passivt for blot at håbe på, at kursen retter sig igen. Rationelt set er det hverken optimalt eller logisk. Når det kommer til ændringer i ens investeringsstrategi findes der ikke et tidspunkt, der er bedre end andre.

### **Fokus på foreningens omkostninger**

Som rådgiver til foreningen har vi også et stærkt fokus på foreningens omkostninger, der traditionelt udgør en ikke uvæsentlig andel af foreningens afkast. I tider med lave afkast er det derfor alt andet lige en fordel for medinvestorerne i BL&S Invest, afdeling Danske Aktier, at det faste rådgivningshonorar er på blot 0,5

pct. årligt, og først når afkastet bliver positivt målt fra afdelingens udbudte niveau på 50.000 kr., og vores medinvestorer har tjent penge, beregnes et performanceafhængigt honorar. Ifølge Morningstar er de gennemsnitlige omkostninger i danske aktieafdelinger på 1,18 pct.

Gennem proaktive tiltag forventer vi som rådgiver over tid yderligere at kunne nedbringe foreningens nettoomkostninger, ligesom vi har valgt ikke at indgå aftaler med bankdistributører, der vil belaste foreningen med store markedsføringsbidrag. Det er efter vores vurdering nemlig ikke i foreningens medlemmers interesse at betale store bidrag, blot for at foreningen kan tiltrække nye medlemmer.

Dette er et klart valg, idet vi ønsker, at vores medinvestorer skal have valgt os, fordi de har tillid til os. Vi vil derfor gerne takke vores medinvestorer for den tillid, I har vist os ved at lade os varetage og investere jeres midler.

Med venlig hilsen,



Peter Bundgaard

Porteføljeformaler og partner



Anders Lund

Porteføljeformaler og partner



Erik Simoni

Porteføljeformaler og partner