

## Halvårsorientering Specialforeningen BL&S Invest

Skodsborg, september 2009

Kære Medinvestor,

Det har indtil videre været et særdeles turbulent 2009 overalt i samfundet og ikke mindste på de finansielle markeder. Kursudsvingene på aktiemarkederne har været på ekstreme niveauer, specielt i begyndelsen af 2009, og uden fornuftig kobling til værdien af de børsnoterede selskabers fremtidige pengestrømme. Kursbevægelserne har i høj grad været drevet af en ekstrem mistillid og usikkerhed omkring banksystemets overlevelse, og en mærkbar likviditetsmangel overalt i samfundet.

De mange og massive indgreb fra centralbanker og regeringer med direkte opkøb af kapitalandele og ansvarlig lånekapital, samt ikke mindst understøttelsen af banksektoren gennem åbningen for en massiv tilgang af likviditet til historiske lave renter, har genskabt pengestrømmene og genrejst det finansielle system. Dette har været en afgørende forudsætning for en stabilisering af økonomierne og en tilbagevenden af en vis risikovillighed i kapitalmarkederne, hvor det nu igen er muligt at skaffe finansiering til rentable og forudsigelige projekter.

Siden vendingen på aktiemarkederne i begyndelsen af marts har kursstigningerne været markante, men samlet set er børskurserne endnu ikke tilbage på kursniveauerne fra begyndelsen af 4. kvartal 2008.

Det glæder os, at BL&S Invest Danske Aktier og Globale Aktier har opnået pæne positive afkast på henholdsvis 50 pct. og 21 pct. i år. Men på trods af, at det har været betydeligt bedre end den generelle markedsudvikling, må vi konstatere, at vi og vores medinvestorer endnu ikke har oplevet et positivt absolut afkast. Afkastene for 2009 og siden opstart er vist i nedenstående tabel.

Tabel 1: Afkast for 2009 og siden opstart.

BL&S Invest	2009 afkast pr. 30. juni 2009	2009 afkast pr. 25. sept. 2009	Afkast siden opstart pr. 25. sept. 2009
Afdeling Danske Aktier	20,86 %	50,11 %	-14,12 %
Afdeling Globale Aktier	11,01 %	20,73 %	-1,67 %

*Afd. Danske Aktier er opstartet den 26. februar 2008 og afd. Globale Aktier er opstartet den 30. september 2008.*

*Det bemærkes, at der ikke af det historiske afkast kan drages slutninger om det fremtidige afkast.*

Det betyder naturligvis, at der ikke er blevet beregnet afkastafhængigt honorar, hvilket først vil ske når den indre værdi for andelene i Specialforeningen BL&S Invest er over 1.000 kr. (efter andelssplit 50:1). Derfor har der indtil nu alene været beregnet et fast rådgivningshonorar på 0,5 pct., hvilket er blandt branchens absolut laveste for aktivt forvaltede aktieafdelinger.

Vi vil gerne takke vores i dag mere end 350 medinvestorer for den store tillid, I har vist os siden opstarten, og vi er glade for, at kun ganske få investorer har været nødt til at afhænde deres andele på trods af den historiske finansielle uro. Vores fokus på medejerskab af selskaber med stærke og robuste forretningsmodeller, der genererer forudsigelige og positive pengestrømme hver dag, har efter vores klare overbevisning været en styrke i en periode med hastigt ændrede makroøkonomiske rammebetingelser. Der er derfor efter vores opfattelse ingen tvivl om vores porteføljeselskabers langsigtede overlevelse.

### **Finanssektoren**

Banksektorens hovedansvar for det finansielle systems sammenbrud, drevet af sektorens grådige innovative alkymisme i jagten på øget profit, kan efter vores opfattelse ikke bestrides. Men centralbankernes hurtige og handlekraftige indgriben har betydet, at den bredere offentlighed måske ikke indtil videre har fået den fornødne indsigt i årsagerne, dybden og ansvaret for den systemiske krise i det finansielle system.

Den samfundsmæssige betydning af et velfungerede banksystem er med al tydelighed blevet illustreret gennem det seneste år, hvor sammenbruddet har medført dybe konsekvenser for den økonomiske vækst, arbejdsløsheden, de offentlige budgetunderskud og den globale samhandel. Set i lyset af disse væsentlige samfundsmæssige interesser, har fokus først været rettet mod bankernes overlevelse og reetablering af deres kapitalgrundlag, mens fokus nu, i kraft af gode profiler i banksektoren båret ikke mindst af det lave renteniveau og af højere kunderentemarginaler, er blevet rettet mod at forøge kredittilgængeligheden for erhvervsvirksomheder.

Kredittabene i banksektoren har været massive, og eksempelvis tabte Danske Bank 14,5 mia. kr. alene i 1. halvår 2009. Det er vores opfattelse, at tabene i banksektoren i 2010 fortsat vil være på et meget højt niveau, hvorfor sektorens samlede indtjening til ejerne vil være beskedent trods de betydelige indtægter fra de markant stigende rentemarginaler og udnyttelse af rentekurven. Den forventede skærpede regulering af banksektoren, der skal forhindre fremtidige finansielle nedbrud, vil kræve en styrkelse af kapitalgrundlaget i banksektoren. De fremtidige afkast af egenkapitalen i banksektoren vil med denne skærpelse blive lavere, og den vil efter vores vurdering næppe over en længere periode overstige 15 pct. årligt efter skat. BL&S Invest Danske Aktier har ikke ejet bankaktier siden afdelingens etablering, mens Goldman Sachs er tilkøbt BL&S Invest Globale Aktier i løbet af foråret.

### **Omkostningstilpasninger – Stigende indtjeningsmarginaler**

Det glæder os, at en række af vores porteføljeselskabers ledelser tidligt forstod krisens alvor og i dette lys iværksatte markante tilpasninger af omkostningsstrukturen og dermed forbedrede den

langsigtede konkurrencekraft. Trods vores fokus på selskaber med fleksible omkostningsstrukturer og med lav kapitalintensitet, har de seneste 5 års høje efterspørgselsvækst med høj kapacitetseksponering og -udnyttelse skabt muligheder for interne tilpasninger. De gennemførte tilpasninger betyder, at en række af vores selskaber står overfor stigende indtjeningsmarginaler, når efterspørgslen igen forbedres.

FL Smidth-ledelsen har eksempelvis udnyttet en svag ordreindgang gennem 1. halvår 2009 til at tilpasse medarbejderstaben i specielt høj-lønsumråder som Danmark, hvorved FL Smidths globale konkurrencekraft er styrket med fastholdelsen af en lavere aflønnet velkvalificeret ingeniørstab i Indien. Med udsigten til stigende råvareefterspørgsel og -priser må det forventes, at en fremtidig kapacitetsforøgelse vil ske der, hvor kompetencerne kan erhverves til de laveste omkostninger. FL Smidths betydelige ordrebog på omkring 1 års produktion giver selskabet en god planlægningshorisont og hermed omkostningsmæssig fleksibilitet, ligesom kapitalbindingen i forretningen er begrænset.

Det er vores opfattelse, at vores porteføljeselskaber med de fortsatte usikre makroøkonomiske udsigter vil være tilbageholdende med at tilføje nye faste omkostninger til omkostningsbasen ved en bedring i efterspørgslen. Samlet vurderer vi således vores selskaber som særdeles gunstigt eksponeret mod en bedring i konjunkturerne, dels på grund af selskabernes aktuelle positive indtjening ved det lavere efterspørgselsniveau, og dels med udsigten til en forbedring i deres indtjening ved en bedring i efterspørgslen uden tilsvarende vækst i omkostningsbasen.

Det omkostningsmæssige fokus afledt af den økonomiske krise vil skabe muligheder for tiltagende konsolideringer i takt med forbedringen af likviditetstilgængeligheden i kapitalmarkederne. Ledelsen i mindre veldrevne, rentable og velkonsoliderede selskaber er i dag mere villige til konsolideringsovervejelser grundet deres interne driftsmæssige udfordringer i et miljø, hvor rammebetingelserne er betydeligt mere udfordrende.

Vores investeringsmæssige fokus på markedsledere og velkonsoliderede selskaber betyder, at vores selskabers konkurrencemæssige position generelt vil blive styrket i dette udskilningsløb. Opkøbs- og fusionsaktiviteten har dog hidtil i 2009 været på et lavt niveau internationalt og i Danmark, set i lyset af den stramme likviditetssituation og selskabernes interne fokus.

### **Porteføljens prisfastsættelse**

Aktiemarkedets daglige kvoteringer af kurser hvortil villige – eller gennem den finansielle krise tvungne – sælgere udbyder ejerandele i børsnoterede virksomheder, afspejler efter vores opfattelse ikke nødvendigvis værdierne af virksomhedernes fremtidige positive pengestrømme. I perioden op til de finansielle markeders kollaps oplevede vi, at en ubegrænset adgang til billig lånefinansieret likviditet drev børsnoterede selskabers kursværdi langt over den underliggende værdi af selskabernes pengestrømme. Efter kollapset har vi været vidner til, hvorledes de accelererede negative effekter af banksystemets usikre kapital-situation og fokus på reduktion af udlån til såvel virksomheder som privat personer skabte massive udbud af aktier som alene i begrænset omfang blev absorberet af aktiemarkedet og med betydelige lavere priser til følge.

Aktiekurserne har gennem de seneste 6 måneder udvist ganske markante kursstigninger på børsene, men de nuværende kursniveauer vurderes efter vores opfattelse fortsat ikke at afspejle de langsigtede værdier i vores porteføljeselskaber. Tabellerne 2 og 3 viser den forholdsvise indtjening per andel også kaldet 'look-through-earnings' ved udgangen af juni måned. Den forholdsmæssige andel af selskabernes indtjening per andel i procent af den indre værdi den 30. juni svarer til henholdsvis 8,1 pct. for BL&S Invest Danske Aktier og 7,7 pct. for BL&S Invest Globale Aktier. Indtjeningen er baseret på selskabernes seneste årsregnskab, der således omfatter det udfordrende 2008.

Tabel 2: Afd. Danske Aktier – Look-through-earnings per 30. juni 2009.

Sektor	Selskab	Årsrapport	EPS	Indtjening per andel
Daglige forbrugsgoder	Carlsberg ØK	dec-08	22,20	227
		dec-08	32,70	641
Finans	Topdanmark	dec-08	-12,10	-63
Industri & Service	DSV FLSmidth Københavns Lufthavne NKT Holding	dec-08	6,70	240
		dec-08	24,70	438
		dec-08	96,20	148
		dec-08	17,00	290
Råvarer	U.I.E. U.P. Berhad	dec-08	42,00	181
		dec-08	2,17	98
Sundhed	ALK-Abelló Coloplast Novo Nordisk William Demant	dec-08	9,50	23
		sep-08	16,40	46
		dec-08	15,66	181
		dec-08	11,60	94
Teknologi	Simcorp	dec-08	50,60	212
Samlet indtjening per andel				2.757
Indre værdi per 30. juni 2009				33.878
Indtjening per andel i procent af den indre værdi				8,1%

Disse forholdsmæssige indirekte afkast på henholdsvis 8,1 pct. og 7,7 pct. kan sammenlignes med en langsigtet rente af en hovedstol, der er godt beskyttet mod stigende inflation og som har en vækst, der er højere end den samfundsøkonomiske vækst. Sammenlignet med en 30 års realkreditobligations nuværende faste renteniveau på ca. 5 pct. uden inflationsbeskyttelse og regulering for samfundsøkonomisk vækst, vurderer vi fortsat vores selskaber som attraktive for langsigtede formueplaceringer.

Et langsigtet fokus er afgørende ved investeringer i aktier, idet de betydelige kortsigtede kursudsving afhængig af stemningen på aktiemarkedet kan udvide forskellen markant mellem de aktuelle kurs-

#### Look-through-earnings

Begrebet 'Look-through-earnings' viser den underliggende indtjening i afdelingernes selskaber udregnet pr. andel, og giver BL&S Invests medinvestorer mulighed for at gennemskue den indtjening, man opnår hvert år som medejer af en række kvalitetsselskaber gennem BL&S Invest.

Beregningen af 'Look-through-earnings' er baseret på selskabernes egen indtjening per aktie, det såkaldte EPS-tal. Multipliseret med antallet af aktier i afdelingerne opnås afdelingernes andel af selskabernes indtjening, og divideret med antallet af andelsbeviser opnås det enkelte andelsbevis andel af hvert selskabs indtjening. Dette er vist i den yderste kolonne til højre. Summeret over alle selskaberne i hver afdeling giver dette den samlede indtjening per andel, og som det fremgår af tabellerne er denne 2.757 kr. og 3.479 kr. for afd. Danske Aktier hhv. afd. Globale Aktier.

Tabel 3: Afd. Globale Aktier – Look-through-earnings per 30. juni 2009.

Sektor	Selskab	Årsrapport	EPS	Valuta	Valuta kurs	EPS DKK	Indtjening per andel
Diskretionære forbrugsgoder	Jos. A. Bank	jan-09	3,21	USD	5,30	17,01	78
	McDonald's	dec-08	3,83	USD	5,30	20,30	70
	SA SA Int.	mar-09	0,23	HKD	0,68	0,16	80
	Wal-Mart Stores	jan-09	3,36	USD	5,30	17,81	97
Daglige forbrugsgoder	Colgate Palmolive	dec-08	3,81	USD	5,30	20,19	54
	Japan Tobacco	mar-09	12.881	JPY	0,06	708,96	35
	L'Oreal	dec-08	3,50	EUR	7,45	26,06	73
	Nestle	dec-08	4,87	CHF	4,89	23,80	144
	Pernod-Ricard	jun-09	3,66	EUR	7,45	27,26	149
	Phillip Morris	dec-08	3,33	USD	5,30	17,65	152
	ØK	dec-08	32,7	DKK	1,00	32,70	259
Energ	Gazprom	dec-08	29,24	RUB	0,17	4,98	103
	Chevron	dec-08	11,74	USD	5,30	62,23	151
	Total	dec-08	4,74	EUR	7,45	35,30	240
Forsyning	Exelon	dec-08	4,13	USD	5,30	21,89	122
	Fortum	dec-08	1,74	EUR	7,45	12,96	163
Sundhed	Novo Nordisk	dec-08	15,66	DKK	1,00	15,66	47
Industri & Service	Kone	dec-08	1,66	EUR	7,45	12,36	133
	Kuehne + Nagel	dec-08	4,96	CHF	4,89	24,24	97
	Vinci	dec-08	3,39	EUR	7,45	25,24	211
Teknologi	Google	dec-08	13,46	USD	5,30	71,34	69
	Microsoft	jun-09	1,63	USD	5,30	8,64	82
	SAP	dec-08	1,55	EUR	7,45	11,54	87
Råvare	Cia Vale Do Rio	dec-08	2,66	USD	5,30	14,10	297
	BHP Billiton	jun-09	1,93	USD	5,30	10,23	131
Telekom	Telekom Austria	dec-08	-0,11	EUR	7,45	-0,82	-10
Finans	Moody's	dec-08	1,89	USD	5,30	10,02	89
	Berkshire Hathaway	dec-08	107,5	USD	5,30	569,78	90
	Goldman Sachs	nov-08	4,67	USD	5,30	24,75	81
	American Express	dec-08	2,49	USD	5,30	13,20	104
Samlet indtjening per andel							3.479
Indre værdi per 30. juni 2009							45.206
Indtjening per andel i procent af den indre værdi							7,7%

værdier og den underliggende langsigtede værdi. De seneste 12 måneder har desværre været et glimrende eksempel på en fortsat ukontrolleret udvidelse af forskellen mellem værdien baseret på børskursen og den underliggende værdi. Carlsberg-aktien som indgik i BL&S Invest Danske Aktier gennem hele 2008 blev på aktiemarkedet prisfastsat til en samlet værdi af Carlsberg på omkring 23 mia. kr., hvilket skal sammenholdes med vores forventning til Carlsbergs frie pengestrømme på omkring 7 mia. kr. i 2009. Dette svarer til en forretning af markedsværdien af Carlsberg på mere end 25 pct. i begyndelse af februar. Trods en kursstigning på over 100 pct. i Carlsberg-aktien i 2009 er det vores vurdering, at de frie pengestrømme til aktionærene i 2010 vil overstige 7 mia. kr. svarende til en forretning af Carlsbergs nuværende markedsværdi på 12-13 pct. Carlsbergs nuværende børsværdi afspejler således fortsat efter vores opfattelse på ingen måde den langsigtede værdi af Carlsbergs relativt stabilt og forudsigeligt voksende pengestrøm til dets aktionærer, herunder udsigten til stigende indtjeningsmarginaler opnået på en lavere kapitalbase, samt ikke mindst en inflationssikring gennem Carlsbergs evne til at kunne hæve priserne og dermed kompensere for eventuelle stigninger i bryggeriet produktionsomkostninger.

## Børsnotering af BL&S Invest

Bestyrelsen i BL&S Invest har valgt at børsnotere foreningens afdelinger for at øge foreningens synlighed og ikke mindst for at gøre det nemmere for vores medinvestorer at investere i afdelingerne. Første handelsdag på NASDAQ OMX København var den 10. september 2009. Det er fortsat vores klare målsætning, at foreningen skal være for langsigtede investorer, da aktieinvestering efter vores opfattelse kræver langsigtet engagement i og medejerskab af vores porteføljeselskaber.

Bestyrelsen har endvidere besluttet i forbindelse med børsnoteringen at opdele andelenes størrelse fra nominelt 50.000 kr. stk. til nu nominelt 1.000 kr. stk. Dette betyder, at hver enkelt andel efter opdelingen er blevet til 50 andele. Fremover er det med opdelingen muligt løbende at investere for mindre beløb. Her tænkes ikke mindst på løbende pensionsindbetalinger.

I samme forbindelse skal det bemærkes, at 2009 er sidste chance for indbetaling på ratepensioner uden at blive ramt af et loft.

Vi er ikke i stand til at forudsige, hvordan aktiemarkedet vil opføre sig i fremtiden. Men vi vurderer, at det trods det seneste halve års kursstigninger fortsat er attraktivt for langsigtede aktieinvestorer. De langsigtede og større ændringer, som må forventes som følge af den finansielle og økonomiske krise, må dog ikke undervurderes. Derfor skal vigtigheden af en nøje udvælgelse af og en løbende opfølgning på de selskaber, der skal investeres i, endnu engang understreges.

Hvis du eller en, du kender, har behov for at diskutere dine investeringer og aktiemarkedet generelt, så er du til enhver tid meget velkommen til at kontakte os, eller vores salgsansvarlige Per Østergaard.

Med venlig hilsen

Bundgaard, Lund & Simoni Capital Management Fondsmæglerselskab A/S



Peter Bundgaard  
Partner, direktør



Anders Lund  
Partner



Erik Simoni  
Partner



Per Østergaard  
Partner