

Specialforeningen BLS Invest

Halvårsrapport 2013

Indholdsfortegnelse

Foreningsoplysninger.....	2
Ledelsespåtegning.....	3
Ledelsesberetning.....	4
Halvårsregnskaber.....	11
<i>Danske Aktier KL</i>	11
<i>Globale Aktier KL</i>	13
<i>Foreningens noter</i>	15
<i>Anvendt regnskabspraksis</i>	15
<i>Hoved- og nøgletalsoversigt</i>	16

Nærværende halvårsrapport for 2013 for Specialforeningen BLS Invest indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde ultimo august 2013. Erfaringerne viser, at forudsigelser vedrørende den makroøkonomiske udvikling og markedsforhold for foreningens forskellige investeringsuniverser løbende vil blive revideret og kan være behæftet med stor usikkerhed. Forventninger udtrykt i halvårsrapporten må således ikke opfattes som en konkret anbefaling.

Foreningsoplysninger

Specialforeningen BLS Invest blev stiftet den 7. november 2007. Medio 2013 omfattede foreningen 2 afdelinger: Danske Aktier og Globale Aktier.

Specialforeningen BLS Invest
Otto Mønstedes Plads 9
1780 København V

Telefon: 44 55 92 00
Fax: 44 55 91 72
CVR nr: 31 06 17 17
Finanstilsynets reg.nummer: 16.074
bls-invest.dk

Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

Bestyrelse

Poul Almlund (formand)
Chris Bigler
Flemming Duus
Mikael Øpstun Skov

Depotselskab

Skandinaviska Enskilda Banken, Danmark

Revision

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Porteføljerådgiver

BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S

Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt halvårsrapporten for 2013 for Specialforeningen BLS Invest.

Halvårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Halvårsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver, finansielle stilling samt resultatet for perioden 1. januar - 30. juni 2013.

Foreningens ledelsesberetning indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i foreningens og afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som foreningen henholdsvis afdelingerne kan påvirkes af.

København, den 27. august 2013

Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

Tage Fabrin-Brasted

Peter Jørn Jensen

Jim Isager Larsen

Bestyrelse

Poul Almlund
Formand

Chris Bigler

Flemming Duus

Mikael Øpstun Skov

BLS Invest – 1. halvår 2013 og forventninger til fremtiden.

Et godt BLS Invest 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 KL opnåede et afkast på 9,2 procent efter alle omkostninger, og BLS Invests afdeling Globale Aktier KL opnåede et afkast på 11,6 procent efter alle omkostninger.

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

Siden etableringen den 26. februar 2008 har BLS Invests afdeling Danske Aktier KL 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 kun steget med 4,9 procent. Det er også værd at fremhæve, at afdelingen siden etableringen har opnået det højeste afkast blandt samtlige investeringsforeninger og specialforeninger med fokus på danske aktier.

BLS Invests afdeling Globale Aktier KL 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 KL har ligeledes siden etableringen opnået det bedste afkast blandt alle danske investeringsforeninger og specialforeninger med fokus på globale aktier.

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 - rege-

ringschef 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 Invest har for attraktive langsigtede investeringer. Vores rådgivers 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 KL 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. Det skal dog 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 BRIK 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 BRIK 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 pæn 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 Invest tror på udviklingsmarkederne

BLS Invest 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 eksponering 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 tilidvækkende ledelse, der fokuserer på værdiskabelse. De Hongkong baserede selskaber, der indgår i BLS Invests afdeling Globale Aktier KL's portefølje, har alle igennem en længere årrække konsistent udloddet den altovervejende andel af selskabernes indtjening til aktionærerne 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 rådgivers 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 KL udgør forbrugsaktier omkring 50 procent, mens sundhedssektoren har været begrænset repræsenteret. Til gengæld har BLS Invests afdeling Danske Aktier KL 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 slut. Energi- og forsyningssekskaber var den næst dårligste sektor med svage, men dog positive afkast. BLS Invest har ikke været eksponeret mod energi- og forsyningssekskaber.

Hvad sker der med FLSmidth?

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

BLS Invests rådgiver har - på trods af de interne integrations- og styringsmæssige problemer - tillid til FLSmidths forbedrede værdiskabelse og fremtidige po-

tentiale. 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 Invests portefølje finder vi Tiffany's, det LVMH ejede Bulgari og det Cartier ejede 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 inve-

storers 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 udbyttene niveauer er utvivlsomt også blevet begunstiget af finansielle investorers jagt på løbende direkte afkast. Det har betydet, at de globale selskaber, som overvejende foretager deres aktionærudlodninger gennem udbytter, i dag er historisk højt relativt prisfastsat i forhold til de selskaber, som foretager aktionærudlodningerne gennem aktietilbagekøb. Men efter vores rådgivers bedste overbevisning er det en risikabel strategi at vurdere aktier alene på baggrund af et aktuelt dividendeniveau. 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 fremtidigt 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 Invests krav til et dreamteam er uændrede

BLS Invests rådgiver 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. Det betyder for os 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 aktietilbagekøb-

bene 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 KL og 75 procent af selskaberne i BLS Invests afdeling Globale Aktier KL 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 Invests rådgiver 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 rådgivers forkærlighed for kapital-

lette 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 indtjeningsevne og afkast på kapitalapparatet kan fastholdes i situationer med stigende inflationsniveau.

Den kræsne rådgiver

BLS Invests rådgiver holder et skarpt øje på de enkelte porteføljeselskabers forudsigelighed og robustheden i deres langsigtede potentiale til at skabe værdier.

Efter foreningens rådgivers opfattelse har den aktuelle makroøkonomiske situation kun begrænset indflydelse på selskabernes langsigtede potentiale og fundamentalværdi. Rådgiver 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 Invests rådgiver 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 vores rådgivers vurdering giver netop denne værdi den bedste langsigtede beskyttelse af ejernes realværdier. Rådgivers 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 afhængighed af begivenheder udenfor selskabernes egen kontrol, stort (uforudsigeligt) spektrum for selskabets udvikling eller blot svag ledelsesfokus på værdiskabelse.

BLS Invest 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 medejder af kortsigtede kurshøjdespringere, 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 bioteknologi 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 rådgivers 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 prisfastsat 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 til 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 indtjeningsniveauet 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 Invest

Banksektoren er blevet styrket finansielt, men efter BLS Invests rådgivers 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 KL og American Express i BLS Invests afdeling Globale Aktier KL.

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 Aktier KL's 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 Invest 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. Ethvert af BLS Invests porteføljeselskabers kvaliteter og prissætning analyseres nøje forud for foreningens investering, og selskaberne overvåges løbende af foreningens rådgiver. Således indgår INTET porteføljeselskab i foreningens porteføljer på baggrund af størrelsen af selskabets markedsværdi eller benchmarkvægt.

Ledelsesberetning

Bestyrelsens 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 investeringsuniverser.

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 hastigt 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 efter omkostninger blandt danske investeringsforeninger og specialforeninger 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 rådgivers 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.

Rådgiver 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.

Det er rådgivers overbevisning, at BLS Invests selskaber har "pricing power" og stigende cash flows. Dette gør dem til et inflationssikkert 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 rådgivers 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 Invests selskaber kan generelt karakteriseres ved tre ting: De er solide, de er forudsigelige og de genererer voksende frie pengestrømme.

Foreningens rådgiver vurderer, at værdiansættelsen af foreningens selskaber er attraktiv, ikke mindst set i forhold til afkastene ved alternative investeringsmuligheder.

Risikofaktorer

Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdeling Danske Aktier KL's ugentlige afkast har de seneste fem år været 23,8% p.a., svarende til risikoniveau 7 på CI-risikoskalaen. Risikoprofilen i afdelingen anses som værende høj.

Risikoen målt ved standardafvigelsen på afdeling Globale Aktier KL's ugentlige afkast har de seneste fem år været 16,5% p.a., svarende til risikoniveau 6 på CI-risikoskalaen. Risikoprofilen i afdelingen anses som værende høj.

De primære risikofaktorer for afdeling Danske Aktier KL og afdeling Globale Aktier KL er markedsrisiko samt selskabsspecifik risiko. Da afdeling Danske Aktier KL's investeringsunivers er begrænset til Danmark, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end for

investeringer i det globale aktiemarked. Afdeling Globale aktier KL indeholder derudover valutarisiko, dvs. risiko for at værdien af selskaber noteret i anden valuta end danske kroner, reduceres som følge af svækkelse af den fremmede valuta i forhold til danske kroner.

Afdelingernes markedsrisiko – og valutarisikoen i afdeling Globale aktier KL – søges ikke begrænset, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til af-dækning, ligesom kontantbeholdningen normalt holdes på et minimum.

Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingerne på en række selskaber fordelt på flere brancher. Spredningen sker efter de regler, som er påkrævet for afdelinger i en specialforening som BLS Invest i lov om investeringsforeninger m.v. Overholdelse heraf overvåges løbende af foreningens ledelse.

Risikofaktorerne er beskrevet nærmere i foreningens årsberetning for 2012.

Øvrige forhold

I den efterfølgende gennemgang af de enkelte afdelingers regnskab er indeholdt en beskrivelse af afdelingsprofilen, aktivernes procentvise fordeling efter de mest hensigtsmæssige kriterier under hensyntagen til afdelingernes investeringspolitik. Disse beskrivelser indgår som en del af den samlede ledelsesberetning.

Ledelsesforhold

På foreningens ordinære generalforsamling den 23. april 2013 ønskede Soulaïma Gourani ikke at modtage genvalg og udtrådte af bestyrelsen. I stedet blev adm. direktør Mikael Øpstun Skov valgt til bestyrelsen.

Samarbejdsaftaler

Foreningen har indgået en samarbejdsaftale med BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S med sigte på at øge serviceringen af foreningens medlemmer samt potentielle og nye investorer. Aftalen vedrører særligt forpligtelsen for BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S til at orientere nuværende og potentielle medlemmer om foreningens investeringer.

Usikkerhed ved indregning eller måling

Det er ledelsens vurdering, at der ikke forefindes væsentlig usikkerhed ved indregning eller måling af balanceposter.

Usædvanlige forhold der kan have påvirket indregningen eller målingen

Der er ikke konstateret usædvanlige forhold, der kan have påvirket indregningen eller målingen.

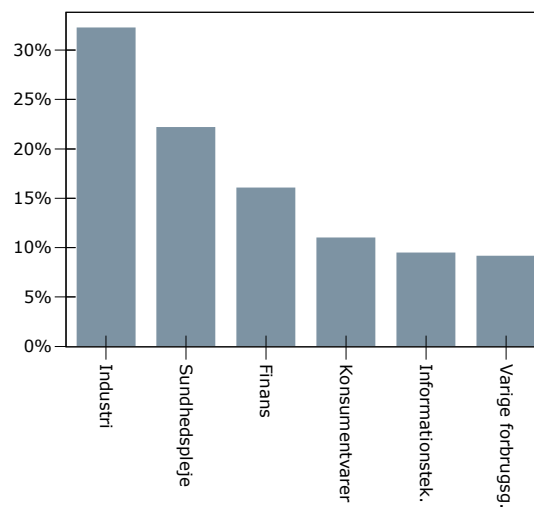
Begivenheder efter halvårets udløb

Der er fra balancedagen og til dato ikke indtrådt forhold, som forrykker vurderingen af halvårsrapporten.

Investeringsområde og profil

Afdeling Danske Aktier har til formål at investere i selskaber handlet på NASDAQ OMX Copenhagen A/S samt i selskaber, hvis aktier handles på et andet reguleret marked i Danmark.

Sektorfordeling



Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Danske Aktier KL

Resultatopgørelse i 1.000 kr.

	1. halvår 2013	1. halvår 2012
Renter og udbytter	13.223	7.006
Kursgevinster og -tab	45.099	54.307
Administrationsomkostninger	-8.368	-4.651
Resultat før skat	49.954	56.662
Skat	-146	-
Halvårets nettoresultat	49.808	56.662

Balance i 1.000 kr.

	30. juni 2013	31. dec. 2012
Aktiver		
Likvide midler	612	6.099
Kapitalandele	601.466	523.654
Andre aktiver	15.578	1.835
Aktiver i alt	617.656	531.588
Passiver		
Medlemmernes formue	561.420	530.413
Anden gæld	56.236	1.175
Passiver i alt	617.656	531.588

Finansielle instrumenter i procent

Børsnoterede finansielle instrumenter	89,3	98,3
Øvrige finansielle instrumenter	10,7	1,7
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal

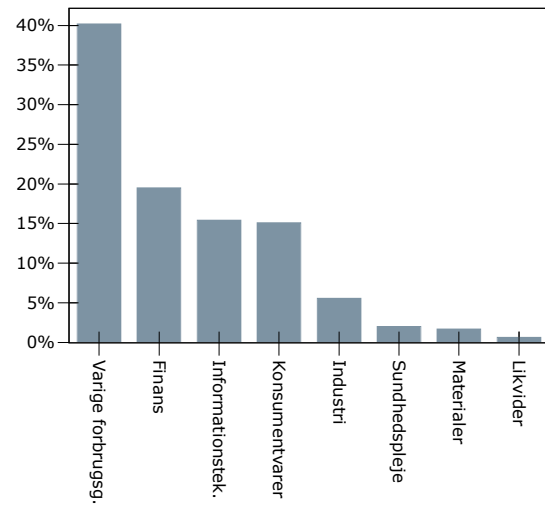
	1. halvår 2013	2012	1. halvår 2012	1. halvår 2011	1. halvår 2010
Periodens afkast i procent	9,24	24,33	15,07	2,01	8,58
Indre værdi pr. andel	1.356,19	1.333,95	1.234,69	1.213,80	966,63
A conto udlodning pr. andel	-	100,00	-	-	-
Omkostningsprocent ^{*)}	1,45	2,45	1,05	0,71	0,46
Sharpe ratio	0,32	0,23	0,17	0,19	-
Periodens nettoresultat	49.808	92.810	56.662	9.084	23.405
Medlemmernes formue ultimo	561.420	530.413	449.366	415.747	304.285
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	414	397	364	343	315

*) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocenten at variere fra år til år.

Investeringsområde og profil

Afdeling Globale Aktier har til formål at investere globalt i aktier handlet på regulerede markeder.

Sektorfordeling



Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Globale Aktier KL

Resultatopgørelse i 1.000 kr.	1. halvår 2013	1. halvår 2012
Renter og udbytter	13.820	6.912
Kursgevinster og -tab	89.555	28.647
Administrationsomkostninger	-14.752	-6.600
Resultat før skat	88.623	28.959
Skat	-1.315	-840
Halvårets nettoresultat	87.308	28.119

Balance i 1.000 kr.	30. juni 2013	31. dec. 2012
Aktiver		
Likvide midler	1.476	3.338
Kapitalandele	950.576	683.841
Andre aktiver	4.518	6.628
Aktiver i alt	956.570	693.807
Passiver		
Medlemmernes formue	944.663	685.425
Anden gæld	11.907	8.382
Passiver i alt	956.570	693.807

Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,2	97,4
Øvrige finansielle instrumenter	1,8	2,6
Finansielle instrumenter i procent	100,0	100,0

Nøgletal	1. halvår 2013	2012	1. halvår 2012	1. halvår 2011	1. halvår 2010
Periodens afkast i procent	11,56	20,69	10,12	3,37	3,45
Indre værdi pr. andel	1.593,54	1.474,85	1.345,67	1.345,09	1.139,25
A conto udlodning pr. andel	-	50,00	-	-	-
Omkostningsprocent ^{*)}	1,74	3,18	1,58	0,75	0,77
Sharpe ratio	0,89	0,78	0,67	-	-
Periodens nettoresultat	87.308	81.845	28.119	9.632	4.910
Medlemmernes formue ultimo	944.663	685.425	531.137	308.208	180.483
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	594	466	395	230	158

*) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocenten at variere fra år til år.

Anvendt regnskabspraksis

Generelt

Halvårsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v., herunder Finanstilsynets bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten 2012. Årsrapporten 2012 indeholder den fulde beskrivelse af anvendt regnskabspraksis, hvortil der henvises.

Der er ikke foretaget review eller revision af halvårsrapporten.

Præsentation af regnskabstal

Alle tal i regnskabet præsenteres i hele 1.000 i afdelingens funktionelle valuta uden decimaler. Sumtotaler i regnskabet er udregnet på baggrund af de faktiske tal, hvilket er den matematisk mest korrekte metode. En efterregning af sumtotalerne vil i visse tilfælde give en afrundingsdifference, som er udtryk for, at de bagvedliggende decimaler ikke fremgår for regnskabslæseren.

Nøgletal

Regnskabs- og nøgletal er opgjort i henhold til bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v. samt retningslinjer fra InvesteringsForeningsRådet.

Der er ingen ændringer i beregningsprincipper i forhold til årsrapporten 2012.

Afkast i procent

Afkast i procent angiver det samlede afkast i den pågældende afdeling i perioden. Afkastet opgøres som ændring i indre værdi fra primo til ultimo perioden med korrektion for evt. udlodning til medlemmerne i året.

Indre værdi pr. andel

Indre værdi pr. andel beregnes som medlemmernes formue divideret med antal cirkulerende andele ultimo perioden.

Omkostningsprocent

Omkostningsprocenten beregnes som afdelingens administrationsomkostninger for perioden divideret med gennemsnitsformuen, hvor gennemsnitsformuen opgøres som et gennemsnit af de daglige formueværdier i perioden.

Sharpe ratio

Sharpe ratio er et udtryk for en afdelings afkast set i forhold til den påtagede risiko. Nøgletallet beregnes som det historiske afkast minus den risikofri rente divideret med standardafvigelsen på det månedlige afkast i perioden. Sharpe ratio opgøres alene, hvis afdelingens levetid er minimum 36 måneder og højst for en 60-måneders periode.

Foreningens noter

	1. halvår 2013	2012	1. halvår 2012	1. halvår 2011	1. halvår 2010
Hoved- og nøgletaloversigt					
Periodens afkast i procent					
Danske Aktier KL	9,24	24,33	15,07	2,01	8,58
Globale Aktier KL	11,56	20,69	10,12	3,37	3,45
Indre værdi pr. andel					
Danske Aktier KL	1.356,19	1.333,95	1.234,69	1.213,80	966,63
Globale Aktier KL	1.593,54	1.474,85	1.345,67	1.345,09	1.139,25
A conto udlodning pr. andel (i kr.)					
Danske Aktier KL	-	100,00	-	-	-
Globale Aktier KL	-	50,00	-	-	-
Omkostningsprocent					
Danske Aktier KL *)	1,45	2,45	1,05	0,71	0,46
Globale Aktier KL *)	1,74	3,18	1,58	0,75	0,77
Sharpe ratio					
Danske Aktier KL	0,32	0,23	0,17	0,19	-
Globale Aktier KL	0,89	0,78	0,67	-	-
Periodens nettoresultat (i 1.000 kr.)					
Danske Aktier KL	49.808	92.810	56.662	9.084	23.405
Globale Aktier KL	87.308	81.845	28.119	9.632	4.910
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)					
Danske Aktier KL	561.420	530.413	449.366	415.747	304.285
Globale Aktier KL	944.663	685.425	531.137	308.208	180.483
Andele ultimo (i 1.000 stk.)					
Danske Aktier KL	414	397	364	343	315
Globale Aktier KL	594	466	395	230	158

*) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocenten at variere fra år til år.

Specialforeningen BLS Invest
c/o Nykredit Portefølje Administration A/S
Otto Mønstedes Plads 9
1780 København V

Tlf. 44 55 92 00
Fax 44 55 89 02
bls-invest.dk