



Kapitalforeningen BLS Invest

Årsrapport
2019

Indholdsfortegnelse

Foreningsoplysninger.....	2
Ledelsespåtegning.....	3
Den uafhængige revisors revisionspåtegning.....	4
Ledelsesberetning.....	8
<i>Udviklingen i foreningen i 2019.....</i>	<i>8</i>
<i>BLS Invest årsberetning 2019.....</i>	<i>10</i>
<i>Risikoforhold i foreningens afdelinger.....</i>	<i>22</i>
<i>Fund Governance.....</i>	<i>25</i>
<i>Væsentlige aftaler.....</i>	<i>27</i>
<i>Generalforsamling 2020.....</i>	<i>28</i>
<i>Øvrige forhold.....</i>	<i>28</i>
<i>Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv.....</i>	<i>29</i>
Årsregnskaber.....	30
<i>Globale Aktier KL.....</i>	<i>30</i>
<i>Globale Aktier Akk.....</i>	<i>36</i>
<i>Danske Aktier KL.....</i>	<i>42</i>
<i>Foreningens noter.....</i>	<i>48</i>
<i>Anvendt regnskabspraksis.....</i>	<i>48</i>
<i>Oplysninger i henhold til lov om forvaltere af alternative inv.fonde m.v.....</i>	<i>50</i>
<i>Hoved- og nøgletaloversigt.....</i>	<i>51</i>
<i>Beholdningslister.....</i>	<i>52</i>

Nærværende årsrapport for 2019 for Kapitalforeningen BLS Invest indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde primo marts 2020. 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 årsrapporten må således ikke opfattes som en konkret anbefaling.

Foreningsoplysninger

Kapitalforeningen BLS Invest blev stiftet den 7. november 2007. Ultimo 2019 omfattede foreningen tre afdelinger:

Globale Aktier KL
Globale Aktier Akk.
Danske Aktier KL

Kapitalforeningen BLS Invest
Kalvebod Brygge 1 - 3
1780 København V

Telefon: 44 55 92 00
CVR nr: 31 06 17 17
Finanstilsynets reg.nr.: 24.039
Hjemmeside: blsinvest.dk

Forvalter

Nykredit Portefølje Administration A/S

Finanskalender 2020

4. marts Meddelelse vedr. årsrapport 2019
28. april Ordinær generalforsamling 2020

Bestyrelse

CFO Chris Bigler (formand)
Økonomidirektør Søren B. Andersson
Juridisk direktør, advokat Anne Christina Skjønnemand
CEO Mikael Øpstun Skov

Depositær

Nykredit Bank A/S

Revision

Ernst & Young, Godkendt Revisionspartnerselskab

Porteføljerådgiver

BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S

Ledespåtegning

Foreningens bestyrelse og forvalter har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for 2019 for Kapitalforeningen BLS Invest.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v.

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver, finansielle stilling pr. 31. december 2019 samt resultatet for perioden 1. januar - 31. december 2019.

Foreningens ledelsesberetning, herunder de enkelte afdelingsberetninger, 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 og de respektive afdelinger kan blive påvirket af.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 4. marts 2020

Forvalter

Nykredit Portefølje Administration A/S

Martin Udbye Madsen

Tage Fabrin-Brasted

Bestyrelse

Chris Bigler
Formand

Søren B. Andersson

Anne Christina Skjønnemand

Mikael Øpstun Skov

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Til investorerne i Kapitalforeningen BLS Invest

Konklusion

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Kapitalforeningen BLS Invest for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2019, som omfatter de enkelte afdelingers resultatopgørelse, balance og noter samt fællesnoter, herunder anvendt regnskabspraksis. Årsregnskaberne udarbejdes efter lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v.

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2019 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2019 i overensstemmelse med lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v.

Vores konklusion er konsistent med vores revisionsprotokollat til bestyrelsen.

Grundlag for konklusion

Vi har udført vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit "Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne". Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

Uafhængighed

Vi er uafhængige af foreningen i overensstemmelse med internationale etiske regler for revisorer (IESBA's etiske regler) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, ligesom vi har opfyldt vores øvrige etiske forpligtelser i henhold til disse regler og krav.

Efter vores bedste overbevisning er der ikke udført forbudte ikke-revisionsydelser som omhandlet i artikel 5, stk.1, i forordning (EU) nr. 537/2014.

Valg af revisor

Vi blev første gang valgt som revisor for Kapitalforeningen BLS Invest den 25. april 2017 for regnskabsåret 2017. Vi er genvalgt årligt ved generalforsamlingsbeslutning i en samlet sammenhængende opgaveperiode på 3 år frem til og med regnskabsåret 2019.

Centrale forhold ved revisionen

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af årsregnskaberne for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2019. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af årsregnskaberne som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold. For hvert af nedennævnte forhold er beskrivelsen af, hvordan forholdet blev behandlet ved vores revision, givet i denne sammenhæng.

Vi har opfyldt vores ansvar som beskrevet i afsnittet "Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne", herunder i relation til nedennævnte centrale forhold ved revisionen. Vores revision har omfattet udformning og udførelse af revisionshandlinger som reaktion på vores vurdering af risikoen for væsentlig fejlinformation i årsregnskaberne. Resultatet af vores revisionshandlinger, herunder de revisionshandlinger vi har udført for at behandle nedennævnte forhold, danner grundlag for vores konklusion om årsregnskaberne som helhed.

Værdiansættelse af finansielle instrumenter

Værdiansættelse af afdelingernes investeringer i aktier (benævnt "finansielle instrumenter") til dagsværdi udgør det væsentligste element i opgørelsen af afdelingernes afkast og formue.

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Vi anser, at der i relation til værdiansættelsen af afdelingernes finansielle instrumenter generelt ikke er knyttet betydelige risici for væsentlig fejlinformation i årsregnskaberne, idet afdelingernes finansielle instrumenter hovedsageligt består af likvide noterede finansielle instrumenter, for hvilke der findes en noteret kurs på et aktivt marked, og kun i begrænset omfang af mindre likvide noterede- og noterede finansielle instrumenter, hvor dagsværdien fastlægges ved hjælp af anerkendte værdiansættelsesteknikker og ledelsesmæssige skøn.

Som følge af instrumenternes væsentlige betydning for afdelingernes samlede afkast og formue, vurderes værdiansættelsen af afdelingernes finansielle instrumenter at være det mest centrale forhold ved revisionen.

Vores revisionshandlinger rettet mod værdiansættelsen af finansielle instrumenter i de enkelte afdelinger har blandt andet omfattet:

- Test af registreringssystemer, forretningsgange og interne kontroller, herunder it- og systembaserede kontroller, som understøtter værdiansættelsen af finansielle instrumenter.
- Stikprøvevis kontrol af afstemninger af finansielle instrumenter til oplysninger fra depotbanken samt stikprøvevis kontrol af instrumenternes værdiansættelse ved sammenholdelse med uafhængige priskilder.
- Vurdering og stikprøvevis kontrol af anvendte værdiansættelsesteknikker og ledelsesmæssige skøn ved fastsættelsen af dagsværdien af mindre likvide noterede og noterede finansielle instrumenter.

Den procentvise fordeling af de enkelte afdelingers finansielle instrumenter på børsnoterede instrumenter, instrumenter noteret på et andet reguleret marked og øvrige finansielle instrumenter fremgår af note i de enkelte afdelingers årsregnskaber.

Udtalelse om ledelsesberetningerne

Ledelsen er ansvarlig for ledelsesberetningen og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger, efterfølgende benævnt "ledelsesberetningerne".

Vores konklusion om årsregnskaberne omfatter ikke ledelsesberetningerne, og vi udtrykker ingen form for konklusion med sikkerhed om ledelsesberetningerne.

I tilknytning til vores revision af årsregnskaberne er det vores ansvar at læse ledelsesberetningerne og i den forbindelse overveje, om ledelsesberetningerne er væsentligt inkonsistent med årsregnskaberne eller vores viden opnået ved revisionen eller på anden måde synes at indeholde væsentlig fejlinformation.

Vores ansvar er derudover at overveje, om ledelsesberetningerne indeholder krævede oplysninger i henhold til lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v.

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningerne er i overensstemmelse med årsregnskaberne og er udarbejdet i overensstemmelse med krav i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningerne.

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Ledelsens ansvar for årsregnskaberne

Ledelsen har ansvaret for udarbejdelsen af årsregnskaber for de enkelte afdelinger, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v. Ledelsen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som ledelsen anser for nødvendig for at udarbejde årsregnskaberne uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

Ved udarbejdelsen af årsregnskaberne er ledelsen ansvarlig for at vurdere afdelingernes evne til at fortsætte driften; at oplyse om forhold vedrørende fortsat drift, hvor dette er relevant; samt at udarbejde årsregnskaberne på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift, medmindre ledelsen enten har til hensigt at likvidere afdelingerne, indstille driften eller ikke har andet realistisk alternativ end at gøre dette.

Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne

Vores mål er at opnå høj grad af sikkerhed for, om årsregnskaberne som helhed er uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, og at afgive en revisionspåtegning med en konklusion. Høj grad af sikkerhed er et højt niveau af sikkerhed, men er ikke en garanti for, at en revision, der udføres i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, altid vil afdække væsentlig fejlinformation, når sådan findes. Fejlinformationer kan opstå som følge af besvigelser eller fejl og kan betragtes som væsentlige, hvis det med rimelighed kan forventes, at de enkeltvis eller samlet har indflydelse på de økonomiske beslutninger, som regnskabsbrugerne træffer på grundlag af årsregnskaberne.

Som led i en revision, der udføres i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, foretager vi faglige vurderinger og opretholder professionel skepsis under revisionen. Herudover:

- Identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i årsregnskaberne, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandling som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.
- Opnår vi forståelse af den interne kontrol med relevans for revisionen for at kunne udforme revisionshandling, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af afdelingernes interne kontrol.
- Tager vi stilling til, om den regnskabspraksis, som er anvendt af ledelsen, er passende, samt om de regnskabsmæssige skøn og tilknyttede oplysninger, som ledelsen har udarbejdet, er rimelige.
- Konkluderer vi, om ledelsens udarbejdelse af årsregnskaberne på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift er passende, samt om der på grundlag af det opnåede revisionsbevis er væsentlig usikkerhed forbundet med begivenheder eller forhold, der kan skabe betydelig tvivl om afdelingernes evne til at fortsætte driften. Hvis vi konkluderer, at der er en væsentlig usikkerhed, skal vi i vores revisionspåtegning gøre opmærksom på oplysninger herom i årsregnskaberne eller, hvis sådanne oplysninger ikke er tilstrækkelige, modificere vores konklusion. Vores konklusion er baseret på det revisionsbevis, der er opnået frem til datoen for vores revisionspåtegning. Fremtidige begivenheder eller forhold kan dog medføre, at afdelingerne ikke længere kan fortsætte driften.
- Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af årsregnskaberne, herunder noteoplysningerne, samt om årsregnskaberne afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Vi kommunikerer med den øverste ledelse om bl.a. det planlagte omfang og den tidsmæssige placering af revisionen samt betydelige revisionsmæssige observationer, herunder eventuelle betydelige mangler i intern kontrol, som vi identificerer under revisionen.

Vi afgiver også en udtalelse til den øverste ledelse om, at vi har opfyldt relevante etiske krav vedrørende uafhængighed og oplyser den om alle relationer og andre forhold, der med rimelighed kan tænkes at påvirke vores uafhængighed og, hvor dette er relevant, tilhørende sikkerhedsforanstaltninger.

Med udgangspunkt i de forhold, der er kommunikeret til den øverste ledelse, fastslår vi, hvilke forhold der var mest betydelige ved revisionen af årsregnskaberne for den aktuelle periode og dermed er centrale forhold ved revisionen. Vi beskriver disse forhold i vores revisionspåtegning, medmindre lov eller øvrig regulering udelukker, at forholdet offentliggøres, eller i de yderst sjældne tilfælde, hvor vi fastslår, at forholdet ikke skal kommunikeres i vores revisionspåtegning, fordi de negative konsekvenser heraf med rimelighed ville kunne forventes at veje tungere end de fordele, den offentlige interesse har af sådan kommunikation.

København, den 4. marts 2020
ERNST & YOUNG
Godkendt Revisionspartnerselskab
CVR-nr. 30 70 02 28

Ole Karstensen
statsaut. revisor
mne16615

Rasmus Berntsen
statsaut. revisor
mne35461

Udviklingen i foreningen i 2019

Kapitalforeningen BLS Invest blev stiftet den 7. november 2007.

Foreningens vedtægtsmæssige formål er for en eller flere investorer at skabe et afkast ved investering i likvide midler, herunder valuta, eller finansielle instrumenter, jf. vedtægternes §2.

Foreningen bestod ultimo 2019 af tre afdelinger.

BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S er rådgiver for alle foreningens afdelinger.

Afkastudviklingen

Afdeling Globale Aktier KL og afdeling Globale Aktier Akk. gav et afkast på henholdsvis 30,89% og 32,76% efter alle omkostninger og inklusive geninvesterede udbytter, og afdeling Danske Aktier KL gav et afkast på 30,84%. De positive absolutte afkast er meget tilfredsstillende, og lever mere end op til ledelsens forventninger for året.

Siden foreningens etablering er der blevet fokuseret på at investere i relativt få, men nøje udvalgte, børsnoterede virksomheder, der ifølge foreningens rådgiver vil kunne skabe et attraktivt langsigtet afkast til foreningens langsigtede medinvestorer.

Afkast for foreningens afdelinger er vist i tabellen 'Afkastudviklingen i 2019'.

Regnskabsresultat og formueudvikling mv.

I 2019 blev foreningens samlede regnskabsmæssige resultat på 1.845 mio. kr. mod 157,9 mio. kr. året før.

Den samlede formue i foreningen var 9.789 mio. kr. ved udgangen af året mod 5.108 mio. kr. ved starten af året.

En oversigt over resultat, formue og indre værdi pr. andel for foreningens afdelinger er vist i tabellen 'Resultat og formue i 2019'.

De enkelte afdelingers investeringsområde, profil og risici er beskrevet i de respektive afdelingsberetninger, der er en integreret del af denne ledelsesberetning.

Omkostninger i 2019

I 2019 var foreningens samlede omkostninger til administration, markedsføring, investeringsrådgivning og depot mv. 220,9 mio. kr. mod 76,3 mio. kr. året før.

Afsnittet "Væsentlige aftaler" beskriver de opgaver, som foreningens forskellige samarbejdspartnere udfører, og de omkostninger, foreningen har i den forbindelse.

En oversigt over omkostningsprocenten for de enkelte afdelinger i foreningen er vist i tabellen 'Omkostningsprocenter'.

Aktiviteter i foreningen i 2019

På den ordinære generalforsamling i BLS Invest, der blev afholdt den 24. april 2019, stillede bestyrelsen forslag om en række justeringer af vedtægterne. Ændringerne blev godkendt.

Chris Bigler, Anne Christina Skjønnemand, Mikael Skov og Søren B. Andersson blev genvalgt. Bestyrelsen konstituerede sig efterfølgende med Chris Bigler som formand.

Ernst & Young Godkendt Revisionspartnerselskab blev genvalgt som revisor.

Ledelsesberetning

Afkastudviklingen i 2019

Afdeling	Afkast 2019
Globale Aktier KL	30,9%
Globale Aktier Akk.	32,8%
Danske Aktier KL	30,8%

Resultat og formue i 2019

Afdeling	Resultat i mio. kr.	Formue i mio. kr.	Indre værdi i kr. pr. andel
Globale Aktier KL	872,9	3.932,2	2.279,12
Globale Aktier Akk.	731,0	4.748,3	2.091,26
Danske Aktier KL	241,2	1.108,8	1.624,59

Omkostningsprocenter

Afdeling	Omk.procent 2019	Omk.procent 2018	Omk.procent 2017
Globale Aktier KL	3,91	1,30	3,10
Globale Aktier Akk.	1,97	2,00	2,11
Danske Aktier KL	3,96	1,82	2,31

ÅOP i årsrapporten

Afdeling	ÅOP 2019	IHO* 2019	ÅOP 2018	IHO* 2018	ÅOP 2017
Globale Aktier KL	3,74	(+0,02)	1,66	(+0,15)	3,36
Globale Aktier Akk.	2,04	(+0,03)	2,15	(+0,16)	2,40
Danske Aktier KL	3,77	(+0,08)	2,48	(+0,14)	2,48

*IHO er indirekte handelsomkostninger.

BLS Invest årsberetning 2019

Årsberetning 2019

Det forgange år blev endnu et år fyldt med politiske overskrifter, hvor emner som handelskrige og Storbritanniens udtrædelse af EU trak mange overskrifter. På de finansielle markeder var det som helhed et år præget af betydelige positive kursudviklinger, hvor man skulle lede længe i de større aktieindeks for at finde markeder med negativ kursudvikling, og hvor særligt, og nærmest vanen tro, selskaber i USA samt inden for teknologi havde en særlig stærk kursudvikling.

For selskaberne i BLS Invest kan vi generelt se tilbage på et år med god udvikling i omsætning, indtjening og de vigtige frie pengestrømme. Og ligesom forrige år er der et par velkendte navne, som - grundet prisfastsættelse - ikke længere er en del af afdelingerne, mens et par nye selskaber er blevet føjet til porteføljerne.

Og det er vigtigt for os indledningsvis at slå fast, at vi som langsigtede medejere af nøje udvalgte selskaber fortsat ser positivt på muligheden for langsigtet attraktiv værdiskabelse gennem vores selskaber.

Vi er glade for, at foreningens langsigtede afkast fuldt ud lever op til målsætningen om at skabe attraktive absolutte risiko-justerede afkast, der efter alle omkostninger er højere end såvel sammenlignelige investeringsforeninger som de mest sammenlignelige markedsindeks. Bestyrelsen finder stadig, at fokus bør være på det langsigtede afkast efter alle omkostninger, gerne over en ti-årig periode eller længere for at have en tilstrækkelig lang horisont at vurdere afkastet ud fra.

Afkastet efter omkostninger er det resultat, medinvestorer modtager, og favner således bredere og bedre end et isoleret fokus på omkostningerne.

De historiske afkast

Alle rapporterede afkast er af samme grund opgjort efter omkostninger, og inklusive geninvesterede udbytter. Bestyrelsen finder afkastene for både 2019 – men også hvis vi ser på afkastene siden foreningens opstart - meget tilfredsstillende. Historiske afkast er som bekendt ikke en garanti for fremtidige afkast, men alligevel vil vi i de næste afsnit komme omkring, hvordan de historiske resultater har været.

Afdeling Globale Aktier KL opnåede i 2019 et afkast på 30,9 procent, mens Afdeling Globale Akk. opnåede et

afkast på 32,8 procent. Investeringerne i de to afdelinger er identiske, og afvigelserne skyldes således afdelingernes forskellige omkostningsstrukturer.

Siden opstarten af Afdeling Globale Aktier KL d. 30. september 2008 og frem til udgangen af 2019 har afdelingen leveret et samlet afkast på 361,3 procent, svarende til 14,6 procent om året. I samme periode har verdensmarkedet, opgjort ved MSCI AC World, givet et samlet afkast på 193,8 procent, svarende til 10,1 procent om året. Ved en investering på 100.000 kroner ved opstarten, havde værdien i dag således været 461.300 kroner ved en investering i Afdeling Globale Aktier KL, mens verdensmarkedet havde forrentet dette til 293.800 kroner.

Afdeling Globale Aktier Akk. havde en senere opstart, og blev lanceret d. 28. november 2014. Siden da har levetidsafkastet for afdelingen været 109,1 procent svarende til 15,6 procent om året. Verdensmarkedet, igen opgjort ved MSCI AC World, har i samme periode haft et samlet afkast på 63,6 procent, svarende til 10,1 procent om året.

Den ældste afdeling i foreningen, Afdeling Danske Aktier KL, havde i 2019 et afkast på 30,8 procent. Siden opstarten d. 26. februar 2008 har afdelingen haft et samlet afkast på 296,9 procent, svarende til 12,3 procent om året. Over den samme periode har det danske aktiemarked, målt ved KAXCAP, haft et afkast på 181,4 procent, svarende til 9,1 procent om året. Blev der investeret 100.000 kroner ved opstarten på afdelingen, var værdien således blevet til 396.900 kroner ved en investering i afdelingen, mod 281.400 kroner ved en investering i KAXCAP.

Som nævnt var 2019 præget af særdeles høje afkast for langt de fleste større aktieindeks. Ser vi et år tilbage, stod vi ved udgangen af 2018, hvor situationen var omvendt, og ingen større aktiemarkeder havde givet positive afkast. I vores optik bør historiske resultater ikke vurderes på under mindst tre-årige perioder.

Når rådgiver vurderer selskaber og mulige investeringer, vurderes potentialet over længere tid, og det samme bør gøre sig gældende, når der ses på de historiske resultater. Vi informerer glædeligt til vores medinvestorer med halvårlig frekvens, da det er vigtigt for os, at vores medinvestorer er informeret om udviklingen i porteføljerne og selskaberne deri. Når det kommer til afkast, er det dog i vores optik for korte horisonter at vurdere ud fra.

Vores porteføljer

Hvad vi dog vurderer løbende, og gerne taler om, er kvaliteten og prissætningen af vores porteføljer. I rådgivers daglige søgen efter at identificere langsigtede attraktive investeringer vurderes en lang række parametre, nogle kvalitative og nogle kvantitative. Vi diskuterer gerne de kvalitative, som vi vil komme ind på senere i denne beretning, men de mere kvantitative er lettere at liste op og sammenligne med tidligere.

Afkastet på den investerede kapital har siden opstarten været, og er stadig, vores centrale kvalitetsnøgletal. Vi har i tidligere beretninger gået mere i dybden med, hvorfor netop dette nøgletal er centralt for vores rådgiver, BLS Capital, og ligeledes hvordan dette opgøres. Vi kan glæde os over, at kvaliteten af porteføljerne fortsat er høj. For de globale afdelinger er porteføljens afkast på den investerede kapital omkring 49 procent, mens det for Afdeling Danske Aktier er omkring 26 procent.

Selskaberne i afdelingerne er på samme vis kendetegnet ved lav eller ingen gæld, og har således stærke og robuste balancer. Begge porteføljer er stort set gældfrie. Nettogælden udgør i såvel de globale afdelinger som Afdeling Danske Aktier omkring 0,2 gange driftsindtjeningen før af- og nedskrivninger svarende til omkring et kvartals frie pengestrømme. Dette kan sammenlignes med omkring 2 gange driftsindtjeningen før af- og nedskrivninger for MSCI AC World. I mere end en tredjedel af foreningens porteføljeselskaber overstiger de likvide beholdninger en beskedent bruttogæld, hvor Galaxy Entertainmant er det selskab, der skiller sig mest ud, med knap 50 milliarder Hong Kong dollars i gæld svarende til to års driftsindtjening før af- og nedskrivninger eller en femtedel af selskabets markedsværdi.

Den lave gældsætning giver selskaberne en stærk finansiel stabilitet og mindsker afhængigheden af, hvorvidt der er tilgang til kapital i det finansielle system. Dette er i disse år, hvor vi har negative renter i Japan og Europa, og lave renter i USA, muligvis ikke et problem, men vi husker fortsat tydeligt den finansielle krise i 2008 og 2009, hvor selv stærke selskaber ikke kunne tilgå deres kreditter i bankerne.

Den begrænsede gæld betyder desuden, at selskabernes frie pengestrømme i det store hele kan distribueres til aktionærerne gennem udbytte eller aktietilbagekøb eller gemmes til fremtidige ekspansive forretnings tiltag. I rådgivers vurdering af prissætningen på porteføljernes selskaber anvendes den såkaldte frie pengestrømsrente. Dette tal angiver, hvad de forven-

tede årlige frie pengestrømme i selskaberne udgør i procent af markedsværdien. For afdelingerne i BLS Invest ligger dette i omegnen af 4,5 procent for de kommende 12 måneder for såvel Afdeling Danske Aktier som de globale afdelinger.

Vurderet på den frie pengestrømsrente er porteføljernes prissætning ikke meget anderledes, end den var for fem år siden. Rådgiver finder således fortsat selskaberne attraktivt prissat, hvilket skyldes den robuste underliggende vækst i de frie pengestrømme samt løbende omlægninger fra selskaber med mindre attraktivt afkastpotentiale – helst og oftest – som følge af stærke kursstigninger, til selskaber med stærkere risikojusteret afkastpotentiale. Rådgiver ser fortsat et attraktivt absolut afkastpotentiale i alle foreningens afdelinger.

Ændringer i porteføljen

Der har igen i 2019 været mindre udskiftninger i begge porteføljer. I de globale afdelinger er vi i årets løb blevet medejere af den franske luksusproducent Kering, den amerikanske speditør C. H. Robinson Worldwide, den amerikanske dataudbyder og -platform FactSet Research Systems samt den amerikanske bank Wells Fargo. I samme periode har vi forladt ejerkredsen hos sportsbrandet Nike, skønhedsproducenten L'Oréal og den finske elevatorproducent Kone, der alle blev frasolgt grundet en tiltagende høj prissætning. Den schweiziske luksusproducent Richemont er ligeledes frasolgt porteføljen.

Størstedelen af disse udskiftninger skete allerede i første halvdel af året. I efteråret var udskiftningen alene tilkøbet af Wells Fargo, der erstattede Kone i porteføljen, hvor elevatorproducenten havde været i den globale portefølje helt siden opstarten i september 2008. Kone blev frasolgt, da en stigende prissætning, som følge af pæn kursudvikling betød, at rådgiver vurderede det risikojusterede afkastpotentiale større i Wells Fargo.

Den højeste afkastudvikling i 2019 var de amerikanske kreditvurderingsbureauer Moody's og S&P Global, samt skønhedsproducenten Estée Lauder Companies, der havde afkast, inklusive geninvesterede udbytter, på henholdsvis 75, 66 og 64 procent i danske kroner. Eksponeringen til disse er blevet reduceret gennem året. Omlægninger i året har særligt inkluderet, at eksponeringen til selskaber som betalingsnetværket MasterCard, kreditvurderingsbureauerne Moody's og S&P Global, samt den franske luksusproducent LVMH er nedbragt, da de stærke aktiekursstigninger løb pænt foran væksten i de frie pengestrømme. Det er

Ledelsesberetning

værd at bemærke, at rådgiver øgede eksponeringen i MasterCard, Moody's, S&P Global samt LVHM i fjerde kvartal 2018, hvor disse aktier blev hårdt kursmæssigt ramt uden dette efter rådgivers vurdering var baseret på fundamentale ændringer i selskabernes forretningsmæssige kvaliteter.

I Afdeling Danske Aktier blev vi i 2019 medejere af det danske IT-konsulenthus Netcompany, ingrediensproducenten Chr. Hansen, der blev tilkøbt mod slutningen af året, og ALK-Abéllo, der producerer allergiimmun behandlinger. I efteråret genkøbte vi SimCorp på bagkant af kraftige kursfald, efter virksomheden var blevet frasolgt i første halvdel af året.

Afdelingens ejerandel i Danske Bank blev i efteråret afhændet. Afdelingens aktier i Danske Bank blev frasolgt, da rådgiver blev tiltagende skeptisk omkring, hvorvidt ledelsen i Danske Bank ville agere som markedsleder og foretage de rette valg for at genoprette rentabiliteten i banken og dermed få forrentningen af egenkapitalen tilbage på et tilfredsstillende niveau over de kommende år.

Afdeling Danske Aktiers højeste afkast kom fra speditøren DSV Panalpina, softwareudvikleren SimCorp og regionalbanken Ringkjøbing Landbobank, der havde afkast på henholdsvis 80, 72 og 55 procent, inklusive geninvesterede udbytter.

Vi har i tidligere år beskrevet dybere, hvordan udsving i aktiekurserne på vores selskaber kan aflede omlægninger i porteføljen. I 2019 har vi dog oplevet lavere kursudsving mellem vores selskaber, og derfor har handelsaktiviteten i de globale afdelinger været betydeligt lavere end eksempelvis i 2018 og i de foregående år. For afdelingen danske aktier var handelsaktiviteten i 2019 på niveau med 2018.

Nøje udvælgelse af alle selskaber

Porteføljerne i BLS Invest sammensættes på baggrund af rådgiver BLS Capitals vurdering af forretningskvalitet, forudsigelighed og robusthed i den forventede fremtidige værdiskabelse samt det absolutte afkastpotentiale i hvert enkelt porteføljeselskab. Dette kaldes en "bottom-up" tilgang, da det hele skabes fra bunden i udvælgelsen af selskaberne.

Der tages ikke højde for hverken såkaldte "benchmarks", sektorinddelinger eller popularitet. Intet selskab finder vej til foreningens porteføljer, hvis ikke rådgiver finder, at der er et attraktivt absolut risikostyret afkastpotentiale i *hvert* selskab.

Dette har da også været medvirkende til, at de globale porteføljer i dag har en lavere eksponering til amerikanske selskaber, end det har været tilfældet siden opstarten på afdelingerne – nu svarende til knap 40 procent af de globale porteføljer. Nordamerikanske aktier, og særligt selskaber i USA, var ellers der, hvor afkastene var højest i 2019, og det havde således været gavnligt for afkastet, hvis eksponeringen havde været større.

På samme vis kunne man argumentere for, at de globale porteføljer burde have haft en lavere eksponering mod selskaber noteret i Hong Kong eller på børsen i London.

Men sådanne argumenter holder kun, hvis man driver en investeringsforening under navnet Hindsight Invest ("Bakspejlet Invest"), og man var i besiddelse af en trylleformular, hvor man kunne sammensætte sin portefølje i bagklogskabens uendeligt klare lys.

Desværre er vi eller rådgiver hverken alkymister eller i besiddelse af bagklogskabens klare lys, når der skal træffes investeringsmæssige beslutninger. Rådgiver skeler aldrig til markedssammensætning i opbygningen af porteføljerne i BLS Invest, og siden opstarten er størstedelen af forskellen på afdelingernes afkast og de brede markedsafkast drevet af den velovervejede selskabsudvælgelse, mens fordelingen mellem sektor-eksponeringer har haft et forholdsvis begrænset positivt bidrag.

Vores investeringer i Hong Kong-noterede virksomheder inkluderer livsforsikringsselskabet AIA, kuffertproducenten Samsonite, samt de to kasinooperatører Sands China og Galaxy, der ligger på øen Macau, der er en specialadministreret region i Kina. Siden BLS Capital udsendte sit halvårsbrev i oktober, er den asiatiske middelklasse vokset med omtrent 75 millioner borgere. Denne udvikling forventes at fortsætte mod en forventet asiatisk middelklasse på 2,7 milliarder mennesker i 2025, hvilket forventes at være 3 ud af 4 af den globale middelklasse.

De 75 millioner ville i sig selv være blandt verdens mest befolkede lande og næsten på størrelse med befolkningen i Tyskland. Vi ser frem til, at mange af disse vil bidrage til værdiskabelsen i en række af vores selskaber, ikke kun i de fire Hong Kong noterede selskaber, men også i vores mange andre selskaber, der er positivt eksponeret til forbrug i Kina og Sydøstasien, såsom luksusproducenterne LVMH og Kering, samt skønhedsproducenten Estée Lauder Companies

og kaffekæden Starbucks.

Hong Kong har i 2019 været hyppigt omtalt grundet det politiske forhold med Kina, og der har siden foråret været store demonstrationer i regionen. Vi har alene set begrænset tegn på afmatning i væksten hos vores selskaber afledt af urolighederne. Der har været et markant fald i antallet af rejsende til Hong Kong. De tidligere tilrejsende kinesiske forbrugere lader til at have foretaget deres køb andetsteds, hvorfor der har været en fortsat pæn vækst for størstedelen af vores selskaber i området.

Kasinøen Macau havde i 2019 en fremgang i antallet af besøgende på 10 procent, og i overkanten af 39 millioner rejste således til Kinas svar på Las Vegas. Der var en vækst på knap 10 procent i kasinoomsætning for massemarkeder. Dette segment skaber mellem 80-90 Hong Kong dollars for hver 100 Hong Kong dollars i indtjening på øen. BLS Capital er uændret positive omkring den fremtidige indtjeningsevne og den fortsat voksende efterspørgsel efter at besøge øen.

Aktiv eller passiv

Debatten om aktiv og passiv forvaltning fortsatte igennem 2019 med historier om, hvor markant lavere omkostningerne ved passiv forvaltning er i forhold til aktiv forvaltning, ligesom det oftest pointeres, hvilken andel af aktive forvaltere der klarer sig bedre eller dårligere end et givent aktieindeks. Hvis det, som det ofte beskrives i medierne af diverse såkaldte "eksperter", kan lade sig gøre systematisk at klare sig værre end et givent aktieindeks, må det jo også kunne lade sig gøre at klare sig bedre, også efter omkostninger. Aktieindeks må jo alt andet lige være gennemsnittet af så godt som alle noterede selskaber.

BLS Invest og rådgiver BLS Capital er begge stiftet grundet en overbevisning om, at der kan skabes langsigtede afkast, der efter alle omkostninger er højere end det/de generelle markedsindeks. I vores optik er dette også bevist gennem foreningens levetid. Der er i vores optik en række aspekter, der oftest overses i debatten om aktiv og passiv.

Som deltagere ved foreningens generalforsamling og rådgivers årsmøde vil kunne genkende, har vi i en række år rapporteret, hvad der kaldes "active share". Active share beskriver i korte termer, hvor meget en portefølje afviger fra et givent aktieindeks. Jo lavere active share, jo mere minder sammensætningen af porteføljen om aktieindekset.

Dette betyder samtidig, at der er en mindre del af

porteføljen, der kan skabe afkastafvigelse fra markedsafkastet, hvad enten det er positivt eller negativt. Hvis en porteføljes active share er omkring 40 procent, skal disse 40 procent skabe afkast til at dække omkostninger og mere til, hvis porteføljens afkast efter omkostninger skal være højere end markedets.

Beregningen kan således føres videre, og hvis porteføljens omkostninger er omkring 1,5 procent, skal de 40 procent af porteføljen for sig selv skabe et afkast, der er knap 4 procent højere end markedsafkastet alene for at dække omkostningerne. Hvis active share i stedet var 60 procent, skal merafkastet på denne andel af porteføljen være omkring 2,5 procent.

Det er således klart, at jo mindre aktivt en portefølje er forvaltet, jo sværere er det at opnå et højere afkast end et aktieindeks. Lave active shares og høje omkostninger er således en særdeles skidt kombination i jagten på langsigtede merafkast. For de globale afdelinger er active share mere end 96 procent, mens det er omkring 60 procent i Afdeling Danske Aktier. Dette er højest blandt alle bredere danske foreninger med fokus på danske aktier. Grundet et koncentreret danske aktiemarked er mulighederne for en højere active share begrænset. Alene tilvalget af Novo Nordisk til en portefølje vil mindske active share til 91 procent, grundet selskabets vægt på knap 10 procent i det brede KAXCAP.

Mens passive investeringer opnår et markedsafkast, fratrukket et mindre honorar, er der ingen stillingtagen til, hvilke aktiver der investeres i. Dette er som sådan en del af ordet passiv – man forholder sig ikke til noget, og man investerer blindt i den sammensætning, et indeks har. Der kan findes flere eksempler på virksomheder med åbenlys værdidestruktion, der grundet deres markedsværdi og omsætning har været en del af større markedsindeks.

Passive investeringer er i sin natur baseret på historiske kursudviklinger. En højere prissætning vil alt andet lige betyde en højere markedsværdi, og en højere markedsværdi relativt til et indeks' resterende medlemmer vil betyde en højere andel af indekset. Denne højere andel vil betyde, at det højere prissatte selskab vil udgøre en større andel af markedsvægtede indeksfonde og såkaldte ETF'er.

Fremgangen i kapital investeret i ETF'er har taget særlig fart over det seneste årti, og med tanke på, hvordan virksomheder med stigende prissætning gradvist udgør mere af markedsindekset, ville det være interessant, hvilken effekt den stigende indeksering

ville have haft på IT-boblens brist ved indgangen til dette årtusinde. Det er vel ikke uden hold i virkeligheden at tænke, at det kunne have forværret situationen, hvis passive investeringer havde kontrolleret større dele af kapitalen.

Investeringer bør være en fremadskuende aktivitet, og hvordan investeringer skal fordeles mellem selskaber, bør afhænge af, hvordan markedsværdien afspejler den fremtidige værdiskabelse eller ej, og ikke alene være baseret på om kursudviklingen har været hurtigere eller langsommere end de resterende selskaber. Ved at investere passivt forholder man sig således ikke til, hvad man egentlig køber – og man køber derfor i realiteten revl og krat.

En stigende andel af passive investeringer forekommer at være inkonsistent med stigende fokus på miljørigtige eller bæredygtige investeringer og aktivt ejerskab. Ved at købe revl og krat gennem ETF'er erhverves også betydelige ejerandele i olie- og gasselskaber, mineselskaber, og lignende. BLS Invest moraliserer ikke, men ønsker at investere i ansvarlige selskaber, der driver, og vil drive, langsigtede og værdiskabende forretninger, også om 10 eller 15 år. Dette vil i sin natur være selskaber af en vedblivende karakter og med en strategi om vedvarende, systematisk værdiskabelse. BLS Invest er ikke investeret i selskaber inden for olie og gas, samt minedrift.

Når der foretages en investering i MSCI Europa bliver omkring 10 ud af 100 kroner investeret i europæiske banker, hvilket ikke som helhed er en sektor med dokumenteret evne til værdiskabelse. Siden 2009 har den gennemsnitlige forrentning af egenkapital således blot været lige over fem procent, og banksektorens årlige afkast har alene været 0,6 procent, hvilket kan holdes op mod 8,4 procent for MSCI Europa som helhed og 11,4 procent for det brede verdensmarked, opgjort ved MSCI AC World, i danske kroner.

At den europæiske banksektor er prisfatsat markant under sektorens bogførte egenkapital er der efter rådgivers vurdering således en rigtig god grund til - i lyset af den systematiske værdidestruktion. Og den lave prisfatsættelse er næppe et udtryk for et godt tilbud samt en attraktiv "uopdaget" langsigtet mulighed for betydelige fremtidige afkast.

Ringkjøbing Landbobank, som i mange år har været en del af vores danske afdeling, har en egenkapitalforrentning på 14 procent og har i samme periode skabt et årligt aktieafkast på knap 18 procent.

Når det kommer til passive obligationsinvesteringer, er det næsten værre endnu, så at sige, og måske mere illustrativt. Andelen af et obligationsindeks, der udgøres af et selskab eller land, afhænger af summen af de udestående obligationer. Dette betyder, at selskaber med størst obligationsgæld kan udgøre en større andel af indekset, end virksomhedens størrelse opgjort på indtjening, omsætning eller aktiemarkeds-værdi. Vægtningen i indekset beror således ikke nødvendigvis på udstedernes betalingsevne. Der kan derfor opnås en uønsket, større eksponering mod selskaber og sektorer, hvis løbende drift er underskudsgivende og derfor har brug for gældsfinansiering. Da ETF'er kan sammensættes på forskellig vis, kan det specifikke valg af obligations ETF betyde en utilsigtet lav vægtning imod teknologi eller andre kontantrige selskaber, og en betydelig vægtning inden for energiselskaber og selskaber som er kontrolleret at Private Equity eller selskaber med større gældfinansierede opkøb.

Farma-industrien under pres

Farmaceutiske virksomheder kunne kursmæssigt ikke følge med verdensmarkedet i 2019 og havde således et afkast på knap 24 procent i danske kroner. Der er mange grunde til dette, men et amerikansk fokus på medicinalpriser og valgkampsrhetorik er efter alt at dømme med til at påvirke dette. Den danske diabetes- og fedmebehandler Novo Nordisk, der er at finde i begge foreningers porteføljer, havde i 2019 dog en kursudvikling, der flugtede med det globale aktiemarked, og således var bedre end farmasektorens kursudvikling.

Prispresset har da også ramt en betydelig del af produktporteføljen hos Novo Nordisk og har været stærkt begrænsende for væksten på det Nordamerikanske marked. Volumenvækst og pæne erobringer af markedsandele i de produktsegmenter, som Novo Nordisk konkurrerer i, har stort set neutraliseret et godt 15 procents prispress inden for insulin. Væksten i lokale valutaer på det Nordamerikanske marked, hvilket er så godt som lig USA i denne sammenhæng, var i 2018 og 2019 begrænset til at være henholdsvis tre og en procent.

Dette skjuler dog de underliggende udviklinger, hvor Novo Nordisk flytter sig fra at være en insulinkæmpe til i stedet at have de største vækstmuligheder fra det hurtigt voksende og interessante marked for præ-insulin kaldet GLP-1. De solgte mængder på dette marked vokser med godt 25 procent om året, og markedsdynamikken med to stærke aktører, hvor amerikanske Eli Lilly er den anden, er befordrende for en

Ledelsesberetning

god værdiudvikling. Novo Nordisk sidder på omkring 52 procent af markedet, og vinder markedsandele grundet den ugentlige behandling kaldet Ozempic, der har en ledende klinisk profil kombineret med det bejlige i alene at skulle stikke sig en gang om ugen fremfor dagligt. Ozempic har i starten af 2020 fået dokumentation for at kunne reducere risikoen for hjertekarsygdomme, hvor der ofte opstår følgesygdomme med diabetes.

Den aktive farmaceutiske ingrediens i Ozempic er også kernen bag det nylancerede orale GLP-1 kaldet Rybelsus, der glædeligt blev godkendt af de amerikanske myndigheder i september 2019. Ved at lancere en tablet opnår Novo Nordisk adgang til omkring 60 procent af det amerikanske marked, som de ikke er til stede på i dag. Dette er Novo Nordisks første tablet-baserede GLP-1 behandling. BLS Capital har store forventninger til Rybelsus. GLP-1 franchiset vil således efter alt at dømme stå for klart størstedelen af de kommende års salgs- og indtjeningsvækst hos den danske markedsleder.

Foruden den blodsukkerdæmpende effekt af GLP-1 har såvel den tidligere markedsledende præ-insulin Victoza som føromtalt Ozempic interessante muligheder i behandlingen af fedme. Victoza, under produktnavnet Saxenda, er allerede i dag markedsledende i fedmebehandlingen, hvor brugerne kan opnå vægttab i omegnen af seks til otte procent af kropsvægten. Typisk ses dog et forløb, hvor patienterne stopper behandlingen efter fire måneder, hvor vægtreduktionen er aftagende. Med den farmaceutiske ingrediens fra Ozempic kan der ses vægttab på omkring 16 procent af kropsvægten, og progressionen i vægttabet er længerevarende og som minimum over 52 uger, baseret på de til dato offentliggjort data. Der er særdeles langsigtede attraktive muligheder på dette behandlingsområde, hvor Novo Nordisk voksede med mere end 40 procent i 2019.

Novo Nordisk er ligeledes begyndt at realisere en større andel af potentialet uden for Nordamerika, hvilket i virksomheden køres under en paraply kaldet International Operations. International Operations, IO, har i mange år haft stabile vækstrater på omkring 4-6 procent om året, men denne vækst har accelereret gennem de to seneste år, først med 7 procent i lokale valutaer i 2018 efterfulgt af 11 procent i 2019. Denne brede geografiske region forventes i de kommende år at vokse i højeste ende af målsætningen om 6 til 10 procent om året og udgør godt halvdelen af gruppens omsætning. Vi ser de højere vækstrater i IO som et tegn på en ændring i den strategiske tilgang under

administrerende direktør Lars Fruergaard Jørgensen. Bagsværd-virksomheden har nu en mere decentraliseret og tilpasset markedsstrategi, hvilket vi anser som positivt for Novo Nordisk, da ledelsen i højere grad lader de markedsansvarlige udnytte potentialet i produktporteføljen.

Rådgiver ser en begrænset risiko for drastiske ændringer i det amerikanske system, således at det kommer til at minde om eksempelvis det danske system med offentlige sygesikringer og stærkt regulerede priser. Rådgiver forventer dog, at insulinpriserne på det amerikanske marked vil være under fortsat pres, men at Novo Nordisks stærke position inden for præ-insulin bør have en tilpas stærk vækst til mere end at udligne presset på insulinforretningen, således at Nordamerika igen vil have solide positive vækstrater.

Produktionsomkostninger per solgt enhed er forholdsvis lave, og udgør for hele Novo Nordisk omkring 17 procent af omsætningen, hvorfor den såkaldte bruttomargin er omkring 83 procent. Med udsigt til at Novo Nordisk kan levere en høj en-cifret omsætningsvækst om året kombineret med det omtalte indtjeningsniveau, ser vi gode muligheder for stærk vækst i driftsindtjeningen, der udgør omkring 43 procent af omsætningen.

Dette høje niveau er endda på et tidspunkt, hvor Novo Nordisk er i en investeringsfase. Investeringerne i forskning og udvikling forventes at vokse en tand hurtigere end omsætningen for de kommende år, og med lanceringen af Rybelsus investeres der betydeligt i salgsorganisationen og andre markedsføringsaktiviteter. Når dette kombineres med, hvad rådgiver anser som en yderst konservativ omkostningsindregning og ingen opgørelse af ekstraordinære omkostninger, afspejler det nuværende indtjeningsniveau ikke til fulde selskabets indtjeningsevne.

Anlægsinvesteringer har de seneste tre år været øget, blandt andet grundet opbygningen af øget GLP-1 produktion i USA, og forventes at falde tilbage til et niveau i underkanten af fem procent af omsætningen igen. Novo Nordisks chef for produktion, Henrik Wulff, kæmper endda med at skulle finde projekter at investere i, da produktionen er så effektiv, at han ikke kan se et scenarie, hvor der skal investeres i opbyggelsen af nye produktionsbånd. Novo Nordisk har et afkast på den investerede kapital på imponerende 85 procent.

Rådgiver forventer, at Novo Nordisk i de kommende

år vil kunne være tilbage til at have en høj en-cifret vækstrate i omsætning og driftsindtjening, hvilket kombineret med løbende aktietilbagekøb kan resultere i to cifrede vækstrater i indtjeningen per aktie. Novo Nordisk konverterer så godt som hele indtjeningen til frie pengestrømme, der udgør 4,5 procent af markedsværdien. Disse pengestrømme returneres til medejerne gennem udbytter og aktietilbagekøb, svarende til et direkte udbytteafkast på godt to procent, og yderligere to procent i aktietilbagekøb.

Negative renter

I Europa lever vi i dag i et pengepolitisk eksperiment, hvilket vi finder er den bedste måde at beskrive de negative renter, der er indført af centralbanker i eksempelvis Danmark og Schweiz samt den europæiske centralbank, ECB. Indlånsrenten i ECB blev første gang negativ i juni 2014, og renten er siden da kun sat yderligere ned, uden at der indtil videre er indikationer på, at det har ført til den øgede økonomiske aktivitet eller højere inflation, der har været formålet. Tilbage i august var der globalt set obligationer med negative renter til en samlet værdi af 17 billioner amerikanske dollars, og ingen tyske statsobligationer havde positive effektive renter. Dette er en smule lavere i dag, men estimeres fortsat at være mere end 13 billioner dollars.

For at sætte det i perspektiv svarer det nogenlunde til størrelsen på Kinas årlige bruttonationalprodukt.

Helt rationelt er det da også svært at forholde til sig motivationen bag negative renter. Hvis man forholder sig alene til udlånsmekanismen, svarer negative renter til, at man låner sin kapital til andre, og endda betaler dem for det – pengene er altså mindre værd for långiveren, end det beløb, der står. Hvornår dette økonomisk set kan betale sig, står vi undrende over for. Det er for rådgiver svært at forstå, hvilket rationelt privat individ som vil allokere egne midler til en europæiske obligation med et negativt forventet afkast, når det i princippet var en bedre forretning at grave kontanter ned i baghaven. Den meget lempelige rentepolitik er efter alt at dømme med til at skabe en mere irrationel allokering af kapital, hvilket på mange måder svarer til, hvad vestlige nationer gennem en årrække kritiserede kinesiske selskaber for.

Konsekvenser for bankerne

For det finansielle system er konsekvenserne betydelige. Den europæiske banksektor er under særdeles hårdt pres for blot at fastholde indtægterne, da kombinationen af meget lave renter og begrænset økonomisk aktivitet betyder lav eller ingen udlånsvækst. I

Danmark og andre europæiske lande er der ligeledes politisk diskussion om, hvorvidt bankerne skal have lov til at føre de negative indlånsrenter videre til privatkunder. Hvis ikke bankerne kan skubbe de negative renter over på bankens kunder, vil det ødelægge transitionsmekanismen fra centralbanker til banker og videre til bankens kunder. Det er afgørende, at bankerne kan tilpasse renteniveauerne til, hvordan renterne i centralbankerne udvikler sig, og hvad indeståender i centralbanken koster dem.

Det svarer til, at det for et produktionsselskab ikke skulle være tilladt at hæve sine priser som følge af stigninger i råvareomkostningerne.

I Danmark er den gennemsnitlige forrentning af egenkapitalen i de større banker helt nede omkring seks procent, hvilket er lavere end kapitalomkostningerne og dermed destruerer banksektoren som helhed værdi. Vi ser systemiske problemstillinger, hvis ikke banksektoren formår at hæve rentabiliteten til som minimum ikke at være værdidestruerende.

Den samlede eksponering mod selskaber i finanssektoren er høj i foreningens porteføljer, hvilket dog ikke skyldes eksponeringen til banker. Foreningens finansielle eksponering er hovedsageligt imod finansielle services og forsikring, hvor forrentningen af kapitalen er høj, ligesom stabiliteten og forudsigeligheden i indtjeningen og de frie pengestrømme er det.

Trods de sektorbrede udfordringer er Ringkjøbing Landbobank fortsat en succeshistorie i den danske og europæiske banksektor. Fra sit hovedsæde i det vestjyske formåede Landbobanken gennem sin kompetente ledelse og fokuserede bankdrift at skabe fortsat udlånsvækst på seks procent i 2019, der har ført til stigende nettorentindtægter trods et fald i nettorentemarginalen. Yderligere formår ledelsen at drive banken mærkbart mere omkostningseffektivt, hvor omkostningerne for hver 100 indtægtskroner er mellem 15 og 20 kroner lavere end for de øvrige største danske banker.

Banken har længe været en del af Afdeling Danske Aktier og blev i efteråret 2018 ligeledes tilkøbt de globale porteføljer. Mens europæiske banker, opgjort ved MSCI Europæiske Banker, over de seneste tre år har haft et negativt afkast på tre procent, har Landbobanken i samme periode haft et afkast på 24 procent – om året, vel at mærke, og et afkast på 55 procent i 2019. Det er et samlet afkast på 89 procent.

Vi og rådgiver er generelt skeptiske omkring investere

ring i banker, men har over de seneste år set øgede muligheder for attraktive investeringer i industrien. Rådgiver finder, at det generelle sektorpres, som følge af ovenstående faktorer, skygger for nogle af de værdiskabende banker, der trods alt findes i markedet. Landbobanken er et eksempel i Danmark, hvor rådgiver BLS Capital ligeledes tidligere havde tiltro til, at Danske Bank ville kunne opretholde en acceptabel rentabilitet grundet positionen som markedsleder. Ledelsen i banken formår dog ikke at agere på denne position, og banken er derfor ikke længere at finde i porteføljen, som det tidligere er beskrevet.

Den amerikanske banksektor er som helhed i betydeligt bedre form, end det er tilfældet i Europa. Der blev i 2019 tilkøbt ejerandele i den amerikanske bank, Wells Fargo. Prissætningen på Wells Fargo er blevet tiltagende attraktiv, da en bankskandale efter BLS Capitals vurdering har ført til et midlertidigt overnormalt omkostningsniveau, hvorfor det egentlige værdiskabespotentiale ikke stråler igennem. I 2019 udgjorde driftsomkostningerne exceptionelle 67 procent af bankens indtægter, hvilket er pænt over den tidligere målsætning om et niveau mellem 55 og 59 procent, og hvor Wells Fargo for tre år siden lå forholdsvis stabilt på 58 procent. Rådgiver kan ikke se tegn på, at der skulle være langsigtede ændringer i omkostningsambitionerne i banken, hvor en stor andel af detailbank er positivt for den potentielle omkostningseffektivitet.

Det er forventningen, at Wells Fargo vil komme tilbage til en forrentning af kerneegenkapital på mere end 17 procent, som de også tidligere har leveret igennem en årrække. Til sammenligning var dette nøgletal omkring 19 procent for den største amerikanske bank, J.P. Morgan Chase, i 2019. Typen af bankforretninger i Wells Fargo er fordrende for en sammenlignelig rentabilitet, hvortil banken er overkapitaliseret med en kernekapitalsprocent på omkring 11,5 procent mod ledelses mål på omkring 10-10,5 procent.

Alene ved at udlatte overkapitaliseringen til medejerne gennem aktietilbagekøb vil Wells Fargo komme et procentpoint nærmere kapitalafkastmålsætningen. Trods det nuværende overnormale omkostningsniveau var forrentningen af egenkapital, eksklusiv immaterielle aktiver, 13 procent i 2019, og dermed fortsat værdiskabende. Wells Fargo er i dag prissat omkring 1,3 gange kerneegenkapitalen, og rådgiver finder, at den langsigtede værdiskabelse og stabilitet er mærkbart undervurderet på dette niveau. Det årlige udbytte udgør omkring fire procent af markedsværdien, hvortil banken tilbagekøbte ti procent af egne aktier

gennem det forløbne år og hvor aktietilbagekøbene også i 2020 vil være massive.

Mens skandalen i rådgivers optik var et udtryk for en ukontrolleret salgskultur, findes værdierne i Wells Fargo i et stærkt privatbank-brand, og en balance med industriledende detailindeståender. Indeståender fra privatkunder er en attraktiv finansieringskilde til udlån, da renten på disse er betydeligt lavere end ved kapitalmarkedsfinansiering eller indestående fra virksomheder. Wells Fargo betalte under 0,1 procent for disse 600 milliarder dollars i detailindeståender indtil for knap to år siden, hvilket er en meget attraktiv pris for finansiering.

Yderligere er der ikke tegn på, at kreditkulturen i Wells Fargo har lidt knæk, og det er værd at bemærke, at selv gennem den finansielle krise i 2008 og 2009 havde Wells Fargo overskud, som de har haft det i alle år siden 1987.

Jagten på højere risiko

De lave renter har ligeledes ført til, at der er sket betydelige skift i aktivallokeringen hos særligt europæiske fonde og pensionskasser, da det forventede afkast på obligationsinvesteringer er utilfredsstillende lavt. I jagten efter højere afkast ses der tegn på, at investorerne bevæger sig længere ud på risikokurven for at finde afkastpotentiale, herunder voksende allokeringer til mere illikvide og uigennemsigtige papirer som private debt og private equity, samt kapitalfonde og såkaldt venture capital, hvor der investeres i virksomheder i den helt spæde opstart.

I sidste års beretning beskrev vi i denne sammenhæng den japanske SoftBank kontrollerede Vision Fund, og de umiddelbart forestående børsnoteringer af transporttjenesterne Uber og Lyft. Vi redegjorde for, at vi havde svært ved at se de reelle værdier, der skulle understøtte markedsværdier på hver op imod 100 milliarder amerikanske dollars, vel og mærke værdier opgjort på det unoterede marked.

Det er værd at notere sig, at den kombinerede markedsværdi af de to selskaber i dag er under 65 milliarder dollars. Det er selvfølgelig lavere end tidligere værdier opgjort i transaktioner før børsnoteringerne, men i rådgivers optik er det også i dag svært at relatere markedsværdierne og den manglende underliggende værdiskabelse i virksomhedernes nutidige drift.

Den stærkt underskudsgivende kontorudlejningsplatform WeWork var et andet eksempel herpå. Japanske SoftBank, der står bag den omtalte Vision Fund, har

Ledelsesberetning

sidste år indskudt kapital i WeWork, på hvad der svarede til en værdiansættelse på 45 milliarder dollars. Herefter ejede denne Vision Fund mere end 30 procent af WeWork. WeWork stod i 2019 over for en børsnotering. Denne børsnotering blev dog aldrig til noget, da der end ikke kunne opnås en børsnoteret markedsværdi på 15 milliarder dollars.

Et andet af SoftBanks porteføljeselskaber er indiske OYO, der er en hotelplatform, hvor mindre uafhængige low-end hoteller kan kobles på platformen i et forsøg på at øge rentabiliteten. Hotellerne bliver omdøbt til OYO uden at foretage større ændringer i hotellerne. Baseret på rapporter indgår OYO oftere og oftere aftaler, hvor der garanteres et årligt minimumsbeløb til ejerne af hotelejendommene, hvilket skaber en betydelig finansiel risiko for OYO og usikkerhed, når markederne er absolut mest udfordret. Vi følger udviklingen i OYO, da det britiske hotelnetværk Intercontinental Hotels Group (IHG) er en del af de globale porteføljer i BLS Invest.

Baseret på seneste transaktioner er markedsværdien på OYO omkring 10 milliarder amerikanske dollars – vel og mærke baseret på handler mellem private fonde på det unoterede marked.

En sammenligning er her interessant, da den offentlige markedsværdi på IHG, der som nævnt er en del af vores globale portefølje, er knap 12 milliarder dollars. Der er således alene en forskel på 2 milliarder dollars på de to selskaber.

Det er ikke kun på markedsværdien, at der er en forskel på to milliarder dollars. For mens driftsindtjeningen i IHG i 2019 var omkring 850 millioner dollars, havde OYO et underskud på 1,3 milliarder dollars – den indiske platform, OYO, tjente altså to milliarder dollars mindre end det britiske hotelnetværk, og uden en tydelig vej til overskud. Finansieringen af disse umiddelbart vedvarende underskud skal findes et eller andet sted, hvorfor der fortsat vil være brug for kapital fra risikosøgende investorer.

Det er ikke fordi, at rådgiver ikke kan se latente værdier i dele af hotelindustrien. BLS Invest er fortsat glade medejere af den britiske hotel-franchisegiver IHG.

Hotelnetværket IHG

Godt nok er det et britisk domicileret og noteret selskab, men IHG henter mere end 70 procent af de frie pengestrømme fra USA og har en markedsledende position i Kina. Der er knap 900.000 værelser og om-

trent 5.000 hoteller i IHGs netværk. Ingen af dem bærer navnet IHG, men gæster vil i stedet se genkendelige brands som Holiday Inn Express, Holiday Inn, Crowne Plaza, Avid, Kimpton, Six Senses eller Intercontinental. IHG ejer alene fysisk 12 af disse hoteller, hvorimod resten er baseret på franchisekontrakter. Franchisetagerne er således ejere af de hotelbygninger, der udgør IHGs netværk. Omsætningen i IHG består således af franchisegebyrer, der udgør omkring fem procent af hotelomsætningen i netværket. Mens hotelejere har svært ved at opnå afkast på den investerede kapital på mere end 10 procent, er dette kvalitetsnøgletal mere end 100 procent hos IHG.

Grunden til den høje rentabilitet skal findes i, at vækst for IHG ikke kræver anlægsinvesteringer. Faktisk er der i dag udviklingsprojekter for mere end 50 milliarder dollars i IHGs pipeline, der over de kommende fire til fem år vil bidrage til højere indtjening i IHG, uden at dette bogstaveligt talt kræver en dollar i anlægsinvesteringer fra selskabet. I tillæg til franchisegebyrerne betaler hotelejerne i IHGs netværk omkring tre procent om året til en såkaldt "systemfond". Denne systemfond finansierer forretningsudvikling, markedsføring samt IT-udvikling.

Resultatet af dette er faktisk, at IHG så godt som intet skal betale for at opbygge brands, udvikle IT-systemer eller åbne nye hoteller – men når disse er bygget på baggrund af andres finansiering, bidrager det til indtjeningen og værdiskabelsen i IHG. Det er da fantastisk.

Men hvorfor ønsker uafhængige hotelejere at blive franchisetager hos IHG eller de to andre store, globale kæder Marriott og Hilton? Der er betydelige økonomiske fordele, og afkastet på den investerede kapital for hotelejerne vil typisk kunne fordobles eller mere fra mindre tilfredsstillende 3-5 procent. Som en del af kæderne vil andelen af udlejede værelser typisk være højere, hvilket er betydende for en hotelejer, hvor driftsomkostningerne er domineret af faste omkostninger, og hver ekstra dollar i omsætning fører til stigende indtjeningsniveauer. Økonomien forbedres ligeledes af kædernes mulighed for at udnytte størrelsen i forhandlingen med såkaldte online rejseagenter, for eksempel Hotels.com. For uafhængige hoteller kan disse rejseagenter ofte kræve op imod 30 procent af den værelsespris, hotellerne sælger reservationer for, og disse agenter kan udgøre op mod halvdelen af hotellernes reservationer.

Ved at være en del af IHG kan denne omsætningsdeling i gennemsnit nedbringes til 10 procent, og ande-

Ledelsesberetning

len af værelser gennem portalerne kan nedbringes til omkring 15 for hver 100 udlejede værelser. Det er en økonomisk forskel, der kan mærkes hos franchisetagerne.

Stabiliteten og forudsigeligheden i IHG er høj. Ved at udbyde franchisekontrakter er de variable omkostninger meget begrænsede, og indtjeningen vil vokse hurtigere end omsætningen, når netværket vokser som i IHG. Mens driftsindtjeningen i dag udgør omkring 53 dollars for hver 100 dollars i omsætning, forventes dette niveau at stige med omkring 1 dollar om året de kommende ti år.

Kontrakterne i IHG er lange, typisk omkring 20 år. Når et hotel er åbnet, er det forholdsvis lige til at beregne den forventede fremtidige indtjening. Antallet af nye værelser forventes at vokse godt fem procent om året som følge af en hurtigt voksende pipeline af allerede indgåede aftaler om kommende åbninger. Denne pipeline består af 260.000 værelser til at supplere de allerede knap 900.000 åbne værelser svarende til 30 procents vækst. Grundet de lange kontrakter på omkring 20 år kan nutidsværdien af hotellerne i pipelinen opgøres med forholdsvis stor sikkerhed, og rådgivers udregninger viser, at indtjeningen fra de uåbnede værelser kan være i omegnen af 250 millioner dollars om året, hvilket i sig selv vil øge indtjeningen i IHG med knap 30 procent. Grundet fraværet af kapitalbindinger bliver hele indtjeningen til frie pengestrømme. De årlige frie pengestrømme udgør i underkanten af fem procent af markedsværdien på IHG.

Det kan godt være, at OYO en dag vil være indtjeningsgivende og værdiskabende, men filosofien i BLS Invest er at identificere velafprøvede forretninger med en veldokumenteret evne til at skabe værdi. Denne test kan OYO ikke bestå, men det kan IHG i høj grad.

Ledelseskvalitet står højt på vores liste over mindre målbare punkter, som definerer kvalitetsselskaber. IHG har en stærk kultur, hvor ledelsen er fremadskudende med fokus på de centrale værdidrivere. Administrerende direktør Keith Barr har været i IHG i mere end 20 år, ligesom finansdirektør Paul Edgecliffe-Johnson har været der i 15 år. Det minder lidt om Hotel California fra Eagles: You can check out any time you like, but you can never leave!

Teknologi er en drivkraft bag øget effektivitet i hotelreservationer, og et fokuspunkt for ledelsen. IHG har et loyalitetsprogram med 100 millioner medlemmer, hvilket giver et særdeles attraktivt datasæt, som franchisetagerne i IHG kan udnytte gennem algoritmer,

der kan assistere i at estimere forventet efterspørgsel og yderligere hjælpe hotelejerne til at fastsætte sine priser. Hvornår skal et værelse forsøges solgt til fuld eller nedsat pris, og hvilke salgskanaler skal det gå igennem.

Vores selskaber gavnnes af teknologi – også uden at udvikle det

Virksomhederne i vores porteføljer har i gennemsnit eksisteret mere end 100 år. Det er således velafprøvede forretningsmodeller, der har bestået tidens prøvelser, og vist sig i stand til at skabe markante og forudsigeligt voksende frie pengestrømme. Det er dog også virksomheder, som løbende tilpasser sig deres omgivelser – hvad enten det er i form af strukturelle ændringer på de markeder, hvor de opererer, eller mere interne forhold som kunne være et konstant fokus på at optimere driften og de tilknyttede kapitalbindinger.

Vores selskaber er generelt supporteret af mulighederne ved forbedret teknologi og automatiserede processer. BLS Capital har en stor tro på, at en øget brug af teknologi, herunder software og IT, for en lang række selskaber kan forstærke de konkurrencemæssige fordele og styrke indtrængningsbarriererne mod nye konkurrenter. Det betyder dog ikke, at teknologiselskaber fylder en betydelig del af vores porteføljer. Det hænger sammen med, at vi på mange segmenter inden for teknologi enten ikke ser os i stand til at udpege fremtidens vindere, eller ikke ser attraktivt afkastpotentiale på baggrund af en høj prissætning. Vores investeringsfilosofi sætter mere pris på én fugl i hånden end 10 på taget.

Der ses dog store muligheder for, at vores selskaber kan nyde godt af øget brug af data, kunstig intelligens, maskinlæring samt software-”robotter” og forudsigende analyseværktøjer.

Faktisk er det mange år siden, at porteføljerne har haft så lav en teknologieksposering, som det er tilfældet i dag. Afkastpotentialet har været vurderet mere attraktivt i andre af porteføljens selskaber. En højere eksposering havde ellers været gavnligt for porteføljernes afkast i 2019, hvor MSCI Teknologi havde et afkast på knap 50 procent, hvilket var markant højere end alle andre sektorer.

Den lavere eksposering i de globale porteføljer kan tilskrives, at en stærk kursudvikling i betalingsnetværkerne Visa og MasterCard har været hurtigere end væksten i deres frie pengestrømme. Som følge af den lavere pengestrømsrente har rådgiver vurderet af-

Ledelsesberetning

kastpotentialet lavere trods en uændret positiv opfattelse af selskabernes muligheder for en langsigtet og meget attraktiv værdiskabelse i form af stigende pengestrømme og begrænsede investeringsbehov.

Afdeling Danske Aktier kunne i efteråret glædeligt generhverve andele i SimCorp, der var afhændet i første halvår som følge af betydelige kursstigninger og hermed en meget høj prissætning. SimCorp har siden afdelingens opstart været største positive bidragsydere, og rådgiver ser fortsat positivt på forretningsmodellen i den globale markedsleder. SimCorp havde i 2019 en god vækst i antallet af kontrakter, hvor 12 nye kunder kommer til at anvende SimCorp Dimension, der er porteføljestyringsystemet, der udvikles og sælges af SimCorp. Fokus fra SimCorp er i stigende grad på kapitalejere, såsom pensionskasser, der udgør omkring halvdelen af det definerede marked for SimCorp. Der ses gode muligheder for, at SimCorp kan levere på ledelsens målsætning om to-cifrede årlige vækstrater i omsætningen og stigende indtjeningsmarginaler over længere perioder.

Hvad der skal betales for et selskab, er et vigtigt element at skabe attraktive afkast. At identificere gode selskaber af høj kvalitet danner et godt fundament derfor, men priselementet bør aldrig overses. Uagtet kvaliteten og forventet vækst i de frie pengestrømme, kan alt købes for dyrt.

Den øgede brug af teknologi i alle virksomheder er dog ikke uden bekymringer. Vi har i senere år set flere eksempler på selskaber, hvor fjendtlige kræfter har hacket netværk og hele virksomheder, og derigennem haft indflydelse på, og endda lukket hele virksomheder i flere dage. Senest i september 2019 gik dette udover den danske høreapparatsproducent Demant, og dette påvirkede årets indtjening negativt med 550 millioner kroner, som følge af 575 millioner kroner i estimeret tabt omsætning og 75 millioner i ekstra omkostninger, hvortil forsikringer dækkede omkring 100 millioner kroner. IT-nedbruddet i Demant kunne næppe være kommet på et værre tidspunkt, da virksomheden netop var startet lanceringen af sit nye high-end apparat, hvilket blev stærkt påvirket af nedbruddet.

Der har været flere eksempler gennem de seneste år, hvor store virksomheder som A. P. Møller-Mærk og britiske Reckitt Benckiser havde systemnedbrud som følge af såkaldt "ransom-ware", ligesom der har været sager om betydelige læk af følsomme forbrugerdata fra amerikanske selskaber som Marriott, Yahoo!, Target og Equifax. Cybersikkerhed står utvivlsomt højt på

agendaen til direktions- og bestyrelsesmøder verden over, og det er svært at vurdere risikoen.

Hvis der er brug for udvikling af nye, og eventuelt mere sikre, systemer, kan virksomheder i Danmark, Norge, Storbritannien eller Holland ringe til IT-konsulenthuset Netcompany, der i 2019 blev en del af Afdeling Danske Aktier. Netcompany er en udfordrer på det danske marked, men har i løbet af sine 20 år siden opstarten vundet betydelige markedsandele. Forretningsmodellen bygger på, at det er IT-ingeniører, der sælger, udvikler og vedligeholder systemerne, og dette er med til at øge sandsynligheden for, at projekter leveres til tiden og i aftalt kvalitet, og til den pris der blev aftalt ved salget.

Modsat softwareudvikleren SimCorp har Netcompany således ikke et stykke software, en applikation eller et særligt program at sælge. Der sælges løsninger, og disse løsninger skræddersyes den enkelte kundes behov. Der er en performancedrevet kultur i Netcompany, hvor 8 ud af 10 nyansættelser sker direkte fra universitetet, og hvor gennemsnitsalderen i virksomheden er omkring 30 år. En del af muligheden for værdiskabelse er da også, at disse unge og arbejdsomme konsulenter ikke har samme omkostning, og at ambitionsniveauet er med til at holde produktiviteten oppe. Netcompany oplever stærk vækst, og var i 2018 eksempelvis nødt til at holde igen på nyansættelser og undgå deltagelse i udvalgte projektudbud for at kunne fastholde den særlige kultur, hvor de fire stiftere fortsat er aktive enten i driften af selskabet eller bestyrelsen.

Netcompany voksede i 2019 omsætningen med 18 procent foruden opkøb og har en driftsindtjening svarende til omkring hver fjerde omsætningskrone. Ledelsens målsætning er at vokse topinjen med 20 til 25 procent om året uden opkøb samt gradvist øge indtjeningsniveauet fra de nuværende 25 kroner for hver 100 kroner i omsætning, hvilket er markedsledende indtjeningsmarginaler. De første aktier til Afdeling Danske Aktier blev erhvervet i februar 2019 på en kurs omkring 205-215 kroner per aktie og denne sluttede året i en kurs på 317 kroner. Rådgiver vurderer, at der er langsigtet absolut afkastpotentiale i selskabet, hvorfor selskabet fortsat er en del af den danske aktieportefølje.

Sover dog roligt om natten

Cybersikkerhed er dog et eksempel på, hvad vi kan kalde for en kendt risiko. Risikoen er der, det ved vi, men vi kan ikke vurdere eller kvantificere, hvad risikoen er, og hvad udfaldet eventuelt vil være. Vi har

dog stor tiltro til vores ledelser og deres løsninger på området. Det er derfor ikke noget, der holder os vågne om natten.

En af fordelene ved at investere i gode selskaber er, at de altid arbejder for dig – hvad enten man er vågen eller sover, skaber de værdi. I BLS Invest søger vi ikke at identificere højdespringerne i enkelte år, men derimod at identificere selskaber, der besidder de kvaliteter og egenskaber, der i rådgivers optik danner rammerne for god kvalitet.

Kvalitet måles af rådgiver gennem afkastet på den investerede kapital, og som tidligere omtalt er dette fortsat på et højt niveau. Mens det for Afdeling Danske Aktier er 26 procent, er det omkring 49 procent for de globale afdelinger. Indtjeningsvæksten for de globale selskaber var aftaget i forhold til 2018, hvor den amerikanske skattereform var understøttende for en attraktiv vækstrate, og indtjeningen per aktie voksede med omkring 20 procent i 2018. Der var ikke samme høje fart på væksten i 2019, men der ses ikke anderledes på forventningen om, at væksten i indtjening og frie pengestrømme per aktie vil være omkring ti procent om året for begge porteføljer.

Balancestyrken i begge porteføljer er fortsat god med næsten ingen gæld, og derfor mulighed for attraktive udbytter. Den frie pengestrømsrente er omkring 4,5 procent i begge porteføljer, hvilket er samme niveau som for tre og fem år siden. Trods generelt stærke kursudviklinger ser vi således ikke, at prissætningen som helhed har ændret sig. Dette skyldes en kombination af væksten i selskabernes frie pengestrømme, samt løbende omlægningen fra mindre til mere attraktivt prissatte selskaber. Det er en del af den porteføljepleje, som rådgiver i BLS Capital overvåger hver dag, og som skal være med til hele tiden at sikre, at der er gode muligheder for fortsat langsigtede, attraktive absolutte risikojusterede afkast.

Der vil være udsving undervejs, og alle år på aktiemarkedet er anderledes end det foregående. Dette var også tilfældet i 2019. Det forsøges således ikke at forudsige, hvordan det kommende år vil se ud på aktiemarkeder verden over. Som det har været tilfældet siden opstarten af BLS Invest i 2008, så forsøges der at identificere gode selskaber til gode priser. Vi glæder os til også fremadrettet at deltage i vores selskabers løbende, stærke værdiskabelse.

Risikoforhold i foreningens afdelinger

Risikoprofilen i foreningens afdelinger er først og fremmest bestemt i foreningens vedtægter og investoroplysninger. I forlængelse heraf fastlægger bestyrelsen desuden en række detaljerede investeringsretningslinjer for direktionen og foreningens investeringsrådgiver.

Dette og det følgende afsnit beskriver de væsentligste risikoforhold i foreningens afdelinger, og hvordan foreningens ledelse håndterer spørgsmålet om risici generelt. Afsnittet omhandler de risici, som ledelsen finder relevante, men skal ikke opfattes som en prioriteret og udtømmende opstilling i relation til alle forudsete og uforudsete scenarier.

Risiko

Ved enhver investering er der usikkerhed om det fremtidige afkast, og der er samtidig en risiko for at tabe den investerede formue helt eller delvist. Selv ved placering af penge i banken kan der være en risiko for, at banken går konkurs, og indskyderen taber sine penge i det omfang, at beløbet ikke er dækket af en indskydergaranti.

Standardafvigelse

Risiko kan opfattes på mange måder. I den finansielle verden bliver risiko oftest beskrevet som afvigelser fra det forventede afkast. Jo større afvigelse fra det forventede afkast, man som investor kan opleve, desto større er risikoen.

Et mål for denne risiko er begrebet 'standardafvigelse på afkastet'. Standardafvigelsen på et afkast er et udtryk for afvigelsen i en given periodes afkast i forhold til gennemsnitsafkastet over en længere periode. Jo større afvigelse, desto mere usikker eller risikobetonet er investeringen. Begrænsningen i dette mål er, at beregningen er baseret på historiske afkast, der ikke nødvendigvis siger noget om, hvordan risikoen vil udvikle sig i fremtiden.

Risikovurdering i foreningens afdelinger

Afdeling	Standardafvigelse	Maks. reg. 12 måneders kursfald	Maksimalt registreret kursfald	VI-risikoskala (1-7)	Risikovurdering
Globale Aktier KL	15,1%	27,3%	27,3%	6	Høj
Globale Aktier Akk.	14,3%	19,2%	19,2%	5	Høj
Danske Aktier KL	17,6%	58,1%	58,1%	6	Høj

Maksimalt registreret kursfald

Mange investorer tænker mest på risiko som risikoen for store tab på deres investeringer. Dette kan opgøres på flere måder. Tabellen sidst i dette afsnit viser det maksimale fald i indre værdi registreret over løbende 12 måneder samt det maksimalt registrerede fald i indre værdi uanset tidsperiode – opgjort for hver enkelt afdeling i foreningen. For afdelinger, der kun har eksisteret i kort tid, er beregningerne suppleret med maksimalt kursfald for benchmark.

Også disse mål er afhængige af historiske data, og fremtidige tab kan derfor risikere at blive større.

Risikoskalaen i Væsentlig Investorinformation

Risikoskalaen i Væsentlig Investorinformation (VI) angiver en risikovurdering af en afdeling. Skalaen går fra 1 til 7, hvor 7 angiver den mest risikobetonede investering.

Tabellen sidst i afsnittet viser indplaceringen af foreningens afdelinger på risikoskalaen ultimo 2019. Placeringen i risikoskalaen er ikke fast, men kan ændre sig over tid.

Risikovurdering

Som det fremgår af tabellen er det tilfældet for alle afdelinger, at standardafvigelser og tal for maksimalt tab er relativt høje. På denne baggrund vurderes risikoen forbundet med investering i afdelingerne som høj.

Aktivklasserne taget i betragtning er risikoniveauet imidlertid som forventet.

Baseret på disse tal og på historiske erfaringer med de enkelte aktivklasser har foreningen desuden angivet en risikovurdering af afdelinger ud fra foreningens egen risikoskala med kategorierne lav, middel og høj risiko.

Risikofaktorer og risikostyring

Risikoen for afkastudsving i foreningens afdelinger afhænger af en række forskellige risikofaktorer samt af de foranstaltninger, foreningens ledelse har besluttet for at styre risikoen. Risikofaktorerne varierer fra aktivklasse til aktivklasse og fra afdeling til afdeling.

Se hvilke af de nævnte risikofaktorer, der er særligt relevante for de enkelte afdelinger, i afdelingsberetningerne.

Aktiemarkedsrisiko

Kursudviklingen på aktiemarkedene kan til tider svinge voldsomt, og kursværdien på aktier kan falde meget og hurtigt. Aktiemarkedene kan blive udsat for særlige politiske eller reguleringsmæssige forhold, som kan påvirke værdien af en afdelings aktieinvesteringer. Desuden vil markedsmæssige, sektormæssige, nationale, regionale eller generelle økonomiske forhold kunne påvirke værdien af en afdelings investering både positivt og negativt.

Sammenlignet med andre foreninger er afdelingerne i BLS Invest karakteriseret ved en fordeling på relativt få selskaber, og færrest for afdeling Danske Aktier KL.

Markedsrisikoen søges ikke begrænset i foreningens aktieafdelinger, idet den gældende investeringspolitik er, at der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen søges holdt på et minimum.

Geografisk risiko

Investering i værdipapirer i et begrænset geografisk område eller ét enkelt land giver en særlig risiko. Fx kan de finansielle markeder i det pågældende område eller land blive udsat for særlige politiske eller reguleringsmæssige forhold, som kan påvirke værdien af en afdelings investering. Desuden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold i det enkelte område eller land, fx valuta og renteniveau, påvirke investeringens værdi.

Key man risiko

Visse investeringer kan være afhængige af nøglepersoner med særlig viden eller markedskontakter for at sikre det bedst mulige afkast. Forlader disse personer af den ene eller anden årsag projektet eller investeringsfonden kan afkastudviklingen afvige væsentligt fra det forventede. I særlige tilfælde må investeringsaktiviteten helt indstilles.

Likviditetsrisiko

I særlige tilfælde kan lokale, nationale eller globale forhold betyde, at nogle værdipapirer og valutaer kan være svære at købe og/eller sælge. Det kan fx være, fordi der kun er udstedt få værdipapirer af den pågældende slags, så større køb eller salg kan presse markedsprisen på værdipapirer meget enten op eller ned. Det kan i sig selv påvirke værdien af afdelingens investeringer. Det kan i sjældne tilfælde betyde, at afdelingen må suspendere indløsning og salg af nye investeringsbeviser i en kortere eller længere periode.

Risiko på kontantindestående

En afdeling kan have en større eller mindre del af sin formue som kontantindestående eller aftaleindskud i et pengeinstitut, bl.a. hos foreningens depositar. Det giver afdelingen en risiko for tab, hvis pengeinstituttet går konkurs.

Udstederspecifik risiko

Et enkelt værdipapir vil kunne svinge mere i værdi end det samlede marked og vil dermed kunne give et afkast, der er meget forskelligt fra markedets. Værdien af det enkelte værdipapir vil bl.a. afhænge af indtjeningen hos udstederen, fx selskabet bag en aktie eller en virksomhedsobligation, som igen kan være påvirket af fx lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige og likviditetsmæssige forhold. Hvis en afdeling investerer en stor procentdel af sin formue i ét enkelt værdipapir, bliver den mere følsom over for udviklingen hos denne udsteder, og værdien af afdelingen kan variere meget. Hvis udsteder går konkurs, kan afdelingen få et tab.

Styring af udstederspecifik risiko sker ved begrænsning af positioner i det enkelte selskab. I foreningens afdelinger anvendes p.t. den begrænsning, at der maksimalt må investeres 10% af afdelingens formue i et enkelt selskab.

Koncentration i aktieafdelingerne ultimo 2019

Afdeling	Antal selskaber	Største position	Top 5 andele
Globale Aktier KL	30	9,2%	40%
Globale Aktier Akk.	30	9,1%	40%
Danske Aktier KL	16	10,0%	49%

Ledelsesberetning

Investeringsuniverset bevirker, at der er forskel i spredningen af porteføljen i afdelingerne. Afdeling Danske Aktier KL er mest koncentreret, mens afdelingerne med globale aktier er lidt bredere diversificeret.

Afkastudviklingen i afdelingerne vil i høj grad være eksponeret til udstederspecifik risiko, og afkastet kan derfor variere en del fra markedsudviklingen.

Valutarisiko

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver en risiko ved omveksling fra udenlandske valutaer til danske kroner, fordi valutakurserne kan svinge. Disse udsving kan påvirke værdien af investeringerne i en afdeling, der investerer i udenlandske værdipapirer i både positiv eller negativ retning. En afdeling, som investerer i danske værdipapirer har fx ingen direkte valutarisiko, mens en afdeling som investerer i europæiske værdipapirer har begrænset valutarisiko. En afdeling, som systematisk kurssikrer mod danske kroner, har en meget begrænset valutarisiko. Det vil være beskrevet under den enkelte afdelings investeringsområde, om den laver en sådan kurssikring.

Tabellen herunder viser den procentvise fordeling af investeringer på en række valutaer i foreningens aktieafdelinger ultimo 2019.

Valutaeksponering i aktieafdelingerne ultimo 2019

Afdeling	DKK og EUR	USD relateret	GBP	JPY	Øvrige
Globale Aktier KL	20%	36%	21%	-	24%
Globale Aktier Akk.	19%	36%	21%	-	24%
Danske Aktier KL	100%	-	-	-	-

En stigning eller et fald i dollaren over for danske kroner vil som det fremgår få en væsentlig effekt på afkastet i afdelingerne med globale aktier.

Af tabellen ses det endvidere, at en væsentlig eksponering er til kroner eller valutaer, der kun svinger lidt over for kroner, nemlig EUR.

I afdeling Danske Aktier KL er valutarisikoen meget begrænset. Afdelingen kan have aktier udstedt i fremmed valuta, og der kan ligge en indirekte valutaeksponering, idet en væsentlig del af selskaberne i afdelingen har betydelige indtægter i fremmed valuta.

Fund Governance

Generelt

Fund Governance vedrører regler for god ledelse af investeringsfonde m.v. og ledelsens forvaltning af sit ansvar. Foreningens ledelse er omfattet af lov om forvaltere af alternative investeringsfonde, men ledelsen søger at anvende de detaljerede myndighedsregler, der gælder for ledelsen af danske UCITS. De grundlæggende rammer er da fastlagt i lov om investeringsforeninger m.v. Hertil kommer konkrete anvisninger i bekendtgørelsen om ledelse, styring og administration af investeringsforeninger samt vejledninger og anbefalinger fra Finanstilsynet.

Foreningens øverste myndighed er generalforsamlingen, der bl.a. skal vælge en bestyrelse og en revisor for foreningen.

Bestyrelsen har udpeget en forvalter, investeringsforvaltningsselskabet Nykredit Portefølje Administration A/S, der leder foreningens daglige virksomhed. Bestyrelsen har også valgt en depositar, Nykredit Bank A/S, til at stå for opbevaring af foreningens aktiver og afvikling af betalinger. De forskellige parterers funktion er beskrevet i foreningens vedtægter, bestyrelsens forretningsorden, bestyrelsens retningslinjer til direktionen samt aftaler mellem foreningen og dens samarbejdspartnere.

Generalforsamling og investorforhold

Foreningens vedtægtsmæssige bindeled til investorerne er generalforsamlingen, som hvert år holder sit ordinære møde inden udgangen af april. Indkaldelse til generalforsamling bliver udsendt i god tid og udført på en måde, som giver investorerne mulighed for at få indblik i de spørgsmål, der er til behandling på mødet. Materialet vil desuden ligge på foreningens hjemmeside.

Den vigtigste kommunikationskanal til investorerne ud over generalforsamlingen er foreningens hjemmeside blsinvest.dk.

Bestyrelse og øvrig ledelse af foreningen

Foreningens bestyrelse består af fire medlemmer, der er nærmere beskrevet i afsnittet 'Foreningens bestyrelse'.

Bestyrelsens opgaver er beskrevet i foreningens vedtægter og forretningsorden. Bestyrelsen lægger især vægt på

- at kontrollere, at foreningens samarbejdspartnere overholder myndighedskrav, aftaler og bestyrelsens beslutninger
- at sikre, at aftaler med foreningens samarbejdspartnere udføres således, at de giver foreningen det bedst mulige forhold mellem ydelse og pris sammenlignet med andre mulige samarbejdspartnere
- at udforme en investeringsstrategi, der er i overensstemmelse med vedtægter og investoroplysninger, og løbende justere den
- at sikre, at foreningens struktur er i overensstemmelse med investorerne investeringsbehov
- at sikre, at hver afdeling leverer det bedst mulige afkast givet afdelingens investeringsstil og risiko-profil.

Bestyrelsen er opmærksom på, at der kan være interessekonflikter mellem foreningen og de selskaber, som foreningen samarbejder med. Foreningen og Nykredit Portefølje Administration A/S har udarbejdet en politik til håndtering af interessekonflikter.

Bestyrelsen gennemgår sin forretningsorden hvert år.

Alle bestyrelsesmedlemmer er på valg hvert år. Bestyrelsen lægger vægt på erfaring ved udførelse af sine kontrolopgaver. Den har derfor ikke fastsat en øvre grænse for, hvor mange valgperioder et bestyrelsesmedlem kan opnå. Foreningens vedtægter har ikke sat en aldersgrænse for bestyrelsens medlemmer.

Bestyrelsen gennemfører hvert år en evaluering af egne kompetencer og samarbejdet i bestyrelsen. Bestyrelsens størrelse og sammensætning i relation til bl.a. erfaring, køn og alder er en del af overvejelserne i denne evaluering.

I stedet for en egentlig direktion har foreningen ansat Nykredit Portefølje Administration A/S som forvalter. Det betyder, at foreningens bestyrelse ikke har direkte indflydelse på vederlagspolitik og direktionsaf-lønning hos forvalteren. Disse bliver fastsat af Nykredit Portefølje Administrations bestyrelse, som er uafhængig af foreningen og uden personsammenfald. Foreningen aflønner forvalteren i henhold den indgåede aftale, jf. foreningens investoroplysninger.

Ledelsesberetning

Bestyrelsen gennemfører hvert år en evaluering af samarbejdet mellem bestyrelsen og forvalteren samt med direktionen heri.

Forretningsgange

Der er lavet skriftlige forretningsgange på alle områder, der er vigtige for foreningen. Samtidig er der funktionsadskillelse i den daglige drift hos forvalteren samt uafhængige compliance- og risikostyringsfunktioner, der løbende kontrollerer, at lovgivning og placeringsregler bliver overholdt. Disse enheder rapporterer både til foreningens bestyrelse og forvalterens direktion.

Direktionen hos forvalteren har udpeget en klageansvarlig for at sikre en hurtig og effektiv behandling af eventuelle klager. Proceduren for en eventuel klage er beskrevet på foreningens hjemmeside blsinvest.dk.

Delegering og eksterne leverandører af serviceydelser

Forvalteren og foreningen har i øjeblikket delegeret følgende opgaver: Investeringsrådgivning, market maker, investorrådgivning, markedsføring og distribution.

De delegerede opgaver bliver løbende kontrolleret af direktionen hos forvalteren. Desuden evaluerer bestyrelsen hvert år pris og kvalitet på de uddelegerede opgaver.

Handel med investeringsbeviser

Vilkårene for værdifastsættelse, emission, indløsning og handel med foreningens andele er beskrevet i foreningens vedtægter og investoroplysninger, der kan hentes via hjemmesiden blsinvest.dk.

Foreningen har via forvalteren indgået aftaler om betaling af tegningsprovision og markedsføringsbidrag til udvalgte distributører. Se mere om disse aftaler i afsnittet 'Væsentlige aftaler'. Aftalerne er bl.a. indgået for at sikre en kompetent rådgivning og servicering af investorerne. Aftalerne er desuden indgået, for at foreningen kan være konkurrencedygtig i forhold til at tiltrække nye investorer og dermed øge foreningens størrelse.

Bestyrelsen sikrer gennem aftaler og rapportering fra forvalteren, at markedsføring af foreningen sker i overensstemmelse med god markedsføringsetik, samt at distributørerne overholder reglerne for investorbeskyttelse og god etik i finansielle virksomheder og har det fornødne kendskab til foreningens produkter.

Handel med underliggende værdipapirer

Foreningen har i sin aftale med porteføljeforvalter og investeringsrådgiver betinget sig de bedst mulige handelsvilkår for de enkelte handler, såkaldt "best execution". Det betyder, at rådgiver skal sikre de bedst mulige handler med hensyn til bl.a. samtlige omkostninger, afviklingshastighed og sandsynligheden for gennemførelse af handlen.

Risikostyring og regnskabsafslutning

Foreningens finansielle risici styres inden for rammerne af vedtægter, investoroplysninger og de investeringsretningslinjer, der er fastsat i aftalerne med forvalter, porteføljeforvalter, investeringsrådgiver og depositar. Investeringsretningslinjerne er udfærdiget i overensstemmelse med den risikoprofil, som bestyrelsen har fastlagt for de enkelte afdelinger. Direktionen hos forvalteren rapporterer løbende til bestyrelsen om overholdelsen af rammerne i såkaldte complianceoversigter.

Bestyrelsen fører tilsyn med, at forvalteren har den nødvendige it-sikkerhed. Dette sker ved rapporteringer og ved at indhente erklæringer fra revisionen.

Foreningens risikostyring evalueres mindst en gang årligt i forbindelse med forberedelsen af årsrapporten.

Bestyrelsen vurderer hele foreningens regnskabsafslutningsproces inden regnskabsafslutningen.

Foreningens aktionærrettigheder

I de afdelinger, der investerer enten direkte i aktier eller i andre investeringsforeninger, har foreningen aktionær- eller investorrättigheder. Disse rettigheder kan typisk udøves på selskabernes eller investeringsforeningernes generalforsamlinger. Læs mere om bestyrelsens politik for udøvelse af stemmerettigheder i afsnittet 'Øvrige forhold'.

Revisionen

Hvert år vælger foreningens generalforsamling en revisor. Bestyrelsen mødes med revisionen i forbindelse med behandlingen af årsrapporten og den tilhørende revisionserklæring. Derudover tager bestyrelsens formand kontakt til revisionen efter behov. Hidtil har behovet for ikke-revisionsydelser fra revisor været af et så beskedent omfang, at bestyrelsen ikke har fastlagt en overordnet ramme for disse.

Væsentlige aftaler

Foreningen har indgået følgende væsentlige aftaler.

Depositaraftale

Foreningen har en depositaraftale med Nykredit Bank A/S. Ifølge aftalen skal depositar opbevare og forvalte værdipapirer og likvide midler for hver af foreningens afdelinger i overensstemmelse med lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v., lov om finansiel virksomhed og Finanstilsynets bestemmelser. Depositatar påtager sig de kontrolopgaver og forpligtelser, der er fastlagt i lovgivningen.

Som led i aftalen betaler foreningen et fast grundbeløb pr. afdeling samt et gebyr ved emission og indløsning plus VP-omkostninger. Se de aktuelle satser i foreningens gældende investoroplysninger på foreningens hjemmeside.

I 2019 var foreningens samlede omkostninger til depositar inkl. udgifter til VP mv. 1,6 mio. kr. mod 0,9 mio. kr. året før.

Forvaltningsaftale

Foreningen har en forvaltningsaftale med Nykredit Portefølje Administration A/S. Ifølge aftalen skal Nykredit Portefølje Administration A/S varetage de administrative opgaver og den daglige ledelse i foreningen i overensstemmelse med lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v., Finanstilsynets bestemmelser, foreningens vedtægter, bestyrelsens anvisninger og de aftaler, foreningen har indgået.

Som led i aftalen betaler foreningen et gebyr, der afhænger af formuen i den enkelte afdeling samt et gebyr pr. transaktion. Se de aktuelle satser i foreningens gældende investoroplysninger på foreningens hjemmeside.

I 2019 var foreningens samlede omkostninger til administration 11,7 mio. kr. mod 9,4 mio. kr. året før.

Aftaler om investeringsrådgivning

Foreningen har en aftale om investeringsrådgivning med BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S. Ifølge aftalen skal rådgiver levere rådgivning, der kan danne grundlag for, at forvalteren kan træffe beslutninger om placering af investorernes midler. Rådgivningen skal ske i overensstemmelse med de retningslinjer, som foreningens bestyrelse har fastlagt for den enkelte afdeling.

Som led i aftalen betaler foreningen et gebyr, der afhænger af formuen i den enkelte afdeling samt for de to udbyttebetalende afdelinger et gebyr af udviklingen i afdelingens performance. Gebyrsatserne kan variere fra afdeling til afdeling. Se de aktuelle satser i foreningens gældende investoroplysninger på foreningens hjemmeside.

I 2019 var foreningens samlede omkostninger til investeringsrådgiver 206,5 mio. kr. mod 65,1 mio. kr. året før.

Samarbejdsaftale

Foreningen har en markedsføringsaftale med BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S. Formålet med aftalen er bl.a. at styrke markedsføringen af foreningen.

Revision

I 2019 var foreningens samlede omkostninger til lovpligtig revision 36 t.kr. mod 35 t.kr. året før.

I 2019 har foreningen ikke haft omkostninger til revision ud over det, der vedrører den lovpligtige revision.

Generalforsamling 2020

Foreningens generalforsamling afholdes tirsdag den 28. april 2020.

Udlodning

For 2019 indstiller bestyrelsen til generalforsamlingens godkendelse de foreløbige udlodninger, som bestyrelsen besluttede at udbetale i januar 2020. Udlodningen i kr. pr. andel for de enkelte afdelinger er angivet i nedenstående tabel.

Afdeling	Udlodning*
Globale Aktier KL	183,00 kr.
Danske Aktier KL	107,00 kr.

* Udbyttet er udbetalt via VP Securities A/S i januar 2020 som foreløbig udlodning.

Øvrige forhold

Investeringspolitik og samfundsansvar

Foreningens forretningsmodel er at give vores medinvestorer et absolut set positivt og konkurrencedygtigt afkast under hensyn til porteføljens absolutte risiko baseret på langsigtede investering i aktier. BLS Capital er selektiv i sin rådgivning af foreningens porteføljer, hvor fokus ligger på selskaber, som har en solid, attraktiv og holdbar forretningsmodel samt en dygtig ledelse. BLS Capital varetager endvidere markedsføring af foreningen. Foreningen udbyder to afdelinger med et globalt investeringsunivers og en afdeling med danske aktier.

Den selektive og langsigtede investeringsfilosofi omfatter også mulighed for at stemme på selskabernes generalforsamling. God selskabsledelse, herunder hensyntagen til miljø- og klimapåvirkning, arbejdstagerrettigheder, medarbejderforhold, menneskerettigheder og antikorrupsion, ses som et naturligt element i at drive en virksomhed ansvarligt og bæredygtigt og vi har derfor ikke særskilte politikker for disse områder. Vi har tillid til, at ledelserne i vores selskaber håndterer de risici, der er relevante for den industri som de opererer i. Vi tror ikke på, at det skaber langsigtet værdi at pege fingre ad forskellige sektorer eller diskutere etikken omkring tobak, alkohol eller gambling. Derfor benytter vi ikke faste nedskrevne, definerede etiske retningslinjer eller tredjeparts ESG-ratings.

Politik vedrørende det underrepræsenterede køn

Bestyrelsen vil løbende evaluere sine kompetencer og behovet for nye kompetencer. Hvis det bliver aktuelt at udskifte et medlem, vil bestyrelsen først og fremmest lægge vægt på kvalifikationer i forhold til den samlede bestyrelses kompetencefordeling. Såfremt kandidater er lige kvalificerede i så henseende, vil bestyrelsen foretrække det køn, som måtte være underrepræsenteret for at opnå diversitet også i den henseende ud fra et måltal på minimum 1 person for det underrepræsenterede køn.

Politik vedrørende udøvelse af stemmerettigheder

Bestyrelsen har fastlagt en politik for udøvelse af stemmerettigheder, herunder, at foreningen, i det omfang foreningens stemmeret på en generalforsamling kan være med til at sikre opfyldelsen af afkast til investorerne, vil vurdere anvendelsen af stemmeretten.

Usikkerhed ved indregning eller måling

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

Usædvanlige forhold der kan have påvirket indregningen eller målingen

Der er ikke konstateret usædvanlige forhold i foreningens afdelinger, der kan have påvirket indregningen eller målingen heraf.

Begivenheder efter regnskabsårets udløb

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

Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv

Bestyrelse

Chris Bigler

Bestyrelsesformand

CFO, Imerco A/S og Imerco Holding A/S
Født 1970, indvalgt i bestyrelsen i 2007

Øvrige hverv:

Direktør i Bigler Holdings ApS

Direktør i Imerco A/S

Direktør i Imerco Holding A/S

Søren B. Andersson

Medlem

Økonomidirektør, Jeudan A/S
Født 1977, indvalgt i bestyrelsen i 2018

Næstformand for bestyrelsen for:

Aquila P/S

Medlem af bestyrelsen for:

Jeudan A/S (udtræder på kommende generalforsamling)

Øvrige hverv:

Medlem i Revisions- og risikoudvalget i JEUDAN A/S (udtræder på kommende generalforsamling)

Anne Christina Skjønnemand

Medlem

Juridisk direktør, advokat, Topdanmark Forsikring A/S
Født 1965, indvalgt i bestyrelsen i 2014

Medlem af bestyrelsen for:

Topdanmark Livsforsikring A/S

Topdanmark Liv Holding A/S

Mikael Øpstun Skov

Medlem

CEO, Hafnia Pte. Ltd.

Født 1963, indvalgt i bestyrelsen i 2013

Medlem af bestyrelsen for:

Datterselskaber i Hafnia-gruppen

Clipper Group Ltd.

Clipper Group A/S

Bestyrelsens møder

Bestyrelsen har i 2019 afholdt 4 ordinære møder.

Bestyrelsens aflønning

Som honorar til bestyrelsen for 2019 indstilles til generalforsamlingens godkendelse et samlet beløb på 495 t.kr. Heraf aflønnes formanden med 165 t.kr. og menigt bestyrelsesmedlem med 110 t.kr.

Der har i 2019 ikke været afholdt yderligere udgifter til honorering af bestyrelsesmedlemmer for udførelse af særskilte opgaver for foreningen.

Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

Martin Udbye Madsen

Adm. direktør

Bestyrelsesformand for
Sparinvest S.A.

Medlem af bestyrelsen for
InvestIn SICAV
InvestIn SICAV-RAIF

Tage Fabrin-Brasted

Direktør

Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med årsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

Investeringsområde og profil

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

Udvikling i 2019

Afdelingen opnåede et afkast på 30,89% i 2019.

Afkastet er meget tilfredsstillende og lever mere end op til ledelsens forventninger primo året.

Det forgange år blev endnu et år fyldt med politiske overskrifter, hvor emner som handelskrige og Storbritanniens udtrædelse af EU trak mange overskrifter. På de finansielle markeder var det som helhed et år præget med betydelige positive kursudviklinger, og hvor særligt, selskaber i USA samt inden for teknologi havde en særlig stærk kursudvikling.

I årets løb er afdelingen blevet medejer af den franske luksusproducent Kering, den amerikanske speditør C.H. Robinson Worldwide, den amerikanske dataudbyder og platform FactSet Research Systems samt den amerikanske bank Wells Fargo. I samme periode har vi forladt ejerkredsen hos sportsbrandet Nike, skønhedsproducenten L'Oréal og den finske elevatorproducent Kone, der alle blev frasolgt grundet en tiltagende høj prissætning. Den schweiziske luksusproducent Richemont er ligeledes frasolgt porteføljen.

Afdelingens nettoresultat blev på 872,9 mio. kr. i 2019. Ultimo 2019 udgjorde formuen i afdelingen 3.932,2 mio. kr. svarende til en indre værdi på 2.279,12 kr. pr. andel. For 2019 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 183,00 kr. pr. andel, svarende til det i januar foreløbigt bestyrelsesgodkendte og udbetalte udbytte.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2019 været 15,1% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdeling Globale Aktier KL er markedsrisiko samt selskabsspecifik risiko. 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.

Afdelingens markedsrisiko og valutarisiko søges ikke begrænset, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen normalt holdes på et minimum. I enkelte tilfælde, hvor handler foretages over en periode med helligdage, kan spothandlen af valuta dog blive registreret som handel med et afledt finansielt instrument.

Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne på en række selskaber fordelt på flere brancher. Spredningen sker i henhold til vedtægternes bestemmelser som fremgår af foreningens investeroplysninger.

Overholdelse heraf overvåges løbende af foreningens ledelse.

For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet "Risikoforhold i foreningens afdelinger".

Globale Aktier KL

Nøgletal	2019	2018	2017	2016	2015
Årets afkast i procent	30,89	3,81	21,06	10,19	16,26
Indre værdi pr. andel (i kr.)	2.279,12	2.036,78	2.099,72	1.867,17	1.926,90
Udlodning pr. andel (i kr.)	183,00	306,00	142,00	136,00	229,00
Omkostningsprocent ^{*)}	3,91	1,30	3,10	2,09	2,56
Sharpe ratio	1,13	0,91	1,13	1,09	0,95
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	872.905	118.593	476.935	178.942	254.881
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)	3.932.189	2.839.581	2.837.714	1.972.386	1.790.791
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	1.725	1.394	1.352	1.056	930
Omsætningshastighed	0,19	0,49	0,39	0,38	0,34

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

Globale Aktier KL

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2019	2018
Note	Renter og udbytter		
1	Renteindtægter	23	33
	Renteudgifter	-127	-39
2	Udbytter	83.776	55.536
	I alt renter og udbytter	83.672	55.530
	Kursgevinster og -tab		
3	Kapitalandele	925.605	107.501
	Afledte finansielle instrumenter	21	10
	Valutakonti	-31	-221
	Øvrige aktiver/passiver	128	66
4	Handelsomkostninger	-2.097	-3.172
	I alt kursgevinster og -tab	923.626	104.184
	I alt indtægter	1.007.298	159.714
5	Administrationsomkostninger	-130.937	-38.602
	Resultat før skat	876.361	121.112
	Skat	-3.456	-2.519
	Årets nettoresultat	872.905	118.593
	Overskudsdisponering		
6	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	315.732	426.611
	Overført til udlodning næste år	450	1.180
	Overført til formuen	556.723	-309.198

Globale Aktier KL

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2019	2018
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	26.929	27.717
	I alt likvide midler	26.929	27.717
	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra danske selskaber	484.380	383.965
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.505.860	2.436.886
	I alt kapitalandele	3.990.240	2.820.851
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	11.039	999
	Aktuelle skatteaktiver	7.222	3.875
	I alt andre aktiver	18.261	4.874
	Aktiver i alt	4.035.430	2.853.442
	PASSIVER		
7,8	Investorerens formue	3.932.189	2.839.581
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	103.241	13.861
	I alt anden gæld	103.241	13.861
	Passiver i alt	4.035.430	2.853.442

9 *Finansielle instrumenter i procent*

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 27.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 29.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 48 under "Foreningens noter".

Oplysninger i henhold til Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. (FAIF-loven), jf. §61, stk. 3, pkt. 5 og 6 findes på side 50.

	2019	2018		
1 Renteindtægter				
Indestående i depotselskab	23	33		
I alt renteindtægter	23	33		
2 Udbytter				
Noterede aktier fra danske selskaber	9.808	8.273		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	73.968	47.263		
I alt udbytter	83.776	55.536		
3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele				
Noterede aktier fra danske selskaber, realiserede	28.477	30.360		
Noterede aktier fra danske selskaber, urealiserede	80.444	-5.048		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, realiserede	218.649	180.820		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, urealiserede	598.035	-98.631		
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele	925.605	107.501		
4 Handelsomkostninger				
Bruttohandelsomkostninger	-2.874	-3.819		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	777	647		
I alt handelsomkostninger	-2.097	-3.172		
	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt	
5 Administrationsomkostninger 2019				
Honorar til bestyrelse mv.	-	199	199	
Revisionshonorar til revisorer	10	2	12	
Gebyrer til depotselskab	767	-	767	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	123.991	-	123.991	
Fast administrationshonorar	5.680	-	5.680	
Øvrige omkostninger	220	68	288	
I alt administrationsomkostninger 2019	130.668	269	130.937	
Administrationsomkostninger 2018				
Honorar til bestyrelse mv.	-	192	192	
Revisionshonorar til revisorer	10	2	12	
Gebyrer til depotselskab	467	-	467	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	32.249	-	32.249	
Fast administrationshonorar	5.353	-	5.353	
Øvrige omkostninger	198	131	329	
I alt administrationsomkostninger 2018	38.277	325	38.602	

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2019	2018
6 Til rådighed for udlodning		
Renter og udbytter	83.799	55.569
Ikke refunderbare udbytteskatter	-6.763	-3.860
Kursgevinster og -tab til udlodning	348.399	421.276
Udlodningsregulering	20.505	-7.356
Udlodning overført fra sidste år	1.180	763
Minimumsindkomst	447.120	466.392
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-130.937	-38.601
I alt til rådighed for udlodning	316.183	427.791
	2019	2018
7 Investorerens formue		
Investorerens formue primo	2.839.581	2.837.714
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-426.611	-191.909
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	-6.972	-2.132
Emissioner i året	788.384	344.714
Indløsninger i året	-135.669	-267.981
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	571	582
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	315.732	426.611
Overført til udlodning næste år	450	1.180
Overført fra resultatopgørelsen	556.723	-309.198
I alt investorerens formue	3.932.189	2.839.581
8 Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	1.394	1.352
Emissioner i året	400	167
Indløsninger i året	-69	-125
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	1.725	1.394
9 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,41	98,38
Øvrige finansielle instrumenter	0,65	0,97
I alt	97,06	99,35
Andre aktiver/Anden gæld	2,94	0,65
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00	100,00

Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med årsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

Investeringsområde og profil

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

Afdelingen er akkumulerende.

Udvikling i 2019

Afdelingen opnåede et afkast på 32,76% i 2019.

Det positive absolutte afkast er meget tilfredsstillende, og lever mere end op til ledelsens forventninger for året.

Det forgange år blev endnu et år fyldt med politiske overskrifter, hvor emner som handelskrige og Storbritanniens udtrædelse af EU trak mange overskrifter. På de finansielle markeder var det som helhed et år præget med betydelige positive kursudviklinger, og hvor særligt, selskaber i USA samt inden for teknologi havde en særlig stærk kursudvikling.

I årets løb er afdelingen blevet medejer af den franske luksusproducent Kering, den amerikanske speditør C.H. Robinson Worldwide, den amerikanske dataudbyder og platform FactSet Research Systems samt den amerikanske bank Wells Fargo. I samme periode har vi forladt ejerkredsen hos sportsbrandet Nike, skønhedsproducenten L'Oréal og den finske elevatorproducent Kone, der alle blev frasolgt grundet en tiltagende høj prissætning. Den schweiziske luksusproducent Richemont er ligeledes frasolgt porteføljen.

Afdelingens nettoresultat blev på 731,0 mio. kr. i 2019. Ultimo 2019 udgjorde formuen i afdelingen 4.748,3 mio. kr. svarende til en indre værdi på 2.091,26 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2019 været 14,3% p.a., svarende til risikoniveau 5 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdeling Globale Aktier Akk. er markedsrisiko samt selskabsspecifik risiko. Afdeling Globale Aktier Akk. 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.

Afdelingens markedsrisiko og valutarisiko søges ikke begrænset, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen normalt holdes på et minimum. I enkelte tilfælde, hvor handler foretages over en periode med helligdage, kan spothandlen af valuta dog blive registreret som handel med et afledt finansielt instrument.

Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne på en række selskaber fordelt på flere brancher. Spredningen sker i henhold til vedtægternes bestemmelser som fremgår af foreningens investeroplysninger. Overholdelse heraf overvåges løbende af foreningens ledelse.

For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet "Risikoforhold i foreningens afdelinger".

Globale Aktier Akk.

Nøgletal	2019	2018	2017	2016	2015
Årets afkast i procent	32,76	2,99	21,63	9,51	16,44
Indre værdi pr. andel (i kr.)	2.091,26	1.575,23	1.529,50	1.257,47	1.148,24
Omkostningsprocent	1,97	2,00	2,11	2,40	2,54
Sharpe ratio	1,06	0,88	0,94	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	730.996	-8.152	59.463	9.773	5.241
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)	4.748.269	1.503.777	610.828	99.377	63.021
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	2.269	954	400	79	55
Omsætningshastighed	0,18	0,56	0,35	0,51	0,41

Globale Aktier Akk.

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2019	2018
Note	Renter og udbytter		
1	Renteindtægter	19	10
	Renteudgifter	-80	-17
2	Udbytter	59.691	21.850
	I alt renter og udbytter	59.630	21.843
	Kursgevinster og -tab		
3	Kapitalandele	732.110	-2.268
	Afledte finansielle instrumenter	70	-17
	Valutakonti	-524	-514
	Øvrige aktiver/passiver	-20	7
4	Handelsomkostninger	-3.579	-1.670
	I alt kursgevinster og -tab	728.057	-4.462
	I alt indtægter	787.687	17.381
5	Administrationsomkostninger	-53.239	-24.157
	Resultat før skat	734.448	-6.776
	Skat	-3.452	-1.376
	Årets nettoresultat	730.996	-8.152

Globale Aktier Akk.

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2019	2018
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	25.860	2.527
	I alt likvide midler	25.860	2.527
	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra danske selskaber	569.917	204.234
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.157.496	1.297.910
	I alt kapitalandele	4.727.413	1.502.144
	Afledte finansielle instrumenter		
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	61	-
	I alt afledte finansielle instrumenter	61	-
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	13.446	1.004
	Aktuelle skatteaktiver	2.898	647
	I alt andre aktiver	16.344	1.651
	Aktiver i alt	4.769.678	1.506.322
	PASSIVER		
6,7	Investorerne formue	4.748.269	1.503.777
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	7.649	2.545
	Gæld vedrørende handelsafvikling	13.760	-
	I alt anden gæld	21.409	2.545
	Passiver i alt	4.769.678	1.506.322

8 *Finansielle instrumenter i procent*

*Yderligere specifikation af afledte finansielle instrumenter mv.,
se side 50 under fællesnoter.*

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 27.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 29.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 48 under "Foreningens noter".

Oplysninger i henhold til Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. (FAIF-loven), jf. §61, stk. 3, pkt. 5 og 6 findes på side 50.

	2019	2018		
1 Renteindtægter				
Indestående i depotselskab	19	10		
I alt renteindtægter	19	10		
2 Udbytter				
Noterede aktier fra danske selskaber	6.640	3.082		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	53.051	18.768		
I alt udbytter	59.691	21.850		
3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele				
Noterede aktier fra danske selskaber, realiserede	16.664	9.495		
Noterede aktier fra danske selskaber, urealiserede	72.734	-4.275		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, realiserede	126.343	62.075		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, urealiserede	516.369	-69.563		
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele	732.110	-2.268		
4 Handelsomkostninger				
Bruttohandelsomkostninger	-5.638	-2.521		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	2.059	851		
I alt handelsomkostninger	-3.579	-1.670		
	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt	
5 Administrationsomkostninger 2019				
Honorar til bestyrelse mv.	-	240	240	
Revisionshonorar til revisorer	10	2	12	
Gebyrer til depotselskab	547	-	547	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	48.234	-	48.234	
Fast administrationshonorar	4.011	-	4.011	
Øvrige omkostninger	173	22	195	
I alt administrationsomkostninger 2019	52.975	264	53.239	
Administrationsomkostninger 2018				
Honorar til bestyrelse mv.	-	101	101	
Revisionshonorar til revisorer	10	2	12	
Gebyrer til depotselskab	205	-	205	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	21.309	-	21.309	
Fast administrationshonorar	2.412	-	2.412	
Øvrige omkostninger	85	33	118	
I alt administrationsomkostninger 2018	24.021	136	24.157	

Globale Aktier Akk.

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2019	2018
6 Investorerne formue		
Investorerne formue primo	1.503.777	610.828
Emissioner i året	2.511.837	906.536
Indløsninger i året	-503	-6.028
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	2.162	593
Overført fra resultatopgørelsen	730.996	-8.152
I alt investorerne formue	4.748.269	1.503.777
7 Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	954	400
Emissioner i året	1.315	558
Indløsninger i året	-	-4
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	2.269	954
8 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,67	99,55
Øvrige finansielle instrumenter	0,54	0,17
I alt	99,21	99,72
Andre aktiver/Anden gæld	0,79	0,28
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00	100,00

Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med årsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

Investeringsområde og profil

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

Udvikling i 2019

Afdelingen opnåede et afkast på 30,84% i 2019.

Afkastet er meget tilfredsstillende og lever mere end op til ledelsens forventninger primo året.

Afdelingen har ikke noget officielt referenceindeks, men til sammenligning er det danske aktiemarked udtrykt ved OMXCAPGI inklusive udbytter, der opgøres uden almindelige omkostninger ved porteføljepleje, steget med 25,6% i 2019.

Afdeling Danske Aktier generhvervede i andet halvår andele i SimCorp, der var afhændet i første halvår som følge af betydelige kursstigninger og hermed en meget høj prissætning. SimCorp har siden afdelingens opstart været største positive bidragsyder, og rådgiver ser fortsat positivt på forretningsmodellen i den globale markedsleder. Afdelingen har i året afhændet andele i Danske Bank A/S.

Afdelingens nettoresultat blev på 241,2 mio. kr. i 2019. Ultimo 2019 udgjorde formuen i afdelingen 1.108,8 mio. kr. svarende til en indre værdi på 1.624,59 kr. pr. andel. For 2019 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 107,00 kr. pr. andel, svarende til det i januar foreløbigt bestyrelsesgodkendte og udbetalte udbytte.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2019 været 17,6% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdeling Danske 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 investeringer i det globale aktiemarked.

Afdelingens markedsrisiko søges ikke begrænset, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen normalt holdes på et minimum.

Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne på en række selskaber fordelt på flere brancher. Spredningen sker i henhold til vedtægternes bestemmelser som fremgår af foreningens investoplysninger.

Overholdelse heraf overvåges løbende af foreningens ledelse.

For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet "Risikoforhold i foreningens afdelinger".

Danske Aktier KL

Nøgletal	2019	2018	2017	2016	2015
Årets afkast i procent	30,84	8,17	15,03	-1,69	32,37
Indre værdi pr. andel (i kr.)	1.624,59	1.532,12	1.559,51	1.487,47	1.786,10
Udlodning pr. andel (i kr.)	107,00	306,00	147,00	135,00	263,00
Omkostningsprocent ^{*)}	3,96	1,82	2,31	1,01	3,87
Sharpe ratio	1,31	1,03	1,25	1,29	1,08
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	241.197	47.427	85.276	-9.376	167.058
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.108.759	764.899	638.886	633.727	618.473
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	684	500	410	426	347
Omsætningshastighed	0,29	0,71	0,41	0,57	0,13

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

Danske Aktier KL

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2019	2018
Note	Renter og udbytter		
	Renteudgifter	-221	-331
1	Udbytter	18.250	12.259
	I alt renter og udbytter	18.029	11.928
	Kursgevinster og -tab		
2	Kapitalandele	260.369	49.391
3	Handelsomkostninger	-428	-313
	I alt kursgevinster og -tab	259.941	49.078
	I alt indtægter	277.970	61.006
4	Administrationsomkostninger	-36.773	-13.579
	Årets nettoresultat	241.197	47.427
	Overskudsdisponering		
5	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	73.026	152.768
	Overført til udlodning næste år	588	261
	Overført til formuen	167.583	-105.602

Danske Aktier KL

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2019	2018
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	76.076	1.187
	I alt likvide midler	76.076	1.187
	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra danske selskaber	1.057.754	766.274
	I alt kapitalandele	1.057.754	766.274
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	3.586	4.459
	I alt andre aktiver	3.586	4.459
	Aktiver i alt	1.137.416	771.920
	 PASSIVER		
6,7	Investorenes formue	1.108.759	764.899
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	28.657	7.021
	I alt anden gæld	28.657	7.021
	Passiver i alt	1.137.416	771.920

8 *Finansielle instrumenter i procent*

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 27.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 29.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 48 under "Foreningens noter".

Oplysninger i henhold til Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. (FAIF-loven), jf. §61, stk. 3, pkt. 5 og 6 findes på side 50.

		2019	2018
1 Udbytter			
Noterede aktier fra danske selskaber		18.250	12.259
I alt udbytter		18.250	12.259
2 Kursgevinster og -tab, kapitalandele			
Noterede aktier fra danske selskaber, realiserede		85.450	75.262
Noterede aktier fra danske selskaber, urealiserede		174.919	-25.871
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele		260.369	49.391
3 Handelsomkostninger			
Bruttohandelsomkostninger		-563	-367
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter		135	54
I alt handelsomkostninger		-428	-313
	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
4 Administrationsomkostninger 2019			
Honorar til bestyrelse mv.	-	56	56
Revisionshonorar til revisorer	10	2	12
Gebyrer til depotselskab	281	-	281
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	34.320	-	34.320
Fast administrationshonorar	2.007	-	2.007
Øvrige omkostninger	87	10	97
I alt administrationsomkostninger 2019	36.705	68	36.773
Administrationsomkostninger 2018			
Honorar til bestyrelse mv.	-	52	52
Revisionshonorar til revisorer	10	2	12
Gebyrer til depotselskab	188	-	188
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	11.590	-	11.590
Fast administrationshonorar	1.638	-	1.638
Øvrige omkostninger	75	24	99
I alt administrationsomkostninger 2018	13.501	78	13.579
		2019	2018
5 Til rådighed for udlodning			
Renter og udbytter		18.250	12.259
Kursgevinster og -tab til udlodning		85.062	141.926
Udlodningsregulering		6.815	12.076
Udlodning overført fra sidste år		261	347
Minimumsindkomst		110.388	166.608
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst		-36.774	-13.578
I alt til rådighed for udlodning		73.614	153.030

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2019	2018
6 Investorerne formue		
Investorerne formue primo	764.899	638.886
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-152.768	-60.222
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	9.660	-92
Emissioner i året	321.022	171.694
Indløsninger i året	-75.480	-33.138
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	229	344
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	73.026	152.768
Overført til udlodning næste år	588	261
Overført fra resultatopgørelsen	167.583	-105.602
I alt investorernes formue	1.108.759	764.899
7 Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	500	410
Emissioner i året	232	110
Indløsninger i året	-48	-20
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	684	500
8 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	90,71	98,38
Øvrige finansielle instrumenter	6,52	0,15
I alt	97,23	98,53
Andre aktiver/Anden gæld	2,77	1,47
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00	100,00

Anvendt regnskabspraksis

Generelt

Årsregnskabet er udarbejdet i overensstemmelse med regnskabsbestemmelserne i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v., herunder Finanstilsynets bekendtgørelse om finansielle rapporter for danske UCITS.

Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste regnskabsår.

Præsentation af regnskabstal

Alle tal i regnskabet præsenteres i hele 1.000 i afdelingens funktionelle valuta. Sumtotaler i regnskabet er udregnet på baggrund af de faktiske tal med totaler, 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.

Resultatopgørelsen

Renter

Renteindtægter omfatter renter på kontantindestående i depotselskab.

Renteudgifter omfatter øvrige renteudgifter.

Udbytter

Udbytter omfatter de i regnskabsåret indtjente udbytter.

Udbytteskat

Tilbageholdt udbytteskat, som ikke kan refunderes, fratrækkes i posten "Skat".

Kursgevinster og -tab

Såvel realiserede som urealiserede kursavancer og -tab indgår i resultatopgørelsen. Realiserede kursavancer og -tab er opgjort som forskellen mellem dagsværdien på salgstidspunktet og dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt aktivet er erhvervet i regnskabsåret. Urealiserede kursavancer og -tab er opgjort som forskellen mellem dagsværdien ultimo året og dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt aktivet er erhvervet i regnskabsåret.

Handelsomkostninger

De samlede direkte handelsomkostninger består af kurtage og udenlandske omkostninger, som fremgår af handelsnotaerne samt af et spread, såfremt det er aftalt med tredjemand.

Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, overføres til investorenes formue.

Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger indregnes i takt med, at de afholdes. Disse består af afdelingsdirekte omkostninger og en andel af foreningens fællesomkostninger. Fællesomkostningerne fordeles overvejende mellem afdelingerne i forhold til disses andel af den gennemsnitlige foreningsformue. Revisionshonorarer, der indgår som en del af fællesomkostningerne, fordeles dog efter antal afdelinger.

Udlodning

I udloddende afdelinger udloddes de for regnskabsåret udlodningspligtige beløb efter fradrag af omkostninger i henhold til skattelovgivningen. I hovedtræk består det udlodningspligtige beløb dels af rente- og udbytteindtægter, dels af realiserede kursgevinster på værdipapirer m.v. og valutakonti med fradrag af administrationsomkostninger.

Udlodningsregulering hidrørende fra regnskabsårets emissioner og indløsninger indgår i de respektive afdelingers resultat til udlodning, således at udbytteprocenten er af samme størrelse før og efter emissioner/indløsninger.

Balancen

Kapitalandele og afledte finansielle instrumenter måles ved første indregning til dagsværdi på handelsdagen og herefter løbende til dagsværdi. Likvide midler opgøres til den nominelle værdi.

Andre aktiver

Andre aktiver måles til dagsværdi og består af aktuelle skatteaktiver bestående af refunderbar udbytteskat og renteskat tilbageholdt i udlandet samt tilgodehavender vedrørende handelsafvikling, der omfatter provenuet fra uafviklede salg af finansielle instrumenter samt emissioner før eller på balancedagen, hvor betalingen først sker efter balancedagen.

Foreningens noter

Den foreslåede udlodning for regnskabsåret medregnes i investorernes formue.

Nettoemissions- og -indløsningsindtægter

Nettoemissionsindtægter består af tillæg til emissionskursen med fradrag af udgifter i forbindelse med emissionen. Nettoindløsningsindtægter består af fradrag i indløsningskursen efter modregning af udgifter i forbindelse med indløsningen. Nettoemissions- og -indløsningsindtægter er overført til investorernes formue ultimo regnskabsåret.

Anden gæld

Anden gæld måles til dagsværdi og består af skyldige omkostninger og gæld vedrørende handelsafvikling, der omfatter provenuet fra uafviklede køb af finansielle instrumenter samt indløsninger før eller på balancedagen, hvor betalingen først sker efter balancedagen.

Omregning af fremmed valuta

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdagen, indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens kurs. Værdipapirbeholdninger, afledte finansielle instrumenter, likvide midler, andre aktiver og anden gæld i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs, opgjort som 16.00 GMT valutakursen. Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på tidspunktet for værdipapirbeholdningens anskaffelse eller tilgodehavendets opståen indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

Nøgletal

Regnskabs- og nøgletal er opgjort i henhold til bekendtgørelse om finansielle rapporter for danske UCITS samt retningslinjer fra Investeringsfondsbranchen. I årsrapporten indgår følgende nøgletal:

Afkast i procent

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

Indre værdi pr. andel

Indre værdi pr. andel beregnes som investorernes formue divideret med antal cirkulerende andele ultimo året.

Udlodning pr. andel

Foreslået udlodning i forhold til cirkulerende andele ultimo året.

Omkostningsprocent

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

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.

Omsætningshastighed

Omsætningshastigheden opgøres som gennemsnittet af de i regnskabsåret foretagne køb og salg af værdipapirer justeret for emissioner, indløsninger og udbetalte udlodninger, sat i forhold til den gennemsnitlige formue, hvor gennemsnitsformuen opgøres som et gennemsnit af de daglige formueværdier i året.

Oplysninger i henhold til lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.

I henhold til lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. (FAIF-loven), jf. §61, stk. 3, pkt. 5 og 6 skal der gives følgende oplysninger.

Den samlede lønsum (lønninger og pensioner) for 2019 til ansatte, excl. ledelsen, hos forvalteren Nykredit Portefølje Administration A/S udgør 84.862 t.kr. (2018: 75.706 t.kr.), hvoraf 83.571 t.kr. (2018: 74.525 t.kr.) er fast løn og 1.291 t.kr. (2018: 1.181 t.kr.) er variabel løn.

Den samlede lønsum til ledelsen hos forvalteren udgør 3.910 t.kr. (2018: 4.066 t.kr.), hvoraf 3.345 t.kr. (2018: 3.366 t.kr.) er fast løn og 565 t.kr. (2018: 700 t.kr.) er variabel løn.

Enkelte ansatte hos forvalteren har i henhold til FAIF-lovgivningen væsentlig indflydelse på risikoprofilen for de forvaltede kapitalforeninger. Lønsummen for disse medarbejdere oplyses ikke, da oplysninger om enkeltpersoners individuelle løn således vil kunne udledes.

Der udbetales ikke præferenceafkast til nogen ansatte eller ledelsen hos kapitalforvalteren fra nogen af de forvaltede kapitalforeninger.

Der findes ikke oplysninger, som muliggør allokering af de samlede lønsummer til de enkelte forvaltede kapitalforeninger.

Det gennemsnitlige antal beskæftigede hos forvalteren i 2019 omregnet til heltidsbeskæftigede udgør 120 (2018: 108).

Foreningens noter

Hoved- og nøgletalsoversigt	2019	2018	2017	2016	2015
Årets afkast i procent					
Globale Aktier KL	30,89	3,81	21,06	10,19	16,26
Globale Aktier Akk.	32,76	2,99	21,63	9,51	16,44
Danske Aktier KL	30,84	8,17	15,03	-1,69	32,37
Indre værdi pr. andel					
Globale Aktier KL	2.279,12	2.036,78	2.099,72	1.867,17	1.926,90
Globale Aktier Akk.	2.091,26	1.575,23	1.529,50	1.257,47	1.148,24
Danske Aktier KL	1.624,59	1.532,12	1.559,51	1.487,47	1.786,10
Udlodning pr. andel (i kr.)					
Globale Aktier KL	183,00	306,00	142,00	136,00	229,00
Globale Aktier Akk.	-	-	-	-	-
Danske Aktier KL	107,00	306,00	147,00	135,00	263,00
Omkostningsprocent					
Globale Aktier KL *)	3,91	1,30	3,10	2,09	2,56
Globale Aktier Akk.	1,97	2,00	2,11	2,40	2,54
Danske Aktier KL *)	3,96	1,82	2,31	1,01	3,87
Sharpe ratio					
Globale Aktier KL	1,13	0,91	1,13	1,09	0,95
Globale Aktier Akk.	1,06	0,88	0,94	-	-
Danske Aktier KL	1,31	1,03	1,25	1,29	1,08
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)					
Globale Aktier KL	872.905	118.593	476.935	178.942	254.881
Globale Aktier Akk.	730.996	-8.152	59.463	9.773	5.241
Danske Aktier KL	241.197	47.427	85.276	-9.376	167.058
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)					
Globale Aktier KL	3.932.189	2.839.581	2.837.714	1.972.386	1.790.791
Globale Aktier Akk.	4.748.269	1.503.777	610.828	99.377	63.021
Danske Aktier KL	1.108.759	764.899	638.886	633.727	618.473
Andele ultimo (i 1.000 stk.)					
Globale Aktier KL	1.725	1.394	1.352	1.056	930
Globale Aktier Akk.	2.269	954	400	79	55
Danske Aktier KL	684	500	410	426	347
Omsætningshastighed					
Globale Aktier KL	0,19	0,49	0,39	0,38	0,34
Globale Aktier Akk.	0,18	0,56	0,35	0,51	0,41
Danske Aktier KL	0,29	0,71	0,41	0,57	0,13

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

Foreningens noter

Kapitalforeningen BLS Invest - Afdeling Globale Aktier KL

Beholdningsoversigt i DKK per 31. december 2019

Sektor	Papirnavn	Valuta	Kurs	Stk.	Markedsværdi	
					t.kr.	Procent
Diskretionære forbrugsgoder	Galaxy Entertainment	HKD	57,4	7.280.569	357.041	8,95%
	IHG	GBP	52,1	619.835	284.681	7,13%
	Kering	EUR	585,2	41.796	182.769	4,58%
	LVMH Møet Hennessy	EUR	414,2	26.253	81.256	2,04%
	Samsonite	HKD	18,7	10.861.631	173.531	4,35%
	Sands China	HKD	41,7	5.851.178	208.208	5,22%
	Starbucks	USD	87,9	138.869	81.277	2,04%
Daglige forbrugsgoder	Diageo	GBP	32,0	296.115	83.577	2,10%
	Estée Lauder	USD	206,5	71.779	98.692	2,47%
Finans	AIA Group	HKD	81,8	1.965.122	137.335	3,42%
	American Express	USD	124,5	210.261	174.249	4,37%
	FactSet Research Systems	USD	268,3	56.250	100.466	2,52%
	Ringkjøbing Landbobank	DKK	514,0	98.315	48.169	1,21%
	S&P Global	USD	273,1	61.665	112.088	2,81%
	Moody's	USD	237,4	79.160	125.108	3,13%
	Prudential Plc.	GBP	14,5	1.597.020	204.075	5,12%
	St. James's Place	GBP	11,6	2.533.425	260.171	6,52%
	Wells Fargo & Company	USD	53,8	281.800	100.926	2,53%
	Novo Nordisk	DKK	386,7	932.476	360.541	9,04%
Industri & service	C.H. Robinson	USD	78,2	232.024	120.786	3,03%
	Expeditors International	USD	78,0	614.479	319.155	7,99%
	Kuehne & Nagel	CHF	163,2	70.042	78.582	1,97%
Teknologi	Mastercard	USD	298,6	64.074	127.360	3,19%
	Visa	USD	187,9	75.571	94.528	2,37%
Råvarer	UIE	DKK	1.350,0	56.051	75.669	1,90%
Aktier i alt					3.990.240	100,00%
Beholdning i alt					3.990.240	100,00%

Valutakurser per 31. december 2019: CHF 687,45, DKK: 100, EUR: 747,25, GBP: 881,85, HKD: 85,43 og USD: 665,70

Foreningens noter

Kapitalforeningen BLS Invest - Afdeling Globale Aktier AKK

Beholdningsoversigt i DKK per 31. december 2019

Sektor	Papirnavn	Valuta	Kurs	Markedsværdi		
				Stk.	t.kr.	Procent
Diskretionære forbrugsgoder	Galaxy Entertainment	HKD	57,4	8.761.409	429.662	9,09%
	IHG	GBP	52,1	770.232	353.756	7,49%
	Kering	EUR	585,2	49.572	216.773	4,59%
	LVMH Möet Hennessy	EUR	414,2	30.792	95.304	2,02%
	Samsonite	HKD	18,7	12.895.784	206.030	4,36%
	Sands China	HKD	41,7	7.007.350	249.350	5,27%
	Starbucks	USD	87,9	154.961	90.696	1,92%
Daglige forbrugsgoder	Diageo	GBP	32,0	343.330	96.904	2,05%
	Estée Lauder	USD	206,5	85.081	116.981	2,47%
Finans	AIA Group	HKD	81,8	2.319.159	162.078	3,43%
	American Express	USD	124,5	251.438	208.374	4,41%
	FactSet Research Systems	USD	268,3	65.850	117.613	2,49%
	Ringkjøbing Landbobank	DKK	514,0	115.995	56.979	1,21%
	S&P Global	USD	273,1	71.997	130.869	2,77%
	Moody's	USD	237,4	94.392	149.181	3,15%
	Prudential Plc.	GBP	14,5	1.896.657	242.365	5,13%
	St. James's Place	GBP	11,6	2.941.130	302.041	6,39%
	Wells Fargo & Company	USD	53,8	326.200	116.827	2,47%
	Novo Nordisk	DKK	386,7	1.120.737	433.333	9,17%
Industri & service	C.H. Robinson	USD	78,2	273.948	142.614	3,02%
	Expeditors International	USD	78,0	733.815	381.128	8,06%
	Kuehne & Nagel	CHF	163,2	79.112	88.758	1,88%
Teknologi	Mastercard	USD	298,6	76.232	151.527	3,20%
	Visa	USD	187,9	86.874	108.666	2,30%
Råvarer	UIE	DKK	1.350,0	58.966	79.604	1,68%
Aktier i alt					4.727.413	100,00%
Beholdning i alt					4.727.413	100,00%

Valutakurser per 31. december 2019: CHF 687,45, DKK: 100, EUR: 747,25, GBP: 881,85, HKD: 85,43 og USD: 665,70

Foreningens noter

Kapitalforeningen BLS Invest - Afdeling Danske Aktier KL

Beholdningsoversigt i DKK per 31. december 2019

Papirnavn	Valuta	Kurs	Stk.	Markedsværdi	
				t.kr.	Procent
Carlsberg A/S B	DKK	993,8	110.142	109.459	10,35%
Jobindex	DKK	970,0	9.974	9.675	0,91%
Netcompany	DKK	317,0	218.248	69.185	6,54%
SimCorp A/S	DKK	757,5	34.189	25.898	2,45%
Jeudan A/S	DKK	1.260,0	80.402	101.307	9,58%
Ringkjøbing Landbobank A/S	DKK	514,0	188.626	96.954	9,17%
TopDanmark	DKK	328,4	199.457	65.502	6,19%
Tryg	DKK	197,5	554.521	109.518	10,35%
ALK-Abelló A/S	DKK	1.635,0	20.500	33.518	3,17%
Coloplast B	DKK	826,4	9.826	8.120	0,77%
Demant	DKK	209,8	250.490	52.553	4,97%
Novo Nordisk A/S B	DKK	386,7	281.176	108.717	10,28%
DSV A/S	DKK	767,8	144.409	110.877	10,48%
Chr. Hansen A/S	DKK	529,4	112.000	59.293	5,61%
U.I.E.	DKK	1.350,0	71.985	97.180	9,19%
Aktier i alt				1.057.754	100,00%
Beholdning i alt				1.057.754	100,00%