

**Kapitalforeningen  
BLS Invest**

Årsrapport  
2018



# Indholdsfortegnelse

---

Foreningsoplysninger.....	2
Ledelsespåtegning.....	3
Den uafhængige revisors revisionspåtegning.....	4
Ledelsesberetning.....	8
<i>Udviklingen i foreningen i 2018.....</i>	<i>8</i>
<i>BLS Invest årsberetning 2018.....</i>	<i>10</i>
<i>Risikoforhold i foreningens afdelinger.....</i>	<i>19</i>
<i>Fund Governance.....</i>	<i>22</i>
<i>Væsentlige aftaler.....</i>	<i>25</i>
<i>Generalforsamling 2019.....</i>	<i>26</i>
<i>Øvrige forhold.....</i>	<i>26</i>
<i>Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv.....</i>	<i>27</i>
Årsregnskaber.....	28
<i>Globale Aktier KL.....</i>	<i>28</i>
<i>Globale Aktier Akk.....</i>	<i>34</i>
<i>Danske Aktier KL.....</i>	<i>40</i>
<i>Foreningens noter.....</i>	<i>46</i>
<i>Anvendt regnskabspraksis.....</i>	<i>46</i>
<i>Oplysninger i henhold til lov om forvaltere af alternative inv.fonde m.v.....</i>	<i>48</i>
<i>Hoved- og nøgletaloversigt.....</i>	<i>49</i>
<i>Beholdningslister.....</i>	<i>50</i>

Nærværende årsrapport for 2018 for Kapitalforeningen BLS Invest indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde primo marts 2019. 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 2018 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  
Fax: 44 55 91 40  
CVR nr: 31 06 17 17  
Finanstilsynets reg.nr.: 24.039  
Hjemmeside: blsinvest.dk

## Forvalter

Nykredit Portefølje Administration A/S

## Finanskalender 2019

5. marts Meddelelse vedr. årsrapport 2018  
24. april Ordinær generalforsamling 2019

## Bestyrelse

CFO Chris Bigler (formand)  
Vice President 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 2018 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 2018 samt resultatet for perioden 1. januar - 31. december 2018.

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 5. marts 2019

## **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

## 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 2018, 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 2018 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2018 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 ved generalforsamlingsbeslutning i en samlet sammenhængende opgaveperiode på 2 år frem til og med regnskabsåret 2018.

### 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 2018. 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 unoterede 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 unoterede 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 5. marts 2019  
ERNST & YOUNG  
Godkendt Revisionspartnerselskab  
CVR-nr. 30 70 02 28

Ole Karstensen  
statsaut. revisor  
mne16615

Rasmus Berntsen  
statsaut. revisor  
mne35461

## Udviklingen i foreningen i 2018

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 2018 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 3,8% og 3,0% efter alle omkostninger og inklusive geninvesterede udbytter, og afdeling Danske Aktier KL gav et afkast på 8,2%. De positive absolutte afkast er tilfredsstillende, og på niveau med 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 2018'.

### Regnskabsresultat og formueudvikling mv.

I 2018 blev foreningens samlede regnskabsmæssige resultat på 157,9 mio. kr. mod 621,7 mio. kr. året før.

Den samlede formue i foreningen var 5.108 mio. kr. ved udgangen af året mod 4.087 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 2018'.

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

### Omkostninger i 2018

I 2018 var foreningens samlede omkostninger til administration, markedsføring, investeringsrådgivning og depot mv. 76,3 mio. kr. mod 103,3 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

På den ordinære generalforsamling i BLS Invest, der blev afholdt den 24. april 2018, stillede bestyrelsen forslag om en række justeringer af vedtægterne. Ændringerne blev godkendt.

Chris Bigler, Anne Christina Skjønnemand og Mikael Skov blev genvalgt. Ole Christiansen ønskede ikke genvalg. Bestyrelsen konstituerede sig efterfølgende med Chris Bigler som formand.

På den ekstraordinære generalforsamling den 4. september 2018, blev Søren B. Andersson nyvalgt til foreningens bestyrelse.

# Ledelsesberetning

---

## Afkastudviklingen i 2018

---

	<b>Afkast 2018</b>
Globale Aktier KL	3,8%
Globale Aktier Akk.	3,0%
Danske Aktier KL	8,2%

---

## Resultat og formue i 2018

---

	<b>Resultat i mio. kr.</b>	<b>Formue i mio. kr.</b>	<b>Indre værdi i kr. pr. andel</b>
Globale Aktier KL	118,6	2.839,6	2.036,78
Globale Aktier Akk.	-8,2	1.503,8	1.575,23
Danske Aktier KL	47,4	764,9	1.532,12

---

## Omkostningsprocenter

---

	<b>Omk.procent 2018</b>	<b>Omk.procent 2017</b>	<b>Omk.procent 2016</b>
Globale Aktier KL	1,30	3,10	2,09
Globale Aktier Akk.	2,00	2,11	2,40
Danske Aktier KL	1,82	2,31	1,01

---

## ÅOP i årsrapporten

---

	<b>ÅOP 2018</b>	<b>IHO* 2018</b>	<b>ÅOP 2017</b>	<b>ÅOP 2016</b>
Globale Aktier KL	1,66	(+0,15)	3,36	3,10
Globale Aktier Akk.	2,15	(+0,16)	2,40	2,83
Danske Aktier KL	2,48	(+0,14)	2,48	4,30

---

\*I henhold til gældende aftale skal IHO (indirekte handelsomkostninger) ved afdelingernes handel med værdipapirer med virkning fra ultimo marts 2018 altid oplyses sammen med ÅOP.

ÅOP og indirekte handelsomkostninger er opgjort pr. 31.12.

## BLS Invest årsberetning 2018

2018 blev et år på de finansielle markeder præget af større end normale kursudsving kombineret med noget, man godt kan tillade sig at kalde for et politisk cirkus. 2018 bød også på en række omrokeringer i porteføljen, hvor nogle selskaber, som vi har været medejere af i mange år, af forskellige årsager ikke længere er en del af vores porteføljer, mens andre selskaber, som vi tidligere har udtrykt skepsis omkring, i dag er at karakterisere som 'vores selskaber'.

Vi kan se tilbage på det 11. leveår for BLS Invest og med tilfredshed konstatere, at vores selskaber har en sund drift, der vokser sig større resulterende i stigende frie pengestrømme, som grundlæggende er helt afgørende for, om vi synes, at den opnåede vækst er af en tilfredsstillende karakter.

Samtidig er vores selskaber fortsat stærkt positionerede til at fortsætte med at levere attraktive vækstrater og i takt med det øget værdiskabelse. Vi vil også godt gøre det klart for alle medejere, at vi er rigtig glade for og tilfredse med, at BLS Invest har kunnet levere konkurrencedygtige langsigtede afkast efter alle omkostninger med behersket langsigtet risiko, defineret som risikoen for varige tab af kapital. Det er bestyrelsens holdning, at afkast efter alle omkostninger bør være mere i fokus end omkostninger alene, som ellers er fokuspunktet i megen omtale af investeringsfonde og kapitalforvaltning generelt, som vi også har beskrevet det i tidligere år.

### Langsigtede attraktive afkast

Indledningsvis vil bestyrelsen godt slå fast, at den finder det tilfredsstillende, at der for året var positive, absolutte afkast i alle foreningens tre afdelinger, efter alle omkostninger og inklusive geninvesterede udbytter. Det vel og mærke i et år hvor der ikke var nogle af de større aktivklasser, såsom aktier, obligationer eller råvarer, der oplevede positiv kursudvikling.

Historiske afkast er som bekendt ikke en garanti for fremtidige afkast. Alle foreningens afkast opgøres efter alle omkostninger og inklusive geninvesterede udbytter.

Afdeling Globale Aktier KL opnåede i 2018 et afkast på 3,8 procent, mens Afdeling Globale Aktier AKK opnåede et afkast på 3,0 procent. Bestyrelsen finder det positivt, at der i året blev skabt positive absolutte afkast, mens de globale aktiemarkeder for året var negative.

MSCI Emerging Markets faldt således med mere end ti procent, MSCI Developed Markets faldt knap fire procent, begge opgjort i danske kroner, mens amerikanske S&P500 faldt med mere end fire procent i dollars, og alene steg en procent i danske kroner grundet den styrkede dollar.

Siden opstarten af Afdeling Globale Aktier KL den 30. september 2008 og frem til udgangen af 2018, har afdelingen haft et afkast på 252,4 procent, svarende til et årligt afkast på 13,1 procent. I samme periode er verdensmarkedet, opgjort ved MSCI AC World, steget med 127,3 procent, svarende til 8,3 procent om året. Hvis 100.000 kroner blev investeret i afdelingen ved opstart, ville værdien i dag således være 352.417 kroner, mens MSCI AC World havde forrentet investeringen til 227.346 kroner.

For Afdeling Globale Aktier Akk., der havde sin opstart den 28. november 2014, har levetidsafkastet været 57,5 procent, mens verdensmarkedet, igen målt ved MSCI AC World, i samme periode har haft et afkast på 26,4 procent. Det svarer til et årligt afkast på 11,8 procent for afdelingen, og 5,9 procent for MSCI AC World.

I 2018 opnåede Afdeling Danske Aktier et meget tilfredsstillende absolut afkast på 8,2 procent.

Afdeling Danske Aktier KL har i sin levetid siden 26. februar 2008 og frem til udgangen af 2018 haft et afkast på 203,3 procent, svarende til et årligt afkast på 10,8 procent. I samme periode har det danske aktiemarked, målt ved KAXCAP, haft et afkast på 122,2 procent, svarende til 7,6 procent om året. En investering på 100.000 kroner ved opstarten af Afdeling Danske Aktier er på denne vis øget til 303.309 kroner, mens en investering af samme størrelse ville være blevet til 222.183 kroner ved en investering i KAXCAP.

Bestyrelsen finder, at de langsigtede afkast lever op til målsætningen om at skabe attraktive langsigtede, absolutte afkast, der efter alle omkostninger er bedre end det mest sammenlignelige markedsafkast, samt højere end for sammenlignelige investeringsforeninger, ETF'ere og passive foreninger.

Når vi som langsigtede medejere analyserer og vurderer potentielle samt nuværende investeringer, tager vi udgangspunkt i, hvordan den forventede udvikling vil være over det næste årti, samt hvilke risici vi ser, der kan påvirke denne forventede udvikling. Det er essentielt for os, at gøre alt hvad vi kan for at identificere,

# Ledelsesberetning

---

analysere og så vidt muligt forstå risikofaktorerne, der er omkring selskaberne. Det er ikke nok alene at kunne se potentialet, da potentialet ikke er nok til at begrænse risikoen for varige kapitaltab, hvilket er det primære risikobegreb for os.

Vores selskaber har i gennemsnit eksisteret mere end 100 år, og har dermed været testet gennem såvel gode som mere udfordrende tider. I Afdeling Danske Aktier er forsikrings-selskabet Tryk det ældste selskab, der går helt tilbage til 1731, mens speditoren DSV, måske til manges overraskelse, er det yngste selskab fra 1976 med en markedsværdi på knap 100 milliarder kroner. I de globale afdelinger er luksusproducenten LVMH det ældste, fra 1743, mens Macau-kasinoet Sands China er det yngste, fra 2004 – Sands China er dog på denne korte periode blevet et selskab med en markedsværdi på mere end 220 milliarder danske kroner.

## **Afkastet på den investerede kapital er kernen for os**

Vi søger efter langsigtede attraktive investeringer i selskaber med høje afkast på den investerede kapital, med stærke balancer og stabil samt forudsigelig udvikling i de essentielle frie pengestrømme. Kvalitet kan være forskellige ting for forskellige investorer. I vores optik opgøres kvalitet klarest ved opgørelsen af afkastet på den investerede kapital, hvilket er mere end 36 procent for Afdeling Danske Aktier og næsten 45 procent for de globale afdelinger. Vi har i tidligere år beskrevet mere dybdegående, hvorfor netop dette er det centrale kvalitetsnøgletal for vores rådgiver BLS Capital.

Samtidig har begge porteføljer så godt som ingen gæld, eller endog flere kontanter end udestående gæld, hvilket skaber finansielt råderum gennem både gode og dårlige tider og uafhængigt af renteniveauet.

Stabil og forudsigelig vækst er ligeledes et af kendetegnene ved vores selskaber, hvilket vi mener begrænser risikoen i investeringerne. Kursudsving i underliggende stabile selskaber kan skabe købs- og salgsmuligheder, mens et strukturelt lavere niveau af frie pengestrømme skaber en risiko for varige kapitaltab, hvorfor vi går langt i vores analyser for at vurdere risikoen herfor.

Selskaberne, som vi i fællesskab er medejere af i foreningens tre afdelinger, har oplevet stærk vækst i 2018. I de globale afdelinger er selskabernes indtjening og frie pengestrømme per aktie vokset med mere end 20 procent. Denne fremgang var drevet af

solid og stærk underliggende vækst, samt en hjælpende hånd i form af den amerikanske skattereform fra december 2017. Det er vigtigt at holde sig for øje, at selvom vækstraten som følge af en lavere skat har været højere i 2018, så har det lavere skatteniveau skabt et vedvarende højere niveau for såvel nettoindtjening som de frie pengestrømme efter skat.

Dette har ligeledes ført til betydelig vækst i distributionen af pengestrømme til aktionærerne i form af udbytter og aktietilbagekøb, som baseret på nuværende kurser udgør mellem fire og fem procent i samlet direkte afkast. Vi forventer fortsat, at vores selskaber fastholder vækstrater i omegnen af ti procent om året og med baggrund i vores selskabers stærke markedspositioner, er de i stand til at hæve priserne på deres varer og services som minimum på niveau med inflationsudviklingen, hvilket betyder, at pengestrømmene i høj grad er inflationssikrede.

Pengestrømsrenten, opgjort som årlige frie pengestrømme i procent af markedsværdien, er i dag på det mest attraktive niveau set over de seneste fem år, og er således over fem procent i dag i såvel afdeling Danske Aktier som de globale afdelinger.

## **Større kursudsving = muligheder**

Vi oplevede i 2018 tiltagende aktiekursudsving, som ikke kunne forklares ved selskabsmæssige ændringer – ikke kun for aktier som helhed, men ligeså mellem selskaberne i vores portefølje. Som langsigtede medejere forventer vi som udgangspunkt at have lange ejerskabsperioder, når vi køber aktier i vores selskaber. I gennemsnit ejer vi vores selskaber mere end seks år. Kursudsving giver os dog muligheden for at udøve købmandskab og handle mellem vores selskaber, baseret på attraktiviteten af det enkelte selskabs prissætning. Dette blev beskrevet i BLS Capitals årsbrev for to år siden, så vi vil her blot slå fast, at vi i det forgangne år oplevede perioder, nogle korte og andre af en vis længde, hvor vi havde oplevelsen af, at vores selskaber, som følge af kursdykkene, var på tilbud.

I foråret gik kursudviklingen i visse af vores selskaber væsentligt hurtigere, end væksten i virksomhedernes frie pengestrømme kunne matche, og prissætningen blev derfor tiltagende mindre attraktiv. Dette førte i Afdeling Danske Aktier til, at vi begrænsede vores ejerskab betydeligt i softwareudvikleren SimCorp, stomi- og kontinensselskabet Coloplast, samt høreapparatsproducenten William Demant. Når kursværdien vokser hurtigere end pengestrømmene, vil det alt andet lige føre til et mindre fremtidigt afkastpotentia-

le, og derfor kan kapitalen flyttes til andre medejerskaber, hvor afkastpotentialer vurderes større. Vi fastholdt ejerskabet i disse tre selskaber, men i et mindre omfang end tidligere. Ved indgangen til 2018 udgjorde SimCorp, Coloplast og William Demant de maksimalt tilladte ti procent af Afdeling Danske Aktier.

Efter et halvt år var kurserne i SimCorp og William Demant steget med knap 50 procent, mens Coloplast var steget mere end 30 procent. Grundet salg af aktier på de højere kursniveauer, var positionerne i Afdeling Danske Aktier i sommeren sænket til mellem to og seks procent.

I løbet af efteråret faldt kurserne igen selvom forventningerne til de fremtidige frie pengestrømme ikke var synderligt anderledes, hvilket førte til, at vi tilbagekøbte de solgte aktier, dog på kurser der var omkring 20 til 25 procent lavere end salgskurserne. Det er denne stillingtagen, vi ser som værende en del af værditilførslen ved aktiv forvaltning.

## **Danske Bank blev for første gang en del af porteføljen**

Til afdeling Danske Aktier blev forsikringsselskaberne Topdanmark og Tryg genkøbt til porteføljen, efter i en årrække ikke at have været en del af vores udvalgte danske selskaber. Også Danske Bank blev tilkøbt i efteråret. Det vender vi tilbage til.

At kurserne løb foran udviklingen i de frie pengestrømme var ligeledes tilfældet for en række af selskaberne i de globale afdelinger. Dette førte både til, at vi begrænsede vores positioner i nogle selskaber, men ligeledes, at vi helt frasolgte Google-ejeren Alphabet, stomi- og kontinensselskabet Coloplast, sportsmærket Nike og forbrugsselskabet Procter & Gamble. Vi afhændede ligeledes vores aktier i medieselskabet the Walt Disney Company og den amerikanske reservedelsforhandler AutoZone. AutoZone blev frasolgt i decembers negative aktiemarked grundet en mindre attraktiv prissætning sammenlignet med alternative investeringsmuligheder. Frasalget af Walt Disney skyldtes derimod, at udfordringerne i sportsnetværket ESPN, hvoraf selskabet ejer 80 procent, var større end rådgiver tidligere havde vurderet, og derfor ændrede både den opfattede forudsigelige pengestrømsgenerering og væksten sig i en negativ retning.

Omvendt tilkøbte de globale afdelinger i løbet af 2018 forbrugsselskaberne Procter & Gamble og L'Oréal, Ringkjøbing Landbobank, det asiatiske livs- og sundhedsforsikringsselskab AIA, speditøren Kuehne & Nagel, samt genkøbte Nike, efter at selskabet var fal-

det mere end tyve procent fra frasalget uden væsentlige nyheder om selskabet. Som langsigtede medejere forventer vi ikke, at vi køber eller sælger et selskab for omvendt at sælge eller købe igen kort tid efter. Der præsenterede sig dog nogle særlige muligheder i forbindelse med såvel Procter & Gamble, som Nike, hvor aktiekurserne henholdsvis steg eller faldt med mere end tyve procent over korte horisonter. Dette påvirkede i vores optik afkastpotentialer i en tilpas grad til, at vi valgte at handle derpå. Samtidig er det også et klart udtryk for den markante og øgede volatilitet på markederne, som vi var vidner til i det forgangne år.

## **Nogle ting at slå fast omkring begrebet "value-aktier"**

Gennem både 2017 og 2018 har "momentum-investeringer", hvor gårsdagens kursvindere købes eller aktier ramt af kursfald sælges, været den faktor med de højeste afkast, men i efteråret 2018 begyndte denne udvikling at ændre sig, og andre faktorer, såsom "value investering" at klare sig bedre. For BLS Invest er fokus på absolut værdiskabelse, balancestyrke og absolut værdi, hvilket selvsagt også er afspejlet i rådgivers investeringsfilosofi og -proces. Modsat en momentum-tilgang foretrækker vi at købe, når der er kursfald, og sælge når der er kursstigninger, dog altid i selskaber med forståelige forretningsmodeller og risici.

I aviser, nyhedsudsendelser på tv eller i helt andre nyhedsmedier udtaler såkaldte eksperter sig ofte om, hvorvidt man skal være investeret i såkaldte "vækst" eller "value"-aktier. Begreberne dækker meget forsimplet over, hvorvidt et selskab skulle være en interessant investering grundet væksten i forretningen, eller om det alene grundet værdiansættelsen er en attraktiv investering, uagtet hvordan selskabet forventes at udvikle sig eller hvorvidt den løbende drift er værdiskabende. Vækst dækker dog over en lang række forskellige selskaber, hvor eksempelvis Mastercard (der fortsat er en del af de globale afdelinger) skaber stabil og forudsigelig tocifret vækst ikke blot i omsætningen, men i højere grad i indtjeningen og de frie pengestrømme. Amazon, der ligeledes er en såkaldt 'vækst-aktie', har en høj omsætningsvækst, men hvor rådgiver ikke finder stabilitet eller forudsigelighed, og hvor omsætningsvæksten ikke hidtil har resulteret i attraktive væksthøjder i de frie pengestrømme. Amazon er blandt andet derfor ikke en del af de globale afdelinger. BLS Invest har ingen eksponering mod de såkaldte FAANG eller BAT-aktier, og har af disse alene tidligere ejet Alphabet, der ejer søgemaskinen Google.

Value-aktier kan defineres på flere måder, men defineres eksempelvis i MSCIs value-indeks, alene på baggrund af få udvalgte multipler, hvor attraktiviteten af en investering afgøres på baggrund af selskabets indtjening og udbytte i forhold til markedsprisen (såkaldt indtjenings- eller udbytterente) og markedsprisen i forhold til en i regnskabet opgjort bogført værdi af egenkapitalen. Vækst-aktier beskrives oftest alene på baggrund af den forventede vækst – baseret på omsætningsvækst og indtjening, samt forventningerne hertil, men i MSCIs opgørelse inkluderes ikke udviklingen i de frie pengestrømme. Vi kan stille os undrende over for attraktiviteten i at investere i indtjeningsvækst, der ikke nødvendigvis fører til pæne vækstniveauer i de frie pengestrømme.

Ved at basere attraktiviteten af en investering på baggrund af en indtjeningsrente, udbytterente eller en markedspris-til-bogført værdi, tages der ikke højde for, hvilket aktiv, der reelt købes – og herunder, hvordan dette forventes at udvikle sig. Tag ikke fejl, vi sætter pris på udbytte-niveauer og udbytterenter, men for os er det vigtigere, at der er en vækst i udbyttet og at dette er finansieret af en stabilt voksende pengestrømsgenerering. Derudover er udbytterenten positivt påvirket af aktiekursfald, og et højt niveau kan således risikere at være et udtryk for skuffende forretningsmæssig udvikling, måske endda tilbagegang, og dermed en ringere kursudvikling. A.P. Møller-Mærsk værdifastsættes eksempelvis under selskabets bogførte værdi og er en såkaldt 'value-aktie'. A.P. Møller-Mærsk har dog et lavt afkast på den investerede kapital, som vi vurderer, er lavere end kapitalomkostningerne. Trods ledelsens ihærdige forsøg finder vi det svært at se vækst eller betydelige ændringer i dette. Som en note hertil, er aktiekursen på en A.P. Møller-Mærsk aktie i dag lavere end ved opstarten af BLS Invest i februar 2008.

Vi ser opdelingen i "vækst" og "value" som værende en meget firkantet og forsimplet opdeling i kategorier, der i vores optik ikke er særlig informerende. Som langsigtede medejere indgår en vurdering af fremtidig vækst i vurderingen af et selskabs afkastpotentiale, men vi vil, selvfølgelig, aldrig betale en pris, som ikke er under selskabets fundamentale værdi – uanset hvor høj en vækst et selskab måtte have, er det en dårlig investering at betale mere, end det er værd. Det er godt gammeldags købmandskab. Som næstformanden i Berkshire Hathaway, Charlie Munger, beskriver det, så er alle gode investeringer value-investeringer, da man køber noget for mindre, end det er værd. Jo lavere markedsprisen er sammenlignet med den fundamentale værdi, jo mindre risiko ser vi i inve-

steringen, og derfor køber vi da også helst aktier i vores selskaber, når kursen falder.

I vores kontinuerlige søgen efter attraktive investeringer støder vi på selskaber, der møder alle krav til kvalitet, forudsigelighed og stabilitet, men hvis prissætningen af selskabet ikke er attraktiv, bliver selskabet ikke en del af vores porteføljer. Rådgiver kan i stedet placere selskabet på bænken af investerbare selskaber, og hvis prissætningen en dag bliver tilstrækkeligt attraktiv som følge af en kursudvikling, der ikke følger fremgangen i frie pengestrømme, kan vi igen genoverveje, om tilføjelsen af selskabet vil øge det langsigtede afkastpotentiale af den samlede portefølje.

### **Rette governance helt afgørende når vi investerer i Hong Kong-selskaber**

Set over hele året præsterede det europæiske aktiemarked, som den region med den ringeste kursudvikling, et kursfald på mere end ti procent, (opgjort ved MSCI Europa) mens udviklingslandene, opgjort ved MSCI Emerging Markets, gennem store dele af året havde den tvivlsomme fornøjelse, også at falde mere end ti procent, dog en tand mindre end Europa. Dette påvirkede ligeledes kursudviklingen i vores Hong Kong-noterede selskaber, ligesom flere af vores selskaber med betydelig forretningsmæssig eksponering mod de asiatiske markeder blev kursmæssigt ramt af uro som følge af en fortsat pæn, men aftagende, vækst i den kinesiske økonomi og snak om handelskrig. Dette var eksempelvis situationen for selskaber som skønhedsproducenten Estée Lauder, kasinoerne Sands China og Galaxy Entertainment, og luksusproducenten LVMH. Trods at aktiekurserne lader til at inkludere meget uro omkring Kina, ses der endnu ikke nogen betydelig afmatning i vækstraterne.

Begrebet emerging markets spænder meget vidt, og dækker således over lande som Sydafrika, Argentina, Tyrkiet, Kina og Saudi Arabien. Mens der har været meget politisk og økonomisk uro i eksempelvis Argentina, Tyrkiet, Sydafrika og Saudi Arabien, er det svært at finde en direkte forbindelse herfra og til Kinas økonomiske udvikling. Som investor er det igen væsentligt ikke at skære alt over en kam og i stedet tage aktivt stilling til, hvor man placerer sin kapital.

Eksponeringen mod udviklingslande er begrænset til vestlige selskaber eller selskaber med vestlig corporate governance, hvor vi finder, at reguleringen og beskyttelsen af minoritetsaktionærer er baseret på samme værdier (corporate governance), som vi ser det i vestlige lande. Effekten heraf er, at vi kan stole

på de regnskaber, som selskaberne rapporterer. Det betyder ikke, at vi ikke finder stor værdi i at vores selskaber er positivt eksponeret over for den betydeligt øgede velstand i mange udviklingslande, særligt Asien, og en stærkt voksende og forbrugende kinesisk middelklasse. Vi ønsker blot at denne eksponering kommer fra selskaber, hvor vi stoler på rapporteringerne og ledelsen. Dertil er det altid en fordel, at regnskaberne er i et sprog, som man kan læse.

Udsvingene i Hong Kong-noterede selskaber ramte særligt vores investeringer i de Macau baserede kasinoer Sands China og Galaxy Entertainment. Efter i 2016 og 2017 at have været blandt de højeste bidragsydere til afdelingers afkast, faldt de to kasinooperatører med henholdsvis syv og 15 procent, i danske kroner inklusive geninvesterede udbytter i 2018. Vores forventninger til fremtidige frie pengestrømme er i det store hele uændret, og derfor finder vi, at prissætningen på vores kasinoer i 2018 er blevet tiltagende attraktiv. Kasinoindustrien på Macau havde i 2018 en vækst på fjorten procent i spilomsætningen som kombineret med stigende indtjeningsmarginaler vil betyde en stærk vækst i indtjening, frie pengestrømme og udbyttepotentiale på 20 procent.

Rådgiver BLS Capital besøgte i september øen, der er en speciel administreret region i Kina, hvor seks aktører har licens til at drive kasinoer. Der blev holdt møder med flere af kasinoledelserne, og porteføljeforvalterne var selv på gulvet, hvor der var spilleglade kinesere overalt, mens ledelsen gjorde det klart, at de ikke kunne se nogen tegn på hverken aftagende interesse eller afmatning i vækstraterne.

I den selvsamme måned, hvor besøget fandt sted, var kursværdierne på flere af kasinoerne dog nede med omkring tyve procent, alene fra indgangen til september, hvilket blev udnyttet til at øge vægten i positionerne med mere end to procentpoint på attraktive kursniveauer. Det er værd at bemærke, at porteføljeforvalterne ikke selv spillede på kasinoerne – det ligger ikke til hverken rådgivers eller BLS Invests natur at gamble, medmindre det er med odds, der er markant i vores favør. Og det er ikke tilfældet på kasinoer, hvor huset altid vinder i sidste ende.

For kineserne er vi nu i grisens år, og da grisen er tegn på velstand og held, kan det være, at kineserne igen i år vil prøve deres held på øen.

## **Fra observation til ejerskab - og en hjælpende hånd fra centralregeringen**

Kursfaldene ramte som nævnt bredt blandt selskaberne noteret på børsen i Hong Kong, hvilket førte til en tiltagende attraktiv prissætning på det asiatiske livs- og sundhedsforsikrings selskab AIA, som vi har fulgt med interesse længe. Vi besluttede derfor at blive medejere af selskabet i de globale afdelinger.

AIA er det ledende ikke-kinesiske sundheds- og livsforsikrings selskab på det kinesiske marked, og dermed endnu et eksempel på attraktiv eksponering til det kinesiske marked gennem et selskab med vestlig virksomhedsledelse og beskyttelse af aktionærerne.

Væksten i ny forretning i AIA kommer særligt fra det kinesiske marked, hvor forsikringspolicer sælges såvel i Kina som i Hong Kong. AIA er til stede og markedsledende på yderligere 16 markeder i Sydøstasien, men Kina og Hong Kong står for mere end syv ud af ti dollars i forventet indtjening på nytegnede policer. Den største kilde til denne vækst er sundhedsforsikringer. Kineserne har en markant højere andel af selvbetalte sundheds- og medicinregninger, svarende til mere end 40 procent af de samlede udgifter. Dette er til sammenligning under 15 procent i eksempelvis USA og Storbritannien, og endnu lavere i andre vesteuropæiske lande. Dette har blandt andet haft den effekt, at kineserne er nødsaget til at have markant mere kontant opsparing end det ses i vestlige lande, da familier ikke vil stå i en situation, hvor adgangen til kontanter begrænser behandlingsmulighederne.

Hertil er hospitalerne i Kina oftest overbebyrdede og uden ledige sengepladser. Forsikringskunder hos AIA kan gennem selskabet få assistance til at komme til det rette hospital og bliver samtidig sikret en behandlingsplads. Ikke nok med, at der kan være en økonomisk sikring i forsikringspolicerne, kan kunderne ligeledes opnå en helt praktisk fordel i adgangen til behandling.

Modsat flere andre forsikringstyper dækker sundhedsforsikringerne som udgangspunkt et år ad gangen, eller hvor forsikringen udbetales med en engangsbetaling, og derfor er der årligt mulighed for at opgøre forsikringskravene og udbetalingerne. Andre forsikringstyper, herunder eksempelvis arbejdsskadeforsikringer i den vestlige verden, kan kræve mangeårige betalinger, selv hvis arbejdspladsen er gået ud af forretning og dermed ikke længere betaler for dækningen, såkaldt langhalet forsikring. Størrelsen af erstatningssager og rentabiliteten på sundhedsforsikringer er således mere gennemskuelige.

Disse sundhedsforsikringer har fordel af at være præget af en høj grad af gentagende betalinger, og er således ikke konjunkturmæssigt følsomme, når først aftalen er indgået og er over en policeholders levetid det mest rentable forsikringsprodukt hos AIA. Andelen af gentagende betalinger er således mere end 90 procent af præmieindtægterne i AIA. Med baggrund i det massivt underpenetretede forsikringsmarked kombineret med ledelsens værdiskabelsesfokus, ser vi potentiale for, at AIA kan vokse indtjeningen med pæne to-cifrede årlige vækstrater i de kommende 10-20 år.

Den kinesiske centralregering har et mål om, at forsikringspenetrationen skal øges fra omkring nuværende to procent til fem procent, allerede i 2020. Udbyttebetalingen er i dag begrænset til under to procent af markedsværdien, men med baggrund i den høje vækst, og samtidig vækst i en forholdsvis kapitallet forsikringstype, forventer vi, at udbyttet kan vokse hurtigere end indtjeningen. AIA er prissat på omkring sytten gange indeværende års indtjening og vurderes at have betydelig overskydende kapital på balancen svarende til omkring syv procent af markedsværdien, hvilket kan understøtte væksten eller udloddes til aktionærerne.

## **Politisk cirkus – men aldrig haft en større andel af britiske selskaber**

Britiske Prudential Plc har en betydelig eksponering til de samme langsigtede faktorer i Sydøstasien, som det er tilfældet i AIA, og Prudential Plc har ligeledes været under kursmæssig pres i 2018, hvorfor vores ejerandel også er øget betydeligt der, særligt i årets fjerde kvartal.

Den politisk uro har i 2018 ikke været isoleret til Kina, snakken om handelskrig mellem USA og Kina, Tyrkiet, Argentina eller Sydafrika. Der har ligeledes været politiske uroligheder i europæiske lande som Polen, Ungarn, Frankrig og selvfølgelig Storbritanniens fortsatte forhandlinger om udtrædelser fra EU.

Investeringer i BLS Invest baseres ikke på uforudsigelige politiske udviklinger, men derimod på selskaber med stabile og forudsigelige forretninger. De er derfor ikke foretaget på baggrund af forventede politiske udfald af støtteordninger, forhandlinger om handelsaftaler eller lignende. Når der opstår uventede situationer, som for eksempel briterne valg om EU-medlemskab, er vi selvfølgelig nødt til at forholde os til, om dette har en forventet påvirkning på vores porteføljeselskaber. Dette har vi således taget stilling til i relation til vores britiske selskaber, og det har i flere tilfælde ført til, at vi har benyttet den kursmæssige nedtur for de

britisknoterede papirer til at øge vores ejerandele – slet og ret fordi vi ikke ser forretningernes potentiale blive beskadiget, udtræden af EU eller ej.

For flere selskaber – spiritusproducenten Diageo, hotelkæden Intercontinental Hotels Group (IHG) eller førortalte Prudential Plc – ser vi et svagt britisk pund som værende positivt for værdien af selskabernes pengestrømme, da andelen af omkostningerne i britiske pund er større end indtægterne i pund. Prudential Plc's aktiekurs faldt således med 25 procent i 2018, trods en indtjeningsvækst på mere end ti procent, ligesom IHG's aktiekurs faldt knap ti procent og det endda med en vækst i indtjeningen og de frie pengestrømme på omkring tyve procent. Begge disse blev således markant billigere prisfastsat gennem året, som det var tilfældet for en række af vores selskaber, i og uden for Storbritannien.

For disse selskaber gælder det, at deres pengestrømme og værdiskabelsen er uden for Storbritannien, og derfor er en svækkelse af pundet positivt for pundværdien af pengestrømmene. Aktiekurserne har dog været ramt af en generelt lav interesse for britisknoterede selskaber, uagtet kvalitet eller driftsudvikling. I BLS Invest har de tiltagende attraktive prissætninger som følge af kursfaldene ført til, at eksponeringen mod britisknoterede aktier er på det højeste nogensinde.

## **Flere og flere misligholdte obligationsudstedelser**

I mere end ti år har størstedelen af den vestlige verden ført en meget lempelig pengepolitik med en let og billig adgang til gældsfinansiering grundet lave renter og store obligationsopkøb af centralbanker i såvel USA, som i den europæiske centralbank og Japan. I de seneste år har adgangen til billig kapital, altså lave renter, ført til markante stigninger i obligationsudstedelser med lavere standarder og med en højere risiko for misligholdte betalinger. Mange udstedelser har været "investment-grade" virksomhedsobligationer, hvor navnet "investment grade" indikerer, at der er en vis sikkerhed i rettidig betaling af gælden.

Det er dog værd at bemærke, at disse "investment grade"-udstedelser oftest har været af en karakter, der kun lige nøjagtig har været en spids over kategorien "non-investment grade" (hvor kreditratingen er BBB- hos S&P), der også benævnes via det knap så tiltalende navn "junk bonds". Mere end 40 procent af udestående virksomhedsobligationer er i dag vurderet som værende lige niveauet over "junk bond"-status.

Til sammenligning var det omkring 30 procent i 2009.

Flere og flere obligationsudstedelser sælges i dag med lav eller ingen krav til udsteders finansielle status, såkaldte finansielle covenant "light". Denne risikovillighed og afkastjagt er i vores optik ikke et sundhedstegn. Udover dette har der i 2018 været en markant stigning i antallet af misligholdte betalinger, hvor gældsudsteder ikke har betalt rentebetalingen på obligationen til tiden.

Lave, og i Europa endda negative, renter har ført til, at mange i jagten på attraktive afkast er gået mod mere risikofyldte og sværere gennemskuelige investeringer, hvilket vi godt kan se et faresignal i.

Balancerne i BLS Invest er, som tidligere beskrevet, fortsat særdeles konservative, og der er i selskaberne således en lille eller slet ingen gæld. Det giver finansielt agilitet og mulighed til at agere på situationer, der måtte opstå, hvis konkurrenter kommer under finansielt pres, enten ved at foretage opkøb eller ved at investere i en acceleration af øgede markedsandele, som Coloplast prisværdigt har gjort det med øgede salgsinvesteringer svarende til omkring to procent af omsætningen, som ledelsen udmeldte i efteråret 2017 og allerede nu har bidraget til en acceleration i salgsvæksten.

Dette gjorde selskabet på bekostning af kortsigtede marginer for at udnytte nogle konkurrenters ledelsesvakuum samt produktmæssige svagheder. Vi foretrækker, at væksten foregår organisk, men kan se værdi i få fornuftige og udvalgte opkøb.

## **Er ting virkelig mere værd uden et dagligt pristjek?**

Risikovilligheden kan ligeledes ses i, at betydelige og stigende mængder af kapital placeres i alternative investeringer, såsom kapital- eller infrastruktur-fonde, der investerer i ikke-noterede aktiver. Disse investeringer bliver set som et attraktivt alternativ til noterede investeringer, og beskrives yderligere ofte som værende mindre risikofyldte og mere stabile investeringer. Et eksempel er den japanske Vision Fond, der formåede at samle 100 milliarder dollars, uden at investeringsfilosofien eller -formålet var tydeligt defineret.

Det undrer os, at disse aktiver oftest vurderes isoleret fra offentlige markedspladser, og at markedsværdien af investeringer som disse ikke skulle være påvirket af den usikkerhed, der kan påvirke de daglige kursudsving på børsnoterede aktier. Den "stabile" udvikling

er i stedet ofte udtryk for, at markedsværdien baseres på regneark og teoretiske modeller, hvorved der er markante individuelle skøn, der indgår i beregningen af en såkaldt markedsværdi. Stabile investeringer med attraktive afkastmuligheder er ligeledes noget, som vi søger at identificere, men hvordan stabiliteten i et selskab eller aktiv påvirkes positivt af ikke at have en daglig prismekanisme, har vi svært ved at se. Vi vurderer, at den faktiske risikopræmie på ikke-noterede aktiver må svinge forholdsvis synkront med andre finansielle markeder.

Flere og flere virksomhedshandler i kapitalfonde foregår da også som videresalg til andre kapitalfonde, og de seneste år har således båret præg af et faldende antal børsnoteringer. Dette til trods for, at købere ifølge finansiell teori ellers bør være villige til at betale en højere pris for likviditet, som i evnen til uden større besvær at kunne videresælge aktivet. Vi kan godt forundres over dette samt have svært ved at se logikken i, at den overtagende kapitalfond skulle være en bedre ejer end den sælgende kapitalfond.

I 2019 lader transporttjenesterne Uber og Lyft, såkaldte "unicorns", til at skulle børsnoterer, og vi finder det særdeles interessant, hvordan et offentligt marked vil prissætte disse, indtil videre, tabsgivende virksomheder – og hvordan koblingen vil være til deres privatopgjorte markedsværdier på op imod 100 milliarder amerikanske dollars. BLS Invest bliver ikke medejer.

Den amerikanske centralbank har gennem to år hævet renten, ligesom både den amerikanske centralbank samt ECB er stoppet med at foretage obligationsopkøb, hvilket alt andet lige bør hæve prisen på kapital, det vil sige renterne. En effekt af dette kan være, at de seneste års tiltagende risikovillighed vender, og at der i stedet vil sættes en højere pris på penge, og dermed større fokus på fundamentale værdisætninger.

## **Et år med erhvervsskandaler**

Vi kommer ikke uden om, at 2018 også vil blive husket for en række erhvervsskandaler, såvel i Danmark som i USA. Mens Facebook med den såkaldte Cambridge Analytica-skandale skabte fokus på det stigende behov for datasikkerhed og kontrol, kom Danske Bank i søgelyset for sin ageren i forbindelse med tidligere massive hvidvask i deres estiske bankforretning. Begge tilfælde lader til at have været en manglende vilje til at sige fra over for fristelsen ved en lukrativ og indtjeningsbringende forretning.

# Ledelsesberetning

---

Et godt pejlemærke til, hvorvidt man bør gøre noget, er den gamle avis-test, som Warren Buffett har beskrevet: Du skal ikke gøre noget, hvis ikke du kan stå ved det, hvis det er på forsiden af avisen næste dag. I tilfældet med både Danske Bank og Facebook var det dog ikke kun den næste dag, at sagerne var på avisernes forsider. De to brands blev belastet af negativ omtale og yderligere afsløringer.

Afdeling Danske Aktier blev som tidligere nævnt i efteråret aktionærer i Danske Bank, hvilket skete under en forventning om, at banken vil udvise en markant ændret adfærd under en ny ledelse. Der har siden finanskrisen foregået en væsentlig reducere af kredit- og markedsrisikoen i bankforretningen, kombineret med en øget attraktiv prissætning, som følge af kursfald, har ført til, at rådgiver konkluderede, at et køb af Danske Bank ville øge afdelingens fremtidige afkastpotentiale. Vores rådgiver BLS Capital uddyber i den kommende udgave af bogen "Vores Selskaber", hvorfor Danske Bank i året er blevet tilkøbt.

Resultatet af bankens interne undersøgelse og dybden af hvidvaskesagen i Estland var ligeledes for rådgiver en negativ overraskelse, og derfor følges oprydningssarbejdet tæt, og det er forventningen, at corporate governance og forretningsetik højnes under den nyudnævnte formand. Prissætningen på Danske Bank afspejler efter alt at dømme en højere bøde, end rådgiver finder sandsynlig.

Banker har været under kursmæssigt pres i 2018 – det værende i Europa som i USA - hvor bankindeks faldt med mere end henholdsvis 23 og 12 procent hver især, opgjort i danske kroner. En normalisering af renteniveauet som følge af afslutningen på centralbankers pengepolitiske eksperimenter, bør alt andet lige være positivt for indtjeningsevnen i en bank, da banken igen kan få indtjening på indlån, og ej heller skal betale negative indlånsrenter til centralbankerne.

Vi og vores rådgiver BLS Capital er generelt skeptiske over for at investere i banker. Bankers balancerisiko er svært gennemskuelige, ikke alene for udenforstående investorer, men ligeledes for bankdirektørerne selv. I årene op mod den finansielle krise havde flere store banker, såsom amerikanske Lehman Brothers, således udlån svarende til mere end 30 gange egenkapitalen, hvorfor alene nedskrivninger på tre-fire procent af udlånene var nok til, at egenkapitalen var væk. Gennemsigtheden bliver ofte sværere i takt med bankens størrelse. Samtidig er det for en bank svært at differentiere sig, da størstedelen af en banks ydelser er svære at gøre forskellige fra andre banker.

Pengesedlerne er de samme, om de kommer fra Nordea, Sydbank eller Ringkjøbing Landbobank, og med stigende krav fra regulering og lovgivning har mange banker derfor svært ved at skabe en fornuftig og værdiskabende forretning.

## En helt særlig bank Ringkjøbing

Ringkjøbing Landbobank, som vi også har beskrevet tidligere år, er dog i vores optik en undtagelse til reglen. Banken, der har hovedsæde i det vestlige Jylland, har det seneste årti været den suverænt mest omkostningseffektive bank ikke blot i Danmark og i Europa, men er ligeledes et effektivitetspejlemærke globalt set. Omkostningerne har således i mange år ligget omkring 32-33 kroner per 100 kroner i indtægter – dette er omkring 20 kroner bedre end for selv de største banker i Norden på trods af, at skala i teorien burde være en fordel. I Europæisk regi er nordiske banker endda generelt omkostningseffektive. Landbobanken forrenter egenkapitalen med knap 20 procent før skat, trods en behersket udlåns gearing på mindre end fem gange egenkapitalen. Effektiviteten kommer blandt andet fra et konstant omkostningsfokus. I hovedkontoret i det vestlige Danmark er det således alene den administrerende direktør, der har sit eget kontor, mens de resterende ansatte er at finde i åbne kontorlandskaber, hvor der ydes en stor indsats for at mindske friktion og eksempelvis unødvendige møder.

Banken er yderligere kendetegnet ved stærk kreditkultur og sund virksomhedsledelse. Over de sidste 30 år har banken alene haft to administrerende direktører, og den nuværende, 55-årige John Fisker, vurderes at have mange gode år tilbage på topposten.

Størrelse er ikke i sig selv et mål for banken, og faktisk er det i fokus ikke at vokse mere, end at kulturen kan fastholdes, og at ledelsen kan have kontrol med alt, der sker. Tilsynet bemærkede da også ved et inspektionsbesøg i foråret 2018, at kreditstyringen er central, og at der alene er meget små decentraliserede bemyndigelser i den henseende. Det er med til at give ro i maven hos medejere.

Landbobanken er særligt fokuseret på udlån til særligt udvalgte nicheforretninger, hvor risici er mere forståelige, end i de større, uigennemsigtige bankbalancer. Før kreditansøgninger kan godkendes, skal ansøgningen forbi direktionen, hvor det skal kunne beskrives, forståeligt, på en enkelt A4-side. Dette til trods for, at Landbobanken igennem 2018 er blevet Danmarks tredjestørste bank baseret på markedsværdien, blandt andet gennem opkøbet af Nordjyske Bank, der blev

overtaget i juni 2018.

Kapitalsituationen i Ringkjøbing Landbobank er samtidig særdeles sund, og egenkapitalen udgør således mere end 16 procent af risikovægtede aktiver, konservativt opgjort ved Finanstilsynets standardmodel. Dette betyder, at der i opgørelsen ikke tages højde for, hvad der vurderes at være en balance med betydeligt lavere risiko end den gennemsnitlige bank. De største banker anvender interne risikoopgørelsesmodeller, hvor de gennem statistik og historie har opnået mere lempelige risikojusteringer. Over de seneste 30 år har Landbobanken i gennemsnit haft så godt som ingen tab på lånebogen, og vi skal helt tilbage til 1992 for at finde de sidste 50 års største årligt opgjort tab på knap 0,8 procent.

Trods dette udgør bankens samlede hensættelser omkring fire procent af udlånene i dag. Dette er med til at stille bankens aktionærer godt, skulle tiderne blive hårdere. Siden år 2000 har Landbobanken opnået et samlet aktieafkast på knap 20 procent om året, drevet af stærk og stabil indtjeningsvækst, og derfor ser vi stadig banken som værende særdeles attraktiv prisfastsat på mindre end halvanden gange bogført værdi og 11 gange indeværende års indtjening.

## **Gode forventninger baseret på robuste forretningsmodeller**

Selvom der kan være faretegn i visse markedsaktørers risikovillighed, ser vi positivt på vores selskabers mulighed for at fortsætte og øge den daglige værdiskabelse. Dette til trods for den politiske uro der er omkring potentielle handelskrige, medlemmer der udtræder af EU eller nationalpolitiske protester i en række europæiske lande.

Kvaliteten af porteføljerne i BLS Invest er høj og finansieringen konservativ. Dette kan vi vurdere på baggrund af afkastet på den investerede kapital, der er omkring 36 procent i Afdeling Danske Aktier og mere end 44 procent i de globale afdelinger, og dette endda kombineret med så godt som ingen gæld. Dette er med til at skabe ro til at sove godt om natten uagtet udviklingen i pengepolitik verden over.

Vores selskaber har stabile og forudsigelige forretningsmodeller, og konkurrencemæssige fordele, der lader dem hæve priserne som minimum på linje med inflationen, og dermed inflationssikre de pengestrømme, der skaber den langsigtede, fundamentale værdi – den værdi vi som investorer vurderer selskaberne på baggrund af. Inflationssikringen af pengestrømme betyder, at vores selskaber er særdeles godt posi-

tioneret til højere inflationsniveauer, og bør endda skabe bedre værdi i disse miljøer, end selskaber uden differentierede produkter og dermed pengestrømme, hvis reelle værdi falder.

Prissætningen af foreningens porteføljer er endda mere attraktiv, end den har været længe. Porteføljernes pengestrømsrente – de årlige frie pengestrømme i procent af markedsværdien – udgør således mere end fem procent, hvilket giver os grund til at se et godt afkastpotentiale, som understøttes af forventede vækstrater i indtjeningen og frie pengestrømme på omkring ti procent. Porteføljernes samlede udbytter og aktietilbagekøb udgør samtidig mellem fire og fem procent på nuværende markedsværdier.

Mens kvalitet og værdiskabelse bør afspejles i den langsigtede kursudvikling, påvirkes værdipapirer på kortere sigt ofte af ikke fundamentale udviklinger, som eksempelvis overvurdering af kortsigtede nyhedsstrømme, politiske valg, udviklingen i renter, råvarepriser, valutakurser eller tidligere aktiekursudvikling. BLS Invest søger at give medinvestorer de bedste muligheder for at deltage i en langsigtet værdiskabelse, men kurser kan svinge meget over kortere perioder, og her føler vi os trygge ved, at foreningens rådgiver, BLS Capital, forholder sig til, hvilke muligheder kursudsving måtte bringe. Det er således forventningen til 2019, at afdelingernes selskaber vil fortsætte med at skabe de bedst mulige rammer for at skabe værdi for langsigtede medejere. Med disse selskaber ser fremtiden lys ud – også selv om kortsigtede kursudviklinger ikke kan forudsiges.

Dette blev endnu engang bekræftet i 2018.

## 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 forudsatte og uforudsatte 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	CI-risikoscala (1-7)	Risikovurdering
Globale Aktier KL	13,6%	26,7%	31,9%	5	Høj
Globale Aktier Akk.	15,1%	9,9%	19,2%	6	Høj
Danske Aktier KL	12,3%	52,4%	58,1%	5	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.

### Risikoscalaen i Central Investorinformation

Risikoscalaen i Central Investorinformation (CI) 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 risikoscalaen ultimo 2018. Placeringen i risikoscalaen 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 risikoscala 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 2018

Afdeling	Antal selskaber	Største position	Top 5 andele
Globale Aktier KL	25	9,5%	37%
Globale Aktier Akk.	25	9,6%	37%
Danske Aktier KL	12	10,1%	50%

# 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 2018.

## Valutaeksponering i aktieafdelingerne ultimo 2018

Afdeling	DKK og EUR	USD relateret	GBP	JPY	Øvrige
Globale Aktier KL	22%	35%	19%	-	25%
Globale Aktier Akk.	21%	35%	19%	-	25%
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 parter 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](http://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 udformes 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 investeroplysninger, og løbende justere den
- at sikre, at foreningens struktur er i overensstemmelse med investorernes 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.

# Ledelsesberetning

---

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.

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 service-ydelser

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 investorbekyttelse 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 investorrettigheder. 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 2018 var foreningens samlede omkostninger til depositar inkl. udgifter til VP mv. 0,9 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 2018 var foreningens samlede omkostninger til administration 9,4 mio. kr. mod 7,5 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 2018 var foreningens samlede omkostninger til investeringsrådgiver 65,1 mio.kr. mod 94,0 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 2018 var foreningens samlede omkostninger til lovpligtig revision 35 t.kr. mod 35 t.kr. året før.

I 2018 har foreningen ikke haft omkostninger til revision ud over det, der vedrører den lovpligtige revision.

## Generalforsamling 2019

Foreningens generalforsamling afholdes onsdag den 24. april 2019.

### Udlodning

For 2018 indstiller bestyrelsen til generalforsamlingens godkendelse de foreløbige udlodninger, som bestyrelsen besluttede at udbetale i januar 2019. Udlodningen i kr. pr. andel for de enkelte afdelinger er angivet i nedenstående tabel.

Afdeling	Udlodning*
Globale Aktier KL	306,00 kr.
Danske Aktier KL	306,00 kr.

\* Udbyttet er udbetalt via VP Securities A/S i januar 2019 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 to 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 2007

---

Øvrige hverv:

Direktør i Bigler Holdings ApS

#### Søren B. Andersson

Medlem

---

Vice President, William Demant Holding A/S  
Født 1977, indvalgt i bestyrelsen 2018

---

Næstformand for bestyrelsen for:

Aquilo P/S

Medlem af bestyrelsen for:

Jeudan A/S

Øvrige hverv:

Medlem i Revisions- og risikoudvalget i JEUDAN A/S

#### Anne Christina Skjønnemand

Medlem

---

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

---

Medlem af bestyrelsen for:

Topdanmark Liv Holding A/S

Topdanmark Livsforsikring A/S

#### Mikael Øpstun Skov

Medlem

---

CEO, Hafnia Tankers ApS

Født 1963, indvalgt i bestyrelsen 2013

---

Medlem af bestyrelsen for:

Clipper Group A/S

Clipper Group Ltd.

Danske Rederier

Datterseskaber i Hafnia-gruppen

Den Danske Maritime Fond

K/S Habro Edinburgh

K/S Habro Ipswich

Øvrige hverv:

Medlem af i Komiteen for Assuranceforeningen Skuld

### Bestyrelsens møder

Bestyrelsen har i 2018 afholdt 5 ordinære møder.

### Bestyrelsens aflønning

Som honorar til bestyrelsen for 2018 indstilles til generalforsamlingens godkendelse et samlet beløb på 345 t.kr. Heraf aflønnes formanden med 135 t.kr. og menigt bestyrelsesmedlem med 90 t.kr. Søren B. Andersson modtager dog et forholdsmæssigt honorar på 30 t.kr.

Der har i 2018 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

---

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 2018

Afdelingen opnåede et afkast på 3,81% i 2018.

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

Bestyrelsen finder det positivt, at der i året blev skabt positive absolutte afkast, mens afkastet på de globale aktiemarkeder for året var negative. MSCI Emerging Markets faldt således med mere end ti procent, MSCI Developed Markets faldt knap fire procent, begge opgjort i danske kroner, mens amerikanske S&P500 faldt med mere end fire procent i dollars, og alene steg en procent i danske kroner grundet den styrkede dollar.

Afdelingens nettoresultat blev på 118,6 mio. kr. i 2018. Ultimo 2018 udgjorde formuen i afdelingen 2.839,6 mio. kr. svarende til en indre værdi på 2.036,78 kr. pr. andel. For 2018 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 306,00 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 2018 været 13,6% 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 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.

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

---

<b>Nøgletal</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
Årets afkast i procent	3,81	21,06	10,19	16,26	5,53
Indre værdi pr. andel (i kr.)	2.036,78	2.099,72	1.867,17	1.926,90	1.788,34
Udlodning pr. andel (i kr.)	306,00	142,00	136,00	229,00	154,00
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	1,30	3,10	2,09	2,56	1,60
Sharpe ratio	0,91	1,13	1,09	0,95	1,08
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	118.593	476.935	178.942	254.881	88.316
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)	2.839.581	2.837.714	1.972.386	1.790.791	1.580.807
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	1.394	1.352	1.056	930	884
Omsætningshastighed	0,49	0,39	0,38	0,34	0,62

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

## Globale Aktier KL

---

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2018</b>	<b>2017</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	33	3
	Renteudgifter	-39	-42
2	Udbytter	55.536	48.131
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>55.530</b>	<b>48.092</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	107.501	513.743
	Afledte finansielle instrumenter	10	16
	Valutakonti	-221	-593
	Øvrige aktiver/passiver	66	-156
4	Handelsomkostninger	-3.172	-1.863
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>104.184</b>	<b>511.147</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>159.714</b>	<b>559.239</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>38.602</b>	<b>80.049</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>121.112</b>	<b>479.190</b>
	<b>Skat</b>	<b>2.519</b>	<b>2.255</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>118.593</b>	<b>476.935</b>
	<b>Overskudsdisponering</b>		
6	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	426.611	191.909
	Overført til udlodning næste år	1.180	763
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-309.198</b>	<b>284.263</b>

## Globale Aktier KL

---

### Balance i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	27.717	12.974
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>27.717</b>	<b>12.974</b>
	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	383.965	401.806
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.436.886	2.477.127
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>2.820.851</b>	<b>2.878.933</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	-	1.150
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	999	-
	Aktuelle skatteaktiver	3.875	2.488
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>4.874</b>	<b>3.638</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.853.442</b>	<b>2.895.545</b>
	<b>PASSIVER</b>		
7,8	<b>Investorerens formue</b>	<b>2.839.581</b>	<b>2.837.714</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	13.861	57.831
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>13.861</b>	<b>57.831</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>2.853.442</b>	<b>2.895.545</b>

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 25.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 27.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 46 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 48.

	<b>2018</b>	<b>2017</b>		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	33	3		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>33</b>	<b>3</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber	8.273	11.976		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	47.263	36.155		
<b>I alt udbytter</b>	<b>55.536</b>	<b>48.131</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber, realiserede	30.360	42.942		
Noterede aktier fra danske selskaber, urealiserede	-5.048	35.958		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, realiserede	180.820	81.261		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, urealiserede	-98.631	353.582		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>107.501</b>	<b>513.743</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-3.819	-2.539		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	647	676		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-3.172</b>	<b>-1.863</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>5 Administrationsomkostninger 2018</b>				
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	
<b>I alt administrationsomkostninger 2018</b>	<b>38.277</b>	<b>325</b>	<b>38.602</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2017</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	215	215	
Revisionshonorar til revisorer	10	2	12	
Markedsføringsomkostninger	1.632	-	1.632	
Gebyrer til depotselskab	479	-	479	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	72.274	-	72.274	
Fast administrationshonorar	5.126	-	5.126	
Øvrige omkostninger	237	74	311	
<b>I alt administrationsomkostninger 2017</b>	<b>79.758</b>	<b>291</b>	<b>80.049</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2018</b>	<b>2017</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning</b>		
Renter og udbytter	55.569	48.136
Ikke refunderbare udbytteskatter	-3.860	-2.433
Kursgevinster og -tab til udlodning	421.276	223.327
Udlodningsregulering	-7.356	3.176
Udlodning overført fra sidste år	763	517
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>466.392</b>	<b>272.723</b>
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-38.601	-80.049
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>427.791</b>	<b>192.674</b>
	<b>2018</b>	<b>2017</b>
<b>7 Investorerens formue</b>		
Investorerens formue primo	2.837.714	1.972.386
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-191.909	-143.664
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	-2.132	-
Emissioner i året	344.714	650.889
Indløsninger i året	-267.981	-119.914
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	582	1.082
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	426.611	191.909
Overført til udlodning næste år	1.180	763
Overført fra resultatopgørelsen	-309.198	284.263
<b>I alt investorerens formue</b>	<b>2.839.581</b>	<b>2.837.714</b>
<b>8 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	1.352	1.056
Emissioner i året	167	356
Indløsninger i året	-125	-60
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>1.394</b>	<b>1.352</b>
<b>9 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,38	97,48
Øvrige finansielle instrumenter	0,97	0,44
<b>I alt</b>	<b>99,35</b>	<b>97,92</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,65	2,08
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

## 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 2018

Afdelingen opnåede et afkast på 2,99% i 2018.

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

Bestyrelsen finder det positivt, at der i året blev skabt positive absolutte afkast, mens afkastet på de globale aktiemarkeder for året var negative. MSCI Emerging Markets faldt således med mere end ti procent, MSCI Developed Markets faldt knap fire procent, begge opgjort i danske kroner, mens amerikanske S&P500 faldt med mere end fire procent i dollars, og alene steg en procent i danske kroner grundet den styrkede dollar.

Afdelingens nettoresultat blev på -8,2 mio. kr. i 2018. Ultimo 2018 udgjorde formuen i afdelingen 1.503,8 mio. kr. svarende til en indre værdi på 1.575,23 kr. pr. andel.

## Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste fem år til ultimo 2018 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 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.

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 investoroplysninger. Overholdelse heraf overvåges løbende af foreningens ledelse.

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

## Globale Aktier Akk.

---

<b>Nøgletal</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
Årets afkast i procent	2,99	21,63	9,51	16,44	-1,39
Indre værdi pr. andel (i kr.)	1.575,23	1.529,50	1.257,47	1.148,24	986,11
Omkostningsprocent	2,00	2,11	2,40	2,54	0,42
Sharpe ratio	0,88	0,94	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-8.152	59.463	9.773	5.241	-412
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.503.777	610.828	99.377	63.021	28.619
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	954	400	79	55	29
Omsætningshastighed	0,56	0,35	0,51	0,41	0,04

## Globale Aktier Akk.

---

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2018</b>	<b>2017</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	9	1
	Renteudgifter	-16	-10
2	Udbytter	21.850	7.076
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>21.843</b>	<b>7.067</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	-2.268	63.001
	Afledte finansielle instrumenter	-17	-
	Valutakonti	-514	-759
	Øvrige aktiver/passiver	7	-2
4	Handelsomkostninger	-1.670	-370
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-4.462</b>	<b>61.870</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>17.381</b>	<b>68.937</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>24.157</b>	<b>8.875</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-6.776</b>	<b>60.062</b>
	<b>Skat</b>	<b>1.376</b>	<b>599</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-8.152</b>	<b>59.463</b>

## Globale Aktier Akk.

---

### Balance i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	2.527	1.999
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>2.527</b>	<b>1.999</b>
	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	204.234	83.774
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.297.910	526.205
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.502.144</b>	<b>609.979</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	-	238
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	1.004	499
	Aktuelle skatteaktiver	647	157
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.651</b>	<b>894</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.506.322</b>	<b>612.872</b>
	<b>PASSIVER</b>		
6,7	<b>Investorerernes formue</b>	<b>1.503.777</b>	<b>610.828</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	2.545	1.055
	Gæld vedrørende handelsafvikling	-	989
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>2.545</b>	<b>2.044</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.506.322</b>	<b>612.872</b>

8      *Finansielle instrumenter i procent*

# Globale Aktier Akk.

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 25.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 27.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 46 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 48.

	2018	2017		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	9	1		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>9</b>	<b>1</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber	3.082	2.011		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	18.768	5.065		
<b>I alt udbytter</b>	<b>21.850</b>	<b>7.076</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber, realiserede	9.495	3.789		
Noterede aktier fra danske selskaber, urealiserede	-4.275	3.792		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, realiserede	62.075	4.014		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, urealiserede	-69.563	51.406		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>-2.268</b>	<b>63.001</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-2.521	-968		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	851	598		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-1.670</b>	<b>-370</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>5 Administrationsomkostninger 2018</b>				
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	
<b>I alt administrationsomkostninger 2018</b>	<b>24.021</b>	<b>136</b>	<b>24.157</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2017</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	46	46	
Revisionshonorar til revisorer	10	2	12	
Markedsføringsomkostninger	144	-	144	
Gebyrer til depotselskab	165	-	165	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	7.409	-	7.409	
Fast administrationshonorar	1.020	-	1.020	
Øvrige omkostninger	67	12	79	
<b>I alt administrationsomkostninger 2017</b>	<b>8.815</b>	<b>60</b>	<b>8.875</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2018</b>	<b>2017</b>
<b>6 Investorerne formue</b>		
Investorerne formue primo	610.828	99.377
Emissioner i året	906.536	461.064
Indløsninger i året	-6.028	-9.232
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	593	156
Overført fra resultatopgørelsen	-8.152	59.463
<b>I alt investorerne formue</b>	<b>1.503.777</b>	<b>610.828</b>
<b>7 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	400	79
Emissioner i året	558	327
Indløsninger i året	-4	-6
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>954</b>	<b>400</b>
<b>8 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,55	99,19
Øvrige finansielle instrumenter	0,17	0,33
<b>I alt</b>	<b>99,72</b>	<b>99,52</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,28	0,48
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

## 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 2018

Afdelingen opnåede et afkast på 8,17% i 2018.

Afkastet er tilfredsstillende og højere end 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, faldet med 10,89% i 2018.

Afdelingens nettoresultat blev på 47,4 mio. kr. i 2018. Ultimo 2018 udgjorde formuen i afdelingen 764,9 mio. kr. svarende til en indre værdi på 1.532,12 kr. pr. andel. For 2018 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 306,00 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 2018 været 12,3% 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 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

---

<b>Nøgletal</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
Årets afkast i procent	8,17	15,03	-1,69	32,37	5,29
Indre værdi pr. andel (i kr.)	1.532,12	1.559,51	1.487,47	1.786,10	1.540,95
Udlodning pr. andel (i kr.)	306,00	147,00	135,00	263,00	235,00
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	1,82	2,31	1,01	3,87	1,50
Sharpe ratio	1,03	1,25	1,29	1,08	1,02
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	47.427	85.276	-9.376	167.058	36.637
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)	764.899	638.886	633.727	618.473	524.482
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	500	410	426	347	340
Omsætningshastighed	0,71	0,41	0,57	0,13	0,17

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

## Danske Aktier KL

---

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2018</b>	<b>2017</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
	Renteudgifter	-331	-29
1	Udbytter	12.259	9.052
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>11.928</b>	<b>9.023</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Kapitalandele	49.391	91.011
3	Handelsomkostninger	-313	-414
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>49.078</b>	<b>90.597</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>61.006</b>	<b>99.620</b>
4	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>13.579</b>	<b>14.344</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>47.427</b>	<b>85.276</b>
	<b>Overskudsdisponering</b>		
5	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	152.768	60.222
	Overført til udlodning næste år	261	347
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-105.602</b>	<b>24.707</b>

# Danske Aktier KL

---

## Balance i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	1.187	13.934
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>1.187</b>	<b>13.934</b>
	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	766.274	603.614
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>766.274</b>	<b>603.614</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	4.459	30.106
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>4.459</b>	<b>30.106</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>771.920</b>	<b>647.654</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
6,7	<b>Investorenes formue</b>	<b>764.899</b>	<b>638.886</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	7.021	8.768
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>7.021</b>	<b>8.768</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>771.920</b>	<b>647.654</b>

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 25.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 27.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 46 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 48.

	<b>2018</b>	<b>2017</b>		
<b>1 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber	12.259	9.052		
<b>I alt udbytter</b>	<b>12.259</b>	<b>9.052</b>		
<b>2 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber, realiserede	75.262	37.546		
Noterede aktier fra danske selskaber, urealiserede	-25.871	53.465		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>49.391</b>	<b>91.011</b>		
<b>3 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-367	-488		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	54	74		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-313</b>	<b>-414</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>4 Administrationsomkostninger 2018</b>				
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	
<b>I alt administrationsomkostninger 2018</b>	<b>13.501</b>	<b>78</b>	<b>13.579</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2017</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	48	48	
Revisionshonorar til revisorer	10	2	12	
Markedsføringsomkostninger	399	-	399	
Gebyrer til depotselskab	212	-	212	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	12.178	-	12.178	
Fast administrationshonorar	1.375	-	1.375	
Øvrige omkostninger	89	31	120	
<b>I alt administrationsomkostninger 2017</b>	<b>14.263</b>	<b>81</b>	<b>14.344</b>	
	<b>2018</b>	<b>2017</b>		
<b>5 Til rådighed for udlodning</b>				
Renter og udbytter	12.259	9.052		
Kursgevinster og -tab til udlodning	141.926	67.118		
Udlodningsregulering	12.076	-1.289		
Udlodning overført fra sidste år	347	33		
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>166.608</b>	<b>74.914</b>		
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-13.578	-14.345		
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>153.030</b>	<b>60.569</b>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2018</b>	<b>2017</b>
<b>6 Investorerne formue</b>		
Investorerne formue primo	638.886	633.727
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-60.222	-57.516
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	-92	210
Emissioner i året	171.694	38.871
Indløsninger i året	-33.138	-61.990
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	344	308
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	152.768	60.222
Overført til udlodning næste år	261	347
Overført fra resultatopgørelsen	-105.602	24.707
<b>I alt investorerne formue</b>	<b>764.899</b>	<b>638.886</b>
<b>7 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	410	426
Emissioner i året	110	28
Indløsninger i året	-20	-44
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>500</b>	<b>410</b>
<b>8 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,38	91,96
Øvrige finansielle instrumenter	0,15	2,12
<b>I alt</b>	<b>98,53</b>	<b>94,08</b>
Andre aktiver/Anden gæld	1,47	5,92
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

## 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 kortage 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 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 tilgodehavende renter, udbytter m.m., 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, 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 2018 til ansatte, excl. ledelsen, hos forvalteren Nykredit Portefølje Administration A/S udgør 77.419 t.kr. (2017: 70.724 t.kr.), hvoraf 75.901 t.kr. (2017: 70.108 t.kr.) er fast løn og 1.518 t.kr. (2017: 616 t.kr.) er variabel løn.

Den samlede lønsum til ledelsen hos forvalteren udgør 4.066 t.kr. (2017: 4.047 t.kr.), hvoraf 3.366 t.kr. (2017: 3.327 t.kr.) er fast løn og 700 t.kr. (2017: 720 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 2018 omregnet til heltidsbeskæftigede udgør 108 (2017: 109).

## Foreningens noter

<b>Hoved- og nøgletalsoversigt</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>Årets afkast i procent</b>					
Globale Aktier KL	3,81	21,06	10,19	16,26	5,53
Globale Aktier Akk.	2,99	21,63	9,51	16,44	-1,39
Danske Aktier KL	8,17	15,03	-1,69	32,37	5,29
<b>Indre værdi pr. andel</b>					
Globale Aktier KL	2.036,78	2.099,72	1.867,17	1.926,90	1.788,34
Globale Aktier Akk.	1.575,23	1.529,50	1.257,47	1.148,24	986,11
Danske Aktier KL	1.532,12	1.559,51	1.487,47	1.786,10	1.540,95
<b>Udlodning pr. andel (i kr.)</b>					
Globale Aktier KL	306,00	142,00	136,00	229,00	154,00
Globale Aktier Akk.	-	-	-	-	-
Danske Aktier KL	306,00	147,00	135,00	263,00	235,00
<b>Omkostningsprocent</b>					
Globale Aktier KL *)	1,30	3,10	2,09	2,56	1,60
Globale Aktier Akk.	2,00	2,11	2,40	2,54	0,42
Danske Aktier KL *)	1,82	2,31	1,01	3,87	1,50
<b>Sharpe ratio</b>					
Globale Aktier KL	0,91	1,13	1,09	0,95	1,08
Globale Aktier Akk.	0,88	0,94	-	-	-
Danske Aktier KL	1,03	1,25	1,29	1,08	1,02
<b>Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)</b>					
Globale Aktier KL	118.593	476.935	178.942	254.881	88.316
Globale Aktier Akk.	-8.152	59.463	9.773	5.241	-412
Danske Aktier KL	47.427	85.276	-9.376	167.058	36.637
<b>Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)</b>					
Globale Aktier KL	2.839.581	2.837.714	1.972.386	1.790.791	1.580.807
Globale Aktier Akk.	1.503.777	610.828	99.377	63.021	28.619
Danske Aktier KL	764.899	638.886	633.727	618.473	524.482
<b>Andele ultimo (i 1.000 stk.)</b>					
Globale Aktier KL	1.394	1.352	1.056	930	884
Globale Aktier Akk.	954	400	79	55	29
Danske Aktier KL	500	410	426	347	340
<b>Omsætningshastighed</b>					
Globale Aktier KL	0,49	0,39	0,38	0,34	0,62
Globale Aktier Akk.	0,56	0,35	0,51	0,41	0,04
Danske Aktier KL	0,71	0,41	0,57	0,13	0,17

\*) 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 2018

Sektor	Papirnavn	Valuta	Kurs	Stk.	Markedsværdi	
					t.kr.	Procent
Diskretionære forbrugsgoder	Richemont	CHF	63	136.713	57.035	2,02%
	Galaxy Entertainment	HKD	49,8	6.430.869	267.024	9,47%
	IHG	GBP	42,4	393.086	138.469	4,91%
	Lvmh Moet Hennessy	EUR	258,2	45.125	86.946	3,08%
	Nike	USD	74,14	121.912	59.003	2,09%
	Samsonite	HKD	22,25	5.715.681	106.035	3,76%
	Sands China	HKD	34,3	3.952.868	113.047	4,01%
	Starbucks	USD	64,4	199.211	83.748	2,97%
Daglige forbrugsgoder	Diageo	GBP	28,0	235.915	54.821	1,94%
	Estee Lauder	USD	130,1	126.414	107.362	3,81%
	L'Oréal	EUR	201,2	43.446	65.231	2,31%
Finans	AIA Group LTD	HKD	65	1.903.322	103.152	3,66%
	American Express	USD	95,32	97.165	60.460	2,14%
	Ringkjøbing Landbobank	DKK	340	280.185	95.263	3,38%
	S&P GLOBAL INC	USD	169,94	90.665	100.580	3,57%
	Moody's Corp.	USD	140,04	129.707	118.575	4,20%
	Prudential PLC	GBP	14,0	1.285.363	149.824	5,31%
	St. James's Place	GBP	9,4	2.439.770	191.482	6,79%
Sundhed	Novo Nordisk	DKK	297,9	605.926	180.505	6,40%
Industri & service	Expeditors	USD	68,09	510.329	226.835	8,04%
	Kone Oyj-B	EUR	41,64	181.476	56.391	2,00%
	Kuehne & Nagel	CHF	126,35	69.219	57.915	2,05%
Teknologi	Mastercard Inc	USD	188,65	139.874	172.255	6,11%
	Visa Inc.	USD	131,94	70.471	60.697	2,15%
Råvarer	UIE	DKK	1.330,00	81.351	108.197	3,84%
Aktier i alt					2.820.851	100,00%
Beholdning i alt					2.820.851	100,00%

Valutakurser per 31. december 2018: CHF: 662,20, DKK: 100, EUR: 746,24, GBP: 831,40, HKD: 83,82 og USD: 652,80

## Foreningens noter

---

### Kapitalforeningen BLS Invest - Afdeling Globale Aktier AKK

Beholdningsoversigt i DKK per 31. december 2018

Sektor	Papirnavn	Valuta	Kurs	Stk.	Markedsværdi	
					t.kr.	Procent
Diskretionære forbrugsgoder	Richemont	CHF	63	72.242	30.138	2,01%
	Galaxy Entertainment	HKD	49,8	3.473.759	144.238	9,60%
	IHG	GBP	42,4	207.785	73.195	4,87%
	Lvmh Moet Hennessy	EUR	258,2	23.592	45.457	3,03%
	Nike	USD	74,14	62.978	30.480	2,03%
	Samsonite	HKD	22,25	3.070.484	56.962	3,79%
	Sands China	HKD	34,3	2.065.167	59.061	3,93%
	Starbucks	USD	64,4	104.645	43.993	2,93%
Daglige forbrugsgoder	Diageo	GBP	28,0	124.380	28.903	1,92%
	Estee Lauder	USD	130,1	67.836	57.612	3,84%
	L'Oréal	EUR	201,2	22.605	33.940	2,26%
Finans	AIA Group LTD	HKD	65	990.559	53.684	3,57%
	American Express	USD	95,32	51.428	32.001	2,13%
	Ringkjøbing Landbo- bank	DKK	340	147.020	49.987	3,33%
	S&P GLOBAL INC	USD	169,94	48.409	53.703	3,58%
	Moody's Corp.	USD	140,04	66.892	61.151	4,07%
	Prudential PLC	GBP	14,0	681.531	79.440	5,29%
	St. James's Place	GBP	9,4	1.288.612	101.135	6,73%
Sundhed	Novo Nordisk	DKK	297,9	322.162	95.972	6,39%
Industri & service	Expeditors	USD	68,09	276.965	123.108	8,20%
	Kone Oyj-B	EUR	41,64	96.223	29.900	1,99%
	Kuehne & Nagel	CHF	126,35	42.952	35.937	2,39%
Teknologi	Mastercard Inc	USD	188,65	74.482	91.724	6,11%
	Visa Inc	USD	131,94	37.324	32.147	2,14%
Råvare	UIE	DKK	1.330,00	43.816	58.275	3,88%
Aktier i alt					1.502.144	100,00%
Beholdning i alt					1.502.144	100,00%

Valutakurser per 31. december 2018: CHF: 662,20, DKK: 100, EUR: 746,24, GBP: 831,40, HKD: 83,82 og USD: 652,80

## Foreningens noter

---

### Kapitalforeningen BLS Invest - Afdeling Danske Aktier KL

Beholdningsoversigt i DKK per 31. december 2018

Papirnavn	Valuta	Kurs	Stk.	Markedsværdi	
				t.kr.	Procent
Carlsberg A/S B	DKK	692,6	110.192	76.319	9,96%
SimCorp A/S	DKK	445,6	169.726	75.630	9,87%
Danske Bank A/S	DKK	128,9	603.091	77.738	10,14%
Jeudan A/S	DKK	946	73.149	69.199	9,03%
Ringkjøbing Landbobank A/S	DKK	340	219.386	74.591	9,73%
TopDanmark	DKK	303	46.097	13.967	1,82%
Tryg	DKK	163,9	147.598	24.191	3,16%
Coloplast B	DKK	605	99.960	60.476	7,89%
Novo Nordisk A/S B	DKK	297,9	256.344	76.365	9,97%
William Demant	DKK	184,9	395.068	73.048	9,53%
DSV A/S	DKK	429,2	172.209	73.912	9,65%
U.I.E.	DKK	1.330,00	53.261	70.837	9,24%
Aktier i alt				766.274	100,00%
Beholdning i alt				766.274	100,00%

Valutakurser per 31. december 2018: DKK: 100