



Årsrapport for 2002

Ledelsesberetning for 2002

Kære Investorer og Partnere

Under afsnittet "Forventet markedsudvikling" i prospektet for foreningen skriver vi, at i år med stabile eller faldende aktiemarkeder har afkastet været pænt højere end det generelle aktiemarked. Ligeledes i samme afsnit kommenterer vi, at hvis et fremtidigt merafkast kan opnås, vil det være gennem bedre end gennemsnits afkast i stabile eller faldende aktiemarkeder. Dette mangler vi for denne investeringsforening stadig at bevise.

Med et negativt afkast for perioden fra foreningens start og til 31. december 2002 på 11,22% mod et negativt afkast for MSCI World Index på 11,84% holder dette ikke helt stik. Marginalt jo, men en bittersød oplevelse – mest bitter! Resultatet er negativt, og det er i sig selv utilfredsstillende og kan virke frustrerende. Men, lad os pointere to ting. For at kunne danne en fornuftig mening om investeringsafkast er en periode på ét år alt for kort. Et halvt år gør handlingen endnu mere vildledende.

Investeringerne i Nielsen Global Value, der ifølge lovgivningen skal placeres senest 1 måned efter børsnoteringen, og som sådan fortrinsvis blev foretaget i slutningen af juli og starten af august måned, afspejler på kort sigt i højere grad aktiemarkedernes aktuelle følelsesmæssige situation, end de afspejler forholdet til virksomhedernes forretningsmæssige værdi. Benjamin Graham, der står fadder til vores investeringsfilosofi, beskrev det således: *In the short run the market is a voting machine. In the long run it is a weighing machine.*

Et tre-årigt såvel som fem-årigt tilbageblik, hvor MSCI World Index udviser negative afkast på op til 45 % bekræfter, at vores investeringsfilosofi er forsigtig. At kunne have lukket foreningens første 6 måneders levetid og året 2002 med et positivt afkast ville naturligvis have været mere opløftende.

Investeringsmålsætning

I denne første beretning for foreningen vil det være hensigtsmæssigt at belyse, hvilken opfattelse vi har med hensyn til foreningen, hvilke mål vi har med investeringerne, og hvordan vi opererer i aktiemarkedet.

Uanset de tekniske rammer, der ligger til grund for måden vores investeringsforening er sat op på, opfatter vi investorerne i foreningen som partnere. Foreningen er ikke et "produkt" og investorerne er ikke "kunder". Vi vil i halvårs- og helårsberetningerne forsøge på bedste vis at redegøre for de handlinger, vi foretager os med vores kapital. På samme måde som dét vi ville lægge vægt på, hvis vores roller var byttet om. Vores investeringer er langsigtede, hvorfor vi ikke finder det formålstjenligt at kommentere på kvartalsbasis. Hvis potentielle investorer ikke føler sig trygge ved vores investeringsfilosofi, eller de målsætninger vi har, er det bedst ikke at investere i foreningen. Vi vil have det dårligt med, at potentielle investorer investerer med forkerte forventninger.

Målsætningen med de investeringer, som foretages er over investeringsperioden at undgå permanent tab af kapital (ikke kortsigtede kvotteringsstab) og tillige skabe et tilfredsstillende afkast. Vi har et langsigtet fokus på at skabe værdi, altså at skabe positive eller absolutte afkast. Idet berettigelsen for vores forening er at kunne skabe langsigtet højere afkast end generelle aktie-

markedsafkast, vil vi koncentrere os om kun at fortage investeringer, når forskellen mellem en virksomheds forretningsmæssige værdi ligger tilstrækkeligt højere end markedsværdien. Denne forskel er investeringens sikkerhedsmargin. Tidshorizonten for investeringerne ligger på 3 til 5 år. Typisk vil den forskel, der er mellem virksomhedernes forretningsmæssige værdi og markedsværdien mindskes over en sådan periode.

Generelt vil vores investeringer fordele sig over to typer af virksomhedsinvesteringer. Almindelige virksomheder og kvalitetsvirksomheder. Almindelige virksomheder er virksomheder, der typisk kun kan demonstrere et gennemsnitligt eller lavere afkast på deres kapitalapparat. Det er virksomheder, som ikke vil have en vækst i deres forretningsmæssige værdi, der ligger højere end generel industri, handel og service. Det kan også være virksomheder, som på lang sigt vil være lavt afkastende.

Den anden gruppe er kvalitetsvirksomheder. Dette er virksomheder, der har et gennemsnitligt højere afkast på investeret kapital. Det kan være virksomheder, som enten opererer i en industri med generelt højere afkast i forhold til almindelig industri eller virksomheder, der opererer inden for en niche, og som gennem markedsdominans kan fastholde et højere afkast på deres kapitalapparat.

Det grundlæggende for begge typer er at foretage investering, når disse virksomheder kan fås med en tilstrækkelig stor forskel mellem forretningsmæssig værdi, eller den værdi de ville honorere ejeren med i en privat handel af hele virksomheden, og så markedsværdien på børsen. Vi vil helst have kvalitetsvirksomheder med en stor sikkerhedsmargin, fordi deres forretningsmæssige værdi på sigt vil være pænt stigende. Det er bare sjældent, at de kommer til priser, som vi ønsker at betale. Almindelige virksomheder er der naturligvis flest af, og oftest fås de til ekstreme undervalueringer, hvilket gør dem endog meget attraktive.

Nogle gange vil markedsværdien meget hurtigt reflektere den forretningsmæssige værdi, og mange gange vil det tage år. På tidspunktet for investering er det svært at se nogen specifik årsag til, hvad der skulle få dem til at stige. Men, netop på grund af denne mangel på glamour eller spekulation, er prisen på dem meget lav. Man får megen værdi, for den pris man giver. Netop denne overflod af værdi i forhold til pris skaber en sikkerhedsmargin i hver enkelt investering. Når en lang række af investeringer med hver sin sikkerhedsmargin foretages, kreeres en attraktiv portefølje af sikkerhed og afkastpotentiale.

Kölnische Rückversicherungsgesellschaft

Vi vil gerne belyse ideen med en stor sikkerhedsmargin ved at tage et specifikt eksempel fra én af foreningens største investeringer. Selskabet hører til gruppen af kvalitetsvirksomheder. Denne investering har endnu ikke udviklet sig. Tværtimod har den været med til at trække ned i resultatet dette første halvår af foreningens eksistens. Den er dog et godt eksempel dels på vores indgangsvinkel til en række af foreningens investeringer i forsikringsselskaber og dels på, hvorfor investeringerne som udgangspunkt er langsigtede.

Denne investering er foretaget i verdens ældste reassuranceselskab, Kölnische Rückversicherungsgesellschaft, der er hjemmehørende i Köln i Tyskland. Et reassuranceselskab, eller genforsikringsselskab, kan betegnes som et forsikringsselskabernes forsikringsselskab. Når et almindeligt forsikringsselskab ønsker at afdække noget af sin risiko, kan det "videresælge" den del af risikoen, som det ikke ønsker, til et reassuranceselskab. Forsikringsselskabet tager

simpelt sagt tabet af en række skader op til et bestemt niveau, og reassuranceselskabet tager resten.

Funktionen af et forsikringsselskab kan beskrives ud fra forløbet af en enkelt gennemsnitlig police tegnet af en enkelt kunde. Forsikringsselskabet modtager en række årlige præmieindbetalinger for i sidste ende at betale et stort beløb ud i form af en skade. I princippet låner forsikringsselskabet penge af kunden i en given periode. Populært sagt kan disse akkumulerede indbetalinger før udbetaling af skadesbeløbet betegnes som forsikringsselskabets pengekasse for investering eller "float". Regnskabsteknisk bliver de modsvaret i passivside af, hvad der lidt misvisende betegnes reserver. Det samme gælder reassuranceselskaber.

Et forsikringsselskab har hovedsagligt to store omkostninger; administrationsomkostninger og omkostninger til skader. Administrationsomkostningerne sat i forhold til præmieindtægterne benævnes administrationsprocenten. Skadeomkostningerne sat i forhold til præmieindtægterne benævnes skadesprocenten. Administrationsprocenten og skadesprocenten tilsammen benævnes meget passende med det engelske udtryk "combined ratio". Gennemsnittet af forsikringsselskaber har over tid en combined ratio på over 100, hvilket vil sige at præmieindtægterne ikke formår at dække de vigtigste omkostningsgrupper. Dette "underskud" er betalingen for at låne kundernes penge i perioden. På engelsk kan dette betegnes som "cost of float".

Det, der betyder noget i et forsikringsselskab, er dels at have et stort og stigende "float" og til så lav en pris, "cost of float", som muligt. Ligesom det er vigtigt at kreditforeningslånet i et hus er så lavt forrentet som muligt. Dette lavt forrentede "float" kan så benyttes til værdipapirinvesteringer. Selvsagt er en "combined ratio" på under 100 økonomisk meget interessant, idet forsikringsselskabet derved får penge for at låne penge.

Reassurancevirksomhed tillige med almindelig forsikringsvirksomhed er en form for råvarevirksomhed. Det er svært for ét forsikringsselskabs produkter at distancere sig fra andre forsikringsselskaber, og markedet er rimeligt gennemskueligt. Alligevel er nogle reassuranceselskaber mere profitable end andre.

Når et reassuranceselskab sælger forsikringer, som medfører en række betalinger op til en fremtidig hændelse, er det vigtigt at "gætte" rigtigt på prisen for hændelsen. For autoforsikring inkluderer det bl.a. en forventning til prisudviklingen på værkstedsregninger og bilpriser. Dette er rimelig overkommeligt at have en holdning til. Ved forventningen til udviklingen for erstatning til skadelidte, bliver usikkerheden større. Og ved forsikring mod sygdom pådraget ved specifikke arbejdssituationer vil prisudviklingen på advokatsalærer og erstatninger overfor skadelidte være endnu sværere at ramme, specielt hvis hændelsen ligger langt ude i fremtiden. Den rigtige hensættelse eller reserve kan derfor manipuleres, hvilket misbrug, bevidst eller ubevidst, kan være svært at gennemskue. Salget etableres idag, omkostningen til vareforbruget bogføres år senere.

Når der i en periode ikke har været katastrofer eller større skader, er der en tendens til at manipulationen øges. Ledelsen prisfastsætter for lavt, (noget som opdages meget senere) indtjeningen øges og markedsandele vindes (noget som ses idag). Når hele sektoren gør dette fås reelt en lavere produktivitet uden at nogen på kort sigt har vundet markedsandele.

Når der så sker en komprimeret række af katastrofer, vil mange forsikringsselskaber gå til reassuranceselskaberne for at hente deres tilgodehavende. De reassuranceselskaber, der enten har en ringe eller dårlig balance, vil ikke være istand til at honorere disse tilgodehavender,

hvorfor forsikringselskaberne, som troede de havde forsikret sig, ikke var det alligevel. Dette medfører en kædereaktion af konkurser og neddrøsling. Er det nemt at hente risikovillig kapital via børserne kan faldet mindskes ved kapitaludvidelser. Er der likviditetsmangel på børserne, som vi ser det idag, kan det have en mere dramatisk effekt. Idet forsikringselskaberne jo fortsat skal forsikre sig, og helst hos nogle, der er istand til at betale den dag uheldet er ude, sker en tilstrømning til reassuranceselskaber med meget stærke balancer. Når der er knaphed på en vare og efterspørgslen stiger medfører det jo som bekendt stigende priser, hvilket også er tilfældet idag med prisen på reassurance.

Warren Buffett har igennem tiden med sit Berkshire Hathaway været én af de bedste forretningsfolk til at udnytte denne tankegang. Han har været konsistent og konservativ i sin estimering af fremtidige tab på skader. I mange år har han drevet forsikringsvirksomhed med combined ratios under 100. Han har fået penge for at låne penge. Mange af os ved, hvor dygtig han har været til samtidig at investere. Han har den strategi alene at prisfastsætte profitabelt. Det betyder, at han i perioder, hvor priserne falder, bliver fravalgt og mister markedsandele. Men når så priserne stiger, kan han p.g.a. sin stærke balance sælge meget store andele af reassurance. Og derved vinde markedsandele profitabelt. Langsigtet og disciplineret ageren er handlinger, der har en vis økonomisk vægt på andre områder end investering. Værdien af et forsikringselskab afhænger af udviklingen i "float" og "cost of float".

Inden vi roder os for langt ud, vil vi tage tråden op igen m.h.t. vores investering i Kölnische Rück. I 1998 købte Warren Buffett det amerikanske reassuranceselskab General Re til en pris, der svarede til 1,8 gange selskabets egenkapital. Warren Buffett var altså interesseret i at betale en merpris på 80% i forhold til egenkapitalen for at få et større "float", som kunne vokse, og med hans disciplin, til et fornuftigt "cost of float". General Re ejer direkte og indirekte, via et holdingselskab ejet i fællesskab med Colonia Konzern, knap 89% af Kölnische Rück. I 1999 blev der i både General Re og Kölnische Rück indført en aflønningsordning, hvor udbetaling af bonus til ledelsen er afhængig af de to variable, som er så vigtige for ejerne, nemlig væksten i "float" og "cost of float".

2001 skulle have været året, hvor man ville begynde at se den ændrede og mere disciplinerede prissætning materialisere sig i et markant lavere "cost of float". Dette blev der sat en stopper for med terrorangrebet d. 11. september samme år. Her blev det tydeligt, at prissætningen i General Re tidligere havde været for slap. Warren Buffett gav herefter udtryk for, at prisdisciplinen igen var ved at blive opbygget i både General Re og virksomhedens datterselskab Kölnische Rück.

Ved vores investering i Kölnische Rück er vi nu blevet medejere af en forsikringskoncern, der har en af verdens bedste forretningsfolk på forsikringsområdet i spidsen. Han har demonstreret disciplin i driften af forsikringselskaber. Han er samtidig én af verdens bedste investorer. Hvor han betalte 80% mere for en egenkapital, der viste sig ikke at være den reelle egenkapital p.g.a. utilstrækkelige hensættelser, betaler vi 30% mindre for en egenkapital, der har været igennem en hård analysering af hensættelser, hvorfor den er klart mere reel. Vi er partnere med Warren Buffett, og vi betaler kun 0,7 gange for egenkapitalen i et forsikringselskab, der fremover vil blive drevet med henblik på at optimere væksten i "float" og udviklingen af "cost of float". Dette sker samtidig med, at priserne på reassurance stiger, idet markedet er udsat for likviditetsmangel.

Hvor forsikringselskaber og reassuranceselskaber typisk er blevet overtaget til priser på mellem 1,4 og 1,8 gange deres egenkapital, investerer vi i Kölnische Rück til en pris på 0,70 gange egenkapitalen. En egenkapital, der med ovennævnte optimering kan vokse endog meget kraftigt.

Først og fremmest er vores tabsrisiko begrænset, idet kursen er så lav i forhold til selskabets egenkapital, som jo består af værdipapirinvesteringer. Yderligere er selskabet velkonsolideret. Kölnische Rück har en AAA rating fra kreditvurderingsselskabet Standard and Poor's, hvilket er den højeste rating, der kan opnås. Når man taler om investering er man i sagens natur langsigtet. Hvis egenkapitalen fra det ene år til det andet stiger med 15% vil denne værdistigning på vores investering svare til 21,4%. Det er ikke sikkert, at aktieprisen dette ene år vil stige samstemmende. På kort sigt vil det være antallet af interessenter, der følger og handler selskabets aktier, der bestemmer kursudviklingen. Men jo længere frem i tiden man kommer, jo mere vil denne værdistigning i forhold til nuværende aktiekurs være svær at ignorere. Det vil på sigt medføre, at aktiekursen kommer til at afspejle denne udvikling. D.v.s. at den værdiskabelse, der finder sted i selskabet på vores købspris vil blive multipliceret. Så længe fokus er på, hvad der foregår fundamentalt i selskabet, er den kortsigtede aktiekursudvikling uinteressant. Det vil endda give os mulighed for yderligere investering til en endnu større sikkerhedsmargin.

Med en pris på 0,7 gange egenkapitalen er risikoen for permanent tab af kapital begrænset. Yderligere vil denne investering ved et privat salg af hele selskabet kunne give os en markant indtjening her og nu. Såfremt et privat salg ikke sker idag, deltager vi fremover i værdiskabelsen (multipliceret) i en virksomhed med en ledelse, der gennem tiden har demonstreret en fornuftig måde at drive forsikringsvirksomhed på. Ultimativt vil vi blive belønnet med investeringer af denne type.

I en novemberartikel om Warren Buffett's omspændende forretningsimperium i erhvervs-magasinet Fortune skriver forfatteren: *Today more than 145,000 folks around the country can stand up and say, "I work for Warren Buffett."* Hos os hedder det: "Warren Buffett works for us."

Derudover er der et interessant forhold, som kan siges at være en option, vi gratis har fået med. Den har ikke haft betydning for beslutningen om investering, men kan kaldes en "eventuel medgift". I Kölnische Rück's årsregnskab for 2000 (i regnskabet for 2001 er det fjernet), fremgår det af noterne, at General Re har en option på køb af den del af aktierne i det selskab, de ejer i fællesskab med Colonia Konzern. Dette fællesselskab ejer direkte 66,3% af Koelnische Rück. Optionen løber fra 1. januar 2002 til 1. januar 2004 og har en udnyttelsespris på mellem 673 mio. euro og 778 mio. euro. Dette svarer til en pris for hele Koelnische Rück på mellem 2.030 mio. euro og 2.347 mio. euro. Ofte er det set, at når en stor del af et selskab handles i det private marked, bliver mindretalsaktionærerne købt ud på samme pris. Vi har investeret til en pris for hele Koelnische Rück på 1.040 mio. euro. At aktiemarkedene er rationelle er en fiktion, der alene er at finde i økonomiske tekstbøger!

Forretningsmæssig aktivitet

Når en fusion eller overtagelse finder sted for et af foreningens selskaber, indsnævres sikkerhedsmarginen til tider meget kraftigt. Af situationer, hvor der allerede har været forretningsmæssig aktivitet, og som også tjener som et godt eksempel, vil vi belyse et selskab fra gruppen af almindelige selskaber.

I løbet af august måned investerede vi i det schweiziske selskab Zellweger Luwa ved at købe aktier på en gennemsnitspris på 67,2 CHF pr. aktie. Selskabets ledelse havde tidligere udstukket en fokuseringsstrategi, som indebar et frasalg af to divisioner. Provenuet fra disse frasalg var til dels blevet brugt til at købe en del af selskabets egne aktier tilbage. På tidspunktet for vores køb af aktier havde selskabet tre divisioner tilbage, hvoraf to af dem var

i vanskeligheder og gav et begrænset overskud, og den tredje var påvirket af den nuværende konjunkturelle tilbagegang. En konjunkturtilbagegang kan økonomisk betegnes som en forkølelse – irriterende når det står på, men relativt normalt. Den er ikke fatal (for en virksomhed med en god balance) som en uopdaget kold lungebetændelse. Denne tredje division var pænt overskudsgivende, og selskabet har en markedsandel på 80% inden for produktion af kvalitetskontrolsystemer til tekstilindustrien.

I starten af december måned offentliggjorde selskabets ledelse en ændret plan, som indebar en indløsning af minoritetsaktionærerne ved et frasalg af den overskudsgivende division og tilbagekøb af de to andre divisioner. Værdien af hele denne forretningsmæssige aktivitet ligger på 100 CHF pr. aktie. Selvom selskabet måtte nedskrive værdien af en del af deres aktiver, hvilket havde indflydelse på vores sikkerhedsmargin, har afkastet for denne investering været tilfredsstillende og tiden taget i betragtning endog yderst tilfredsstillende.

Japan

Som navnet på foreningen antyder, har vi mulighed for at placere kapitalen i lande over hele verden. Vi vil dog hovedsagligt koncentrere os om lande, hvor der dels er en fasttømret demokratisk proces, og hvor holdningen i det pågældende samfund overvejende er af kapitalistisk karakter. Vi ville hade at vågne op en dag og finde en række af vores selskaber nationaliseret. Dette indebærer investering i modne aktiemarkeder, hvor man kan stole på regnskabsprincipperne. Det er manipulationen af dem, der gør selskabsanalyse vanskelig.

Det vil være antallet af interessante investeringer i det enkelte land, som bestemmer landefordelingen i foreningen. Vi har ingen holdning til et givent lands fremtidige økonomiske udvikling. Derfor vil vores fordeling af kapitalen på forskellige lande til tider være meget anderledes end andre globale investeringsforeninger.

Hvis vi ser bort fra de europæiske lande som én EUROblok, udgør beholdningen af japanske aktier med 29,3 % af formuen den største landemæssige andel. Denne andel har dels ved en faldende Yen i forhold til DKK og dels faldende kurser på aktierne, været med til at trække ned i afkastet.

I slutningen af 1989 var Japan flyvende. Japan var det økonomiske forgangsland og virksomhedsledere efterlignede den japanske ledelsesmodel. Ledelse kunne faktisk kun praktiseres, hvis man havde læst "The Book of Five Rings" af Miyamoto Musashi, en bog om strategisk krigskunst skrevet i 1643.

Det japanske aktiemarked havde rystet problemerne i andre landes aktiemarkeder af sig og nåede svimlende højder. Stigende ejendomspriser og en overflod af likviditet fik japanske investorer til at opkøbe store dele af amerikanske trofæer som filmselskaber og store dele af Manhattan. Anekdotisk sendte Danmarks Radio i samklang med denne økonomiske nye tid datidens nyligt producerede "Shogun" med Richardt Chamberlain i hovedrollen.

13 lange år senere er mange af disse trofæer solgt fra for at undgå konkurs, eller som led i likvidationer p.g.a. insolvens. Den japanske økonomi har igennem 1990'erne haft meget lav gennemsnitlig vækst, godt inspireret af flere recessioner. Det aktiemarked, som så stolt kaldte sig verdens største i slutningen af 1980'erne, er idag krympet til 22 % af niveauet for 1989. Hvad gik egentlig galt for denne økonomiske stormagt?

Bankerne er som en møllesten om halsen på den japanske økonomi. De er hjertet i det gamle, yderst regulerede, slægtskabsdrevne system. Bankerne ejer aktier i en lang række af de selskaber, som samtidig er kunder i bankerne. Disse selskaber ejer samtidig aktier i bankerne og hinanden. Hvis et enkelt selskab kommer i vanskeligheder, bliver det hjulpet af de ledende selskaber i den enkelte gruppe, eller "Keiretsu".

Dette fungerede fint indtil slutningen af 1980'ernes bobleøkonomi. På dette tidspunkt, hvor der tilsyneladende ikke var grænser for, hvad der kunne tjenes på ejendomsspekulation, kanaliserede bankerne mere og mere likviditet over i ejendoms- og byggesektoren i form af lån. Egenkapitalen i denne sektor blev belånt op til flere gange. Sikkerhed blev givet på baggrund af ejendomme til inflaterede niveauer.

I takt med, at realiteterne begyndte at vise sig i starten og midten af 1990'erne, kom den japanske stat ud med gentagne økonomiske hjælpepakker. Disse hjælpepakker holdt kunstigt liv i ejendoms- og byggeselskaberne, så de kunne fortsætte med at betale renter til bankerne. Bankerne behøvede således ikke i deres regnskaber at afskrive lån til disse "levende døde".

Det holdbare i en sådan situation er kun et midlertidigt stadie, som nu har nået det uholdbare. Bankernes sikkerhed er udhulet efter massive og langvarige fald i ejendomspriserne. Sammen med kraftige fald på de aktier bankerne ejer i de selvsamme virksomheder, er hovedparten af de japanske banker reelt insolvente. Bankerne har ikke kapacitet til at låne penge ud, og Japan er udsat for den sorte side af et "credit crunch". Hvad man har forsøgt at undgå, men som man burde have gjort i starten af 1990'erne, er hvad man kommer til at gøre nu. Den japanske banksektor skal reddes og med samme beslutsomhed som i Skandinavien for 10 år siden.

Indtil nu, lyder det så som et godt sted at placere sine investeringer? Måske ikke. Men der er en anden side til historien, som hører med. Japan har ikke kunne opnå det internationale økonomiske ståsted, som bevises af store markedsandele i mange sektorer, ved et tilfælde. Den mirakuløse økonomiske fremgang dette lille ørige har været igennem siden anden verdenskrig vidner om en tilpasningsevne og effektivitet, som vi ikke ser i vores del af verden. Når en løsning kommer for den finansielle sektor, vil den være på samme forunderlige japanske måde, og den vil formentlig være effektiv.

Selvom der endnu ikke er tegn på en sådan løsning, er der masser af tegn på ændring og modernisering nede på virksomhedsniveau. Forskellige sektorer bliver dereguleret og en række virksomheder er begyndt at tage aktionærerne, ejerne, alvorligt. Siden 1997 har der været en kraftig acceleration i antallet af virksomheder, der køber egne aktier tilbage. Mange virksomhedsledere har sat sig mål for egenkapitalsforrentning, og regnskabsprincipperne ændres til at være mere i stil med den vestlige verdens. Japan er et af de lande i verden med det største betalingsbalanceoverskud. Japanerne udgør denne verdens største opsparende. Vægten af japanske aktier i internationale aktieindeks og porteføljer har aldrig været lavere.

Value fås kun, når tingene ser sorte ud, og de ser sorte ud i Japan i starten af 2003. Dette bevidnes også af det enorme antal af virksomheder, der idag handler på et niveau, der ved likvidation ville få aktiekurserne til at stige. I 1930'erne, da amerikansk industri lå under for depressionen, skrev Benjamin Graham en artikel i det finansielle magasin Forbes med overskriften *Is American Business Worth More Dead Than Alive?* Idag kunne den samme artikel fremgå, hvis man skifter American ud med Japanese. Af denne verdens aktiemarkeder

frembyder det japanske aktiemarked idag det største antal af undervurderede virksomheder målt både i antal og procent.

Hele vores portefølje af japanske selskaber er markant undervurderede, overkapitaliserede og stort set alle har tilbagekøbsprogrammer af egne aktier på mellem 2 % og 15 %.

Nuværende situation i aktiemarkedet

Som en del af jer vil vide, har nogle af os tidligere været forbløffet over aktiemarkedernes valueringer fra 1997 til 1999. I dag har de fleste svært ved at forestille sig den ubeskrivelige spekulation, som fandt sted specielt blandt internetselskaber og telekomselskaber. Mange af disse selskaber er faldet 80 til 90%, hvilket indebærer permanent tab af kapital.

Til forskel fra Japan har der igennem de sidste 10 år i Europa og USA været en tendens til ringere og ringere balancer i virksomhederne. Tilsammen med for små hensættelser til pensionsforpligtelser og for store forventninger til afkastet på disse pensioner, fokuserer mange virksomheder idag på at nedbringe kapitalinvesteringer til et minimum. Dette, tilsammen med valueringsniveauet, kan ikke undgå at have en negativ effekt på det langsigtede afkastniveau for de generelle aktiemarkeder de næste fem til ti år.

Diverse

Med det opnåede investeringsresultat for foreningens første 6 måneders levetid, er der ingen tvivl om, hvem der skal peges fingre ad – os. Anderledes forholder det sig med foreningens administrationsselskab BankInvest. Positive mennesker og en vilje til at få tingene til at fungere er bekræftende for vores valg af administrationsselskab.

Samme dynamiske og professionelle indstilling mødes vi med i vores depotbank Ringkjøbing Landbobank. Med bankens dygtige og effektive medarbejdere, har håndteringen af foreningens værdipapirer været upåklagelig. Vi har valgt en god depotbank.

Endelig vil vi gerne takke de investorer, der i dag er i foreningen. Nogle af Jer har for andre potentielle investorer omtalt foreningen og investeringsfilosofien, hvilket vi sætter meget stor pris på og takker for. Vi har fokus rettet på investeringsprocessen og ikke markedsføring. Den måde, hvorpå antallet af investeringsbeviser skal forøges på i fremtiden, er ved mund-til-øre metoden. Dette kan kun ske, hvis foreningen på sigt kan undgå tab af kapital og udvise tilfredsstillende investeringsafkast. Vi tror på og håber, at Jeres tillid vil blive mødt med netop dette økonomiske mål.

Februar 2003

Ole Nielsen

Claus Terp

Kim Håkonsson