

Ledelsesberetning for 2003

Kære Investorer og Partnere.

”What a year”! – kan vi med begejstring i stemmen sige om vores investeringsafkast for regnskabsåret 2003, både absolut og relativt til de generelle aktiemarkeders, men også et ”Once in a lifetime” må efterfølgende påhæftes. Egenkapitalforrentningen for vores forening nåede 41,62 % mod et afkast for MSCI World Index på 10,95 %. Idet vi på sigt forventer, at vores investeringer bærer frugt, vil året 2003 enkelt kunne beskrives ved den syriske poet Kahlil Gibran’s velvalgte ord: ”An exaggeration is a truth that has lost it’s temper”. På et enkelt år i sandhed et resultat, der skal nydes, ikke forventes.

Fra foreningens etablering og til ultimo 2003 ligger vores forrentning af egenkapitalen på 17,00 % pro anno mod et pro anno-afkast for MSCI World Index i samme periode på –1,51 %. Som vi har omtalt flere gange, skal vores investeringsresultater måles over en længere periode, end de knap halvandet år foreningen nu har eksisteret. Vi mener, at en periode på minimum 3 til 5 år, vil være mere retvisende.

Vores mål er, ved at foretage fornuftige investeringsbeslutninger, at kunne øge vores formue pr. investeringsbevis tilfredsstillende over tid og undervejs have en lille risiko for permanent tab af kapital. Hvordan afkastet bliver fordelt over årene, har vi ingen viden om. I enkelte år med kraftigt stigende aktiemarked vil vores investeringsafkast have svært ved at matche afkastet i det generelle marked. Vi er dog glade for, at vores rejse er startet så godt.

Investeringsmålsætning

Med mediernes månedlige, ja endog ugentlige sammenligninger af investeringsafkast for diverse investeringsforeninger, samt daglige, og til tider noget ophedede kommentarer til aktiemarkedsudviklingen, vil investeringsresultatet for vores forening kunne forlede nogle til at tro, at der har været et hæsblæsende tempo på i 2003. Intet ligger længere fra virkeligheden.

Omsætningshastigheden i foreningen har i lighed med sidste år været tæt på nul. Der bliver i stedet brugt megen tid på screening for undervurderede selskaber rundt om i verden, ligeledes analysering af virksomheders fundamentale forhold og også en vis dialog gennem året med en række af selskabernes ledelser. Omsætningshastigheden vil kun øges, når vi frasælger en række selskaber og investerer provenuet i nye undervurderede selskaber. Denne cyklus tager typisk 3 til 5 år.

Vi har fokus på langsigtet at skabe værdi, altså at skabe positive eller absolutte afkast. Vores aktiver består af værdipapirer – aktier (min. 80%), resten likviditet. Hvis vores ”selskab’s” aktiver bestod af bygninger, maskiner, debitorer og varelagre, og vi eksempelvis producerede sidespejle eller

tagplader, ville vores målsætning være nøjagtig det samme: At skabe en tilfredsstillende egenkapitalforrentning under hensyntagen til meget lille risiko for permanent tab af kapital.

Denne målsætning søger vi opfyldt i aktiemarkedet ved at fokusere på to typer virksomheder – kvalitetsvirksomheder og gennemsnitlige/mindre gode virksomheder (findes der andre typer end disse tre?). En kvalitetsvirksomhed er en virksomhed, der kan demonstrere et højt afkast på sit kapitalapparat. Fælles for dem begge ved investering skal være, at de kan købes til en pris, der ligger markant lavere end, hvad de ville være værd, hvis de retteligt skulle handles som hele virksomheder i det private marked – den forretningsmæssige værdi. Forskellen mellem markedsværdien og den forretningsmæssige værdi er vores sikkerhedsmargin.

De enkelte selskaber i porteføljen vil altid blive solgt fra, når markedsprisen begynder at nå niveauet for den forretningsmæssige værdi. Kvalitetsvirksomhederne vil løbende kunne øge deres forretningsmæssige værdi, og som sådan kan de ligge i porteføljen i en meget lang årrække, måske mellem 5 til 10 år. Naturligvis kun, hvis deres forretningsmæssige værdi ikke nåes i mellemtiden. De almindelige virksomheder betragter vi alene som en form for likvitetsplacering på 3 til 5 år. I nogle tilfælde vil vi se en stagnerende eller endog lettere faldende forretningsmæssig værdi. Sådanne virksomheder vil de fleste markedsdeltagere ikke røre ved, og markedsværdien falder eller ligger hensygnende. Men ofte vil netop det forhold, at der er aktiver, der ikke bliver udnyttet ordentligt, tiltrække sig operationel og finansiell fokus. Dette kan være kick-starteren, der får sikkerhedsmarginen til at indsnævres.

Forretningsmæssig aktivitet

Også i 2003 har der været forretningsmæssig aktivitet i en række af porteføljens selskaber. Bergesen omtalte vi i halvårsrapporten. Afkastet var ”okay”, men stod ikke mål med vores forventning. For at vise, hvordan den anden ende af skalaen ser ud, kan vi nævne to overtagelser, som har bidraget pænt til årets afkast.

Dr. August Oetker husker vi først og fremmest fra de små pulver-poser, som vores mor brugte til at lave rabarbergrod eller budding, når vi kom hjem fra skole. Han beskæftiger sig også med produktion af varer alene for det voksne publikum. Dr. Oetker ejer majoriteten af det tyske bryggeri Radeberger Gruppe. Hvad der ved køkkenbordet i 1870 var grundlægger Conrad Bindings tanker, var elleve år efter Frankfurts største bryghus, og i dag er Radeberger Gruppe Tysklands næststørste bryggeri.

Pæne stigninger i aktiekursen i løbet af året bragte markedsprisen tættere på den forretningsmæssige værdi, og vi påbegyndte så småt at sælge dele af vores beholdning af Radeberger Gruppe, som endte med, at vi solgte resten af vores beholdning, da Dr. Oetker indgav et købstilbud på resten af selskabet. Denne investering gav foreningen et afkast på 199,4 %.

Weetabix producerer morgenmadsprodukter. Selskabet blev etableret i 1932, og konkurrerer bl.a. med Kellogs. Idag er Weetabix Englands førende producent af morgenmadsprodukter med mærker som Weetabix, Alpen og Ready Brek. Selskabet er yderst velkonsolideret, veldrevet og har et højt afkast på investeret kapital. Vi investerede i Weetabix til en pris, der svarede til knap 5 gange selskabets gennemsnitlige indtjeningssevne. En pris, der ligger markant under, hvad

fødevarerelskaber bliver handlet til i det private marked. I slutningen af 2003 indgik ledelsen så en handel med en amerikansk investor om salg af hele selskabet. Denne investering har bidraget med et afkast på 152,0 %.

Forretningsmæssig aktivitet er ikke noget vi spekulerer i, men sker løbende i en række af foreningens selskaber over en årrække. Såfremt vi ikke bliver misrygtet som minoritetsaktionærer, indebærer det som regel et godt absolut afkast. Disse fusioner eller overtagelser er ikke kun et økonomisk gode for vores formue, men fungerer også som et mål eller bevis for, hvorvidt vi reelt har haft den fornødne sikkerhedsmargin i en given investering. Vi vender øjnene mod himlen og takker gerne for flere eksempler!

Realisering af kurstab.

Og nu et indslag af de mindre sjove. Derfor kommer det nu, hvor en del af Jer formentlig synes, at vi har tærsket langhalm nok i en årsberetning og derfor har lagt den til side. Som omtalt i halvårsrapporten vil vi kun omtale selskaber, vi har solgt med kursgevinst, hvis situationen kan forøge forståelsen for vores investeringsfilosofi, eller har anden aktuel og/eller intellektuel interesse. Ligeledes sagde vi, at når vi sælger med væsentligt kurstab, vil vi altid nævne det i beretningen. – ”Tale er sølv, tavshed er guld”!

Det pågældende selskab handlede i aktiemarkedet til 70% af selskabets egenkapital. Prisen i forhold til dets gennemsnitlige historiske indtjening lå på 4 gange. Selskabet havde overskudslikviditet i banken, der svarede til 65 % af markedsprisen. D.v.s. kunne vi købe hele selskabet til denne pris, betalte vi forsvindende lidt for deres gennemsnitlige driftsindtjening. Vi lader sjældent sådanne muligheder gå fra os, og vi investerede knap 1,5 % af foreningens formue.

Mundvandet var knap tørt før ledelsen stoppede nybyggeriet af en lagerbygning midt i det hele og forsøgte at sælge grunden tilbage til sælgeren, som i dette tilfælde var kommunen. Ledelsen overtog et selskab, som samtidig havde en stor gæld. Efter kort tids ejerskab nedskrev ledelsen på dette selskab. Hvor vi tidligere var i dialog med selskabets ledelse, nægtede de at besvare nærliggende spørgsmål som, hvilke værdier de havde lagt til grund for evalueringen af det købte selskab, hvem de havde købt af og, hvorfor.

Efter disse dispositioner var en overskudslikviditet vendt til en tyngende gældssituation. Selskabets aktiekurs oplevede naturligvis en deroute, og vi solgte med et tab på 65,6 %. Hvis selskabet kommer ud af dets gældssituation og formår at komme tilbage i økonomisk god gænge, vil der ligge en latent og meget kraftig kursstigning. Men at spekulere i dette vil netop være ren spekulation. Blot en smule yderligere økonomisk modstand vil kunne være strået, der knækker ryggen på kamelen. Denne beslutning hjemmehører nu hos bankerne. I tilfælde af en restrukturering vil egenkapitalen være udraderet og bankernes lån konverteres til ny egenkapital. Den risiko er vi ikke parat til at løbe. Derfor salget.

Eksemplet påpeger fornuften i en spredning af vores formue på flere selskaber. På sigt vil der altid være et vist antal selskaber, som ikke ender op med at være gode investeringer. Det er ikke til at sige, når investeringen foretages. Det er naturligvis altid nemmere at være klog efterfølgende. Vi

hælder til den franske forfatter Albert Camus, når han siger: "You cannot create experience; you undergo it".

Valutaeksponering

Når vi taler om risiko for permanent tab af kapital, taler vi desværre med splittet tunge. Foreningen har en åben valutaeksponering. I år har vi overvejende tabt penge på vores valutaeksponering. Det har været med til at begrænse vores afkast. Det har således alene været vores aktieinvesteringer, der har bidraget til det positive investeringsresultat. Ser vi på vores afkast relativt til de generelle aktiemarkeder målt ved MSCI World Index, har valutaeksponeringen naturligvis også påvirket disse negativt. Dog har den meget større vægt af det amerikanske aktiemarked i MSCI World Index i forhold til vores forening presset denne værdi yderligere.

Vi har den grundholdning, at valutarisici altid burde afdækkes. Idet vi har en klar investeringsfilosofi på aktier og har disciplinen til at følge den i "stiv modvind", har vi også en klar holdning til valutaspørgsmål, nemlig, at vi ikke kan forudsige bevægelser på valutamarkederne. Det er således vores holdning, at valutakursbevægelser udgør en risiko for den sandsynlighed, hvormed succesfuld udnyttelse af vores investeringsfilosofi kan foretages. Med en investeringsfilosofi, der tager udgangspunkt i at minimere tab af kapital og samtidig levere et tilfredsstillende afkast, vil en åben valutadisposition kunne have en uforudsigelig påvirkning på investeringsresultatet, hvilket vi ikke ønsker.

Var vi en virksomhed, der producerede stålrør til det japanske marked, og vi havde regnet på en bestemt overskudsmargin, ville vi have det dårligt med at se denne margin udhulet af fald i den japanske yen, når vi skulle veksle salgsbeløbet til danske kroner. Det ville være fornuftigt for os i en sådan situation at fastlåse vores valutakurs.

Kursværdien ved afdækning af valuta og andre derivater samt likviditet i en investeringsforening må tilsammen ikke udgøre mere end 20 % af den totale formue. Sker det, vil foreningen ændre skattestatus således, at foreningen bliver at betragte som en obligationsinvesterende investeringsforening. Det betyder, at hele afkastet bliver kapitalindkomst-skattepligtigt mod overvejende aktieindkomst-skattepligtigt. Derfor kan og vil vi ikke afdække vores valutaeksponering. Så vi har en risiko for, at fald i eksempelvis japanske yen eller US dollars kan udhule vores afkast på aktierne i disse lande.

Derfor skal I være opmærksomme på, at der vil være perioder, hvor en bestemt valutaeksponering vil påvirke vores afkast negativt såvel som positivt. Ligeledes vil der være perioder, hvor afkastet i MSCI World Index vil blive påvirket mere i positiv eller negativ retning end foreningen på grund af forskellene i vægten af de forskellige lande i henholdsvis MSCI World Index og foreningen.

Et par ord om kategorisering

Der har de senere år været en tendens til at fokusere på, om en given investeringsforening investerer i selskaber med stor markedsværdi, selskaber med mellemstor markedsværdi eller selskaber med

lille markedsværdi. Denne kategorisering foretages af observatører af investeringsforeninger og diskretionære porteføljer, dels for at kunne sammenligne afkastene, og dels for benyttelsen af en teoretisk model, der hedder asset allocation - det, at fordele en investors formue over forskellige aktivklasser.

Vi ville kun begrænse os i vores formål, hvis vi alene fokuserede på en given kategori. Derfor investerer vi på tværs af alle kategorier. Vi er indifferente overfor, om selskabet tilhører den ene eller anden kategori – ja, vi tænker ikke engang over det, når vi foretager beslutning om investering.

Vi tænker faktisk heller ikke over, om det første bogstav i navnet på selskabet, hvis aktier vi køber, tilhører den første halvdel af alfabetet eller den anden halvdel. Vi finder det ligegyldigt for opfyldelsen af vores målsætning. Vi er både big cap. -, small cap. - og ”første halvdel af alfabetet” – investorer.

5-10-40 %'s reglen

Der er i lov om investeringsforeninger fastsat nogle regler for spredningen af antallet af selskaber i en investeringsforening. Dette er gjort med henblik på at beskytte investorerne mod for få selskaber i porteføljen. Denne regel bliver i branchen kaldt 5-10-40 %'s reglen. Loven tilsiger, at beholdningen af et enkelt selskabs aktier ikke må udgøre mere end 10 % af foreningens formue. Såfremt beholdningen af et enkelt selskabs aktier udgør mere end 5 % af foreningens formue, må den totale beholdning af sådanne selskabers aktier tilsammen maksimalt udgøre 40 % .

Vi har altid haft, og har fortsat, den holdning, at spredning af formuen over flere selskaber er fornuftigt. Vi har i prospektet for foreningen selv anført en yderligere begrænsning på ikke at investere mere end 5 % af foreningens formue i et enkelt selskab. Vi har hidtil ikke set behovet for dette. Der vil dog være enkelte tilfælde, hvor dette ville være mere hensigtsmæssigt for opfyldelsen af vores investeringsformål uden, at det nødvendigvis får en begrænsende effekt på spredningen.

Vi ved ikke, hvornår aktualiteten kan opstå for en sådan situation, men finder det bedst at informere Jer før en handling foretages frem for efter. Derfor vil prospektets ordlyd blive ændret således, at det stemmer overens med muligheden for at investere mere end 5 % af foreningens formue i et enkelt selskabs aktier, men jo naturligvis aldrig over 10% som fastsat i 5-10-40%'s reglen.

Nuværende situation i aktiemarkedet

Det kræves af en årsberetning at den indeholder en forventning til fremtiden. Som omtalt i sidste årsrapport har vi ingen holdninger til, hvornår aktiemarkedet skal op eller ned, eller, hvornår samfundsøkonomien forbedres eller forværres. Vi investerer foreningens midler, når markedsprisen på en virksomhed ligger på 50 - 60% eller lavere af virksomhedens forretningsmæssige værdi.

Men, vi kan komme med nogle af de tanker, vi generelt gør os om den nuværende situation. Aktiemarkedet har igen opnået valueringer, som historisk ligger i den høje ende af skalaen. Ikke mindst stigningen i det amerikanske aktiemarked har bidraget til dette. Vi mener derfor fortsat, at

det gennemsnitlige afkast fra investeringer i de generelle aktiemarkeder over den kommende 5-års periode vil være relativt lave.

Diverse

Igen vil vi gerne sige tak for, at I har betroet Jeres midler hos os. Vi vil også gerne takke de af Jer, der har anbefalet andre investorer, at investere med os. Vi har fokus rettet på investeringsprocessen og ikke markedsføring. Vækst i foreningens formue skal alene komme fra et tilfredsstillende afkast og mund-til-øre effekten af samme. Som vi tidligere har nævnt er vores investeringer langsigtede, hvorfor vi ikke finder det formålstjenligt at kommentere på kvartalsbasis. Der kan dog opstå situationer, hvor vi finder det hensigtsmæssigt at informere om en bestemt ting mellem helårs- og halvårsberetningerne. Har I Jeres beviser navnenoterede, vil denne information tilgå jer automatisk.

Ligeledes takker vi også administrationselskabet BI-Management og vores depotbank Ringkjøbing Landbobank for et glimrende og smidigt stykke arbejde i 2003.

Endelig vil vi afslutte med vores standardbemærkninger om, at vi forsøger at tiltrække investorer, som via vores kommunikation og attitude, forstår vores investeringsfilosofi, vores holdninger og med hvem, vi deler vores forventninger til langsigtede investeringsafkast. Vi vil have det dårligt med, at potentielle investorer investerer med forkerte forventninger.

Vi ser frem til at møde Jer til generalforsamlingen, som i år bliver holdt d. 22 marts. Størrelsen på dividenden for regnskabsåret 2003 ligger på 2,50 kroner, som går fra i kursen dagen efter generalforsamlingsdagen. Udbyttet fordeler sig med 1,08 kroner til aktieindkomstbeskatning og 1,42 kroner til kapitalindkomstbeskatning.

Hvis I har spørgsmål af nogen art eller, hvis der er ting i beretningen, der er uklare, så er I altid velkommen til at kontakte os.

Februar 2004

Kim Håkonsson

Ole Nielsen
Formand

Claus Terp