

Ledelsesberetning for 2005

Kære investorer og partnere

Indre værdi pr. investeringsbevis steg i 2005 med 28,08 % inklusive reinvestering af dividende. Et yderst tilfredsstillende afkast, og som sammenlignet med afkastet for de internationale aktiemarkeder, målt ved MSCI World Index, på 26,51 % også er tilfredsstillende. Fra foreningens etablering og til ultimo 2005 ligger vores forrentning af egenkapitalen på 21,82 % pro anno mod et pro anno afkast for MSCI World Index i samme periode på 8,26 %.

I lighed med tidligere skal vi gentage vores holdning om, at investeringsafkast skal ses over en længere årrække. Med den måde vi investerer på, vil vi sige, at en periode på 5 år er passende. På en 10-årig periode har vi en ganske god forventning om et tilfredsstillende afkast – både absolut og relativt – delt op af både fede og magre år. Vi vil hverken være i stand til at forudsige, hvornår hvilke vil opstå, og ej heller, hvor fedt, fedt er eller, hvor magert, magert er. Succes eller mangel på samme ved hver enkelt investering bestemmes alene ud fra de 3 forhold; købspris, forretningsmæssig værdi og realiseret salgspris langt senere og ikke, hvad der sker med markedsprisen i mellemtiden.

I sidste års beretning nævnte vi, at forskellen mellem pro anno afkastet i foreningen og de generelle aktiemarkeder er dømt til at blive mindre, og at dette formentlig ville finde sted ved et mindre pro anno afkast for foreningen og et højere pro anno afkast for MSCI World Index. Forskellen er blevet mindre, men med begge pro anno afkast på et højere niveau, hvilket, med vores fokus på at skabe absolut afkast, er glædeligt og har på kort sigt forbedret vores økonomiske helbred.

Det rækker dog ikke ved, at vi skal nedsætte vores forventninger til det fremtidige afkast. Det har været ekstraordinært høje afkast, vi har nydt godt af i foreningen de sidste 3 år, som med dagens optimisme, og heraf positivt afledte værdisætning i aktiemarkederne, ikke må forventes i fremtiden. I takt med aktiemarkedernes stigninger, bliver udbuddet af undervurderede selskaber færre og færre. Det er overordentlig lang tid siden, vi har set et så lavt niveau for selskaber, der møder vores kriterier.

Målsætning

Det er vores økonomiske mål at maksimere den langsigtede gennemsnitlige egenkapitalforrentning pr. år under hensyntagen til lav risiko for permanent tab af kapital. Vi måler ikke foreningens økonomiske succes i størrelsen af foreningens formue.

Vi forsøger at nå dette mål ved investering i både kvalitetsselskaber og ordinære selskaber, begge til en markedsværdi, der ligger minimum 40 % under disse selskabers forretningsmæssige værdi. Vi ville foretrække en portefølje med den første type selskaber, idet disse selskaber på sigt øger deres forretningsmæssige værdi betydeligt. Har vi investeret med en sikkerhedsmargin på 40 %, har vi intet imod, at markedsprisen falder yderligere, da vi kan addere til vores investering med større sikkerhedsmargin. Ultimativt vil vi blive begunstiget af en markedspris, som reflekterer den forretningsmæssige værdi. Vi vil ikke bekymre os om den kvartalsvise eller årlige kursudvikling, men fokusere på, hvilke handlinger i dag vil maksimere langsigtet værdi.

Der går desværre længere tid imellem mulighederne for at kunne investere i sådanne selskaber til den rigtige pris. Det hænder oftere, at ordinære virksomheder af den ene eller anden grund kan købes med den fornødne sikkerhedsmargin. Det er i realiteten vores ”bread and butter-business”.

Årets resultat

Afkastet for foreningen hidrører dels fra en stigning i den forretningsmæssige værdi af foreningens ”datterselskaber” eller selskaber, som foreningen har investeret i, og dels af en indsnævring af forskellen mellem disse selskabers forretningsmæssige værdi, og den værdi aktiemarkedet vælger at sætte på selskaberne. Den sidste værdi er som bekendt den følelsesmæssigt påvirkelige. En overvægt af afkastet stammer dog fra indsnævring af sikkerhedsmargin.

Værdistigningen i de enkelte selskaber i porteføljen har generelt været bredt funderet. En række selskaber har opnået markedspriser, som er tæt på forretningsmæssig værdi, hvorfor de løbende er solgt fra. Foreningen har også i år oplevet nytilgang af kapital, hvilken kun er blevet investeret i de af porteføljens selskaber, der fortsat har en stor sikkerhedsmargin. Vi har ikke investeret yderligere i en række af porteføljens selskaber, som igennem de senere år er steget betydeligt, men endnu ikke har nået forretningsmæssig værdi, hvorfor disse er blevet udvandet og vejer mindre i porteføljen. Dette svarer til, at vi reelt er begyndt at nedbringe vores beholdning af disse.

Porteføljen består i dag af 36 selskaber, hvor de 20 største positioner tilsammen udgør 88 % af den investerede kapital og 75 % af den totale formue. Vores likviditetsandel er steget fra 4,3 % ultimo 2004 til 15,3 % ultimo 2005. Gennemsnitligt for året har vores likviditetsandel udgjort 11,1 %, og den investerede del af porteføljen har i 2005 opnået et afkast på knap 32 %.

Som I ved er foreningens sektorfordeling og landefordeling alene et udtryk for, hvad vi finder af interessante investeringsemner, som møder vores kriterier. Vi styrer ikke aktivt foreningens sektor- eller landefordeling, selvom vi ville have det dårligt med hele porteføljen placeret kun et enkelt sted. Det betyder, at foreningen kan have en kraftig bias i forhold til sektor- og landefordelingen i de generelle aktiemarkeder repræsenteret ved MSCI World Index. På kort sigt (1 til 2 år) kan det give store forskelle i den løbende værdiudvikling mellem foreningen og de generelle aktiemarkeder. Eksempelvis var der en stor forskel i 2003, glædeligt med rigtigt for tegn. Der kan også forekomme år, hvor afkastet for foreningen ligger under afkastet for aktiemarkederne.

Fordelingen er ultimo 2005 som følger:

Region		Branche		Foreningens 5 største poster	
Fjernøsten (Japan)	40,6 %	Finansiell virksomhed	45,3 %	Mitsui Sumitomo Ins.	8,00%
Europa	37,1 %	Forbrugsrelateret	27,6 %	DEPFA Bank Plc.	6,99%
Nordamerika	7,0 %	Industri	8,1 %	Takefuji Corp	6,60%
Likviditet	15,3 %	Andet	3,7 %	Fairfax Financial Hold.	5,84%
		Likviditet	15,3 %	Carl Allers Est.	5,41%

Japansk forsikring

Vores japanske investeringer udgør med 41 % fortsat en stor del af porteføljen. Generelt nød vores investeringer i Japan godt af den øgede internationale fokus på dette lands aktiemarked. En opblomstring af økonomien, til dels fremkaldt af de senere års reformer, samt en øget fokus på at skabe værdi til aktionærerne, har medført en øget tiltrækning af udenlandske investorer. Antallet af fusioner og overtagelser blandt de japanske selskaber når stadigt nye højder, hvilket er med til at stimulere aktiviteten i det japanske aktiemarked. Vores japanske forsikringselskaber oplevede en meget kraftig kursstigning fremkaldt af underliggende profitabel drift og store aktiebeholdninger. De udgør fortsat en pæn del af foreningens japanske investeringer.

De japanske forsikringsselskaber er fortsat overkapitaliserede. De har en langt større egenkapital end de reelt har brug for til fornuftig drift af deres underliggende forretning. Da vi initierede vores investeringer i disse selskaber, var det som at købe et forsikringsselskab og samtidig få smidt en aktiefond med i købet gratis. Eller, at købe en lukket investeringsforening og få et forsikringsselskab oveni gratis. Stigningen i værdien af det japanske aktiemarked har haft en positiv indflydelse på værdien af aktiebeholdningerne i forsikringsselskaberne og har været med til at øge den samlede forretningsmæssige værdi af disse også.

Undervejs har vi også været vidner til en begyndende ændring af ledelsens holdning til aktionærerne. Selvom det sker langsomt, ser vi en positiv holdning til på sigt at nedbringe denne overkapitalisering ved nedbringelse af en for stor aktiebeholdning. En del af denne frivillige kapital benyttes til opkøb af egne aktier, øget dividendebetaling og vækst af forsikringsforretningen i den fjernøstlige region udenfor Japans grænser i form af opkøb og partnerskaber. Vi applauderer selskabers forbrug af overskudskapital til opkøb af egne aktier, hvis det sker til markedspriser, der ligger under forretningsmæssig værdi. Selvom vi generelt stiller os mere skeptiske overfor forbrug af kapital til ekspansion ved opkøb af andre selskaber, er det her vi på lang sigt skal finde væksten i forretningsomfanget. Grundet det stærke økonomiske fundament i vores forsikringsselskaber, så vi gerne en opprioritering af tilbagekøb af egne aktier, idet denne pengeanbringelse med nuværende evaluering vil give os en stor umiddelbar værdiforøgelse. Der skulle være rigelig kapital til samtidig at forfølge langsigtede mål om ekspansion i regionen.

Men, processen er sat i gang, som vi så det i starten af 1990'erne i Danmark og resten af Europa, hvilket er opløftende. Det er de små tegn løbende igennem en årrække, som for enden af en periode afdækker konklusionen. Vi har i vores egen lille andedam her i Danmark mange eksempler på, at veldrevne overkapitaliserede virksomheder i starten af 90'erne og til i dag, er gået fra ikke at ville benytte overskudskapital på tilbagekøb af egne aktier, og til at stå i en situation 10 til 15 år efter både at have nedbragt aktiekapitalen og vokset forretningen. De er fortsat veldrevne og fortsat velkonsoliderede, og aktionærerne er blevet økonomisk voldsomt bedre stillet. Det er denne proces, der for nogle selskabers vedkommende og for vores forsikringsselskaber i særdeleshed er sat i gang i Japan.

Finansiell virksomhed

I perioden, hvor vi initierede investeringer af foreningens midler fra sommeren 2002 og til foråret 2003, fandt vi en lang række selskaber indenfor industriel produktion, som mødte vores investeringskriterier. Det var formentlig de generelt faldende aktiemarkeder og en forventning om længerevarende økonomisk afmatning, som fremprovokede denne undervaluering. I takt med de stigende aktiemarkeder og returnering af den økonomiske vækst, er prissætningen bragt op på disse selskaber. Nogle er solgt fra og andre er langsomt blevet udvandet således, at de i dag udgør en mindre andel af foreningen end de gjorde i 2002/2003.

Derimod er andelen af finansielle virksomheder (pengeinstitutter, finansieringsselskaber og forsikringsselskaber) steget i foreningen fra 22 % ultimo 2002 til 45 % ultimo 2005. Vores fokusering på færre selskaber de sidste 2 år samt det forhold, at sikkerhedsmarginen fortsat har været stor, har medført yderligere investering af fondens midler i disse selskaber. Finansiell virksomhed har den fordel, at overskud tælles i rigtige købe-kroner og ikke matadorpenge øremærket til geninvestering i et kapitalapparat for at holde sig konkurrencedygtig. Overskud er overskud, når det kan måles på bankbogen. Fremtidige forpligtelser i forklædning som overskud kan være forførende på kort sigt. På lang sigt medfører det lav eller i bedste fald ordinær forrentning.

Nuværende situation i aktiemarkedet

Tro, håb og kærlighed er smukke begreber i livet. I aktiemarkedets forunderlige verden bør de behandles med varsomhed og agtpågivenhed. Det er ikke fordi, vi med dette forsøger at forudsige retningen på aktiemarkedet. Det er i sig selv en nyttesløs gerning, vi ikke bruger ressourcer på. Vi koncentrerer os alene om at finde undervurderede selskaber med tilstrækkelig stor sikkerhedsmargin.

Men, markedet betaler ikke mere godt 4 gange for konjunkturbetinget presset driftsindtjening for et selskab, der eksempelvis producerer hårde hvidevarer, køkkener og døre. Nu betales knap 13 gange konjunkturbetinget begunstiget driftsindtjening for samme selskab i forventning om evigt stigende indtjening og høj langsigtet kapitalforrentning indenfor disse brancher. Hvad blev der af truslen fra Kina?

Optimismen hersker, og hvorfor ikke? – Man får jo som bekendt kun 4 % på obligationer. Og i aktiemarkedet er det tilsyneladende ”nemt” at tjene penge. De europæiske aktiemarkeder steg pænt i 2005, men specielt randmarkeder tiltrak sig stor opmærksomhed med stigninger på 221 % i Kasakhstan, 306 % i Libanon og 1.584 % i Zimbabwe. Denne salige og mættende fornemmelse giver os panderynken. Vi mener, at det er troen på evigt stigende indtjening og evigt stigende aktiemarkeder, som ultimativt leder til problemer.

Optimisme i sig selv er naturligvis ikke dårligt. Finder vi et undervurderet selskab, der møder vores investeringskriterier i et positivt marked, investerer vi glædeligt midler i det. Men kombinationen af højt værdisatte aktier, optimisme og så det forhold, at vi sjældent har haft så svært ved at finde undervurderede selskaber, lægger en dæmper på vores entusiasme. Mange års erfaring siger os, at der også er skygge i paradiset. Vi ønsker ikke at jage aktier i forventningen om at kunne eller skulle ”følge med” aktiemarkedet. Vi er noget betænkelige og af erfaring finder fornuft i følgende ord: ”Results often follows – when adrenaline flows.”

Modpolen, pessimisme i aktiemarkedet, som vi oplevede i efteråret 2002 til foråret 2003, gav grobund for mange investeringsidéer. Vores likviditetsandel i denne periode lå på under 1 % da markedet præsenterede os for virksomheder – ekstraordinære såvel som ordinære – der kursmæssigt lå markant under, hvad disse virksomheder var værd for en privat ejer. Det er sådanne tider, der skal trædes på speederen. Det er vores erfaring, at perioder af denne karakter opstår flere gange over en relativ kort årrække, repræsenteret ved større dele af det generelle aktiemarked, forskellige sektorer eller blot enkelte aktier. Disse perioder vil vi opleve igen. Efter tørke kommer regn.

Carl Aller's Etablissement A/S

Hvad er det så, vi venter på, kommer vores vej? Vi vil investere i virksomheder, der ejer aktiver, som i aktiemarkedet er værdisat lavere end, hvad disse aktiver er værd for en privat ejer. Det kan enten være virksomheder, som vi primært værdisætter ud fra en opgørelse af, hvad aktiverne fratrukket forpligtelserne er værd ved likvidation. Eller, virksomheder, som demonstrerer højt afkast på investeret kapital. Den første kategori er vores brokkasse, som indeholder både ringe og ordinære selskaber, der grundet kortsigtet mangel på interesse ikke tiltrækker sig markedets begunstigende lys. Netop denne mangel på accept trykker sådanne selskabers markedspriser. Den anden kategori er selskaber, som dominerer sit marked, hvilket giver dem en naturlig økonomisk monopollignende situation og derved evnen til en usædvanlig kapitalforrentning. Sådanne selskaber kommer sjældent ned på niveauer, hvor vi har interesse, men når det sker, lægges grunden til en meget lang periode med ekstraordinært p.a. afkast.

Vi ejer virksomheder (eller dele af dem), som producerer biler, cigaretter, vaskemaskiner, farmaceutiske pakkedninger, varmeapparater og gummislanger. Virksomheder, der er involveret i udlån, forsikring og udgivelse af aviser og kulørte blade i genrerne fra slankeopskrifter til mere pikante og udfordrende emner. Et eksempel på sidstnævnte beskrev vi i vores halvårsberetning for 2005 i form af Carl Aller's Etablissement A/S (CAE). Vores første bekendtskab med CAE var formentlig som de flestes, da vi som børn så vores mødre og bedstemødre, læse og bytte blade udgivet af CAE. I starten af 90'erne videreførte én af os interessen ved første gang også at investere i selskabet.

Den unge Carl Aller var sidst i en søskendeflok på 7. John Lindskog fortæller i sin biografi om Aller at allerede ved konfirmationsalderen var Carl Allers interesse vakt for den tekniske side af trykkerivirksomhed, og som 26-årig i 1871 løser han svendebrev som litograf. Med et H. C. Ørsteds legat som første rygstød for den unge Carl og nybagte hustru Laura etableredes Carl Aller's Etablissement i 1873. Den oprindelige tanke var alene trykkerivirksomhed, men året efter udgiver CAE Nordisk Mønster-Tidende, som i dag er Danmarks ældste ugeblad Femina. Efterfølgende kom Illustreret Familiejournal, og grunden var lagt til en succesfuld ugebladskoncern. Med en markedsandel på knap 60 % har CAE i dag en dominerende position i det nordiske ugebladsmarked. Alene i Sverige og Danmark beløber markedsandelene sig til monstre 84 % og 71 %.

I november 2003 investerede vi en del af foreningens midler i CAE på 16.000 kr. pr. aktie. For den pris fik vi for 17.400 kr. kontanter og værdipapirer (vokset til 21.500 kr. i 2005), og oveni en operativ og ikke væsentligt pengekrævende del, som producerede en driftsindtjening på 1.640 kr. i 2003 stigende til 2.840 kr. i 2005. CAE demonstrerer et konsistent højt afkast på investeret kapital og forrentede dette kapitalapparat med 149 % i regnskabsåret 2005. Med en pris på 38.500 kr. ultimo 2005 har kursudviklingen på aktierne i CAE indtil videre bidraget pænt til de sidste par års gode afkast.

Oprindeligt havde vi en idé om, at det formentlig ville være over en 10-årig periode, at kursen ville stige i takt med stigningen i den årlige egenkapital. Tilsammen med den fremtidige årlige dividende, ville afkastet på lang sigt være tilfredsstillende alene ud fra denne udvikling. Oveni havde vi så den "gratis" mulighed for, at aktierne med tiden ville blive revurderet, hvilket ville kunne give os et afkast, der lå tættere på ekstraordinært frem for tilfredsstillende. Vi forsøger ikke at time et køb. Når sikkerhedsmarginen er tilstrækkelig, vil vi investere. Vi kan ligge med en investering i mange år, før en revurdering finder sted. Udviklingen er her gået noget hurtigere, end vi havde forestillet os, selvom aktiekursen fortsat ligger under, hvad selskabet reelt er værd.

Bad ideas are born good, II

Det er endnu engang forundt os, at kunne demonstrere professionelt forfald. Vi har haft 2 investeringer, som er gået galt, eller som ikke er gået helt som forventet. Tecumseh Products Co. (TP), som producerer små motorer, pumper og kompressorer, og Natuzzi Spa. (Na), Italiens største møbelproducent. Begge selskaber er tilsyneladende udsat for nøjagtig den samme konkurrencemæssige håndfaste trussel, som medførte vores endelige salg og tab på Montefibre i 2004, nemlig Kinas dygtige, ihærdige og omkostningslette arbejdsstyrke.

TP har igennem en årrække kæmpet med andre vestligt baserede konkurrenter, som har været hurtigere til at flytte produktionen ud. I 2002 brugte TP en stor del af sin kapital på overtagelsen af en konkursramt konkurrent, hvilket efterfølgende har vist sig at være gode penge

smidt efter dårlige. Tilsammen med stigende råvarepriser, som ikke har kunnet hentes i produktprisstigninger, og den skærpede konkurrencesituation, er godt i gang med at knække sel-skabet. I dag overlever det reelle ejerskab på nåde af finansieringskilderne.

Na er en verdensledende producent af lædermøbler. Siden etableringen i 1959 har Na rullet sine produkter ud over både Europa og USA og har opnået en pæn markedsandel. Produktionen finder sted i Apulien og Basilicata regionerne i Syditalien, der igennem mange år kunne producere til priser, som sammen med smukt design og salg til det brede publikum, gav Na både høj driftsmargin og højt afkast på investeret kapital. Det brede marked bliver i dag oversvømmet af produkter af høj kvalitet og godt design fra Kina, hvilket Na har fået at mærke – selv med en amerikansk forbruger på steroider.

Naturligt må langsigtet god kapitalforrentning opnås enten som low-cost producent i en branche eller ved ”branding”, hvor forbrugeren ubevidst ønsker en identitetssammensmeltning mellem eget image og produktets image. Na vil ikke flytte produktion fra Italien, og det tyder på, at Na er havnet midt i transformationen mellem low-cost producent og ”brander” med salg til et smallere, men mere købekraftigt publikum. Under alle omstændigheder er Na i færd med at dele sin profit med kineserne, hvorfor samme historisk høje afkast på investeret kapital fremover er truet.

Som Montefibre Spa. har det været relativt små størrelser i vores portefølje, hvilket ikke skal opfattes som en retfærdiggørelse af investeringerne. Men igen må vi stille os selv spørgsmålet; hvad ville vi egentlig der, når ikke vi placerede flere midler i disse selskaber? Vi kom ud af TP med et nul-resultat, hvilket viser værdien ved at investere billigt i første omgang, og Na med et tab på 17 %. Henry Ford sagde engang: ”Failure is only the opportunity to begin again more intelligently.” Vi skal arbejde lidt mere med det sidste begreb.

Diverse

Vi vil i nogle sammenhænge virke repeterende, når vi beskriver, hvordan vi opfatter foreningen og vores partnerskab. Vi mener dog, at det er vigtig information og vil i lighed med tidligere år gerne beskrive det. Eksisterende investorer er velkomne til at springe over.

Vi opfatter foreningen som en slags holdingselskab med mål om langsigtet maksimering af værdi. Vores opgave består i allokering af ”selskabets” kapital i undervurderede velkapitaliserede selskaber rundt om i de dele af verden, hvor demokrati og kapitalisme går hånd i hånd. Kapitalen placeres i for os forståelige selskaber hjemmehørende i ordinære brancher. Under forudsætning af fornøden sikkerhedsmargin i den enkelte investering, ønsker vi allermost selskaber med højt afkast på investeret kapital. Alternativ placering finder sted blandt gennemsnitlige selskaber – igen under forudsætning af fornøden sikkerhedsmargin.

Foreningen er et muligt middel for allokeringen af overskudskapital til anden placering end obligationer. En kapitalallokator for virksomheder og private, som ønsker at placere en del af den langsigtede kapital, der ikke skal benyttes til reinvestering i driften af deres egen virksomhed eller passivt i obligationer.

Vi takker 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 mod investeringsprocessen og ikke markedsføring. Vækst i foreningens formue skal alene komme fra et langsigtet tilfredsstillende afkast og mund-til-øre effekten af samme. Som vi tidligere har nævnt er vores inves-

teringer 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 navnenoteret, vil denne information tilgå jer automatisk.

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

Også i år vil vi rette en tak til vores administrationsselskab BI Management og depotbank Ringkjøbing Landbobank for et smidigt og professionelt arbejde. Investeringsbeslutninger er kun den ene halvdel af resultatet, den anden og lige så vigtige halvdel, er den praktiske effektivering og administrative styring.

Vi ser frem til at møde jer til generalforsamlingen, som bliver holdt den 27. april 2006, kl. 15.00 på Hotel Frederiksdal. Størrelsen på dividenden for regnskabsåret 2005 ligger på 7,00 kroner pr. investeringsbevis, som går fra i kursen dagen efter generalforsamlingen. Udbyttet fordeler sig med 1,60 kroner til aktieindkomstbeskatning og 5,40 kroner til kapitalindkomstbeskatning.

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

Marts 2006.

Med venlig hilsen

Kim Håkonsson

Ole Nielsen

Claus Terp

Formand