

## Ledelsesberetning for 2006

### **Kære Investorer og Partnere.**

Indre værdi pr. investeringsbevis steg i 2006 med fattige 1,94 % inklusive reinvestering af dividende. Et skuffende resultat i absolut såvel som relativ forstand. De internationale aktiemarkeder målt ved MSCI World Index udviste et afkast på 7,34 %. Fra foreningens etablering og til ultimo 2006 ligger vores forrentning af egenkapitalen på 17,07 % pro anno mod et pro anno afkast for MSCI World Index i samme periode på 8,01 %.

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. Over denne 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 salgpris ofte langt senere og ikke, hvad der sker med markedsprisen i mellemtiden. Året 2006 var et af de magre år, og hvad der godt nok kan betegnes som et ordinært og ikke ualmindeligt afkast i et enkelt år, rækker det ikke ved, at resultatet er skuffende. Forskellen mellem det langsigtede gennemsnitlige pro anno afkast i foreningen og de generelle aktiemarkeder er kun blevet en smule mindre, men i absolut forstand er vores langsigtede pro anno afkast kommet ned, hvilket hverken intellektuelt eller økonomisk vækker begejstring.

Der har været store kursbevægelser på de enkelte selskaber i porteføljen, hvilket vi kommer til lidt senere. Først dog, vores målsætning som angivet i tidligere årsrapporter.

### **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 40 % under disse selskabers forretningsmæssige værdi. Vi vil 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 2006 er et resultat af 2 væsentlige kursbevægelser i foreningens værdipapirer. Vores investeringer uden for Japan og vores investeringer i Japan. Vores investeringer uden for Japan, der er foretaget i Nordamerika og Europa, har med en værdistigning på 31,8 % udviklet sig fortræffeligt. I skærende og økonomisk sårende kontrast står udviklingen i vores Japanske investeringer med – 24,6 %.

Foruden den negative kursudvikling mellem Japanske Yen og Danske Kroner er den største negative bidragsyder, som har trukket ned i vores samlede afkast på de japanske selskaber, vores investeringer i forbrugslånssektoren, som ultimo 2006 udgjorde 8,4 % af foreningens formue. Det har under bestemte forhold været muligt for forbrugslåneselskaberne at kræve renter på op til 29,2 %. En højesterets dom, der tilsidesætter kravet om at tage en rente på over 20 %, har skabt præcedens og medført en bølge af sagsanlæg mod sektoren fra låntagere, der ønsker den for højt betalte rente tilbage. Dette ledte til en lov om nedsættelse af den maksimale udlånsrente til 20 %, hvilket naturligvis forringer profitabiliteten og har kastet industrien ud i et massivt stormvejr. Markedet for forbrugslåneselskaberne indskrænkes, konkurrencen om de gode låntagere øges, og der vil nu komme en periode med drastisk restrukturering i sektoren med rationaliseringer i de enkelte selskaber.

Valutakursudviklingen på Japanske Yen har med et fald overfor Danske kroner på 11,5 % som nævnt også bidraget negativt til afkastet. Vi er af skattemæssige årsager ikke i stand til at afdække vores risiko på fremmed valuta i større omfang, hvorfor vi må leve med de valutakursbevægelser, negative såvel som positive, som porteføljen udsættes for. Vi har siden etableringen af foreningen haft en relativ stor eksponering til Japan. Det har indtil nu ud fra et valutakurssynspunkt kostet os dyrt. Japanske Yen er i denne periode svækket med i alt 26,0 %. Vi er ikke i stand til at forudsige bevægelser på fremmed valuta og udvælger vores investeringer ud fra markedspris på selskaberne og forretningsmæssig værdi uafhængigt af land eller branche. Der vil også være år, hvor vi uberettiget bliver begunstiget af valutakursstigninger.

Foreningens sektor- og landefordeling er alene et udtryk for, hvad vi finder af interessante investeringsemner, som møder vores kriterier. Vi styrer ikke aktivt foreningens sektor- eller landefordeling, selvom vi ikke vil placere hele porteføljen i en enkelt sektor eller et enkelt land. 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 fortegn. 2006 var desværre et eksempel på det modsatte.

Porteføljen består i dag af 26 selskaber, hvor de 10 største positioner tilsammen udgør 61,3 % af den samlede formue. Likviditetsandelen ligger på 8,7 %.

**Fordeling af formue ultimo 2006**

<b>Region</b>		<b>Branche</b>		<b>Foreningens 5 største poster</b>	
Europa	47,7%	Finansiell virksomhed	50,2%	Kölnische Rückv.	9,60%
Fjernøsten (Japan)	34,3%	Forbrugsrelateret	31,4%	Carl Allers Etabl.	8,14%
Nordamerika	9,3%	Industri	8,1%	Fairfax Fin.	7,16%
Likviditet	8,7%	Andet	1,6%	Mitsui Sum. Inc.	6,52%
		Likviditet	8,7%	Conzzeta Hld.	4,94%

**Det bedste af alle verdener – ”Event-driven value investing”.**

I vores søgen efter selskaber, vil vi gerne identificere undervurderede og velkapitaliserede selskaber, som formår at øge deres værdi på sigt. Disse selskaber må gerne have en ledelse, der tænker som langsigtede ejere af virksomheden. Med disse fire karakteristika er sandsynligheden for et langsigtet tilfredsstillende afkast forøget betydeligt. En sådan investering gøres endnu mere attraktiv, hvis sandsynligheden er stor for, at en forretningsmæssig hændelse vil bringe lighed mellem markedsværdi og forretningsmæssig værdi. Beskyttelsen mod permanent tab af kapital ligger undervejs i graden af undervaluering. Et af de realitetscheck vi stiller os selv er, om vi ville være parate til at investere på den pågældende pris vel vidende, at børserne lukkede de næste fem år, og vi i denne periode ikke kunne sælge. Et sådan selskab investerede vi i tilbage i 2002/03 og kommer nu til at afhænde i 2007.

Vores partnerskab med Warren Buffett, i form af vores fælles selskab Koelnische Rückversicherungs Gesellschaft AG (KRG), ophører i løbet af 2007. Det har varet i 4,5 år, og hvis ikke det var fordi, Buffett gerne vil købe os ud som minoritetsaktionærer, ville det kunne have fortsat på ubestemt tid. Vi omtalte KRG i årsrapporten for 2002, som et eksempel på vores investeringsmetodik og én af vores største investeringer.

Vi har kendt KRG som reinsurance selskab igennem de sidste 15 – 16 år, men det var først da Buffett blev kontrollerende ejer, at vores opmærksomhed for alvor blev vakt. Siden Buffetts køb af National Indemnity og National Fire and Marine Insurance i marts 1967, har den røde tråd for Buffett ligget i at få billig adgang til kapital og samtidig investere med tilfredsstillende afkast for øje. I et forsikringselskab ”lånes” policetagerens indbetalinger, før de udbetales i form af skader. Kapitalen investeres i ”lånets” løbetid. Tages der mere ind end der bruges på skader og administration, bliver man betalt for at ”låne” kapitalen. Dygtige ledere af forsikringselskaber fokuserer netop på at blive betalt for at låne kapitalen og samtidig investere med absolut afkast for øje. Buffett har gennem mange årtier demonstreret fremsyn og excellence i denne bedrift, hvilket har medført høj kapitalforrentning i hans forsikringselskaber.

I 1998 købte Buffett via sit investeringsselskab Berkshire Hathaway det amerikanske reinsurance selskab General Re (GR). Til trods for, at Buffett betalte en præmie på 65 % over GR’s egenkapital, vurderedes selskabet at være veldrevet og ikke mindst det forhold, at Buffett fik adgang til en endnu større forsikringskapital end tidligere, bidrog til begejstring. GR kontrollerede direkte og indirekte 88,2 % af KRG. Buffetts overordnede målsætning og en bonusafklønning af ledelsen, der afhænger

af prisen for kapitalen samt væksten i denne, var rammerne for den efterfølgende øvelse, hvori GR og KRG skulle tilpasses lavere skades- og administrations omkostninger.

Denne tilpasning medførte nogle år med højere hensættelser til skader end først antaget, hvilket i princippet betød, at Buffett betalte en højere præmie for egenkapitalen end de 65 %. Yderligere blev tålmodigheden testet, da den tragiske terrorhandling fandt sted i New York med World Trade Center-katastrofen i 2001, hvilket kom til at koste både GR og KRG dyrt.

I løbet af anden halvdel af 2002 etablerede vi vores partnerskab med Buffett. Som udgangspunkt værdsætter vi hårde kolde kontanter højt idet risikoen for permanent tab af kapital er lig nul. Vi vil kun bytte dem for forretningsmæssig værdi, hvis vi får rigeligt mere end vi giver. Vi investerede i KRG til en pris, der modsvarede KRG's egenkapital. Det svarede til ca. 60 % af, hvad forsikringsselskaber bliver handlet til i det private marked. Alt efter markedsandel, profitabilitet, historisk styring af prissætning på policer samt investering af forsikringskapitalen, går forsikringsselskaber groft set på mellem 1,5 og 2 gange egenkapitalen. KRG var velkapitaliseret, og havde en lav operationel gearing. Arbejdet med strømligning af administrationsomkostningerne samt fokusering på optimering af prissætningen på forsikringer havde fundet sted siden Buffetts køb i 1998. Som altid, når vi foretager investering, var den udslagsgivende faktor for vores investering i KRG en markant undervaluering. At vi oveni fik en yderst erfaren investor og forretningsmand som styrmand, der allerede i en periode på 3 år, havde udøvet sin indflydelse, øgede vores tryghed og optimisme.

Prisen er altid den vigtigste faktor i det vi foretager os, men samtidig søger vi andre parametre, som kan være udslagsgivende for det fremtidige forløb af vores investering, og som sådan øger sandsynligheden for økonomisk succes. Et af disse parametre, foruden Buffett som ultimativ ejer, var detaljerne i selve ejerstrukturen.

Helt tilbage i 1994 fik GR kontrol med KRG ved købet af 50,1% af et selskab (GR-CK), der oprettedes med formålet at eje 66,3 % af KRG. De 49,9% ejedes af Colonia Konzern, kontrolleret af den franske forsikringskoncern AXA. Colonia Konzern kom med KRG aktier, GR kom med penge og et lånedokument. Derudover havde GR en option på at kunne købe de 49,9% af GR-CK i perioden 1. januar 2002 til 1. januar 2004. Yderligere ejede GR direkte 21,9 % af KRV. Den underlige konstruktion dækkede formentlig over, at GR i 1994 ikke havde muligheden for en direkte overtagelse af KRG. Det interessante lå i 2 forhold. 1). Viden om Buffetts historiske ønske om at tilegne sig forsikringskapital, og hans succes med udnyttelsen af denne, og 2) Strikeprisen på optionen, eller den pris de 49,9% kunne overdrages til, lå i et niveau på 70 % til 100 % højere end vores købspris. Et niveau, der indikerede, i tilfælde af udnyttelse, en fair pris for KRV.

Optionen blev udnyttet i juli 2003, men ledte ikke umiddelbart til et overtagelsestilbud til minoritetsaktionærene, som typisk er tilfældet. Vi var stadig partnere med Buffett, og nu i et forsikringsselskab, hvor forbedringerne materialiserede sig i balancen og resultatudviklingen. Undervejs kunne vi i Berkshire Hathaway's offentliggørelse af selskabets kvartalsrapporter se, hvordan ejerandelen i KRV øgedes fra de 88,2 % i 2003 til 94 % ved andet kvartal 2006. Vi supplerede løbende op i vores beholdning af KRV aktier til discount og med en tilsvarende øget sandsynlighed for, at en overtagelse i form af et squeeze-out af minoritetsaktionærene ikke ville lade vente længe på sig. I september 2006 kom meddelelsen så om et squeeze-out, der lovformeligt skal ratificeres på KRV's kommende generalforsamling i 2007. Vi foretog oprindeligt investeringer i KRV til 58 € pr. aktie og kursen ligger ultimo 2006 på 169 €.

En sådan investering udviser alle førnævnte fire karakteristika og skaber derfor i udgangspunktet tryghed samtidig med muligheden for langsigtet tilfredsstillende afkast. Walter Schloss én af Benjamin Grahams disciple sagde engang: "A stock good bought, is already half sold".

### **Ebbe og flod.**

Vi har de seneste år nedbragt antallet af vores investeringer. Det er gjort i takt med, at selskaberne prismæssigt har nået et niveau, som vi finder er tæt på forretningsmæssig værdi. Hovedparten af den frigivne kapital er placeret i de af porteføljens selskaber, som fortsat udviser en tilstrækkelig stor sikkerhedsmargin. Vi er samtidig i en situation, hvor idéstrømmen for os ikke flyder så let mere. Selskaber, der i aktiemarkedet er prisfestsat lavt i forhold til deres egenkapital eller på en lav pris i forhold til indtjeningsevne, og som samtidig er velkapitaliserede, er blevet sværere at finde.

En underliggende optimisme, som begyndte at spire i 2003, har nu på fjerde år medført positive aktiemarkeder (med undtagelse af Japan). De stigende aktiekurser i sig selv virker som en selvforstærkende faktor. Likviditet er "yt", aktier er "in", hvilket har været med til at nedbringe antallet af "50-øres kroner".

Vi mener tålmodighed er en dyd. Vi vil demonstrere tålmodighed, når vi har investeret i et undervurderet selskab og markedskursen midlertidigt ikke reflekterer selskabets forretningsmæssige værdi. Mario Gabelli kom engang med et glimrende metafor for denne handling: "Vi ser græsset gro, vi ser maling tørre." Vi vil også demonstrere tålmodighed, når vi har sværere ved at finde selskaber, som møder vores investeringskriterier. Vi vil ikke lade os rive med og sælge, hvad der er undervurderet, for at placere pengene i noget, der ser ud til at stige her og nu. Og endelig vil vi demonstrere tålmodighed ved at sælge det fra i porteføljen, som møder vores niveau for forretningsmæssig værdi og gemme pengene til det tidspunkt, hvor nye muligheder opstår. Og de vil opstå.

Porteføljen består i dag af velkapitaliserede og undervurderede selskaber – selvom vi i øjeblikket fortsat nedbringer størrelsen i nogle af de selskaber, der ligger tæt på forretningsmæssig værdi. Og selvom købsaktiviteten mht. nye selskaber ikke har været stor på det seneste, arbejder vi hårdt på, at afdække flere attraktive investeringer. Men, når vi ikke finder interessante muligheder, er beslutningen om *ikke at investere* lige så vigtig, som beslutningen *at investere*.

Warren Buffett sagde engang "Be fearful when others are greedy and be greedy when others are fearful". Hvor vi i 2002/2003 var "greedy" er vi i dag mere "fearful".

### **Diverse.**

Vi opfatter foreningen som en slags holdingselskab med mål om at maksimere den langsigtede gennemsnitlige egenkapitalforrentning pr. år. 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 forudsætningen af fornøden sikkerhedsmargin i den enkelte investering, ønsker vi allermest selskaber med højt afkast på investeret kapital. Alternativ placering finder sted blandt gennemsnitlige selskaber – igen under forudsætning af fornøden sikkerhedsmargin.

Foreningen er et 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 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 navnenoteret, vil denne information tilgå jer automatisk.

Vi forsøger at tiltrække investorer, som i 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.

Vi vil gerne takke administrationsselskabet BI Management og depotbanken Ringkjøbing Landbobank for veludført arbejde.

Vi ser frem til at møde jer på generalforsamlingen, som bliver holdt den 26. april 2007, kl. 15.00 på Hotel Frederiksdal. Størrelsen af dividenden for regnskabsåret 2006 ligger på 8,00 kroner pr. investeringsbevis, som går fra i kursen dagen efter generalforsamlingens afholdelse. Hele udbyttet skal for frie midler aktieindkomstbeskattes. For selskaber er fordelingen 1,61 kroner som aktieindkomstbeskatning og 6,39 kroner som almindelig selskabsbeskatning.

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 mig.

Februar 2007.

Med venlig hilsen

Ole Nielsen

Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S