

# Rådgivers orientering

## Kære Investorer og Partnere

Indre værdi pr. investeringsbevis steg i 2010 med 20,00%. Et meget tilfredsstillende afkast i absolut forstand, og som sammenlignet med afkastet for de generelle aktiemarkeder, målt ved MSCI World Index på 19,71%, også er tilfredsstillende. Fra foreningens etablering i juli 2002 og til ultimo 2010 ligger vores forrentning af egenkapitalen på 8,71% pro anno mod et pro anno afkast for MSCI World Index i samme periode på 3,17%.

Det er en fornøjelse, at vi med afkastet for 2010 genindvinder, hvad vi satte til i 2007 og 2008. Og dette på trods af permanent tab af kapital i enkelte investeringer undervejs, jf. tidligere beretninger. Også investeringsmæssigt finder jeg visdom i det jødiske ordsprog: *"He that can't endure the bad, will not live to see the good"*. Vi er fortsat fokuserede på vores målsætning om at maksimere den langsigtede gennemsnitlige egenkapitalforrentning pr. år under hensyntagen til lav risiko for permanent tab af kapital. Nu – glædeligt – fra et niveau, hvor foreningen har genvundet sit tidligere niveau.

## Årets resultat

Foreningen benytter ikke terminssikring af fremmed valuta, og det skal retfærdigvis siges, at en del af afkastet hidrører fra stigende kurser på fremmed valuta i forhold til danske kroner. Det må dog ikke forringe vores glæde over foreningens værdiforøgelse. I tidligere perioder har vi også oplevet faldende valutakurser, som har berøvet os absolut afkast.

Der har været stor spredning i afkastet på de enkelte selskaber i porteføljen. Vi har en investering i et amerikansk selskab ved navn St. Joe Co., som udviste et fald i aktiekursen fra ultimo 2009 til ultimo 2010 på 24,6% i USD eller 19,0% i danske kroner. I den anden ende af spektret finder vi transportselskabet Panalpina Welttransport, hvis aktier steg fra ultimo 2009 og til vi solgte dem i efteråret 2010 med 64,7% i CHF eller 84,8% i danske kroner.

Porteføljen indeholder også en række selskaber, som kursmæssigt ikke har bevæget sig meget og derfor ikke har bidraget positivt til afkastet. Ca. 32% af porteføljen har i 2010 enten ligget stille eller er faldet. Disse selskaber er fortsat markant undervurderede, hvilket tilsiger yderligere potentiale for afkast. Således bevarer porteføljen sin store sikkerhedsmargin til trods for de stigende kurser. Det skal dog stadig holdes in mente, at valutarisk har vi stadig en åben risiko.

## Vores investeringer

For bedre at belyse graden af undervaluering samt at give et løbende billede af udviklingen i denne sikkerhedsmargin, vil jeg sammenholde den investerede del af porteføljens markedsværdi med estimatet for den forretningsmæssige værdi på de enkelte selskaber. Således estimerer jeg, at porteføljens selskaber ultimo 2010 har en markedsværdi på knap 55 % af den forretningsmæssige værdi. En så stor undervaluering peger på begrænset risiko for permanent tab af kapital. Igen skal der ses bort fra valutadelen.

Forretningsmæssig værdi er ikke et præcist beløb. Man skal naturligvis holde sig for øje, at der knytter sig en vis usikkerhed og subjektivitet til en beregning af forretningsmæssig værdi. Jeg gør altid en sådan værdi op som et niveau, men har til denne beregning taget den nedre del af dette niveau. Det er min intention fremover at benytte samme model for at kunne følge udviklingen i porteføljens sikkerhedsmargin. Porteføljen er vægtet ud fra, hvor stor vores investering er i det enkelte selskab.

Med 19 selskaber i porteføljen er jeg tilhænger af en koncentreret portefølje. De 5 største positioner udgjorde 41,23 % af porteføljen, og de 10 største positioner udgjorde 63,6 %. Med så få selskaber kan afkastet i foreningen fra år til år afvige markant fra de generelle aktiemarkeder målt ved MSCI. Endog også i længere perioder. Selvom vores mål er at skabe absolut afkast, håber og forventer jeg, at en akkumulering af afvigelser på langt sigt vil være til vores fordel.

Nedenfor fremgår de 10 største positioner med størrelsen angivet som procent af foreningens formue.

<u>Navn</u>	<u>Størrelse af formue</u>
NKSJ Holdings, Inc.	9,2%
Ringkjøbing Landbobank A/S	9,3%
Fairfax Financial Holdings, Ltd.	9,1%
Nordea Bank AB	8,6%
Nippon Television Network, Corp.	5,0%
Nestlé SA	4,8%
Conzzeta Holding AG	4,6%
Wellpoint, Inc.	4,4%
Sampo Oyj.	4,3%
MS&AD Insurance Group Holdings, inc.	4,2%

Finansielle selskaber – og her ses bort fra vores investering i St. Joe Co. – udgør en relativ stor andel med 52,6%. Syv forsikringselskaber, som tilsammen udgør 34,7% og to banker, der udgør 17,9%. Resten af aktieporteføljen på 37,6% repræsenteres af andre brancher.

Grundet en så koncentreret portefølje kan der opstå situationer, hvor stigninger i enkelte selskabers aktiekurser eller tilhørende valutakurser forårsager brud på 5 – 10 – 40%'s reglen, som siger, at vi ikke må have mere end 10% af formuen i én position, og de positioner, der udgør mellem 5% og 10%, må ikke tilsammen udgøre mere end 40%. Når dette sker, tilretter vi porteføljen.

Foruden disse små-tilretninger har vi i årets løb afhændet tre selskaber. Siden 2004 har vi haft en lille investering i det japanske talentagentur Horipro Inc. Selskabet har kursmæssigt ligget højere, men vi har mistet tålmodigheden med ledelsens negative holdning til det at skabe værdi for aktionærerne. Vi har afhændet aktierne med et tidsvægtet afkast i JPY på 14,7% eller et pro anno afkast i beholdningsperioden i henholdsvis JPY og DKK på 3,0% og 3,1%. Uden tab af kapital, ja, men ikke tilfredsstillende.

Metall Zug AG har vi haft siden 2004. Selskabets markedsværdi er kommet væsentligt nærmere forretningsmæssig værdi og er afhændet til et afkast i CHF på 183,1% eller et pro anno afkast i beholdningsperioden i henholdsvis CHF og Danske Kroner på 16,1% og 17,8%, hvilket er tilfredsstillende.

Vi investerede i Panalpina Welttransport Holding AG første gang i efteråret 2008 og igen i starten af 2009. Panalpina er beskæftiget indenfor logistik og transport og er således direkte afhængig af aktiviteten i verdenshandlen. Selskabets indtjening er meget cyklisk og har nu markedsmæssigt foruddiskonteret meget høje forventninger til indtjeningsevnen. Vi har afhændet vores beholdning til et afkast i CHF på 93,7% eller et pro anno afkast i perioden i henholdsvis CHF og DKK på 43,6% og 54,3%.

### **Forsikringsvirksomhed**

Forsikringselskaber udgør den største enkeltsektor i vores portefølje. Den er delt op i to kategorier: 1) Forsikringselskaber med stærk ledelse og ledelsesfokus på væsentlig værdiskabelse for aktionærerne, 2) Japanske forsikringselskaber.

De har alle fundet adgang til porteføljen på grund af undervaluering. Men der er forskel på investeringskriterierne for de enkelte selskaber. Alleghany, Fairfax Financial Holdings, Sampo og Wellpoint hører til den første kategori. MS&AD Insurance Group Holdings, NKSJ Holdings og Tokio Marine Holdings hører til den anden.

I den første kategori finder vi ledelser/ejere, som alle er fokuserede på det, det drejer sig om; langsigtet mærkbar vækst i forretningsmæssig værdi. For Alleghany, Fairfax og Sampo langsigtet vækst i egenkapital pr. aktie og for Wellpoint maksimering af cash-flow. Som jeg tidligere har redegjort for, så er forsikringsvirksomhed lig investeringsvirksomhed. Et forsikringselskab holder policetagens penge, indtil betaling af skader finder sted. I mellemtiden investeres denne kapital og afkastet tilfalder aktionærerne tillige med afkastet på den investerede egenkapital. Forsikringsforretningens driftsomkostning (præmieindtægter fratrukket skader og administrationsomkostninger) er prisen for at låne policetagens kapital.

Både Alleghany og Fairfax opererer med denne forretningsmodel for øje. Med Sampo og Wellpoint forholder det sig en smule anderledes. Sampo er et holdingselskab, der ejer forsikringselskabet IF, livsforsikringselskabet Mandatum og en aktiepost på godt 20 % i Nordea Bank. Björn Whalroos er tidligere direktør for Sampo og nu bestyrelsesformand. Han indstilles her i foråret 2011 også som bestyrelsesformand for Nordea. Han er en meget dygtig forretningsmand med god forstand på placering af virksomhedskapital. Wellpoint er et sundhedsforsikringselskab, hvilket er i en lidt anden boldgade end almindelig skadesforsikring.

Alleghany og Fairfax opererer i et amerikansk forsikringsmarked med overkapacitet. Det medfører større konkurrence og faldende priser på præmier. Ledelsen i begge selskaber har et mål om at prioritere profitabilitet frem for større markedsandel. Derfor er vi i en periode, hvor forsikringsforretningen indskrænkes. Samtidig er indtægterne fra deres respektive obligationsbeholdninger ret begrænsede grundet de lave renteniveauer. Alt i alt medfører det en periode med lavere vækst i deres egenkapital.

Sektoren er ”out of favor”, og markedspriserne på forsikringselskaber er relativt lave i forhold til deres egenkapital. Alleghany og Fairfax’s egenkapital er relativt stor i forhold til deres nuværende forretning. Heri ligger et fremtidigt potentiale. Når forsikrings-cyklen igen vender, vil Alleghany og Fairfax alt andet lige have den fornødne soliditet til både prisforhøjelser og volumenvækst.

De lave markedspriser på forsikringselskaber og manglende udsigt til en vending i priserne på præmier har Prem Watsa, Fairfax’s CEO, udnyttet klogt til at foretage opkøb. Fairfax opkøbte i foråret 2010 Zenith National Insurance, der er et forsikringselskab inden for arbejdsskader, til en favorabel pris. Zenith har en meget succesfuld historik på den operative del af forretningen. ”Floatet” eller policetagens kapital har de altid placeret i risikofrie korte obligationer. Fairfax har en meget succesfuld historik på investeringsdelen, hvorfor Zenith passer perfekt ind i Fairfax’s forretningsmodel. Den eksisterende ledelse fortsætter driften og Fairfax’s investeringsteam tager sig af investeringen af policetagens kapital. Herudover har Fairfax lagt bud ind på to noget mindre forsikringselskaber og foretaget en minoritetsinvestering i et enkelt udenlandsk. Fairfax opbygger potentiale i en periode med lave priser på præmier.

Vi har ejet Fairfax siden starten af foreningens etablering i 2002 og har undervejs kunne investere yderligere på priser langt under deres fulde egenkapital pr. aktie. Faktisk fik vi ikke forrentet vores investering de første 4 år, fra sommeren 2002 til sommeren 2006, hvor aktiekursen blot svingede frem og tilbage. Alligevel ligger pro anno afkastet for hele perioden på otte og et halvt år på 14,6% mod S&P 500 på 0,6% - begge målt i CAD. Et selskab med excellent ledelse skal kun identificeres en gang – har man tiden for sig, vil man over en årrække blive præsenteret for situationer, hvor investering kan foretages til undervurderede kurser. Prædikatet ”out of favor” for forsikringssektoren forsvinder formentlig først, når vi igen befinder os i en situation med underkapacitet og deraf stigende præmier. Vi forventer at være medejere af Fairfax i mange år frem – ”Perhaps forever”!

De japanske forsikringselskaber er ekstremt undervurderede ud fra et likvidationssynspunkt og samtidigt pænt overkapitaliserede. Overkapitaliseringen skyldes det forhold, at historisk har

forsikringsselskaberne ejet aktier i en del af de selskaber, som samtidig var kunder. Som jeg har omtalt tidligere, kunne selskaberne skyde denne beholdning ud i en selvstændig investeringsforening og dele beviserne ud til aktionærerne. Man ville således ende med ikke at betale for selve forsikringsselskabet. Denne radikale måde at tænke aktionærværdi på kommer nok ikke til at ske, men potentialet er til stede.

Et bevis på, at tankegangen i Japan trods alt er ved at ændre sig, ligger i det forhold, at ledelsen i forsikringsselskaberne har sat mål for en nedbringelse af disse ”politiske” aktiebeholdninger ved salg i markedet over en årrække. Ligeledes benytter ledelsen en del af kapitalen til dividendeudbetaling og tilbagekøb af egne aktier. Og endelig foregår en rationalisering af sektoren ved fusioner med efterfølgende omkostningsbesparelser. Det er alt sammen meget fint, men selv for den tålmodige går det bare ikke stærkt nok.

I lighed med alle de investeringer vi foretager, skal vores afkast fremkomme af den underliggende forøgelse af forretningsmæssig værdi og en formindskelse af den discount vi indgår investeringen til. Væksten i forretningsmæssig værdi for vores japanske forsikringsselskaber er ikke høj, hvorfor vi her i højere grad er afhængig af indsnævring af forskellen mellem forretningsmæssig værdi og markedsværdi.

Den eksisterende meget store undervaluering er markedets udtryk for ledelsernes manglende ambition om skabelse af aktionærværdi. Små og positive ændringer i dette ambitionsniveau ville ændre billedet og på sigt forøge afkastet. En likvidation af politiske aktieposter og sideløbende små tilbagekøb af egne aktier er måske ikke godt nok, men trods alt en start. Med en markedsværdi på under halvdelen af estimeret indre værdi opgjort efter internationale regnskabsprincipper og endnu lavere i forhold til estimeret forretningsmæssig værdi er risikoen for permanent tab af kapital begrænset. Vi tøjler utålmodigheden!

### **Bankvirksomhed**

Vi er medejere af to fremragende banker – Nordea (8,6% af foreningens formue) og Ringkjøbing Landbobank (9,3% af foreningens formue). Uden som sådan at tilsidesætte god service, troværdighed og det, at en banks medarbejdere kan være flittige og pligtopfyldende, så er bankvirksomhed basalt set råvareproduktion. På langt sigt gælder det om at være ”low-cost” producent for at kunne producere en ekstraordinær egenkapitalforrentning. Råvareproduktion er også kendetegnet ved enkelte perioder, hvor stigende priser kortvarigt sikres ved en højere efterspørgsel, end udbuddet kan følge. Derfor er meget dygtig ledelse vigtigere for en bank end for en virksomhed med store konkurrencemæssige fordele og høj beskyttelse fra konkurrenters indhug.

Og netop dygtig ledelse har kendetegnet både Nordea og Ringkjøbing Landbobank i en årrække. For Ringkjøbing Landbobanks vedkommende begyndte det ved Bent Naurs tiltrædelse i 1987 og i ledelsessamarbejdet med John Fisker i 1995. Jeg har været begejstret for Ringkjøbing Landbobank igennem mange år.

I starten af de kriseplagede 90'ere, hvor genopretningspakken, ”Kartoffelkuren”, sammen med den udenlandske afmatning havde bragt dansk økonomi i knæ, var de danske banker også ude i et veritabelt stormvejr. Jeg fik – noget tilfældigt - en henvendelse om at se på en blok aktier i en mindre regionalbank – Ringkjøbing Landbobank. Hvad jeg så resulterede i opspilede øjne og høj puls.

Lige siden har mit hjerte banket varmt for denne bank og denne ledelse (der er faktisk plads til romantik også i finansverden!). I disse kriseramte år opstod en investeringsmulighed, da to vigtige karakteristika var til stede; en høj egenkapitalforrentning, når der ses bort fra den høje soliditet, sammen med en meget lav markedsværdi.

Fast forward til år 2000, hvor muligheden opstod igen. Accelererende egenkapitalforrentning og vækst i aktiekursen fulgte. Ringkjøbing Landbobank har landets laveste omkostningsprocent, som gennemsnitligt de sidste 10 år har ligget på 38,7% og gennemsnitligt de sidste 5 år

har ligget på 33,7%. I tredje kvartal 2010 lå den på 30,7%. Det er langt bedre end den typiske omkostningsprocent for banksektoren på over 50%. Tilsammen med en god kvalitet i udlånsporteføljen, og til trods for en høj soliditet, har de formået at forrente egenkapitalen med lige godt 20% pro anno de sidste 10 år.

Lav markedsværdi gentog sig i vinteren 2008/2009, og muligheden opstod igen. Tre gange på 16 år – samme ledelse – samme fremragende virksomhed – samme voldsomme undervaluering. Vores kostpris udgør godt 68% af bankens tredje kvartal 2010 egenkapital. Det er vores langsigtede ambition løbende at søge selskaber som Ringkjøbing Landbobank til attraktive priser.

### **Anden virksomhed**

Vores investeringer udenfor den finansielle sektor er fordelt på 10 selskaber i meget varierende brancher og størrelser. Af porteføljens store positioner kan nævnes Carl Allers Etablissement, Conzzeta Holding, Nestlé, Nippon Television og St. Joe. Alle markant undervurderede.

### **Kvalitet vs. Ordinær**

Vores højeste ønske er en portefølje af kvalitetsselskaber investeret til priser, der ligger markant under forretningsmæssig værdi. I vinteren 2008/2009 havde vi muligheden for at finde en række af sådanne selskaber. Som jeg omtalte i sidste års beretning blev de lave priser udnyttet til at investere foreningens midler fuldt ud. Men, også som omtalt, ”missede” jeg tre selskaber, som jeg havde fulgt i en årrække.

I den klare luft af ”bakspejlsrytteri” og eftertænksomhed, burde jeg have ombyttet tre af vores ordinære selskaber til disse kvalitetsselskaber. Årsagen til, at jeg sad på hænderne, var, at value-ringerne på de ordinære selskaber i porteføljen var så ekstremt lave. Jeg fokuserer meget på lave priser som beskyttelse mod permanent tab af kapital og skyer den risiko, der ligger i at betale for kvalitetsvirksomheder. Forskellen ligger mellem en virksomhed med mindre langsigtet vækst i forretningsmæssig værdi og ekstrem stor discount eller en virksomhed med større langsigtet vækst i forretningsmæssig værdi og bare stor discount.

Problemet med de ordinære selskaber er, at man kan vente i overordentlig lang tid, før der sker noget. Og en række år senere, når tingene så endelig sker, kan den årlige vækst i den forretningsmæssige værdi være så lav, at denne vækst samt indsnævring af sikkerhedsmarginen, producerer et gennemsnitligt afkast.

Lad mig kort beskrive denne situation ved Tokio Marine Holdings som repræsentant for porteføljens tre japanske skadesforsikringsselskaber. Vi investerede i Tokio Marine ved foreningens etablering til en markant undervaluering i forhold til både indre værdi og forretningsmæssig værdi. Tokio Marine steg i takt med stigningen i det japanske aktiemarked fra vinteren 2002/2003 til sommeren 2007. Afkastet på Tokio Marine inkl. dividende lå på 209% og afkastet for det japanske aktiemarked lå på 121%.

En kombination af at markedsværdien ikke nåede vores estimat for forretningsmæssig værdi, og at foreningens likviditetsandel allerede var høj (grundet frasalg af andre selskaber, som ramte forretningsmæssig værdi og mangel på nye investeringsideer) medførte, at vi beholdte netop Tokio Marine i porteføljen. Efterfølgende faldt Tokio Marine i sympati med det japanske aktiemarked, da finanskrisen indtrådte. Således ligger Tokio Marine i dag igen med en meget stor forskel mellem markedsværdi og forretningsmæssig værdi. Dvs. vi er gået fra en undervaluering til en undervaluering, og i mellemtiden har vi fået det afkast, som nogenlunde svarer til deres vækst i egenkapital pr. aktie plus dividender.

Tokio Marine’s afkast i JPY i hele perioden ligger på ca. 3,6% mod det japanske aktiemarkeds 0,8%. Et merafkast, ”bevar os vel”, hvilket vist kun kan have interesse i akademiske kredse, men i absolut forstand ikke er tilfredsstillende. Når en kvalitetsvirksomhed går fra undervaluering til undervaluering, vil vi trods alt opnå det højere afkast, som modsvarer af den højere vækst i

forretningsmæssig værdi i perioden. For Ringkjøbing Landbobank har der til forskel fra Tokio Marine, fra undervaluering til undervaluering været et ekstraordinært højt afkast på over 20% pro anno.

Således ønsker vi først og fremmest kvalitetsvirksomheder, stadig med stor forskel mellem markedsværdi og forretningsmæssig værdi. Og når vi ikke finder disse på rigtige priser, så dog ordinære selskaber. Jeg må dog erkende, at jeg formentlig gennem tiden har været **for** konservativ i min søgen efter lav pris for kvalitetsselskaber og **for** ivrig i min accept af ekstrem lav pris for et ordinært selskab. Det må godt opfattes som selvkritik!

Ordet evolution kan beskrives ved begreber som at udvikle sig, at ændre sig i en retning grundet større indsigt og at blive klogere. Jeg er opmærksom på værdien af og benytter tilbageblik og refleksion i mit arbejde – jeg forsøger at lære af fejl.

*“Perfection is not attainable, but if we chase perfection, we catch excellence.”*

- Vince Lombardi

### **Likviditetsandel**

Likviditetsandelen har ikke ændret sig meget i 2010. Vi startede året med en likviditetsandel på 10,7% og endte året på 9,8%. Gennemsnittet for likviditetsandelen for hele året har med 10,9% ligget på nogenlunde samme niveau.

Det kendte analyseselskab af investeringsforeninger Morningstar Danmark havde en artikel i en dansk avis i midten af december. Artiklen handlede om danske investeringsforeningers likviditetsandel. Det fremgik af artiklen, at investorerne får falsk varedeklaration for den sidste femtedel af en forening, idet likviditetsandelen kan antage op til 20% af foreningens formue. Gør den det, er det ikke aktier, investor investerer i via sin investeringsforening, forstås.

Ligeledes spørges der, om det er porteføljemanagerens opgave at time aktiemarkedet på vegne af investorerne. Ifølge Morningstar Danmark ”bør fonde være fuldt investeret jf. investeringsmålsætningen”. Det konkluderes, at flere aktiefonde forsøger at gå ind og ud af markedet alt efter stemningen på aktiemarkedene og deres forventninger.

Det, at Investeringsforeningen Nielsen Global Value indgik i artiklens sammenligning af kontantandele blandt andre danske aktiefonde, kan medføre fejlagtige konklusioner for vores forening. Foruden at henvise til foreningens prospekt samt tidligere halv- og helårsrapporter giver det mig anledning til endnu engang at belyse vores tanker, når det kommer til foreningens likviditet. Vi har løbende oplyst om – og netop været konsistente i – vores holdning til størrelsen af foreningens likviditetsandel, hvorfor der ikke er tale om falsk varedeklaration ved investering i vores investeringsforening.

Vi opfatter investeringsforeningen som et ”holdingselskab” eller ”moderselskab”, der foretager langsigtet investering i en række ”datterselskaber”, når disse har kombinationen af interessante karakteristika og yderst attraktive markedsværdier. Kan vi ikke finde attraktive muligheder vil foreningen holde likviditet. Men naturligvis ikke mere end de 20%. Det er således alene resultatet af, om vi kan finde sådanne selskaber til de rigtige markedspriser, der bestemmer foreningens likviditetsandel – ikke om vi tror aktiemarkedene skal stige eller falde. Det har vi ingen idé om. (Den tredje faktor, ”at sidde på vores hænder, selvom attraktive selskaber findes til gode markedspriser”, kan dog også indgå i ligningen!).

Hver investering skal risikomæssigt sammenlignes med det at have likviditet. Vi vil ikke investere, fordi likviditet er dårligt, men alene fordi vi finder en potentiel investering, som kan være god. Likviditet yder fuldstændig sikkerhed for permanent tab af kapital og er det mest attraktive aktiv, når der i perioder ikke findes gode investeringsmuligheder.

Vi har siden foreningens etablering i 2002 haft likviditetsandele i enkelte perioder fra 0,5% til 18%, alt efter hvorvidt vi har kunnet finde attraktive investeringer i aktiemarkedet. For os har det intet med "timing" af aktiemarkedet at gøre, men alene om vi bliver betalt tilstrækkeligt for den risiko, vi løber.

Det er nøjagtigt det samme, som finder sted ved allokeringen af kapital mellem sektorer og lande. Det er med fokus på investering i det enkelte selskab, der efterfølgende bestemmer den samlede allokering til en sektor eller region.

### **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. Vores fokus på værdiforøgelse over tid skal opfyldes ved investering i undervurderede og velkapitaliserede selskaber hjemmehørende nationalt såvel som internationalt.

Vi forsøger at nå dette mål ved investering i både kvalitetsselskaber og ordinære selskaber. Vi vil foretrække en portefølje med kvalitetsselskaber, idet disse selskaber på sigt øger deres forretningsmæssige værdi betydeligt. Kvalitetsselskaber er selskaber der er karekteriseret som værende førende indenfor eget felt, højt afkast på investeret kapital, likviditetsgenerende, aktionærorienterede og stærke ledelser. Fælles for alle gælder, at vi skal have en meget stor sikkerhedsmargin, før vi investerer. Det er således ikke nok for os, at et givent kvalitetsselskab handles til en relativ "fair" pris. Det betyder, at der går længere tid før vi "sparker til bolden", men vil alt andet lige også betyde en lavere omsætningshastighed i foreningen.

Har vi investeret med en stor sikkerhedsmargin, 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 i stedet fokusere på, hvilke handlinger i dag vil maksimere langsigtet værdi.

### **Andre forhold**

Det er med stor beklagelse og sørgmodighed, at foreningen har taget afsked med vores bestyrelsesmedlem Claus Terp Jensen. Claus gik ugen før jul bort i en alt for tidlig alder. Claus har været investor siden foreningens etablering og stor tilhænger af foreningens investeringsstrategi. Han har været en god støtte for mig såvel som for foreningen igennem alle årene og vil blive husket og savnet.

Jeg vil gerne takke foreningens investorer for den tillid, der udvises foreningen såvel som undertegnede. Jeg ser frem til at møde jer på generalforsamlingen, som bliver afholdt den 28. april 2010, kl. 15.00 på Sinatur Frederiksdal Hotel i Kgs. Lyngby. Størrelsen af dividenden for regnskabsåret 2010 ligger på 5,25 kroner, som går fra i kursen dagen efter generalforsamlingens afholdelse.

Hvis I har spørgsmål af nogen art eller, hvis der er ting i ovenstående, som er uklare, er I altid velkomne til at kontakte mig.

Januar 2011.

Med venlig hilsen  
Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S

*Ole Nielsen*