



2014

HALBERG  
GUNDERSEN

## Orientering for 4. kvartal 2015

Kære investorer i Halberg-Gundersen Invest,

2015 blev et vanskeligt år for vores nystartede investeringsforening. Der var ikke meget medvind til porteføljen i 2. halvår. Desværre gjaldt det heller ikke 4. kvartal, der bød på nye udfordringer i bestræbelserne på at skabe et konkurrencedygtigt afkast relativt til markedet generelt.

De globale aktiemarkeder rettede sig dog en smule i 4. kvartal og gav et afkast på 8,6%, hvilket imidlertid var et godt stykke over vores 4,7%. Foreningens afkast fra første handelsdag den 27. januar til 31. december blev på -5,61% mod markedets 4,05%.

Afkast	4. kvartal 2015	Fra 27. januar 2015
Halberg-Gundersen Globale Aktier	4,70 %	-5,61 %
MSCI World inkl. udbytte i DKK	8,59 %	4,05 %
Forskel	-3,89 %	-9,66 %

Afkastet er meget utilfredsstillende. Men vi er dog fortrøstningsfulde. Vi har en fast tro på, at vores industrielle buy-and-hold strategi med fokus på langtidsholdbare virksomheder vil komme os til gode på længere sigt. At være industriel investor betyder bl.a., at vi investerer i selskaber, som er undervurderede, når vi ser på, hvor meget vi betaler for indtjeningen og egenkapitalen. Vi udvælger virksomhederne, fordi vi vurderer, at de pågældende selskaber reelt har en større værdi, end den de er prissat til i markedet. Vores selskaber er økonomisk stærke og har begrænset gæld. Selskaberne i vores portefølje er aktionærvenlige, og det understreges af, at alle selskaber bortset fra to betaler enten udbytte eller køber egne aktier tilbage. 54 af de 58 selskaber i porteføljen har overskud i de seneste fire aflagte kvartalsregnskaber, og vi er generelt tilfredse med den fundamentale værdiskabelse i porteføljen.

### Porteføljen i 4. kvartal

Der har ikke været store ændringer i porteføljen i løbet af fjerde kvartal. I slutningen af oktober blev aktierne i amerikanske Microsoft og danske Rockwool solgt. Begge selskaber havde nået en prissætning, som vi anså for så høj, at vi ikke længere kunne se et tilfredsstillende langsigtet afkastpotentiale i dem. Afkastet på investeringerne blev på henholdsvis 34% og 55%.

Foreningen har foretaget en enkelt ny investering i amerikanske Wal-Mart. Selskabet er med sine 2,2 mio. ansatte kendt som verdens største private arbejdsgiver. Wal-Mart, som i årets første 9 måneder havde tabt cirka 35% af sin markedsværdi, er et godt eksempel på et modent selskab, der hvert år genererer et stabilt økonomisk afkast til sine aktionærer. 2015 var ikke nogen undtagelse. Aktionærerne tilgodeses med et årligt udbytte på 3-3,5% af aktiens værdi. Wal-Mart står stærkt i Nordamerika, og selskabet skal nu primært hente sin vækst uden for USA. Vi anser selskabet for at være en relativt konservativ investering, der har modstandskraft, såfremt der igen skulle blive

økonomisk afmatning. Med Wal-Mart har porteføljen desuden fået en ønsket position inden for stabile forbrugsgoder.

AP Møller Mærsk fortsatte i fjerde kvartal sin kursmæssige nedtur med en nedjustering af forventningerne til helårsresultatet. Mærsk er udfordret på både olieforretningen og shippingaktiviteterne, hvor de to kerneforretningsområder ellers historisk set har fungeret som en hedge. Det vil sige, at Maersk i de år, hvor olieprisen har været lav, har opnået høje resultater i shippingdelen af virksomheden, fordi brændstof er den største udgiftspost ud over afskrivningerne på skibene. Aktien faldt yderligere 12,6% i kvartalet, og den koster nu cirka 0,7 gange indre værdi, hvilket er tæt på det laveste niveau i de seneste 10 år og cirka ¼ af den gennemsnitlige pris, man betaler for selskabernes egenkapital på Københavns Fondsbørs.

Vores investering i sydafrikanske MTN, som er det førende teleselskab på det afrikanske kontinent, tog en overraskende drejning i oktober. Nigerias myndigheder gav selskabet en bøde på 5,2 mia. USD – mere end to års indtjening – for ikke at have enten lukket eller registreret brugeroplysninger på flere millioner nigerianske SIM-kort. Bødens størrelse virker umiddelbart som helt ude af proportioner, og selv om bøden siden er forhandlet ned til 3,9 mia., tabte aktien 31% frem mod årsskiftet – betydeligt mere end bødens størrelse. Vi vurderer, at de Nigerianske myndigheder ganske enkelt er gået efter det økonomisk stærkeste selskab i regionen, da staten mangler indtægter efter faldet i olieprisen. Vi holder fast i MTN. Bøden er af midlertidig karakter, og da fastnettelefoni er næsten ikke-eksisterende i Afrika, er de fortsatte vækstudsigter for mobiltelefoni og indtjeningsmulighederne for MTN gode. Sagen illustrerer med al tydelighed, at der er stor risiko forbundet med at investere i udviklingslandene.

De fortsatte fald i råvarepriserne medførte, at vores investeringer i mineselskabet Vale og stålproducenten ArcelorMittal næsteften MTN kom ud af kvartalet med de største kurstab i porteføljen på 16-17% fra i forvejen meget lave niveauer. De to store selskaber koster nu i størrelsesordenen 0,2 og 0,4 gange deres indre værd. Det vil med andre ord sige, at 1 kroners bogført egenkapital kan købes for hhv. 20 og 40 øre. Det er især påfaldende, at ArcelorMittal har en markedsværdi som ligger på kun godt halvdelen af bare et enkelt års indtjening i perioden, hvor stålpriserne var i top. Vi forventer ikke, at råvarepriserne genfinder rekordniveauet fra 2011 lige foreløbig – men væsentlig mindre vil også gøre, at vi får en god investering.

Det sidste segment, som har givet os store udfordringer i fjerde kvartal, er vores amerikanske retailaktier. Trods væksten i amerikansk økonomi, har den amerikanske detailhandel oplevet tilbagegang. I november gav kvartalsregnskaberne fra toneangivende selskaber som varehuskæderne Macy's og Nordstrom sig udslag i kursfald på 10-20% i sektoren. I Halberg-Gundersens portefølje fik Staples, Buckle og Bed Bath & Beyond et hårdt kvartal med kursfald på 12-15%.

I den modsatte ende af verden gik det godt for flere af vores japanske selskaber. Bilproducenten Mazda, naturlægemiddelproducenten Tsumura og automatiseringsvirksomheden Keyence endte alle kvartalet med afkast på 30% eller mere.

I næsten en tredjedel af vores selskaber har udbytte og aktietilbagekøb de seneste fire kvartaler udgjort mere end 10 % af selskabernes markedsværdi. Her kan blandt andet nævnes to af vores amerikanske retailere, Bed Bath & Beyond og Michael Kors, som har tilbagekøbt aktier for en værdi, der svarer til en femtedel af selskabernes børsværdi.

## Formueudviklingen

Halberg-Gundersen Invest endte året med en formue på 185 mio. kr. Det er desværre et langt stykke under de 220 mio. kr., som foreningen var oppe på i april måned efter den gode start på året. Men det er stadig et fornuftigt niveau i forhold til at sikre, at vi kan holde omkostningerne på cirka 1 procent.

Med det ringe afkast fra investeringerne i kvartalet og året som helhed, er det klart, at foreningens lave omkostningsprocent kun i ringe grad er en trøst. Men vi forventer at både lave omkostninger og lav handelsaktivitet skal være med til at sikre et konkurrencedygtigt afkast på den lange bane, ligesom foreningens omkostningsstruktur, som medfører, at hver ny formuekrone kun koster 0,65% at forvalte, vil bidrage med stordriftsfordele, så omkostningsprocenten falder med stigende formue.

Igen i fjerde kvartal forblev vores medlemmer loyale, og selv om vi ikke skal forvente den store aktivitet i omsætningen af foreningens beviser, blev det til tre emissioner og en mindre nettotilvækst i formuen.

## Porteføljesammensætning

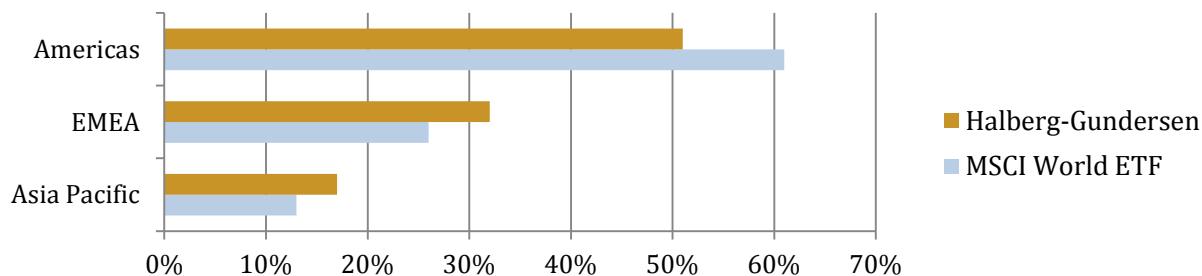
Der er, jf. den begrænsede handelsaktivitet i porteføljen, ikke sket større ændringer i porteføljesammensætningen. Den største eksponering er fortsat til finanssektoren med cirka 27% af porteføljen, hvilket er godt 6%-point mere end markedet generelt.

Cykliske forbrugsvarer er næststørste sektor med knap 20% og ligeledes 6%-point mere end det generelle marked. Vi har fortsat vanskeligt ved at finde attraktivt prissatte virksomheder inden for medicinalvarer og stabile forbrugsvarer. Kontantbeholdningen lå ved kvartalsskiftet på cirka 4%, og dermed er foreningen tæt på at være fuldt investeret.

Sektorfordeling, pct.	HGI Globale Aktier	MSCI World ETF	Forskel	10 største positioner	Land	Portefølje- andel, pct.
Financials	26,95	20,70	6,25	AIG	USA	3,44
Consumer Discretionary	19,90	13,21	6,69	AP Møller Maersk B	Danmark	2,88
Industrials	14,42	10,53	3,89	JP Morgan Chase	USA	2,72
Information Technology	12,25	14,11	-1,85	Movado Group	USA	2,57
Energy	6,29	6,05	0,24	Storebrand ASA	Norge	2,56
Health Care	4,18	13,52	-9,33	Intel	USA	2,55
Telecommunications	3,67	3,39	0,28	AGCO Corp.	USA	2,52
Materials	3,61	4,34	-0,73	Kia Motors	Sydkorea	2,49
Consumer Stables	3,36	10,43	-7,07	Johnson & Johnson	USA	2,47
Utilities	0,97	3,22	-2,25	Teradyne Inc.	USA	2,45
Cash	4,40	0,51	+3,89	<b>I alt 10 største</b>		<b>26,66</b>
<b>Total</b>	<b>100</b>	<b>100</b>		58 selskaber i porteføljen		

Med 58 aktier i porteføljen ligger vi, som det også var tilfældet ved udgangen af tredje kvartal, i den høje ende af det interval på 40-60 aktier, som vi ønsker at ligge med. De seneste kursfald har naturligvis flyttet mange af vores selskaber længere væk fra vores kurstarget, men vi arbejder løbende på at forbedre porteføljens langsigtede afkastpotentiale, og derfor er det fortsat forventningen, at vi gradvist vil reducere antallet af positioner, så vi kommer længere ned i ovennævnte interval. De

seneste kursfald letter alt andet lige arbejdet med at finde attraktive selskaber, og dermed er det ikke i sig selv et kortsigtet mål at få reduceret antallet af positioner.



Som investor i Halberg-Gundersen Invest Globale Aktier skal man naturligvis stille spørgsmål til det negative afkast, som foreningen realiserede i 2015. Er strategien den rigtige? Hvordan kan Halberg-Gundersen tabe 10% til markedet?

Vi er selv skuffede over udviklingen i 2015. Det ændrer dog ikke ved, at vi mener, at vi har den rigtige strategi og en god portefølje af virksomheder. Prissætningen er lav, selskaberne i porteføljen har skabt værdi og de lader resultaterne komme aktionærerne til gode, hvilket er illustreret ved tabellen herunder.

Udvalgte nøgletal (median)	Halberg-Gundersen	MSCI World ETF	Forskel
Dividend yield	3,51	2,78	0,74
Price to Earnings	11,68	18,15	-6,43
Price to Cash flow	6,39	10,94	-4,55
Price to Sales	0,92	1,78	-0,86
EV / EBITDA	6,27	11,17	-4,90
Price to Book ratio	1,17	2,17	-1,00
Profit Margin	8,13	8,59	-0,46
Sales growth	-0,46	3,09	-3,54
Net Debt to Equity	11,58	41,51	-29,93
Market Cap. (mia. DKK)	168,4	97,5	70,9

Vi forventer, at vores fokus på at finde undervurderede aktier med sund fundamental indtjening, holdbare forretningsmodeller, lav gæld og højt udbytte vil afspejle sig i aktiekurserne på sigt.

Strategien har tjent os godt over årene, og vi forventer, at Halberg-Gundersen Invest Globale Aktier vil indhente efterslæbet og skabe et tilfredsstillende og konkurrencedygtigt afkast målt over en årrække.

Med venlig hilsen

Thomas Bastrup  
 Investeringsrådgiver for Halberg-Gundersen Invest Globale Aktier