



2014

HALBERG
GUNDERSEN

Orientering for 3. kvartal 2015

Kære investorer i Halberg-Gundersen Invest,

Efter en investeringsmæssig rigtig fin start på foreningens tilværelse i første halvår af 2015, har Halberg-Gundersen Invest Globale Aktier haft en endog meget vanskelig periode i årets tredje kvartal.

Aktiemarkedene så deres foreløbige top i midten af april måned. Herefter fastholdtes kursniveauet trods betydelige daglige kursudsving frem til juli måned, hvorpå nervøsiteten omkring væksten i Kina afløste forårets og sommerens uro i Grækenland.

Verdensmarkedsindekset MSCI World tabte hele 17,5 % fra april til august. Endnu værre gik det ud over Halberg-Gundersen Invest, som gik fra en indre værdi på 114,9 i april og ned til kurs 89,2 for efterfølgende at rette sig lidt ved kvartalets udgang.

Dermed tabte vi ikke kun værdi svarende til det generelle aktiemarked, men vi satte yderligere mere end fem procent til relativt til vores sammenligningsindeks. Det får os dog ikke til at tvivle på hverken investeringsprocessen, porteføljens kvalitet eller afkastpotentialet på den lange bane.

Kinas vækst bekymrer

Der har længe været kendt, at det høje væksthøjniveau i verdens nu næststørste økonomi, Kina, ikke kan fastholdes i årene fremover. Kinas udgangspunkt har været en vækst på cirka 10 % årligt fra midten af halvfemserne og op gennem nullerne. Væksten er i perioden 2011-2014 faldet til 7 % årligt, og nu forventer IMF, at den i perioden frem mod 2020 vil falde yderligere til niveauet 6,3 %.

Om Kina vokser med 6 eller 7 procent årligt, mener vi ikke bør resultere i den dramatik på aktiemarkedet, som vi har oplevet siden juli.

Råvarepriser historisk lave

Kina er siden 2000 gået fra at forbruge 10-20 % til i dag at aftage 40-60 % af verdensproduktionen af de fleste vigtige metaller som jern, aluminium, kobber og nikkel. I resten af verden har forbruget været stabilt eller i flere tilfælde faldende, men den voldsomme efterspørgsel fra Kina har i de senere år fået råvareproducenterne til at investere kraftigt i produktionsapparatet, så udbuddet af både energi og metaller er steget med rekord fart. Det presser nu priserne.

Når Kinas vækst samtidig skuffer, er dette den oplagte og direkte forklaring på, at vi har set prisfald på mere end 60 % i flere metaller. Der har været 'overinvesteret' i udvindingen, og det sætter følgende betydelige spor i aktiekurserne hos mange selskaber i energi- og råvaresektoren. Halberg-Gundersens positioner er ingen undtagelse.

De kinesiske aktier målt ved Shanghai indekset var i juni steget med 150 % på kun 12 måneder. Efterfølgende faldt de med godt 40 %, og de ligger dermed stadig langt over niveauet for blot halvandet år siden. De kinesiske myndigheders reaktion på aktieuroen og de skuffende væksttal var imidlertid at lægge restriktioner på handlen med kinesiske aktier og efterfølgende i august at devaluere valutaen, hvilket blev den trigger, der satte gang i aktiekursfald i resten af verden.

Udviklingen i Kina er desuden gået hårdt ud over en række andre udviklingslande, som enten er stærkt afhængige af indtægter fra råvarer eller som er direkte konkurrenter til Kina i konkurrencen om at tiltrække lavtlønsproduktion.

Amerikansk renteforhøjelse udskudt

Den positive økonomiske udvikling i USA og Europa i første halvår skabte forventninger om en snarlig amerikansk renteforhøjelse. Den udeblev ved centralbankens såkaldte FOMC-møde i midten af september. Her pegede referatet fra mødet, som netop er blevet offentliggjort, på, at hovedparten af udvalget stadig mener, at konjunkturerne i amerikansk økonomi er i bedring – men at bl.a. dollarens styrkelse siden sommeren 2014 har medført, at inflationspresset i USA er aftaget, og at man derfor vil afvente yderligere tegn på, at væksten har bidt sig fast, inden man hæver renten. Dermed synes en eventuel amerikansk renteforhøjelse foreløbig at være udskudt til december.

De faldende råvarepriser er hidtil blevet betegnet som positive for den generelle økonomi. Amerikanerne er fortsat verdens suverænt største forbrugere af olie og energi. Forbrugerne i såvel USA som resten af verden kan dermed købe flere varer, når regningen til varme og brændstof bliver mindre. Imidlertid trækker den voldsomme reduktion af energi- og råvareselskabernes investeringer i nyt kapitalapparat i den modsatte retning, og besparelserne bliver efter alt at dømme introduceret hurtigere end effekten af lavere energipriser materialiserer hos forbrugerne og i økonomien generelt.

VW stjal opmærksomheden

I Europa tiltrak først flygtningekrisen og efterfølgende dieselskandalen hos VW sig investorernes opmærksomhed. Halberg-Gundersen Invest Globale Aktier havde fredag den 19. september, inden oplysningerne om bedrageriet hos VW blev kendt, 0,68 % af formuen placeret i VW aktier. Dermed var VW en af vores fem mindste investeringer.

Normalt har vi som buy-and-hold investorer, såfremt der kommer overraskende negative nyheder om et selskab, draget fordel af at kunne øge vores position, når vi vel at mærke forinden har forholdt os til, om den grundlæggende forretningscase i investeringen stadig er intakt efter nyheden. Det overvejede vi også denne gang. Markedet har tendens til at overreagere på både positive og negative nyheder.

Men i VW-sagen måtte vi erkende, at vi i takt med at informationerne tikkede ind og blev mere pålidelige, ikke fik bedre mulighed for at vurdere hverken selskabets fremadrettede indtjeningssevne eller finansielle styrke. I første omgang var vi interesserede i at finde ud af, hvor højt op i organisationen man havde været vidende om bedrageriet - og hvor stor en del af bilerne, som var omfattet. Var det en klart afgrænset skare af ingeniører og chefer, som begik denne helt ubegribeligt irrationelle brøler, eller var skandalen omvendt et tydeligt signal om en rådden kultur i hele Volkswagen koncernen? Selskabet selv var i de første døgn efter krisens udbrud meget lidt meddelsomme.

Det store sekundære spørgsmål var, om de øvrige både tyske, europæiske, amerikanske og asiatiske bilproducenter også i lige så grov grad fører myndighederne bag lyset. Sidstnævnte kunne give os et signal om, hvor meget Volkswagens indtjeningssevne kommer til at lide skade. Den voldsomme størrelse (op til 18 mia. USD) på den forventede bøde fra de amerikanske myndigheder, var efter vores opfattelse det mindre onde i forhold til tabet af indtjeningssevne og finansiell styrke.

Vi fik i dagene efter nyheden ikke nogen tydelige indikationer af Volkswagens indtjeningsevne fremover. Snarere tværtimod. Derfor, konkluderede vi, ville et yderligere køb af aktier i vores termer måtte betegnes som spekulation - og ikke investering. En ting er helt sikkert. Skandalen kommer til at gå hårdt ud over både omsætning og rentabilitet i VW. Selskabet koster nu cirka 5 x sin indtjening de seneste 12 måneder, og aktien var i forvejen billig relativt til det generelle marked.

Tabt indtjeningsevne eller ej, så var her tale om en overordnet principiel beslutning, som kan danne præcedens for Halberg-Gundersens fremadrettede adfærd som investor: Vil vi overhovedet eje aktier i selskaber, som snyder på vægten og bedrager? Svaret er et naturligvis et klokkeklart NEJ. Vi solgte derfor vores position i VW, men valgte at fastholde vores investering i tre andre bilproducenter, Daimler, Kia og Mazda, hvilket indtil videre har vist sig fornuftigt.

VW og de øvrige tyske bilproducenters betydning for Tysklands økonomi er enorm. Rigtig mange arbejdspladser og en stor del af eksporten er relateret til bilindustrien. Desværre har VW-skandalen efterfølgende rejst spørgsmålet, om krisen kan ødelægge tilliden til tyske virksomheder generelt og i værste fald forplumre et begyndende europæisk opsving.

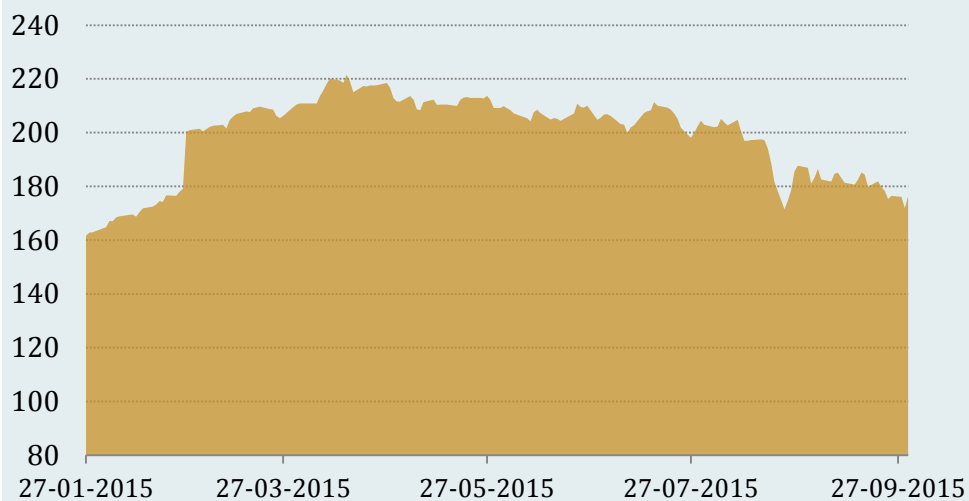
Afkast og formueudvikling

Når aktiemarkedene generelt er faldende, som det var tilfældet i 3. kvartal, kommer det alt andet lige til at gå ud over foreningens formue. Medio april var vi oppe på 221 mio. kr., mens vi endte september på kun 176 mio. kr. Efterfølgende har markederne, som nævnt i indledningen, rettet sig en smule, så vi i skrivende stund har en formue på cirka 188 mio. kroner.

Halberg-Gundersen Invest er stærkt fokuseret på at give investorerne adgang til de stordriftsfordele, der er ved at investere i forening. Konsekvenserne af lavere formue er en højere omkostningsprocent, så vi arbejder ufortrødent videre på at øge formuen i Halberg-Gundersen og herved reducere omkostningsprocenten. Den sikre vej til større formue er som bekendt et konkurrencedygtigt afkast.

Den gode nyhed, som vi er meget positivt overraskede over, er, at aktiekursfaldene og i særdeleshed faldet i kursen på vores investeringsbeviser, ikke har fået vore investorer til at sælge beviserne. Tværtimod er den cirkulerende mængde – antallet af udstedte investeringsbeviser i Halberg-Gundersen Invest – faktisk steget lidt i tredje kvartal. Det kan ses som et tegn på, at vores medlemmer investerer langsigtet, tror på vores strategi og koncept om en fundamental buy-and-hold strategi i en forening, som fokuserer på at holde omkostningerne så lave som muligt, vil komme investorerne til gode i form af et konkurrencedygtigt afkast.

Halberg-Gundersen Invest Globale Aktiers formueudvikling i mio. kr.



Af tabellen nedenfor ses det, at foreningens i 3. kvartal har tabt 9,85 %. Det skal ses i forhold til et tab i aktiemarkedet generelt på 4,18 %. Kurstabene er opstået i en bred kam af sektorer. Vores investeringer i olie- og råvarerelaterede selskaber tegner sig dog for cirka halvdelen, mens også IT og forbrugsvarer, hvor vores bilaktier ligger i sidstnævnte kategori, har bidraget med betydelige negative afkast.

Vi er som skrevet i indledningen ærgerlige over, at foreningens fine start på kun tre måneder kunne forvandles til et betydeligt afkastmæssigt efterslæb. Men vi kan samtidig konstatere, at den del af aktiemarkedet, som kaldes value, generelt har haft det svært i forhold til vækstaktierne de seneste 12 måneder.

Afkast	3. kvartal 2015	Siden 1. handelsdag 27. januar 2015
Halberg-Gundersen Globale Aktier	-14,35 %	-9,85 %
MSCI World inkl. udbytte i DKK	-8,67 %	-4,18 %
Forskel	-5,68 %	-5,67 %

Halberg-Gundersen er ikke begrænset til kun at investere i enten vækst eller valueaktier, men med aktiemarkeder, som generelt har været dyre i de senere år, er der ingen tvivl om, at foreningen på nuværende tidspunkt har placeret hovedparten af sine investeringer i den del af markedet, hvor man finder den billigste indtjening og egenkapital, dvs. i valuesegmentet. Målt på de seneste 12 måneder har afkastforskellen mellem large cap vækst og large cap value aktier været mere end 10 procentpoint.

Med vores langsigtede investeringshorisont, forventer vi, at virksomhedernes langsigtede indtjeningsevne og aktiver igen vil blive værdsat af aktiemarkedet, så vores afkastefterslæb elimineres.

Porteføljesammensætning

Siden seneste kvartalsrapportering, er porteføljen nu fuldt investeret. Det vil sige, at vi har nedbragt kontantandelen til et niveau på under 5 %, hvor vi forventer at fastholde den fremadrettet.

Vi har stadig en overvægt af finansielle selskaber, cykliske forbrugsvarer og industri, mens de to mest undervægtede brancher er health care og stabile forbrugsvarer. Sidstnævnte to sektorer er af mange obligationsinvestorer blevet benyttet som et alternativ til obligationsmarkedet p.g.a. deres stabile pengestrømme og høje udbytter. Imidlertid har det gjort disse to ellers attraktive sektorer meget dyrt prissat, så vi har fortsat vanskeligt ved at finde fornuftige langsigtede investeringsmuligheder her, selvom de seneste kursfald giver lidt flere muligheder.

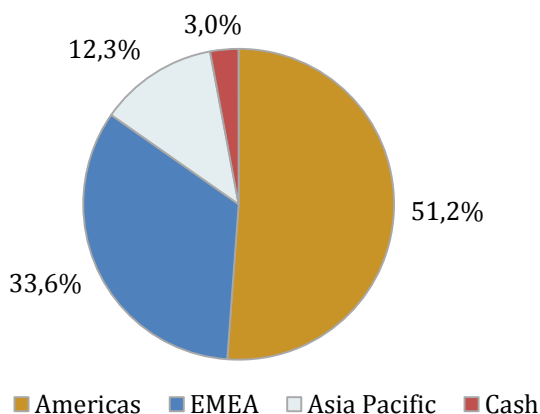
Sektorfordeling, pct.	HGI Globale Aktier	MSCI World	Forskel	10 største positioner	Land	Portefølje- andel, pct.
Financials	25,87	20,90	+4,96	AP Møller Maersk	Danmark	3,47
Consumer Discretionary	20,64	13,29	+7,36	AIG	USA	3,23
Industrials	15,91	10,65	+5,26	Guess	USA	2,84
Information Technology	13,90	13,72	+0,18	AGCO Corp.	USA	2,65
Energy	6,59	6,50	+0,09	Movado Group	USA	2,65
Materials	4,27	4,43	-0,17	Kia Motors	Sydkorea	2,57
Telecommunications	3,92	3,41	+0,51	JP Morgan Chase	USA	2,57
Health Care	3,66	13,36	-9,70	Microsoft	USA	2,52
Consumer Stables	2,09	10,43	-8,34	Qualcomm	USA	2,45
Utilities	1,00	3,28	-2,28	Swatch Group	Schweiz	2,38
Cash	2,14	0,00	+2,14			
Total	100	100		I alt 10 største		26,25

Efter nedbringelsen af kontantandelen hen over første halvår, er vores målsætning om ikke at afvige mere end +/- 10 % fra den regionale eksponering i verdensmarkedsindekset nu opfyldt. Dog har vi stadig relativt færre amerikanske aktier end europæiske i porteføljen, mens andelen af selskaber fra Asien og Pacific nogenlunde svarer til benchmarkeksponeringen.

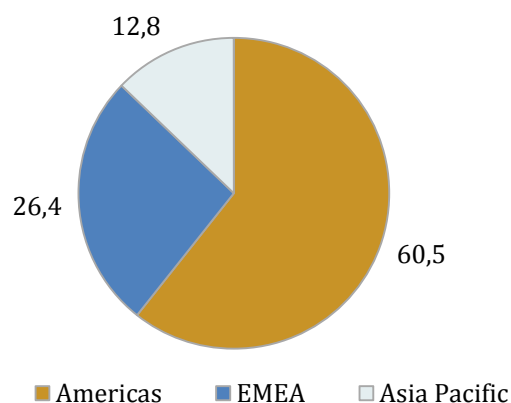
Porteføljen indeholder 59 selskaber. Det er i den høje ende af vores ønskede interval på mellem 40 og 60. I takt med at flere af vores selskaber når vores kurstarget, forventer vi derfor at koncentrere porteføljen på lidt færre aktier, så vi igen kommer længere ned i intervallet.

Et højt antal aktier bidrager til vores spredning og dermed risikoreduktion, men det gør det omvendt vanskeligere for os, at følge lige godt med i nyhedsstrømmen og den fundamentale økonomiske udvikling i vores investeringer.

Porteføljens regionale fordeling, pct.



Benchmarkets regionale fordeling, pct.



Efter en forrygende start på 2015 med noget, der lignede en kursfest på aktiemarkederne, blev tredje kvartal en kold spand vand i hovedet på investorerne i både Halberg-Gundersen Invest og aktiemarkederne generelt.

Kvartalet har sået tvivl, om det globale økonomiske opsving ovenpå finanskrisen er stærkt nok til at skabe en vedvarende vækst, eller om der er udsigt til en ny lavkonjunktur. Vores investeringsstrategi bygger ikke på antagelser om vækst i hverken Kina, Europa eller USA. Vi fokuserer på at investere i virksomheder, som har vist sig i stand til at skabe økonomisk værdi til deres ejere hen over konjunkturcyklen - det vil sige i både gode og dårlige år. Når aktiemarkederne falder i værdi, giver det flere investeringsmuligheder for den langsigtede og tålmodige investor, og det vil vi udnytte, uanset om kursfaldene fortsætter eller om den positive stemning vender tilbage.

Porteføljen i Halberg-Gundersen Invest skal stå sin prøve på den lange bane. Det kræver stærke selskaber, som ikke bukkes under, hvis væksten udebliver, eller der igen opstår recession. Aktiemarkederne er generelt dyre, men vores portefølje har et attraktiv sammenhæng mellem aktiernes pris og virksomhedernes indtjening og egenkapital. Aktiemarkedet som helhed fremstår stadig med attraktive afkastmuligheder relativt til eksempelvis obligations- og ejendomsinvesteringer.

Med venlig hilsen

Thomas Bastrup
Investeringsrådgiver for Halberg-Gundersen Invest Globale Aktier