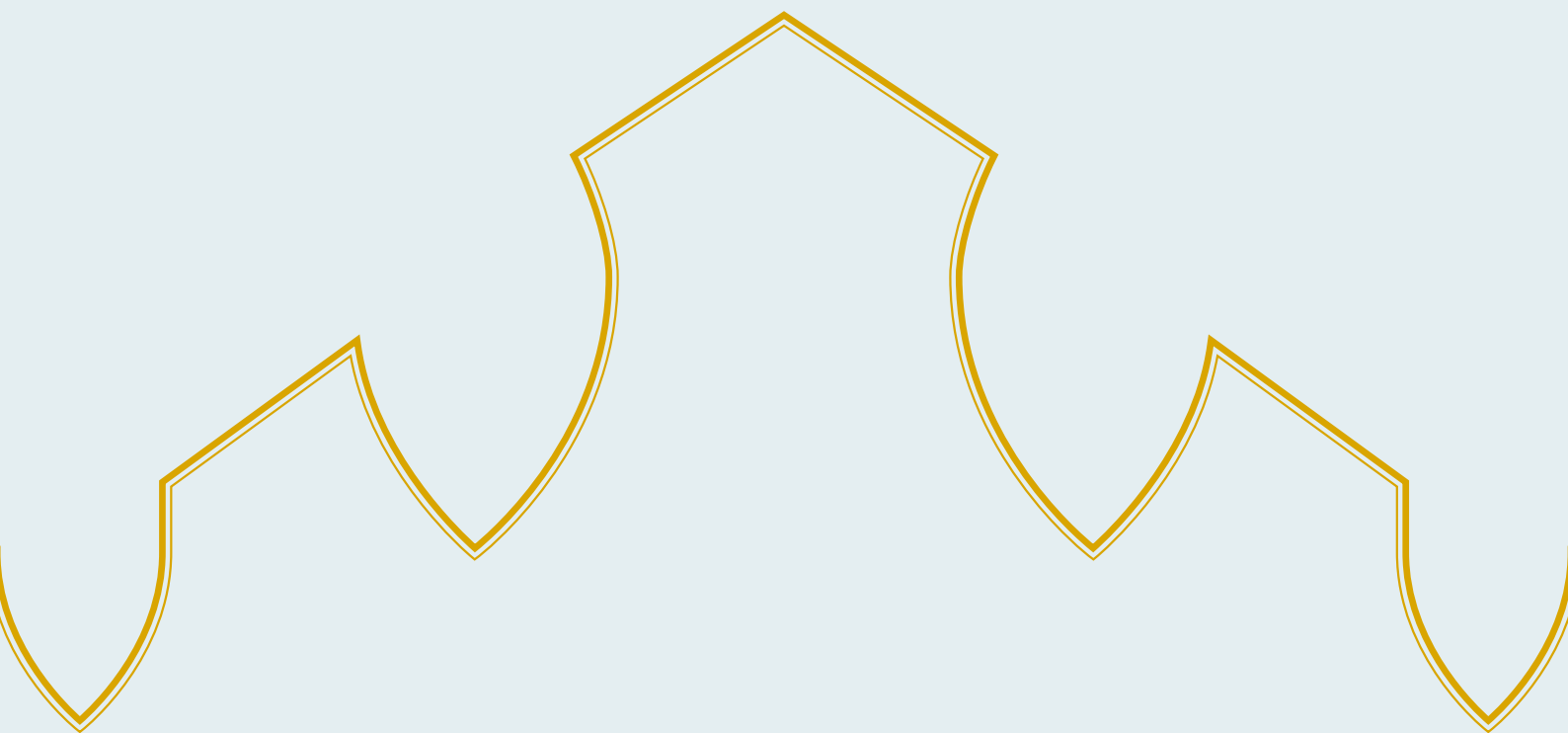


HALBERG-
GUNDERSEN
INVEST



2014

HALVÅRSRAPPORT 2016



INDHOLD

Foreningsoplysninger	3
Ledelsesberetning	
Halvåret 2016	4
Afdeling Globale Aktier	5
Anvendt regnskabspraksis	6
Påtegninger	7
Ledelsespåtegning	7
Halvårsregnskab:	
1. januar – 30. juni 2016	8
Afdeling Globale Aktier	
Hoved- og nøgletal	9
Resultatopgørelse, balance og noter	10

FORENINGSOPLYSNINGER

FORENING

Investeringsforeningen Halberg-Gundersen Invest
Badstuestræde 20
1209 København K
Telefon: 38 14 66 00

Hjemmeside: www.halberg-gundersen.dk
E-mail: hgi@invest-administration.dk
CVR-nr.: 36 44 27 78
Reg.nr. i Finanstilsynet: 11.183
Stiftet: 26. september 2014
Hjemsted: Københavns Kommune
Regnskabsår: 1. januar – 31. december

BESTYRELSE

Ken L. Bechmann (formand)
Charlotte Lindholm (næstformand)
Ole Christiansen

INVESTERINGS- FORVALTNINGSSELSKAB

Invest Administration A/S
Badstuestræde 20
1209 København K
Telefon: 38 14 66 00

RÅDGIVER

Great Dane A/S
Porthusvej 100
5700 Svendborg
Telefon: 63 22 52 50

REVISOR

Ernst & Young, Revisionspartnerselskab
Osvold Helmuths Vej 4
2000 Frederiksberg
Telefon: 73 23 30 00

DEPOTSSELSKAB OG NAVNOTERINGSSTED

Sydbank A/S
Peberlyk 4
6200 Aabenraa
Telefon: 74 37 37 37

TILSYNSMYNDIGHED

Finanstilsynet
Århusgade 110
2100 København Ø
Telefon: 33 55 82 82

HALVÅRET 2016

Aktiemarkedet bød på både op- og nedture i første halvdel af 2016. Nogle husker måske den dramatiske start på 2015, hvor aktiemarkederne i årets første kvartal steg med 15-20 pct. globalt. I år var situationen den omvendte. Året begyndte med voldsomme kursfald, så verdensindekset medio februar havde tabt hele 15 pct. Herefter gik det igen den rigtige vej frem mod april, hvor kursfaldende næsten var neutraliseret, inden BREXIT-bekymringer igen fik kursene til at falde.

Det blev et engelsk nej til EU, men det gik ikke så hårdt ud over aktierne som ventet. Flere markedsdeltagere påpegede efterfølgende, at et nej allerede var indregnet i aktiekurserne, men det kunne ved halvårsskiftet konstateres, at de engelske aktier var steget ganske markant, mens pundet var faldet – sidstnævnte dog ikke mere, end at de øvrige europæiske markeder var faldet mere end det engelske målt i danske kroner.

På den anden side af Atlanten, i USA, har væksten sværere ved at få fat end tidligere antaget, og derfor udeblev renteforhøjelserne fra den amerikanske centralbank. Der ventes for indeværende år en vækst på 2,5 pct., hvilket er på niveau med 2015. Til gengæld fortsætter ledigheden med at falde – en faktor som taler for stigende løn- og inflationspres og en efterfølgende renteforhøjelse – men formentlig også for øget vækst som et resultat af øget produktion og privatforbrug.

I Japan er yennen steget ganske betydeligt i forhold til både EUR og USD i årets første seks måneder, hvilket fik aktie-

kursen for mange af landets eksportvirksomheder til at gå i den modsatte retning. De japanske aktier tabte næsten 20 pct. i årets første seks måneder, hvilket kun blev halvvejs neutraliseret af en yen-stigning på 13,6 pct.

Råvarerne rettede sig lidt hen over foråret, efter at olieprisen i januar var helt nede at kysse 28 USD per tønde. Niveauet skal ses i forhold til sommeren 2014, hvor olieprisen var på hele 105 USD per tønde. I anden halvdel af januar vendte olieprisen, men den har siden maj haft vanskeligt ved at bryde gennem 50 USD, som var niveauet ved udgangen af juni. Tilsvarende har vi på det seneste også oplevet væsentlige stigninger på andre råvarer som bl.a. jernmalm, der siden årsskiftet er steget med cirka 30 pct., hvilket kan være en indikator på stigende tiltro til økonomien og dermed øget produktion og vækst.

Obligationsrenterne er fortsat helt i bund i både Europa, Nordamerika og Japan. Renten på en 10-årig tysk statsobligation faldt for første gang i juni ned i negativt territorium. Med andre ord er investorerne villige til at låne penge til den tyske stat i hele 10 år uden at modtage et afkast – men derimod betale for det, og det understreger med al tydelighed usikkerheden i markedet.

I andet halvår vil der fortsat være fokus på vækst og inflation. Med de rekordlave renter er det fortsat vanskeligt at se fornuftige afkastmæssige alternativer til aktiemarkedet. Det må forventes, at det amerikanske præsidentvalg vil skabe uro i markedet, der svarer til den nylige uro i forbindelse med den britiske afstemning om fortsat EU-medlemskab.

DET HURTIGE OVERBLIK

RESULTAT 30. JUNI 2016

-6,5 MIO. KR.

AFKAST 30. JUNI 2016

-3,4 PCT.

FORMUE ULTIMO 30. JUNI 2016

174,3 MIO. KR.

AFDELING GLOBALE AKTIER

Afdeling Globale Aktier fik i første halvår af 2016 et afkast på -3,4 pct. Det skal ses i forhold til et afkast i det generelle aktiemarked målt ved MSCI World i danske kroner på -1,5 pct. Dermed var foreningens afkast 1,9 pct. ringere end markedet, hvilket selvsagt ikke er tilfredsstillende.

Da halvåret sluttede i umiddelbar forlængelse af BREXIT-afstemningen, var resultatet i høj grad påvirket af den usikkerhed, valgresultatet medførte. Halberg-Gundersen-porteføljen har i øjeblikket en klar undervægt af defensive aktier inden for Forsyning, Stabilt Forbrug og Health Care, og det er netop disse aktier, investorerne søger over mod, når usikkerheden om fremtiden er størst.

Hen over foråret har foreningens portefølje skiftevis været foran og bagud med 3-4 pct. i forhold til benchmarket, og det hverken bekymrer bestyrelsen eller tager fokus væk fra bestræbelserne på at investere langsigtet i virksomheder som er 1) undervurderede, 2) finansielt stærke, 3) aktionærvennlige og 4) langtidsholdbare.

Ændringer i porteføljen

Foreningen startede året med 58 selskaber og en målsætning om at reducere antallet af positioner. Ved halvårsskiftet var tallet bragt ned til 52, og det forventes, at antallet vil blive reduceret yderligere til intervallet 40-50 i andet halvår af 2016.

De solgte selskaber var tyske BASF, China Mobile, Telekommunikasi Indonesia, amerikanske Emerson Electric, norske DnB, de to olieservicevirksomheder Halliburton og Schlumberger samt japanske Keyence, som producerer automatiseringsløsninger.

Foreningen har i maj og juni investeret i to nye selskaber, begge small cap, nemlig Natural Grocers, som er en mindre amerikansk økologisk supermarkeds kæde, og finske Suominen, som producerer non-woven stof til vådservietter. Begge disse investeringer ligger i sektoren Consumer Staples, hvor det de senere år har været vanskeligt at finde tilfredsstillende investeringskandidater.

Ud over investeringerne i Natural Grocers og Suominen har foreningen suppleret positionerne i en række selskaber. Senest reducerede foreningen, på dagen hvor resultatet af BREXIT-afstemningen blev kendt, kontantandelen fra 9 pct. til niveauet 1,5 pct. ved at øge investeringen i 12 primært europæiske selskaber.

Defensive kvalitetsaktier blev endnu dyrere

Den øgede usikkerhed om EU's fremtid og vanskelighederne ved at få gang i den globale vækst har givet fornyet medvind til de defensive aktier, som i forvejen var meget højt prissat. Investorerne går efter aktier, hvor der er høj sikkerhed for stabil indtjening og udbytte – uden at skele til prissætningen. Disse selskaber, som af mange i de senere år har fået betegnelsen 'Quality Stocks' er blevet så højt prissat, at investorerne ofte tager til takke med forventede afkast på bare 3-5 pct. – og det under forudsætning af, at selskaberne kan fastholde eller øge den nuværende indtjening. Den høje prissætning er yderligere begunstiget af, at investorerne med de lave renter ikke kan opnå et tilfredsstillende afkast på obligationsmarkedet.

Med udsigten til amerikanske renteforhøjelser, var det forventet, at de defensive aktier ville miste noget af deres popularitet, og at de cykliske aktier ville gøre comeback.

Forsigtige investorer vil ganske enkelt sælge de defensive aktier og søge tilbage mod obligationsmarkedet, når de igen kan få de 3-5 pct. i afkast der. Dette er fortsat forventningen – renteforhøjelserne ser ud til at være udskudt, men de kommer på et eller andet tidspunkt.

Kvalitet koster – bestyrelsen mener, det koster alt, alt for meget i disse år. Kursgevinsterne i de defensive aktier er ikke underbygget af realøkonomisk værdiskabelse men derimod multipelekspansion. Investorerne er blevet villige til at betale mere for den samme kroners indtjening, fordi renten er så lav – ikke fordi fremtidsudsigterne for de defensive aktier nødvendigvis er blevet bedre. Tværtimod.

Cykliske selskaber kan teste tålmodigheden

Ser man på den underliggende værdiskabelse i HGI-selskaberne, er bestyrelsen fortrøstningsfuld. En række af de mest cykliske selskaber er pressede på indtjeningen, da råvare-

priserne fortsat er meget lave. Men bestyrelsen har fokus på, at den finansielle styrke i selskaberne er høj, så der er noget at stå imod med. Kun fire af porteføljens 52 selskaber har ikke haft overskud på driften de seneste 12 måneder, og tilsvarende er der kun fire selskaber i porteføljen, som ikke enten betaler udbytte eller køber egne aktier.

Fra en gennemsnitsbetragtning er omsætningen i porteføljens selskaber faldende i indeværende år, men det forventes af analytikerne, at omsætningen vil stige med 3,3 pct. i 2017 og 4,7 pct. i 2018.

På bestyrelsens opfordring blev den nuværende portefølje i Halberg-Gundersen Invest i løbet af foråret backtestet. Det skal man naturligvis være forsigtig med, da en sådan test bygger på mange antagelser. Imidlertid kan bestyrelsen konkludere, at afkastet af porteføljen havde været meget tilfredsstillende, og det styrker troen på, at investeringsstrategien vil skabe et tilfredsstillende afkast på den lange bane.

ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS

Den regnskabspraksis som er anvendt ved udarbejdelsen af halvårsrapporten for 2016 er uændret i forhold til regn-

skabspraksis anvendt ved udarbejdelse af årsrapporten for 2015.

PÅTEGNINGER

LEDELSESPÅTEGNING

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt halvårsrapport for 2016 omfattende perioden 1. januar - 30. juni 2016 for Investeringsforeningen Halberg-Gundersen Invest.

Halvårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Halvårsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat.

Halvårsrapporten har i overensstemmelse med lovgivningens og vedtægternes bestemmelser ikke været genstand for revision eller review.

København, den 29. august 2016

Direktion:

Invest Administration A/S

Niels Erik Eberhard
direktør

Bestyrelse:

Ken L. Bechmann
formand

Charlotte Lindholm
næstformand

Ole Christiansen

HALVÅRSREGNSKAB

1. JANUAR – 30. JUNI 2016

HALVÅRSREGNSKAB AFDELING GLOBALE AKTIER

FAKTA OM AFDELING GLOBALE AKTIER

Børsnoteret	
Udbyttebetalende	
Risikokategori	6
Risikoprofil	Gul
Benchmark	MSCI World Index inkl. udbytte
ÅOP (2015)	0,98

PORTEFØLJENS 10 STØRSTE POSITIONER ^{*)}

1	American Int Group	3,1%
2	Johnson & Johnson	3,0%
3	Intel Corp	3,0%
4	AP Møller - Mærsk	3,0%
5	Michael Kors Holdings	2,8%
6	AGCO Corp	2,7%
7	Sanderson Farms	2,7%
8	JP Morgan Chase & Co.	2,7%
9	Samsung Electronics Co.	2,6%
10	Qualcomm	2,5%

^{*)} De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo juni 2016

HOVED- OG NØGLETAL

	2015 ¹⁾	2016
Hovedtal i mio. kr.		
Halvårets nettoresultat	10,4	-6,5
Investorerens formue	205,6	174,3
Cirkulerende andele (nominel værdi)	192,6	197,9
Nøgletal		
Indre værdi pr. andel, kr.	106,75	88,07
Halvårets afkast i pct. ²⁾	6,54	-3,40
Sharpe Ratio ³⁾	n/a	n/a
Standardafvigelse ³⁾	n/a	n/s
Omkostningsprocent ⁴⁾	0,44	0,49
Tracking error	n/a	n/a
Active share	n/a	n/a
Benchmark		
Benchmarkafkast i pct. ²⁾	5,35	-1,46
Sharpe Ratio ³⁾	1,54	1,04
Standardafvigelse ³⁾	8,94	10,99

Bemærk: ¹⁾ For perioden 26. september 2014 – 30. juni 2015

²⁾ Afkast vedr. 2015 er opgjort for perioden 27. januar - 31. december 2015

³⁾ Afdelingen er under 3 år

⁴⁾ Nøgletallet er opgjort for halvåret. Nøgletallet er ikke sammenligneligt med tallet i årsrapporten

HALVÅRSREGNSKAB AFDELING GLOBALE AKTIER

RESULTATOPGØRELSE 1. HALVÅR 2016

Note (1.000 kr.)	2016	2015 ¹⁾
Renter og udbytter	3.019	4.768
Kursgevinster og -tab	-8.314	6.982
Administrationsomkostninger	-853	-889
Resultat før skat	-6.148	10.861
Skat	-369	-411
Halvårets nettoresultat	-6.517	10.450

Bemærk: ¹⁾ For perioden 26. september 2014 - 30. juni 2015

BALANCE, ULTIMO 1. HALVÅR 2016 SAMT ULTIMO 2015

Note (1.000 kr.)	2016	2015
Aktiver		
Likvide midler	2.802	10.922
1 Kapitalandele	171.646	174.685
Andre aktiver	156	64
2 Aktiver i alt	174.604	185.671
Passiver		
Investorerens formue	174.293	185.272
Anden gæld	311	399
Passiver i alt	174.604	185.671

NOTER**1 Kapitalandele**

Specifikation af finansielle aktiver kan fås ved henvendelse til foreningens kontor.

Note (pct.)	2016	2015
2 Aktiver		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,3	94,1
Øvrige finansielle instrumenter	1,7	5,9
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter (kapitalandele) er 26,7 pct. placeret i den finansielle sektor, 20,3 pct. i Forbrugsgoder, 16,0 pct. Industri, 13,2 pct. i Informationsteknologi, 7,9 pct. i Konsumentvarer, 5,3 pct. i Energi og 10,6 pct. i andre sektorer. Øvrige finansielle instrumenter omfatter bl.a. likvide midler.

Investeringsforeningen
Halberg-Gundersen Invest
Badstuestræde 20
1209 København K
www.halberg-gundersen.dk