

Investeringsforeningen
Sparinvest Value Europe Small Cap
Halvårsrapport 2011

INDHOLDSFORTEGNELSE

Ledelsesberetning	3
Ledelsespåtegning	6
Anvendt regnskabspraksis	7
Halvårsregnskab	8
Resultatopgørelse	8
Balance	8
Noter	8

LEDELSESBERETNING

Udviklingen i 1. halvår 2011

Sparinvest Value Europe Small Cap leverede et svagt positivt afkast på 0,40 % i 1. halvår af 2011. Årets første seks måneder har været karakteriseret af fortsat uro på de finansielle markeder, hvor særligt aktiemarkedene har vist store udsving. Endnu en gang har det været spørgsmålet om, hvorvidt den spirende bedring i den globale økonomi var holdbar, som har fået markederne til at vakle. Perioden har samtidig været præget af en række enkeltstående begivenheder, der hver især har tiltrukket sig negativ opmærksomhed og dermed sået fornyet tvivl på markederne. Her tænkes især på jordskælvet i Japan i marts, der ikke blot havde store menneskelige omkostninger, men også satte et betydeligt aftryk på de globale finansmarkeder. Selv om det især var japanske og asiatiske aktier, der blev ramt af kursfald, havde jordskælvet også relativ stor indflydelse på kursernes udvikling i Europa og resten af verden. I Europa blev kurserne yderligere trykket af den fortsatte uro i Den Europæiske Unions randlande med Grækenland i spidsen, hvor den ulmende gældskrise endnu engang brød ud i lys lue. På trods af hjælpepakker står landet fortsat over for enorme finansielle problemer, og markedet frygtede, at en eventuel statsbankerot ikke blot ville sprede sig som en dominoeffekt til andre nødlidende økonomier som Irland, Portugal og Spanien, men også ville kunne rive tæppet væk under en stor del af den europæiske banksektor. Slutteligt har de politiske strømninger i Nordafrika og Mellemøsten, hvor diktatoriske regimer er blevet omstyrtet af befolkningen, ligeledes skabt uro på verdens aktiemarkeder, idet blandt andet usikkerheden omkring disse landes rolle som olieleverandører også har ført til stigende oliepriser. På trods af udfordringerne i Europa er euro imidlertid blevet styrket over for både dollar og yen.

Til trods for den beskedne værditilvækst i afdelingen i 1. halvår klarede foreningen sig stadig bedre end referenceindekset Morgan Stanley Europe Small Cap, der leverede et negativt afkast på -1,18 %. Foreningens konservative investeringspolitik, value-principperne, er en væsentlig forklaring på forskellen i afkastet. I kraft af den robuste investeringsproces har Sparinvest Value hele tiden været opmærksom på de store offentlige underskud og betalingsbalanceproblemer og har konsekvent undladt at investere i selskaber, der er afhængige af en positiv udvikling af privatforbruget i disse lande. Tværtimod har foreningen en undervægt af selskaber i disse lande. Ydermere indebærer value-principperne, at der alene investeres i aktier, der er finansielt sunde og fundamentalt undervurderede. Foreningen tilstræber desuden at undgå at investere i aktier, hvor udviklingen i kursniveauet er stærkt afhængigt af uforudseelige udsving i konjunkturer og råvarepriser. Målsætningen er således at skabe et risikosteret afkast, der over en investeringscyklus ligger højere end foreningens referenceindeks og dens peer gruppe af sam-

menlignelige investeringsforeninger. Sparinvest Value har pr. 30. juni 2010 leveret et gennemsnitligt årligt positivt afkast på 4,7 % over de seneste fem år.

Udviklingen i formuen

Foreningens formue udgjorde pr. 30. juni 401 mio. kr., hvilket er en stigning på godt 95 mio. kr. i forhold til 30. juni 2010 og en stigning på 56 mio. kr. siden udgangen af 2010. Det er derfor tilfredsstillende at konstatere, at foreningens strategi og investeringsfilosofi vinder indpas hos flere og flere samarbejdspartnere og distributører.

Investeringerne

Foreningen investerer med udgangspunkt i value-principperne, og selskaberne, der investeres i, identificeres via en systematisk og fundamental analyseproces:

1. Selskaberne screenes på en række relevante nøgletal, som sættes i forhold til selskabernes aktiekurs. Herved identificeres aktier, der handler billigt, og samtidigt frasorteres finansielt ikke-solide selskaber.
2. I fundamentalanalysen vurderer foreningens investeringsrådgiver bl.a. markedets konkurrenceintensitet og produkternes potentiale.
3. Investeringsrådgiver møder selskabets ledelse for at få svar på uafklarede spørgsmål og høre ledelsens synspunkter. Disse sammenholdes med udmeldinger fra bl.a. konkurrenter, kunder og leverandører.
4. Selskabets fundamentale værdi estimeres på baggrund af de pengestrømme, som selskabet forventes at generere.



Foreningen køber kun aktier i selskabet, hvis alle fire analysefaser afsluttes tilfredsstillende, og hvis aktierne er mindst 40 procent undervurderet i forhold til den beregnede fair value.

Som direkte konsekvens af investeringspolitikken har foreningen

LEDELSESBERETNING, fortsat

fortsat været overvægtet i Tyskland, Schweiz og Holland, hvor flere selskaber er blevet handlet væsentligt under fair value. Geografisk set har foreningen været undervægtet i UK og Spanien og sektormæssigt undervægtet i råvare- og energirelaterede selskaber samt banker/finansaktier. Dette er et resultat af den aktive porteføljepleje, idet foreningen kun i begrænset omfang har kunnet finde selskaber, der opfylder kravet om en rabat på 40 procent i forhold til den beregnede fair value og en tilstrækkelig lav risikoprofil.

Fem største positioner

Aareal Bank AG	Tyskland	5,6 %
Derby Cycle Ag	Tyskland	4,8 %
Wolford AG	Østrig	4,7 %
WashTec AG	Tyskland	4,4 %
Haldex Group AB	Sverige	4,2 %

Eksempler på selskabsinvesteringer

Derby Cycle

Tyske Derby Cycle er Europas næststørste cykelproducent. Produktpaletten rækker lige fra almindelige cykler til de helt dyre racercykler og over til elcykler. Elcyklerne, som er en nyere produktkategori sælger godt, da de gør det muligt at køre længere distancer på cykel uden at blive overanstrengt. Samtidig er der en stigende bevidsthed om værdien af at holde sig i form, hvilket bidrager til et godt salg af både almindelige cykler og sportscykler. Derby Cycle har som den næststørste europæiske producent en god markedsposition, lav gæld og handler til en P/E under 10.

Demag Cranes

Demag Cranes er en af verdens førende producenter af industri- og havnekraner. Det tyske selskab har verdens største installerede base af industrielle kraner og er især kendt for deres høje kvalitet og driftssikkerhed. En relativt stor del af omsætningen kommer fra service og reservedele – et stabilt forretningsområde med høje marginer. Overtagelsesrygter i markedet blev i april konkretiseret med et bud fra den amerikanske kranproducent Terex, der senere blev hævet. Dermed ser en overtagelse til selskabets fulde forretningsmæssige værdi ud til at blive en realitet.

Retail and Brands

I starten af året købte afdelingen aktier i Retail and Brands, som er en af Sveriges største tøj detailkæder. Kæden har forskellige velkendte brands i Sverige, som især henvender sig til den yngre del af befolkningen. Selskabet driver 430 butikker i Norden med hovedvægt på Sverige. Det mest kendte mærke er Polarn O. Pyret til børn, som genererer mere end halvdelen af indtjeningen. På baggrund af faldende salg i selskabets jeans-butikker, som er et andet af selskabets koncepter, var kursen faldet markant på købstidspunktet. Det har vist sig, at det tager længere tid at

vende udviklingen end ventet, og kursen er derfor faldet yderligere. Selskabet har imidlertid stort set ingen gæld, et veletableret koncept og handler til en P/B på 0,4 og anses dermed for undervurderet.

Sparinvest overtager Sparinvest Value Europe Small Cap

I marts købte Sparinvest ATRIUM Fondsmæglerselskab A/S og overtog dermed rådgivningen af investeringsforeningerne Sparinvest Value i Danmark og Luxembourg. Sparinvest har som ATRIUM specialiseret sig i value-investering. Opkøbet blev foretaget som et led i Sparinvests strategi om at skærpe profilen og styrke indsatsen over for sin primære distributionskanal, de danske pengeinstitutter. Planen er, at Sparinvest Value forventes fusioneret ind i Sparinvests eksisterende afdelingsudbud pr. 31.12.2011 og derefter vil overgå til at blive en rendyrket Sparinvest-afdeling.

Risici

Der er forbundet med en række risici at investere i en investeringsforening. Disse knytter sig især til fire områder: Investors valg af investeringsforening, investeringsmarkederne, foreningens investeringsbeslutninger samt driften af foreningen.

En forening som Sparinvest Value Europe Small Cap, der investerer i small cap aktier, har en højere risiko end foreninger, der investerer i obligationer, og forventeligt en højere risiko end aktiebaserede foreninger der investerer i large cap aktier. Blandt de aktiebaserede foreninger vil Sparinvest Value Europe Small Cap via investeringer i de modne europæiske aktiemarkeder ofte have en mindre risiko end de foreninger, der investerer i emerging markets aktier. Ved investering i foreninger gælder der som ved enhver anden investering, at investor bør sammensætte sin portefølje af investeringer set i forhold til egen risikoprofil, alder og skattemæssige situation.

Afkastet i en investeringsforening kan udvise relativt store udsving som følge af udviklingen på investeringsmarkederne, herunder bl.a. selskabsspecifikke, politiske, valutariske, markeds-mæssige og generelle økonomiske forhold. Her tænkes både på globale forhold som finanskrisen i 2008 men også mere lokale og regionale forhold som eksempelvis gældskrisen i PIIGS landene. Derudover er der ved investering også knyttet en såkaldt event risiko (eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer). Indkøbes værdipapirer i anden valuta end danske kroner, er der en valutarisiko. Foreningen har siden etableringen overvejende investeret i euro-baserede virksomheder, og på grund af Danmarks mangeårige politik om at følge euro'en tæt, vurderes valutarisikoen ikke som væsentlig for foreningen.

Foreningens investeringsbeslutninger om køb og salg af aktier er i sagens natur behæftet med risici, og der vil være risiko for, at

LEDELSESBERETNING, fortsat

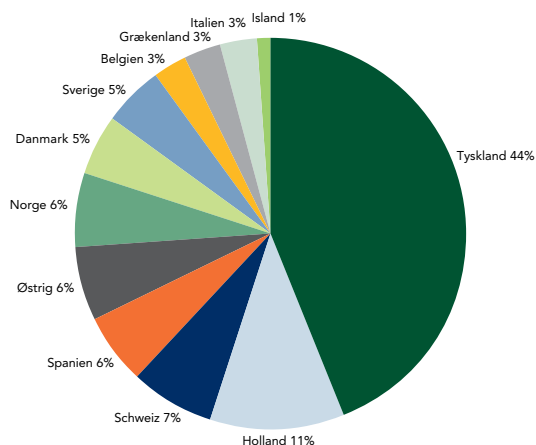
selskaber ikke lever op til de forventninger, der ligger til grund for investeringen. Foreningen tilstræber via sin konservative investeringspolitik at reducere den risiko for derved at undgå permanente tab. Operationelt søges dette gjort ved, at der alene investeres i aktier, der er finansielt sunde og fundamentalt undervurderede, og hvor selskaberne har en ledende markedsposition. Foreningen tilstræber desuden at undgå at investere i aktier, hvor udviklingen i kursniveauet er stærkt afhængigt af uforudseelige udsving i økonomiske konjunkturer. Herudover stiller lovgivningen en række krav til forvaltningen og sammensætningen af porteføljen af selskaber, således investor er sikret en vis risikospredning i den enkelte afdeling.

Investeringsforvaltningsselskabet BI Management har en række kontrolprocedurer og forretningsgange, som dels er med til at reducere de risici, der knytter sig til driften af foreningen, og dels er med til at sikre overholdelse af lovgivningen og foreningens investeringspolitik og -instruks. Der arbejdes hele tiden på udvikling af systemer og på at højne kontrolniveauet, således at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Alle afkast vurderes dagligt, og er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, tages dette op med foreningens rådgiver med fokus på at få vendt udviklingen. Foreningen anvender desuden betydelige ressourcer på at sikre den mest korrekte prisfastsættelse på de aktier, som indgår i foreningens portefølje. I de tilfælde, hvor den aktuelle børskurs ikke vurderes at afspejle dagsværdien på det pågældende instrument, anvendes en værdiansættelsesmodel i stedet.

For yderligere beskrivelse af risici henvises til Sparinvest Value Europe Small Cap's prospekt.

Forventninger

Usikkerheden om den globale økonomi er fortsat i årets 1. halvår, og denne udvikling ser også ud til at fortsætte den kom-



mende tid. Meget afhænger af udviklingen i Europa, hvor der ikke findes nogen nemme måder at løse den gældsknude, en række sydeuropæiske lande med Grækenland i front befinder sig i. Selvom det græske parlament så sent som den 30. juni vedtog første etape af de massive spareplaner, der en forudsætning for, at anden rate af de hjælpepakker, som EU og IMF har bevilget, kan blive udbetalt, er fremtiden stadig uvis for Grækenland. Den græske regering har i første omgang afværget en truende statsbankerot i juli, men står stadig over for store strukturelle og langsigtede udfordringer de kommende år, hvis et kollaps skal undgås. Tilmed har traditionelle vækstlokomotiver som USA ligeledes en række budgetmæssige udfordringer, der skal adresseres, samtidig med at vigende vækst og privatforbrug lægger en dæmper på opsvinget. Spørgsmålet om hvorvidt konjunkturpilen peger opad eller nedad for verdensøkonomien er derfor stadig svært at svare entydigt på.

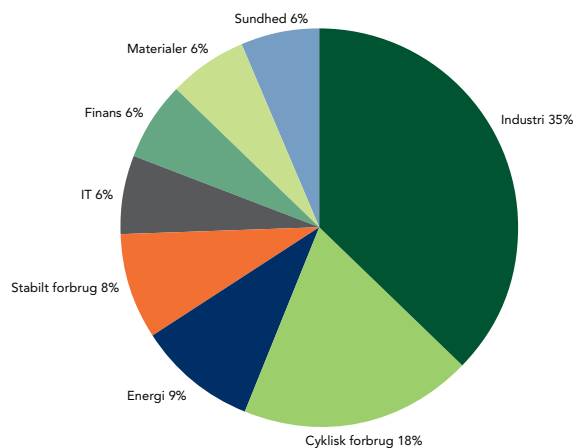
Uanset de kortsigtede tendenser fastholder vi imidlertid vores langsigtede fokus og konservative investeringsstrategi. Vores investeringer foretages ikke på baggrund af forventninger til udviklingen inden for en bestemt sektor eller branche eller ud fra specifikke forventninger til den fremtidige økonomiske udvikling. Vi fokuserer på udelukkende på det enkelte selskab og dets værdiansættelse og fundamentale forhold. Uagtet generelle markedsstrømninger investerer vi kun i selskaber, hvis markedsværdi er minimum 40 % under den beregnede forretningsmæssige værdi, og derfor er vores forventning om at levere konkurrencedygtige, langsigtede afkast til vores investorer stadig intakt.

Usædvanlige forhold

Ud over omtale af udviklingen på de finansielle markeder, er der ikke i regnskabsperioden indtruffet usædvanlige forhold, som har påvirket indregningen og målingen.

Usikkerhed ved indregning eller måling

Der er ikke væsentlig usikkerhed forbundet med indregning og måling af balanceposter.



LEDELSESPÅTEGNING

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt halvårsrapporten for 2011 for Investeringsforeningen Sparinvest Value – Europe Small Cap.

Halvårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

Halvårsregnskabet giver et retvisende billede af foreningens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet.

Foreningens ledelsesberetning indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i foreningens aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som foreningen kan påvirkes af.

København, den 15. august 2011

Bestyrelse

Torben Nielsen
Formand

Niels Vase
Næstformand

Peter Reedtz
Bestyrelsesmedlem

Direktion

Christina Larsen
Direktør

ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS

Halvårsrapporten for Investeringsforeningen Sparinvest Value - Europe Small Cap er udarbejdet i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger, samt Bekendtgørelse om finansielle årsrapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2010.

RESULTATOPGØRELSE

BALANCE

	01.01.11 - 30.06.11 (t.kr.)	01.01.10 - 30.06.10 (t.kr.)		30.06.11 (t.kr.)	31.12.10 (t.kr.)
Renter og udbytter	11.893	5.373	Aktiver		
Kursgevinster og -tab	-6.918	33.255	1 Likvide midler	25.884	8.894
Administrationsomkostninger	3.682	3.975	1 Kapitalandele	379.212	334.830
Resultat før skat	1.293	34.653	Andre aktiver	878	1.251
Skat	693	391	Aktiver i alt	405.974	344.975
Halvårets nettoresultat	600	34.262			
			Passiver		
			2 Medlemmernes formue	401.015	344.933
			Anden gæld	4.959	42
			Passiver i alt	405.974	344.975

3 Femårsoversigt

NOTER

Sektorfordeling og landfordeling er anført i ledelsesberetningen på side 5, hvor til der henvises.

Specifikation af børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.

1. Finansielle instrumenter	30.06.11	31.12.10
Børsnoterede finansielle instrumenter	93,61%	97,41%
Øvrige finansielle instrumenter	6,39%	2,59%

2. Medlemmernes formue	30.06.11		31.12.10	
	Cirk. Beviser	Formue	Cirk. Beviser	Formue
Formue primo	251.464	344.933	512.460	511.349
Emissioner i året	44.300	61.707	800	899
Indløsninger i året	4.900	6.679	261.796	291.116
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		454		1.474
Overført fra resultatopgørelsen		600		122.327
Formue ultimo	290.864	401.015	251.464	344.933

NOTER (fortsat)

3. Femårsoversigt	30.06.2011	30.06.2010	30.06.2009	30.06.2008	30.06.2007
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	600	34.262	25.058	-87.240	169.939
Medlemmernes formue (t.kr.)	401.015	306.199	422.873	636.622	895.194
Cirkulerende andele (t.kr.)	290.864	291.404	518.060	536.360	485.800
Indre værdi	137,87	105,08	81,63	118,69	184,27
Omkostninger (%)	0,93	0,97	0,93	0,94	0,89
Halvårets afkast (%)	0,59	5,36	6,83	-11,08	23,58
Sharpe ratio	0,07	-	-	-	-