

# Avkastningsrapport Holberg Global

## August 2010

Er det rart du mistet verdiløst?

550

500

450

400

350

300

250

200

150

100

50

0

Utviklingen på  
Oslo Børs de siste årene  
har faktisk vært  
Sjokkerende  
USJOKKERENDE!

-8%

-15%

# Forvalterteam Holberg Global

---



**Petter Slyngstadli (40)**  
**Ansvarlig porteføljeforvalter**

Har forvaltet fondet siden oppstart i august 2006.

Siviløkonom og cand.oecon.fra NHH.

Bakgrunn som stipendiat ved NHH og arbeid med taktisk aktivaallokering og forvaltning av "fond-i-fond"-løsninger i DnB NOR Kapitalforvaltning.



**Leif Anders Frønningen (28)**  
**Porteføljeforvalter**

Sivilingeniør i industriell økonomi fra NTNU i Trondheim og Universität Karlsruhe i Tyskland.

Begynte i Holberg Fondene i 2006

# Markedskommentar

---

- Aksjemarkedet fortsatte den relativt volatile tendensen som har preget året. Morgan Stanleys verdensindeks falt ca. 4% i dollar, men var omtrent uendret i norske kroner.
- Etter en sterk juli – preget av fokus på en overvekt av gode tall fra selskapene som rapporterte 2. kvartalstall – var det et **fornytt fokus på makrodata i august**. Og makrotallene har vært til dels svake, i alle fall tidlig i måneden. Særlig skuffet amerikansk data; både tall fra bolig- og arbeidsmarkedet, BNP-tallene, og tall for ordreinngangen i industri var svake. Men handelsbalansetallene viste et rekordunderskudd på nesten 50 mrd i juni, langt over de forventede 42-43. Selv om dette kanskje ikke er strålende nytt for en gjeldstynget amerikansk økonomi, viser den at det er et visst drag i sluttetterspørselen i landet. Mot tampen av måneden fikk vi tall som reflekterte dette, revideringen av BNP-tallene viste sterkere konsumvekst enn tidligere antatt.
- Lyspunktet i makroverden er **Tyskland**. Tallene fra Tyskland har overrasket positivt på hver korsvei den siste måneden. Stemningen blant både forbrukere og bedrifter er upåklagelig, og landet nyter godt av godt momentum innenfor særlig eksportindustrien.
- Et siste lyspunkt i en heller blek augustmåned, er et **fornytt fokus på oppkjøp og fusjoner**. Dell og HP har vært involvert i en budkamp rundt 3PAR, Intel kjøpte datasikkerhetsselskapet McAfee, og gjødselselskapet Potash ble kraftig kurtisert av ønskede og uønskede friere. Dette viser at selskapene har cash, at børsnoterte selskap i dag reflekterer en udiskutabel verdi uavhengig av konjunkturforløper. Ytterligere oppkjøp utover høsten kan tilføre investorer både likviditet og risikoappetitt.

# Fondskommentar

---

- I **Holberg Global** har vi hatt et litt trøblete år, og august var en ny måned med moderat mindreakstning. August var en måned der aksjemarkedet falt, og de defensive sektorene gikk best. Vi synes i dag at mange defensive sektorer representerer mindre verdi enn mer sykliske aksjer, og har kjøpt oss opp i blant annet noen vekstmarkeder, mens vi har solgt litt unna i mer defensive leirer, med tap i første oppgang, men forhåpentligvis bedre avkastning for våre andelseiere fremover.
- August begynte bra med et oppkjøp av det belgiske farmasiselskapet **Movetis**, på 19 euro, ca. 80% over siste børskurs. I tillegg har det britiske E&P selskapet **Afren** gitt veldig god avkastning. Selskapet leverte greie tall helt på tampen av måneden, og er i ferd med å etablere en relativ stor produksjon på sitt Ebok-felt utenfor kysten av Nigeria.
- **Transocean** har også gjort comeback i august etter at aksjen testet bunnivåene etter Macondo-ulykken i juli. De fleste heller nå i retning av at forbudet mot dypvannsboring i Gulf of Mexico vil ikke bli forlenget utover november. Samtidig er det gjort en del rigglutninger som gjør investorene optimistiske på at vi vil unngå det verste ratefallet globalt, til tross for lavere aktivitet i dette området.
- Den amerikanske PC-produsenten **Hewlett-Packard** har hatt en veldig handlingsmettet august. Først gikk toppsjefen Mark Hurd av etter en lett aparte prosess, noe som førte til kursfall for selskapet. Deretter bød selskapet konkurrenten Dell opp til budkamp om datalagringselskapet 3PAR, et budkamp som tok kursen i selskapet fra ca. 10 dollar (før budene), via 18 og 27, til i skrivende stund HPs bud på 33 dollar. Dette har også lagt et viss press på aksjekursen til HP. Men beslutningen om å øke rammene for tilbakekjøp av aksjen fra 5 mrd dollar til 15 mrd dollar, noe som tilsvarer nesten 20% av utestående aksjebeholdning på dagens kurser, bidro til å redusere tapet vårt gjennom måneden. Selv om PC-markeder er veldig utfordrende i kjølvannet av Apples iPad lansering, og en svært skuffende back to school sesong, er HP fundamentalt et underpriset selskap, på PE 8-9x, og vi har økt posisjonen noe gjennom svakheten i august.
- **Royal Caribbean Cruise Lines** fluktuerer litt med makrotallene, og faller en del i august. Tallene er gode, og bookingtrenden er tilfredsstillende, så vi er relativt komfortable med vår investering her.

# Verdens aksjemarkeder

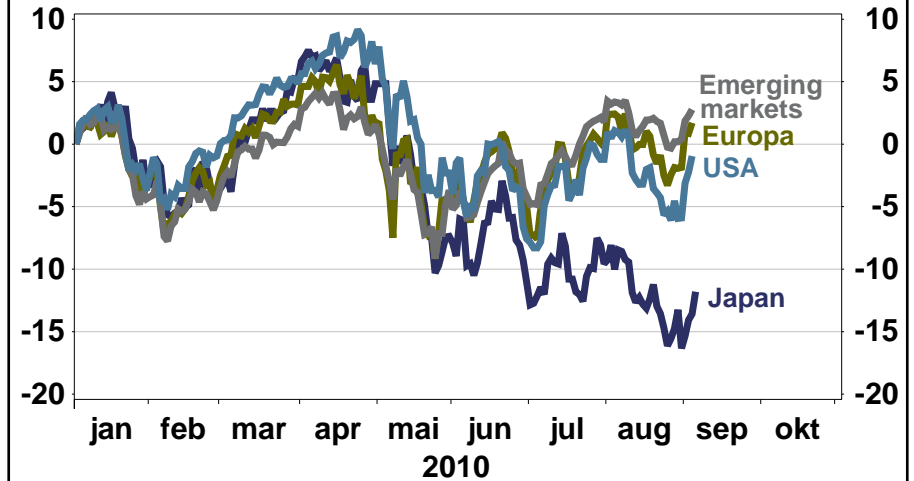
## Morgan Stanley Verdensindeks

utvikling siste 12 mnd. i lokal valuta



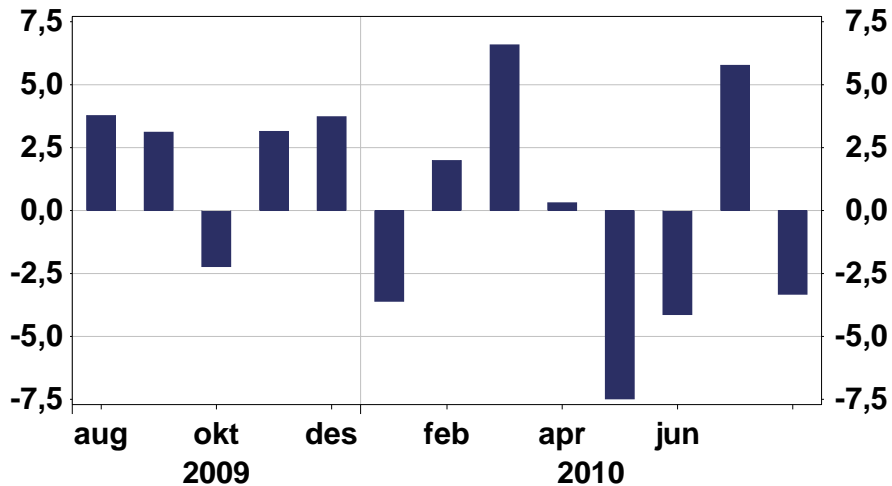
## Verdens aksjemarkeder i 2010

avkastning i lokal valuta (%)



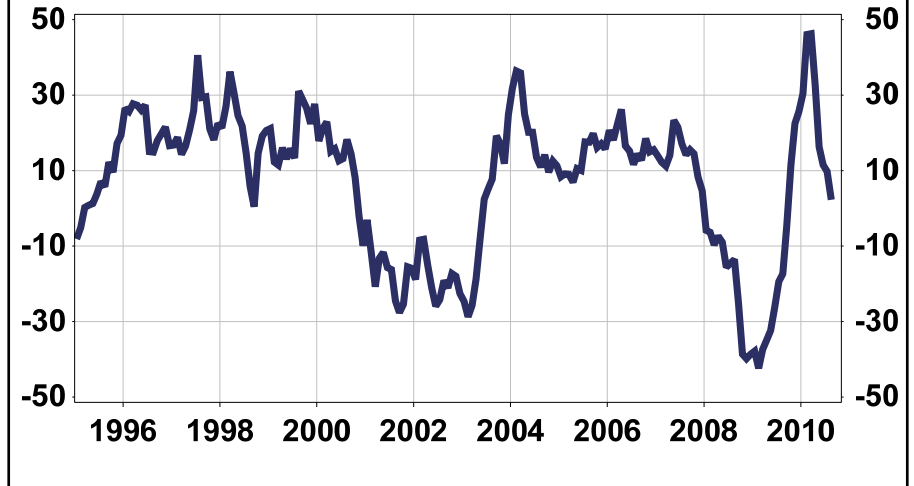
## Morgan Stanley Verdensindeks

månedlig avkastning i lokal valuta (%)



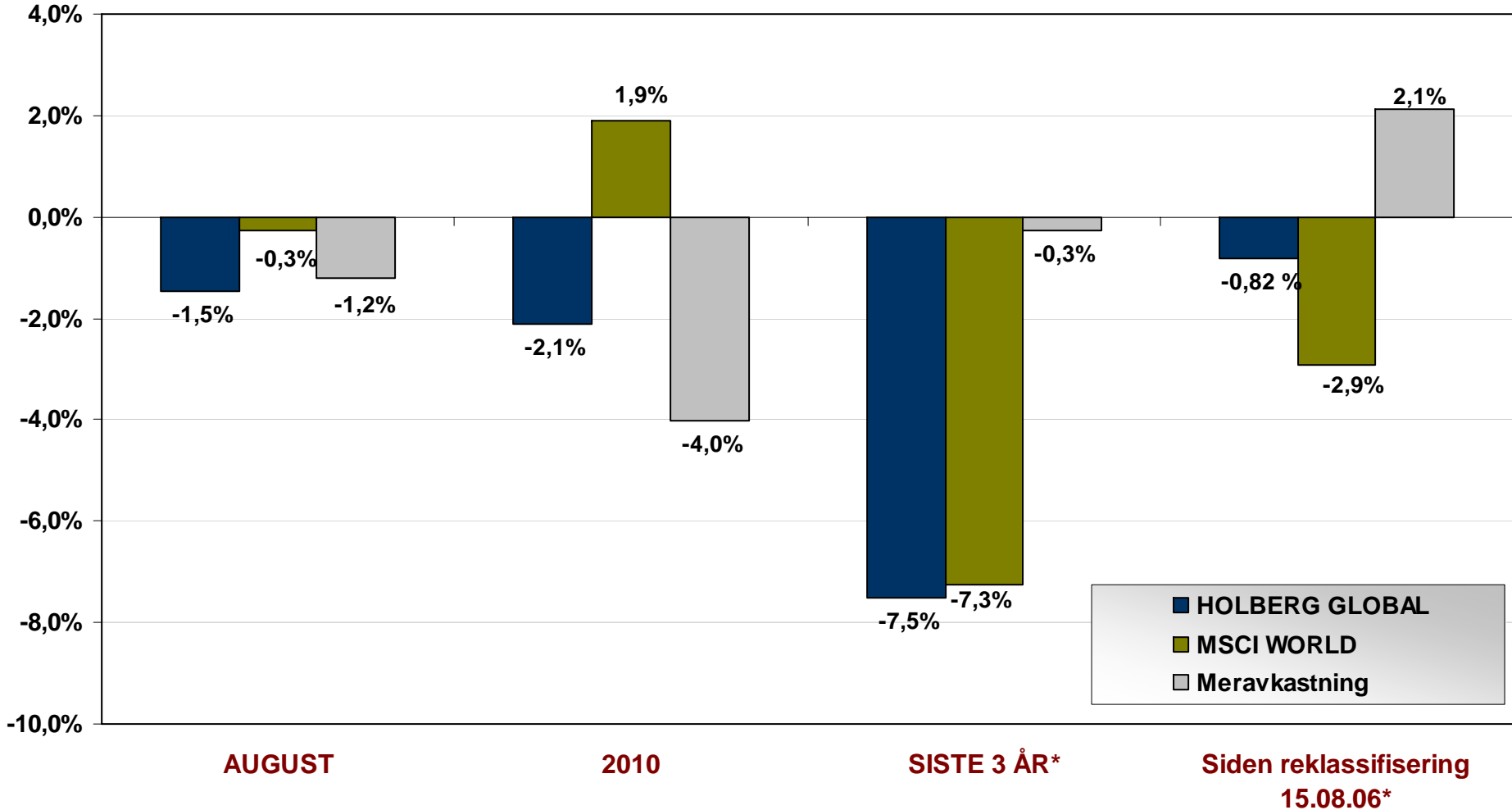
## Morgan Stanley Verdensindeks

rullerende avkastning siste 12 mnd (%)













# Avkastning vs referanseindeks

## Avkastning Holberg Global vs. referanseindeks



\* Avkastning utover ett år er annualisert (geometrisk avkastning)

# 10 største investeringer

Selskap	Andel	Kommentarer
	4,0%	iPhone-salget steg med 100% i fjor, og selskapet leder utvikling innenfor digitalisering og distribusjon av medier. iPad'en enda en stein til imperiet; foto, bøker, aviser, magasiner etc. Ikke den første "kindle", men sikkert den beste. iPhone 4 plaget av støy rundt antennen, likevel bra salgsindikatorer.
	3,9%	Det britiske oljelete- og produksjonselskapet Afren er et av de billigste selskapene i porteføljen. Selskapet opererer i en rekke afrikanske land. Dette innebærer en viss politisk risiko, men vi anser denne relativt godt distribuert. Selskapet planlegger en stor produksjonsøkning i 2011, og løypemeldingene ift dette er gode, selv om markedet tilsynelatende er skeptisk.
	3,4%	Gulfmark Offshore er et amerikansk supplybåtrederi, med ca. 75 båter, hovedsakelig PSV'er, men også en del ankerhåndterere. Selv om de har størst eksponering mot Sør- og Nord Amerika mht. båter, er Nordsjøen like viktig i inntjeningsmålestokk. Her har selskapet nytt godt av et stramt spotmarked frem til de siste par ukene. I Mexicogulften opplever selskapet etterspørsel etter båter i kjølvannet av Deepwater Horizon-ulykken. Billig!
	3,2%	Multinasjonalt energi selskap med virksomhet innenfor olje og gass der de er involvert i hele verdikjeden. Major oil selskap fremstår i dag som veldig rimelig priset, og Chevron er blant de rimeligste, samtidig som selskapet i mange år har vært god på det operasjonelle.
	3,1%	Bank of America fremstår som veldig rimelig priset, giret mot en bedring i konjunktorene i USA. Banken har likevel gjenvunnet en viss soliditet, som gjør vi mener at den kan motstå de etterskjelvene som kan komme, før boligmarkedet og økonomien i USA bedres.
	3,1%	PC-markedet har vært mye bedre enn fryktet gjennom finanskrisen. Hewlett-Packard har klart seg veldig bra, ikke minst drevet av en sterkt momentum i laptop-segmentet. Likevel blir et av de største aktørene i bransjen, med stabil vekst, og stabile høye marginer, priset på P/E 10x! Gode tall!
	2,7%	Siemens er tilbake på "topp ti listen" vår. Vi har eid selskapet hele tiden, men har hatt en mindre andel det siste året. Selskapet er rimelig, og det har en god eksponering mot mer defensive sektorer, men også mot enkelte av de sektorene som vi tror vil lede verden ut av de problemene vi opplever, blant annet infrastruktur.
	2,7%	Koreanske Hyundai Motors er etter hvert en av verdens største bilprodusenter. Selskapet er som mange selskaper innenfor automotive veldig rimelig priset, PE > 10x. Hyundai selger relativt mye i hjemmemarkedet, ca. 30%. Men selskapet har gjennom krisen i bilindustrien vist seg konkurransedyktig og har vunnet markedsandeler globalt.
	2,6%	Et av verdens største cruiserederier. Opererer i den mer luksuriøse delen av cruisemarkedet. Cruise representerer en av de raskest voksende ferieformene, og er svært konkurransedyktig med tanke på pris. Selskapet er attraktivt priset i forhold til underliggende verdier (Pris/Bok: 0,9).
	2,5%	Verdens største offshore riggselskap, med stor eksponering mot dyptvannsmarkedet. Selskapet fremstår som attraktivt priset og nyter godt av investeringsboomen i oljesektoren. Fusjonen med GlobalSantaFe har styrket selskapets markedsrettigheter.

# Aksjer som ble kjøpt i august



Det amerikanske telekomselskapet Verizon Communications fremstår som en defensiv aksje. Likevel venter vi betydelig vekst i selskapets inntekter fremover. I kjølvannet av nye nettlelere, både mobiltelefonbåret og i forhold til iPad'er og lignende, venter vi sterk vekst i telekomtjenester også i modne markeder, og AT&Ts monopol på iPhone og iPad bruken, blir nå brutt ved at også Verizon kan tilby produktene fra Apple. Aksjen gir i tillegg kjøpssignal på samtlige av våre verdsettelsesparametre, både de som fokuserer på verdi, og de som fokuserer på lønnsomhet og profitabilitet.



Farmasi er en utfordrende bransje, og mange av de toneangivende selskapene innenfor den globale farmasibransjen har i årevis blitt handlet på svært lave prisingsmultipler, i skyggen av patentutløp på viktige medisiner, og med utsikter til ikke å få erstattet disse medisinene med nye medikament. AstraZeneca mener vi har en pipeline som kan støtte inntjeningen i selskapet fremover, samtidig som selskapet på dagens inntjening oppleves som kraftig underpriset.



Det franske medie- og telekomselskapet Vivendi har vært inn i porteføljen med jevne mellomrom. Selskapet har opplevd en utfordring mht. musikkelskapet Vivendi-Universal, som preges av at platesalget har vært utfordrende. Selskapet kontrollerer også Canal+ gruppen. I tillegg har selskapet betydelig interesser i mobiltelefonmarkedet både i vekstmarked og i modne økonomier, og videospill. Selskapet handles på veldig lave multipler, men opplever at utfordrende segmenter bunner ut, samtidig som selskapet har vekst i andre segmenter. Selskapet tok opp sin guiding i løpet av august.

# Aksjer som ble solgt i august



Cisco hevder selv at selskapet er lite konjunkturfølsomt. Og selskapet har i alle fall rett i at marginbildet virker oppsiktsvekkende lite følsomt over for både konjunkturer og skiftende konkurransemessige forhold. Vi frykter imidlertid at topplinjen til selskapet kan bli påvirket av begge, og om det bekymringene rundt en dobbel dipp skulle vise seg ubegrunnet, tror vi at de konkurransemessige forholdene for Cisco vil dra seg noe til. Signalene fra selskapet er heller ikke overbevisende.

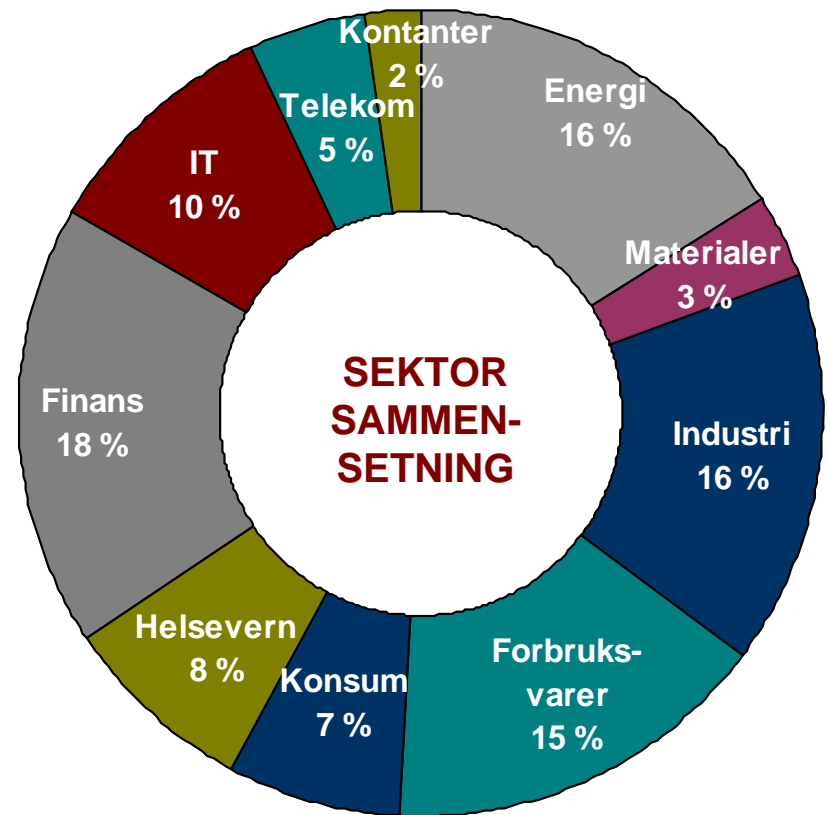
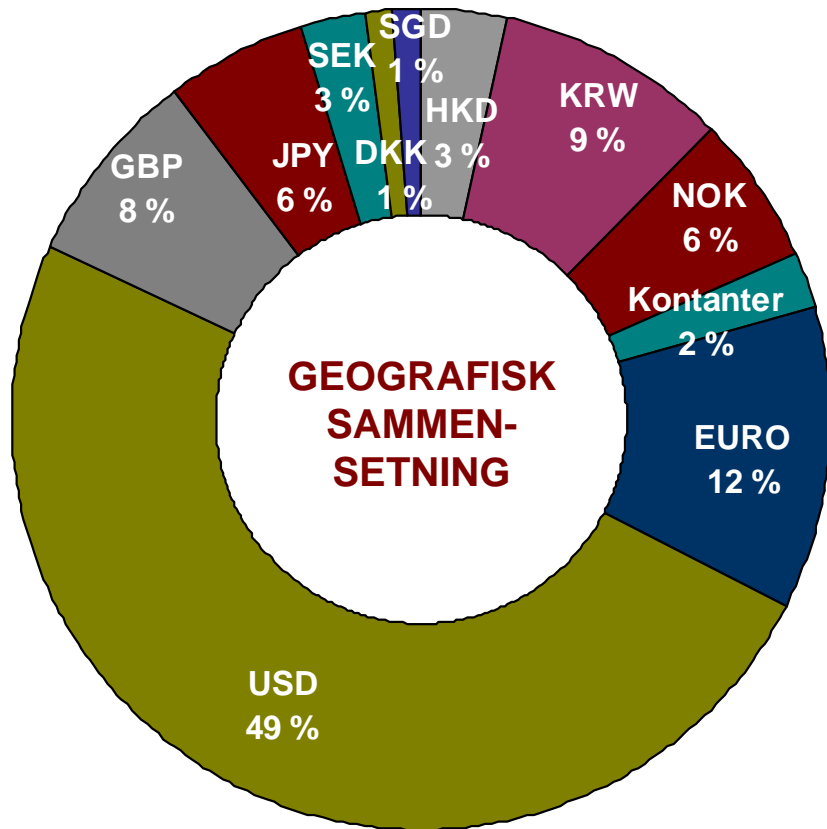


Alliance Data Systems er et selskap med som prises veldig rimelig. Selskapet opererer innenfor kundelojalitets og kundeovervåkingsområdet, og i en forlengelse av dette driver selskapet også en kredittkortvirksomhet. Denne eksponerer selskapet mot en viss grad av kredittrisiko, men trendene i forhold til mislighold av kredittkort underbygger selskapets soliditet gjennom det siste halve året. Vi har tjent bra på selskapet, som bunnet ut under 20 dollar under finanskrisen, men som nå handles opp mot 60, og vi føler at andre selskaper har en sterkere oppside, både innenfor teknologi og kredittområdet.



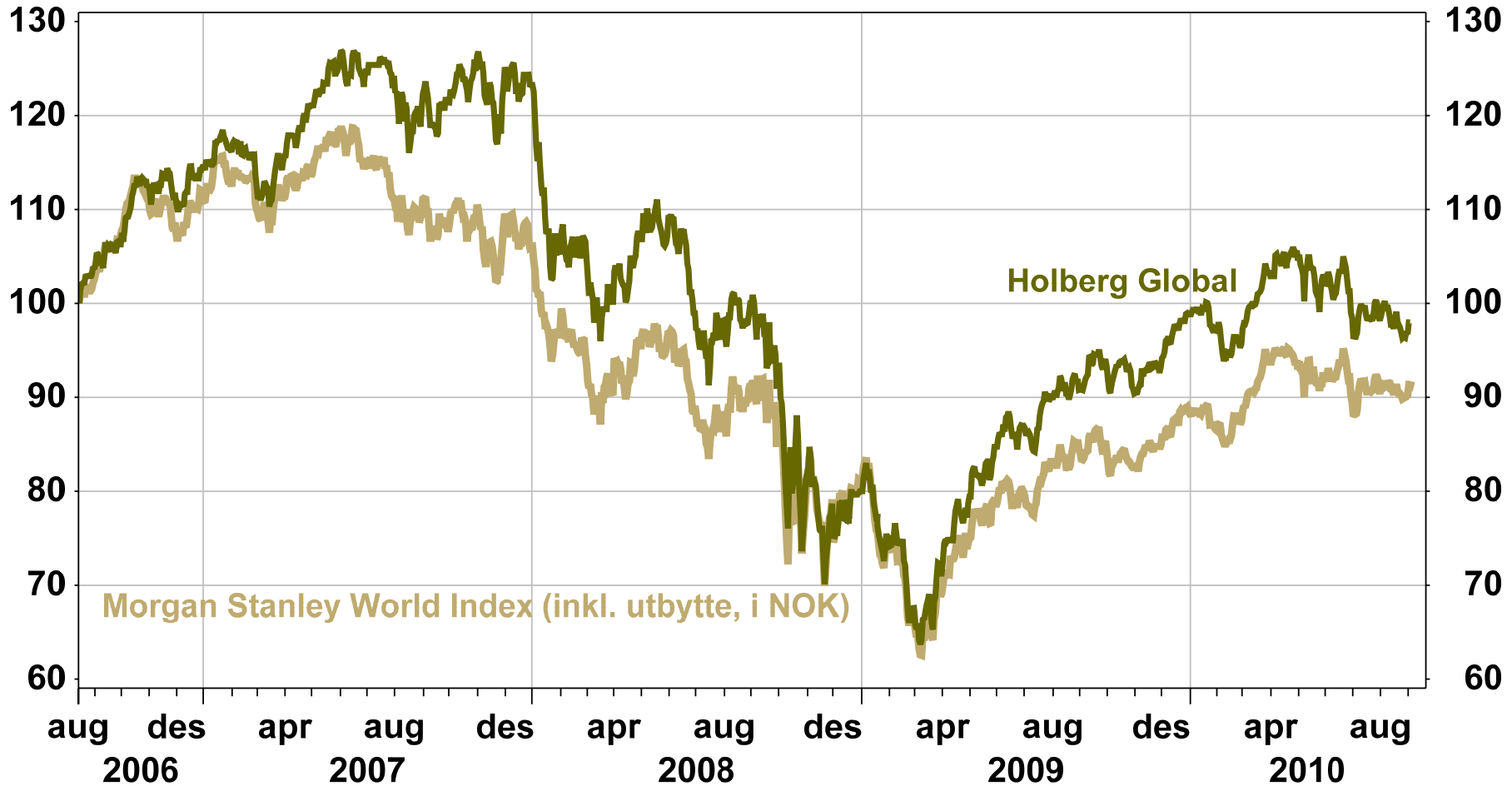
Det brasilianske, halvstatlige oljeselskapet Petrobras er det store håpet for en hel oljeservicenæring. Men det er ikke å komme bort i fra at selskapet, som jo har de aller beste vekstmulighetene på dypt vann i Brasil, også er en veldig viktig brikke i myndighetenes industripolitikk. Kostnadsinflatjonen innenfor oljenæringen i Brasil er allerede mye høyere enn i andre næringer, og vi frykter at internasjonale aksjonærers vil komme en plass mellom i 2. og 3. rekke, godt bak nasjonale brasilianske interesser. Og med såpass mye verdi i internasjonale oil majors, er kun tvilen nok.

# Porteføljesammensetning



# Avkastning i forhold til referanseindeks siden oppstart

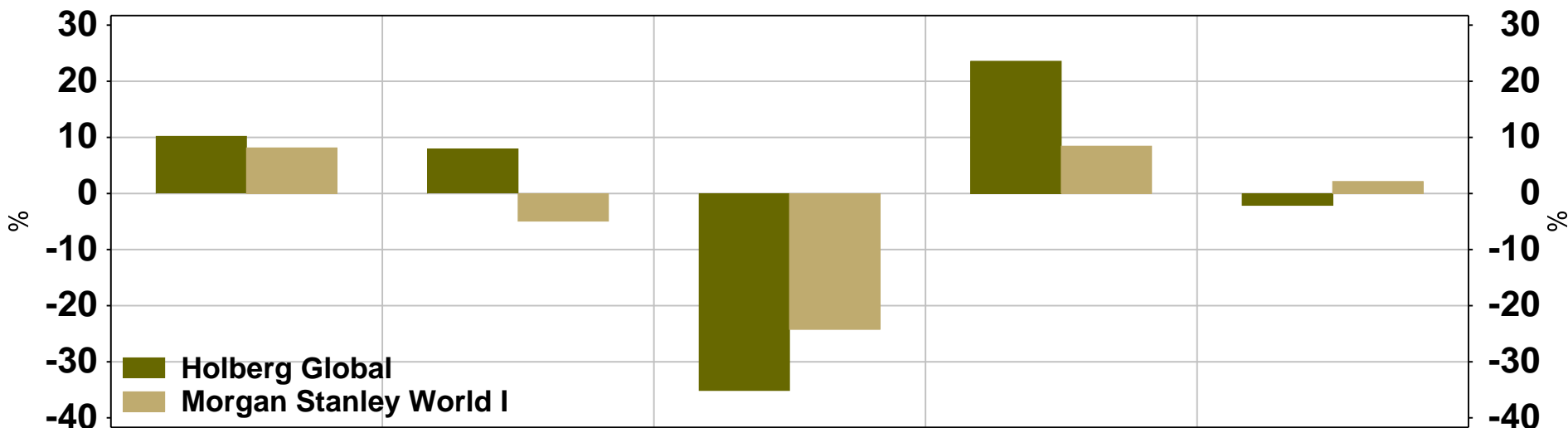
## Holberg Global vs referanseindeks siden fondets reklassifisering 15.08.06



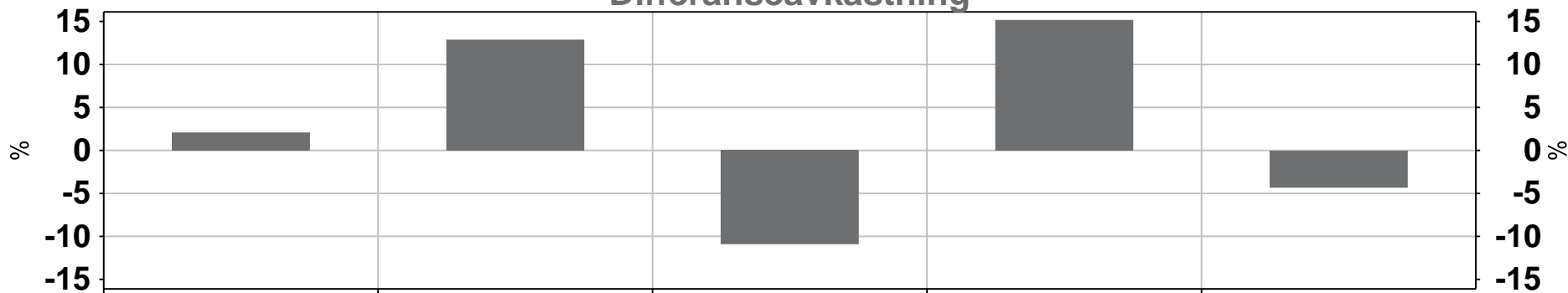
# Avkastning i forhold til referanseindeks siden oppstart

## Holberg Global

avkastning vs referanseindeks (%)



## Differanseavkastning



2006

(31.08-31.12)

2007

2008

2009

2010

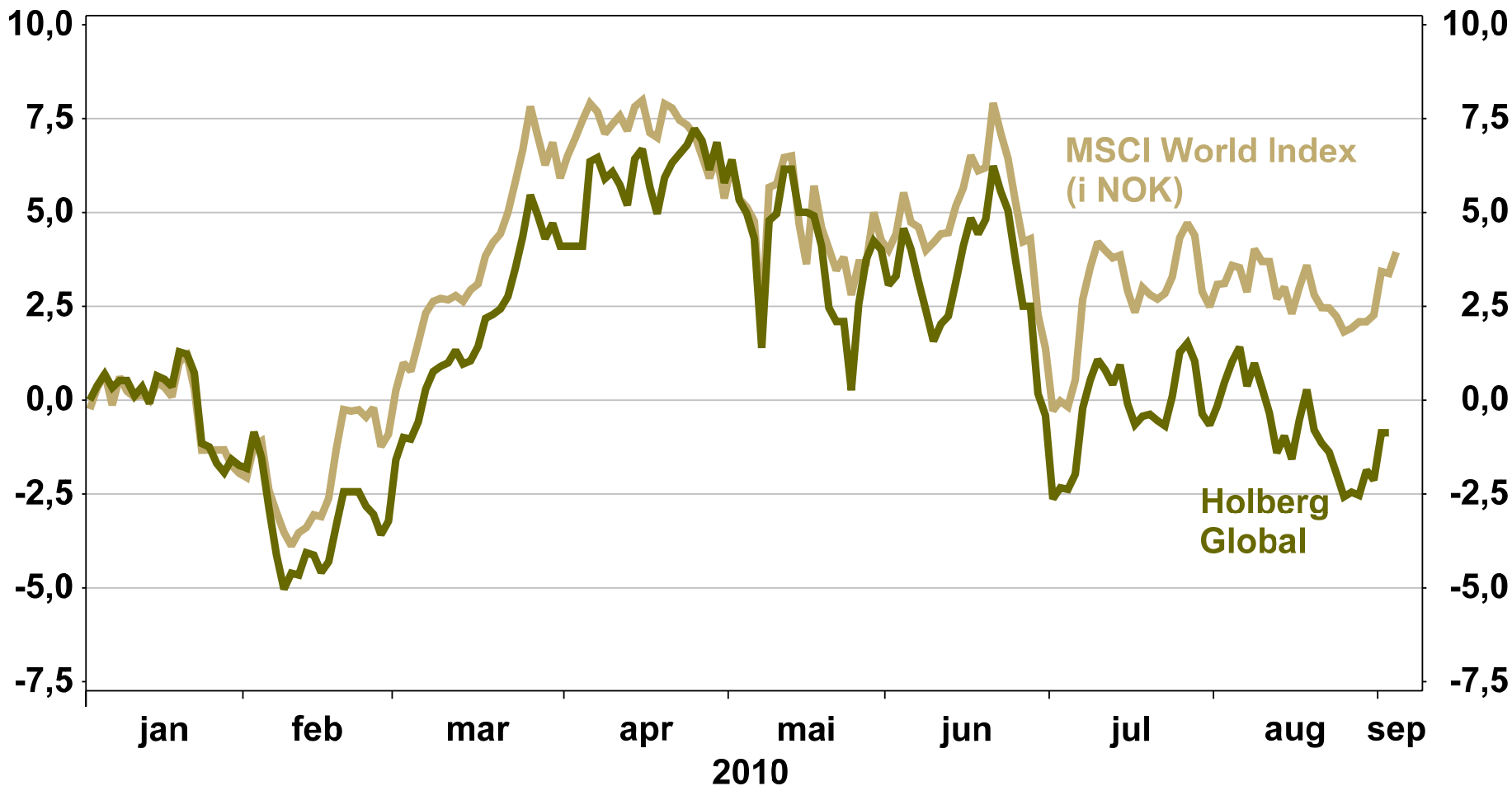
pr. 31.08.

HolbergFondene

# Avkastning i forhold til referanseindeks i 2010

## Holberg Global vs referanseindeks

avkastning 2010 (%)

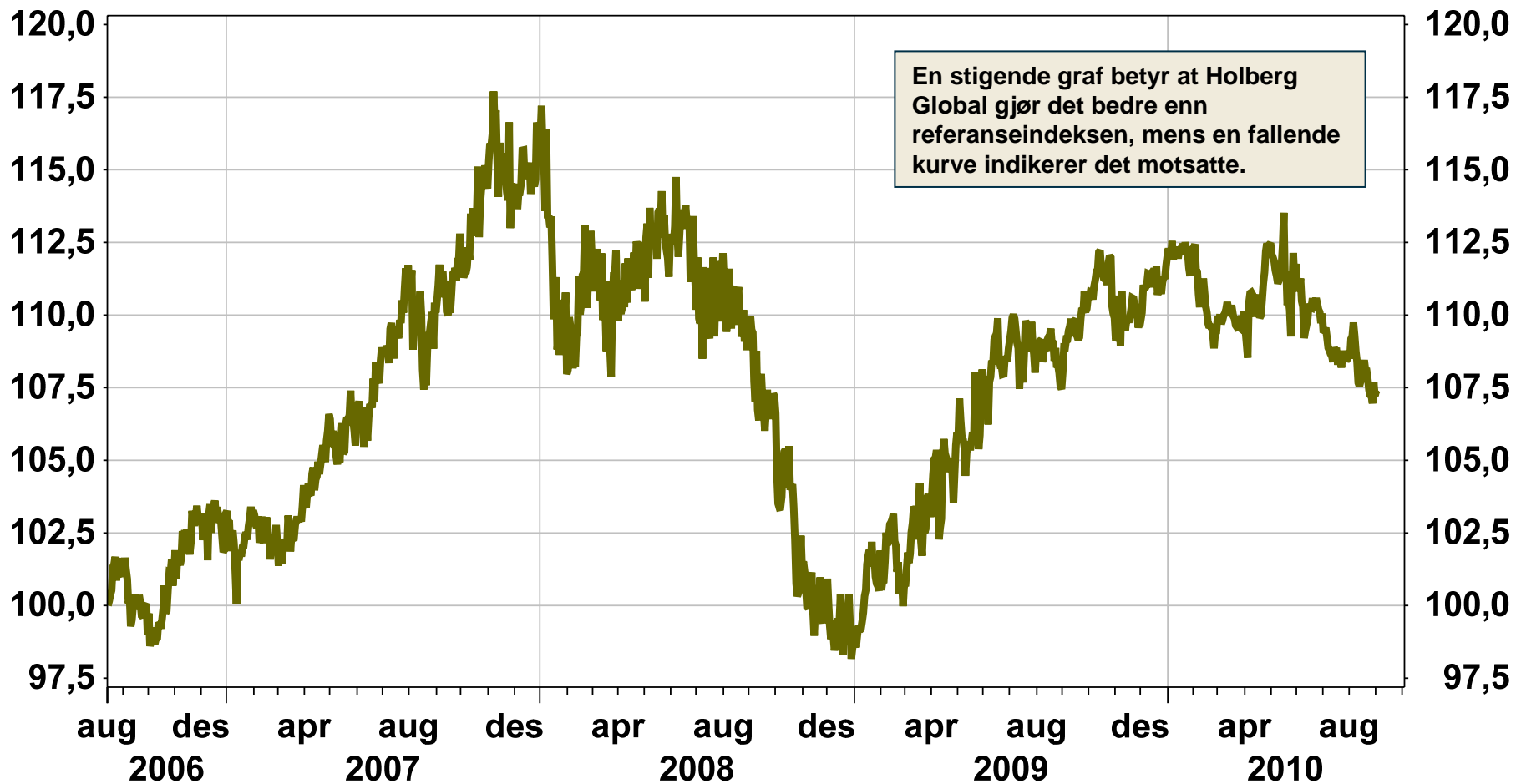


HolbergFondene

# Avkastning relativt til referanseindeks

## Holberg Global

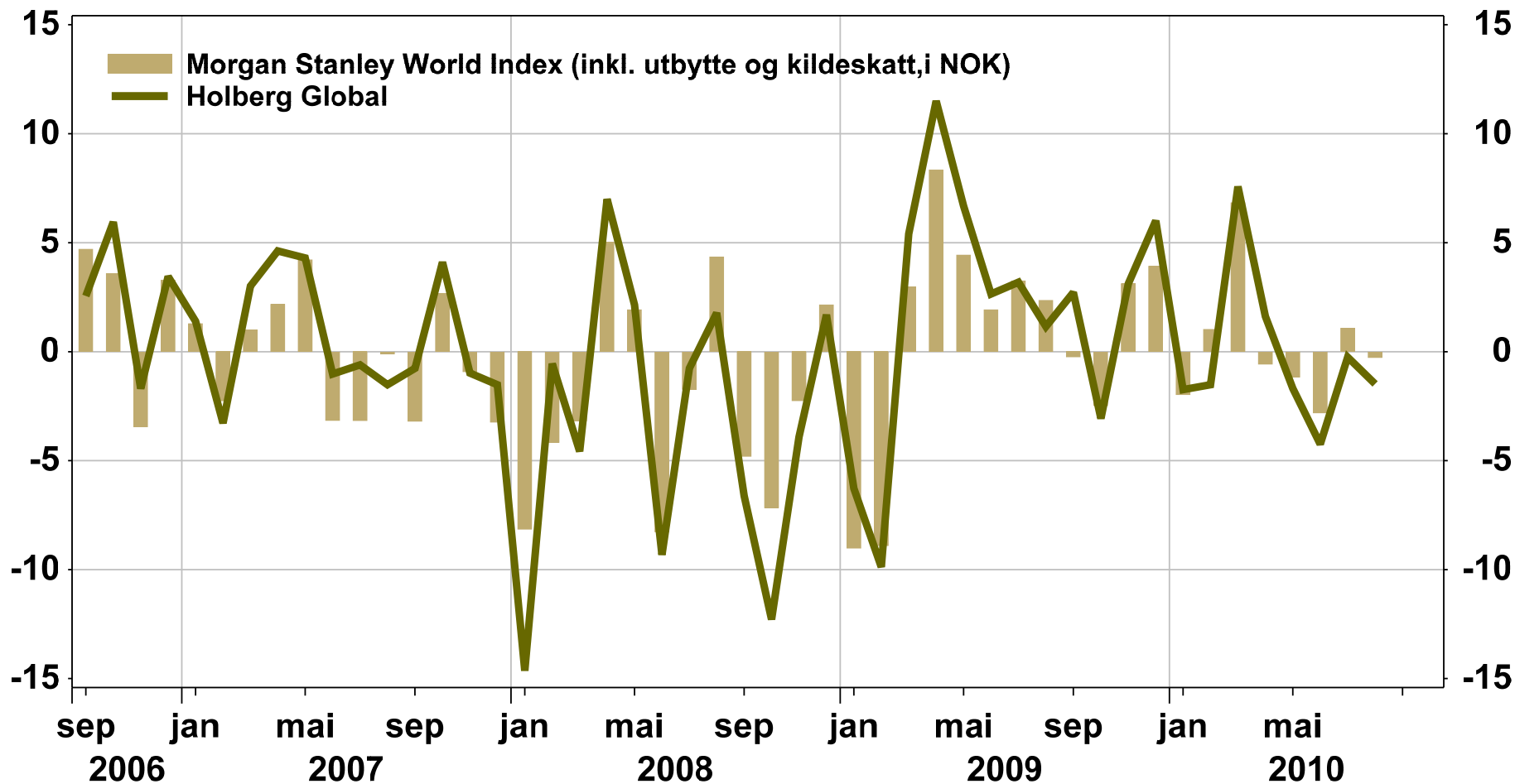
avkastning relativt til referanseindeks



HolbergFondene

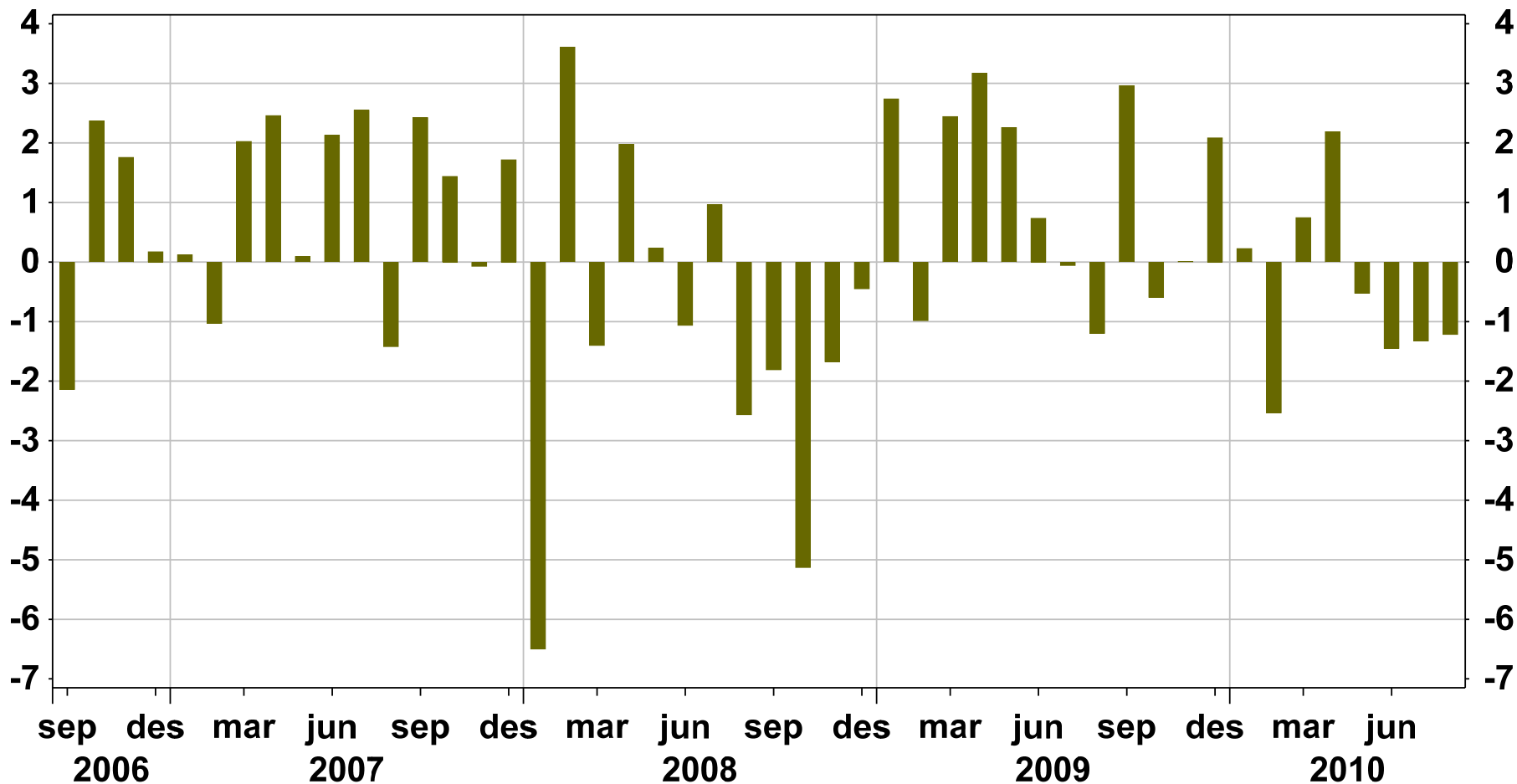
# Månedlig avkastning i forhold til referanseindeksen

## Holberg Global vs referanseindeks månedlig avkastning (%)

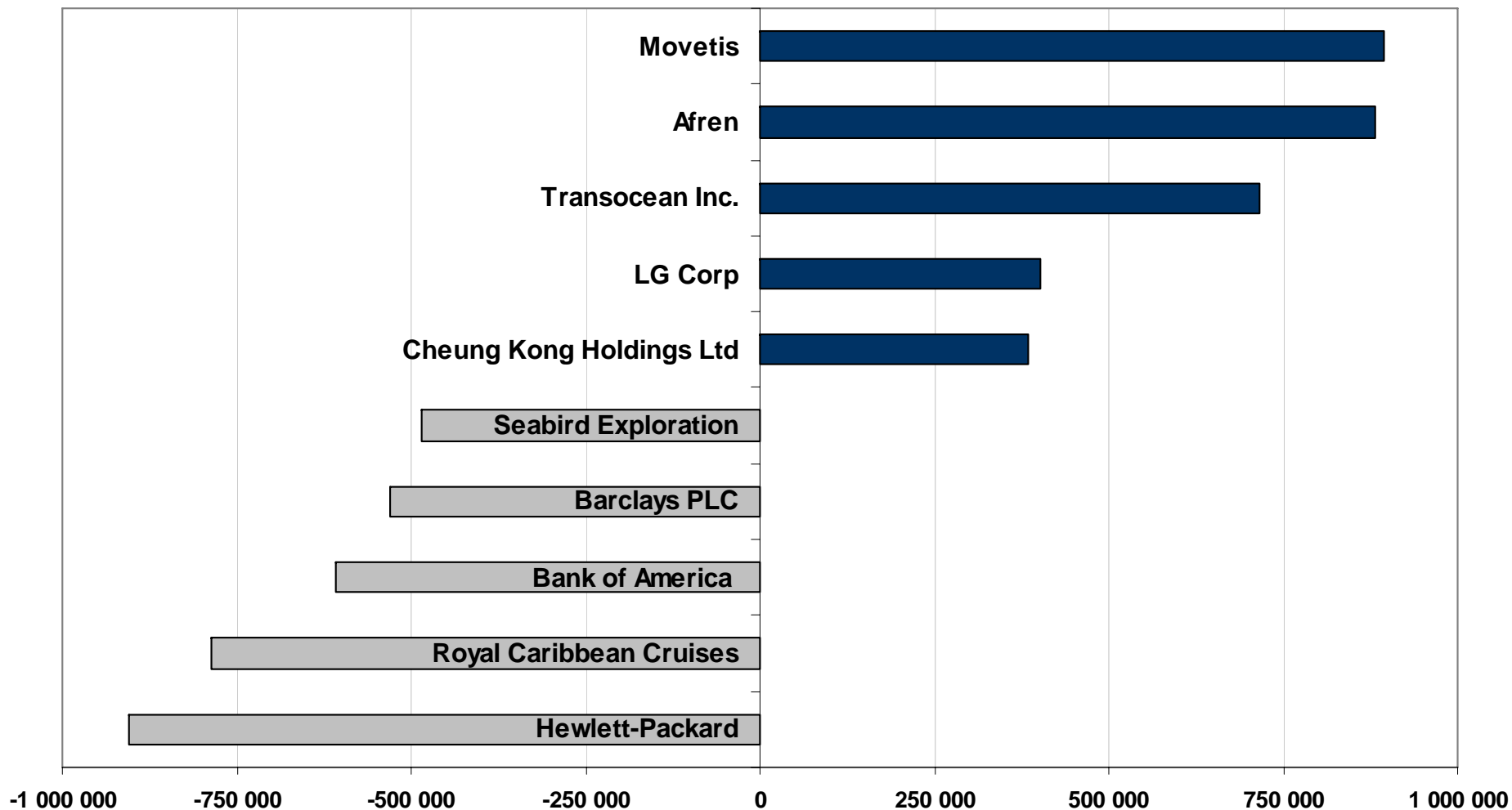


# Månedlig differanseavkastning i forhold til referanseindeksen

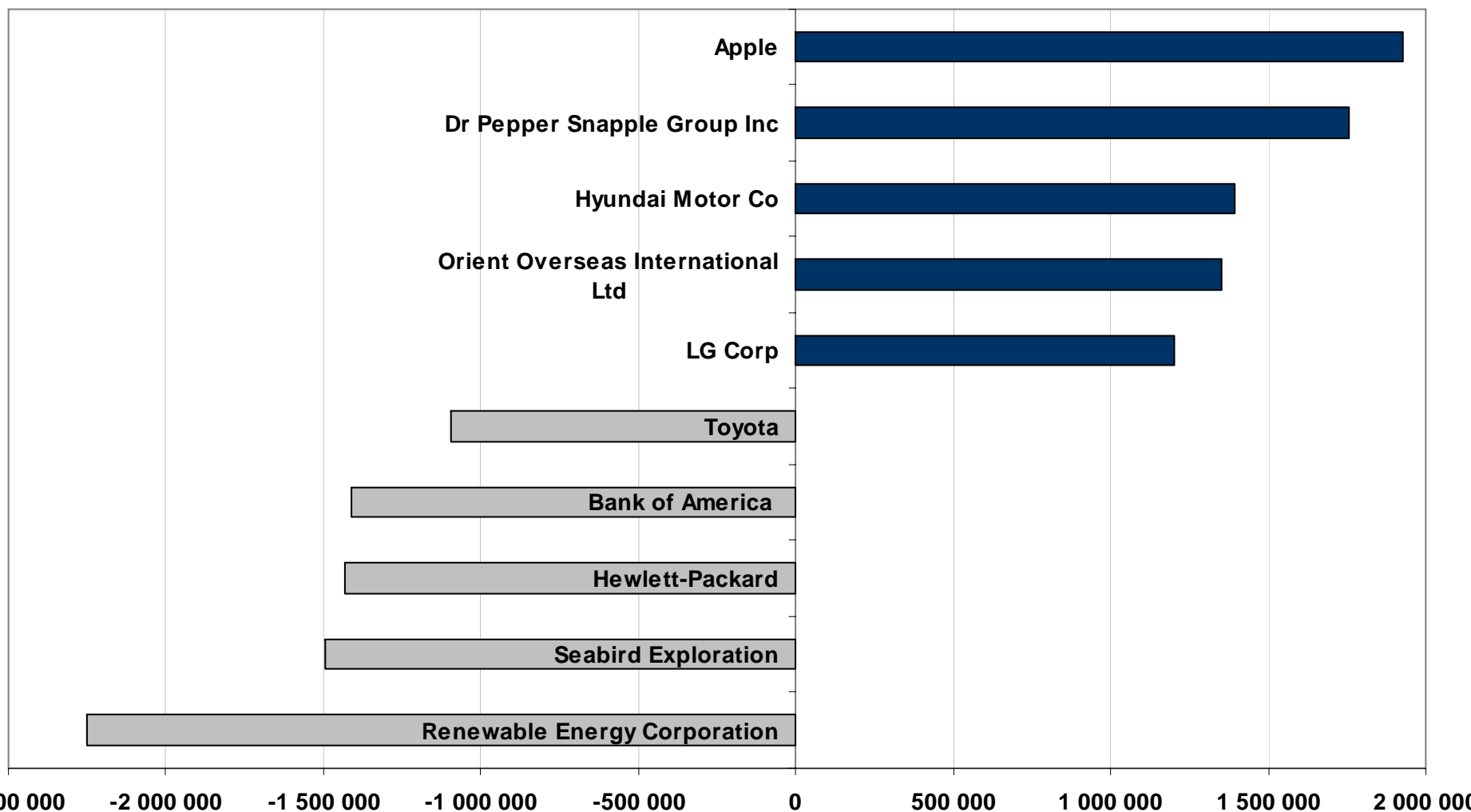
## Holberg Global vs referanseindeks månedlig differanseavkastning (%)



# Største positive og negative bidragsytere til fondets avkastning i august



# Største positive og negative bidragsytere til fondets avkastning i 2010



# Karakterboken vår

					
	Kvantitativ rating	Kvalitativ rating			
<b>Holberg Norge</b>	★★★★	 <ul style="list-style-type: none"> <li>→ Elite</li> <li>Fremragende</li> <li>Standard</li> <li>Underordnet</li> <li>Svakt</li> </ul>			
<b>Holberg Norden</b>	★★★★	 <ul style="list-style-type: none"> <li>Elite</li> <li>→ Fremragende</li> <li>Standard</li> <li>Underordnet</li> <li>Svakt</li> </ul>			 LIPPER FUND AWARDS 2010 (5 år)
<b>Holberg @</b>	★★★				
<b>Holberg Global</b>	★★★				
<b>Holberg Global Index</b>	★★★★				
<b>Holberg Likviditet</b>	★★★★★				
<b>Holberg Likviditet 20</b>	★★★★★				

# Investeringsfilosofi

---

## Våre 6 investeringsbud i aksjefondene

- Vi er aktive forvaltere ved at vi gjør bevisste langsiktige investeringsvalg
- Vi er nysgjerrige og utpregete ”aksjeplukkere”
- Vi har verden som investeringsunivers med Norden som utgangspunkt
- Vi er stilnøytrale og bruker ulike metoder til å lære bedriftene å kjenne
- Vi har stor frihetsgrad i forvaltningen
- Vi legger stor vekt på risikostyring ved sammensetning av porteføljene

# Definisjoner

---

## Sharpe Ratio

Fondets meravkastning i forhold til risikofri rente (3 mnd. statssertifikat) dividert med fondet volatilitet (standardavvik)

## Information Ratio (IR)

Information ratio indikerer i hvor stor grad fondsforvalteren har vært i stand til å oppnå meravkastning på aktive/selvstendige investeringsvalg i forhold til fondets referanseindeks. Dette nøkkeltallet beregnes ved å dividere fondets meravkastning i forhold til referanseindeks på fondets relative volatilitet (se under).

## Relativ volatilitet (tracking error)

Viser samvariasjonen mellom fondets og referanseindeksens avkastning i perioden. Høy relativ volatilitet innebærer at fondets avkastning i liten grad kan forklares av referanseindeksens utvikling.

## Volatilitet (standardavvik)

Viser i hvor stor grad fondets månedlige avkastninger avviker fra gjennomsnittet av disse. Eksempelvis angir en volatilitet på 20% at det er 67% sannsynlighet for at avkastningen det neste året vil ligge i området +/- 20% i forhold til fondets historiske gjennomsnittsavkastning.

Historisk avkastning i Holberg Fondene er ingen garanti for framtidig avkastning. Framtidig avkastning vil bl.a. avhenge av markedsutviklingen, våre forvalteres dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved tegning, forvaltning og innløsning. Avkastningen i aksjefond kan bli negativ som følge av kurstap.