

Investeringsforeningen
ATRIUM Value Partner - Europa Small Cap
Halvårsrapport 2010

INDHOLDSFORTEGNELSE

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

LEDELSESBERETNING

Udviklingen i foreningen i første halvår 2010

ATRIUM Value Partner Europa Small Cap leverede et positivt afkast på 5,4 procent i første halvår af 2010, hvor de finansielle markeder og især aktiemarkederne fortsat har været præget af usikkerhed og høj volatilitet. Ved årsskiftet var fokus primært tilknyttet substansen og holdbarheden af den realøkonomiske bedring, der spirede ved udgangen af 2009 som følge af bl.a. massive likviditetstilførsler, lave renter, offentlige investeringer og skattnedsættelser. Dette fokus ændrede sig dog hurtigt, hvorefter de store offentlige underskud blev genstand for en voksende bekymring initieret af det gældsplagede emirat Dubai's problemer med refinansiering af sin gæld. Naturligt blev de store underskud på offentlige budgetter og betalingsbalancer i særdeleshed Grækenland, Italien, Irland, Spanien og Portugal genstand for en vedvarende bekymring, hvor der efterfølgende er blevet spekuleret i blandt andet statsbankerot, euro-samarbejdets fald m.m. Dette har medført en faldende eurokurs samt store kursudsving i aktiemarkederne.

I dette marked steg foreningens referenceindeks Morgan Stanley Europe Small Cap med 4,4 procent i samme periode. Foreningens konservative investeringspolitik, valueprincippet, er en væsentlig forklaring på forskellen i performance. Gennem sin robuste investeringsproces har ATRIUM Value Partner 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 i selskaber i disse land, og ydermere indebærer valueprincippet, 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, da udviklingen på længere sigt i sådanne aktier er langt mere volatile end aktier udvalgt i henhold til valueprincippet. Målsætningen er således at skabe et risikojusteret afkast, der over en investeringscyklus ligger højere end foreningens referenceindeks og dens peer gruppe af sammenlignelige investeringsforeninger.

ATRIUM Value Partner har pr. 30. juni 2010 leveret et gennemsnitligt årligt positivt afkast på 4,9 procent siden etableringen i december 2004. Til sammenligning har peer gruppen af sammenlignelige investeringsforeninger haft et årligt afkast på 4,1 procent i samme periode. ATRIUM Value Partner har således leveret et akkumuleret merafkast på 5 procent. Det skal positivt bemærkes, at ATRIUM Value Partner har genereret sit merafkast med en lavere risiko end peer gruppen. Det har medført, at ATRIUM Value Partner fastholder 4 stjerner ud af 5 mulige i Morningstar Rating på såvel 3- som 5-års sigt. Set i dette lys finder bestyrelsen afkastet tilfredsstillende.

Udviklingen i 1. halvår 2010 understøtter således foreningens overordnede målsætning om at levere et gennemsnitligt årligt positivt afkast i niveauet 10-15 procent over en investeringscyklus. Den historisk set ekstreme udvikling på aktiemarkederne i 2008, der kun matches af udviklingen i 1931, har dog medført, at målsætningen endnu ikke er indfriet, hvis perioden fra foreningens etablering og frem til 30. juni 2010 betragtes. Det er bestyrelsens overbevisning, at målsætningen atter indfries i takt med, at markederne normaliseres.

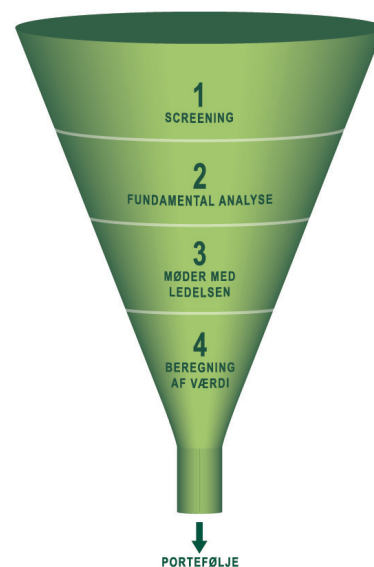
Udviklingen i formuen

Den positive udvikling i afkastet har imidlertid ikke kunne kompensere for tilbagesalg fra en enkelt samarbejdspartner, hvorfor den samlede formue er faldet fra DKK 511 millioner ved årets begyndelse til DKK 306 millioner ved udgangen af juni måned. Med den udvikling in mente er det således særdeles positivt og tilfredsstillende, at der ved udgangen af første halvår er indgået nye distributionsaftaler med Sparekassen Lolland og Max Bank, der kan være medvirkende til at øge den samlede kapital under forvaltning i foreningen.

Investeringerne

Foreningen investerer med udgangspunkt i valueprincippet, 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. Her ved identificeres aktier, der handler billigt og frasorteres samtidigt finansielt usolide selskaber
2. I fundamentalanalysen vurderer foreningens investeringsrådgiver bl.a. markedets konkurrenceintensitet og produkternes potentiale. Investeringsmuligheder drøftes potentielt med et Advisory Council, hvilket skærper vurderingen af virksomheden og branchen



LEDELSESBERETNING, fortsat

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 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 commodities, 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 af foreningen opgjorte fair value og samtidig vurderes at have en tilstrækkelig lav risikoprofil.

Blandt de aktier, der bidrog særdeles positivt til performance i halvåret, var Haldex, Austria Micro Systems, Wolford, Viscofan, Centrotec, Zumtobel, Zehnder, Macintosh, Jungheinrich, og Schoeller-Bleckmann Oilfield Equipment. Blandt de selskaber, som havde en negativ indflydelse på periodens afkast, var Prosafe, Ellaktor, H+H International, Granitifiandre og Carl Zeiss Meditec.

Foreningens fem største positioner er:

Vossloh	(5,1 procent)	Tyskland
Aareal Bank	(4,8 procent)	Tyskland
Washtec	(4,6 procent)	Tyskland
Haldex	(4,1 procent)	Sverige
Zehnder	(3,9 procent)	Schweiz

Disse udgjorde ultimo juni 2010 22,5 procent. Der var i alt investeret i 36 selskaber.

Investeringseksempler:

Jungheinrich

Foreningen investerede i efteråret 2009 i det tyske selskab Jungheinrich, som er blandt de førende indenfor gaffeltrucks og andet relateret udstyr til at håndtere diverse varer med. Jungheinrich har en position som nummer 2 i Europa og nummer 3 globalt med en markedsandel på mere end 20 procent. I 2009 faldt markedet for udstyr til varehåndtering med 37 procent, og selskabets aktiekurs var faldet markant på investeringstids-

punktet. Jungheinrich blev dog ramt i mindre grad end det generelle marked, hvilket bl.a. skyldtes selskabets eksponering til supermarkedskæder, hvor de har øget deres markedsandel i de seneste år. Forventningen om øget verdenshandel og dermed højere efterspørgsel efter Jungheinrichs produkter er allerede til dels indfriet. Ordreindtaget er i bedring og efter et godt resultat for 1. kvartal samt gode udsigter for resten af året, blandt andet hjulpet af svækkelsen af euroen, som gavner eksporten, er kursen steget med 40 procent i indeværende år, og dermed har selskabet afkastmæssigt været blandt de bedste i foreningen.

Schoeller-Bleckmann Oilfield Equipment

Schoeller-Bleckmann er et østrigsk olieservice selskab, som er markedsleder inden for nichen retningsbestemt boring eller directional drilling. Selskabet har en global markedsandel på mere end 50 procent inden for denne type udstyr, som benyttes ved alle offshore boringer. Udstyret gør det muligt at bore ud til de olielommer, som ofte ligger rundt om olieloftet og hovedboringen, hvilket bevirker, at man kan få mere olie op fra det enkelte olieloft. I august 2009, hvor foreningen valgte at købe, var aktiekursen faldet betydeligt pga. den lavere aktivitet i olieindustrien. Foreningen vurderede dog aktivitetsnedgangen til at være midlertidig, og at Schoeller-Bleckmanns produkter er uundværlige for deres kunder. Selskabet har øget deres markedsandel i industrien, da kunderne har valgt at koncentrere leverandørsiden, og med en pæn ordreindgang i 2010 er kursen steget med 11 procent i 2010. Kombineret med andelen af porteføljen gør det aktien til en af de største bidragsydere til afkastet.

Haldex

Svenske Haldex, der laver systemer til biler, som sikrer bedre vejgreb, kortere bremselængde og lavere brændstofforbrug, steg 51 pct. i første halvår. Stigningerne kommer efter en fortsat flot ordreindgang fra blandt andet VW-koncernen, Volvo og General Motors samt betydelige omkostningsreduktioner gennem sammenlægning af fabrikker. Endelig har Haldex etableret et stærkere fokus på lønsomhed i forbindelse med udviklingen af nye produkter, hvilket lover godt for en virksomhed, der producerer automobilsystemer, hvor driftssikkerhed er en absolut nødvendighed.

Læs mere om ATRIUM Value Partner - Europa Small Cap

På foreningens hjemmeside www.valuepartner.dk kan De læse mere om foreningens investeringsproces og løbende holde Dem opdateret om eksempelvis den daglige kursudvikling og investeringer i porteføljen. Ydermere finder De også foreningens månedsrapporter.

Som investor har De også mulighed for at tilmelde Dem ATRIUM Value Partners elektroniske nyhedsbrev – så vil De løbende blive

LEDELSESBERETNING, fortsat

orienteret om porteføljeopdateringer, finansielle rapporter, publikationer, nye produkter m.m.

Risici

Der er risiko ved at investere i aktier. Der kan ske relativt store udsving i nettoværdien af foreningsandelene bl.a. som følge af selskabsspecifikke, politiske, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold samt såkaldt event risiko (eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer).

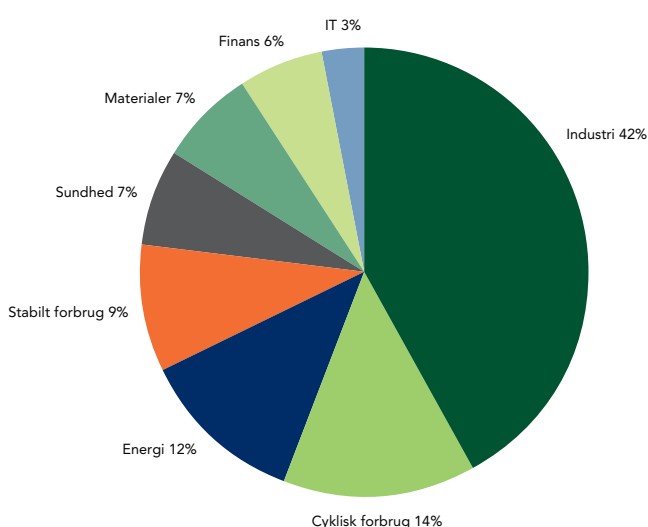
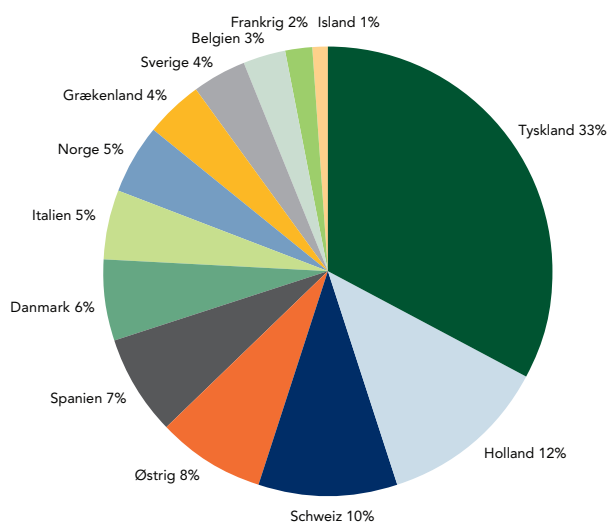
Foreningen anvender desuden betydelige ressourcer på at sikre den mest korrekte prisfastsættelse på de aktier, som indgår i foreningens portefølje. For yderligere beskrivelse af risici henvises til ATRIUM Value Partner – Europa Small Cap's prospekt.

Forventninger til andet halvår 2010

I første halvår af 2010 blev det bestående net af distributionsbanker udvidet med Sparekassen Lolland og Max Bank. Der er fra foreningens side fokus på at etablere yderligere distributionsaftaler i Danmark i løbet af 2010, og baseret på igangværende dialog er det foreningens forventning, at der tilføjes yderligere samarbejdspartnere i den resterende del af året. Under forudsætning af et konkurrencedygtigt og tilfredsstillende afkast af kapital under forvaltning giver en øget kendskabsgrad en begrundet forventning om vækst i kapital under forvaltning.

Som beskrevet i Årsrapport 2009 var foreningen tidligt opmærksom på risikoen for, at de store offentlige underskud løb løbsk. Meget tyder nu på, at verdensøkonomien kommer ind i en periode med forholdsvis lav vækst, hvor banker, borgere og stater specielt i OECD skal reducere gældsbyrden og samtidig undgå økonomisk tilbagegang. Et sådant scenarie har først og fremmest negative implikationer for højt gældsatte selskaber, hvorfor foreningen er tryk ved og fastholder sin konservative investeringsstil med fokus på finansielt solide selskaber med førende markedspositioner.

Afslutningsvis er det vigtigt at understrege, at foreningen investerer i fundamentalt undervurderede selskaber med udgangspunkt i specifikke selskabsanalyser og ikke med udgangspunkt i den generelle økonomiske situation. Foreningens investeringer er baseret på en investeringshorisont på 3 til 5 år. Investeringerne foretages i selskaber, der handler med en markant rabat i forhold til den beregnede fair value. Det er foreningens opfattelse, at foreningen med denne investeringspolitik vil levere et konkurrencedygtigt afkast i 2. halvår af 2010, der samtidig understøtter foreningens overordnede målsætning om at levere et gennemsnitligt årligt afkast i niveauet 10-15 procent over en investeringscyklus. Årets resultat vil dog også afhænge af udviklingen på de finansielle markeder, herunder specielt de europæiske aktiemarkeder.



LEDELSESPÅTEGNING

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt halvårsrapporten for 2010 for Investeringsforeningen ATRIUM Value Partner – Europa 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 16. august 2010

Bestyrelse

Henrik Ottosen
Formand

Robert Spliid
Næstformand

Peter Wendt
Bestyrelsesmedlem

Direktion

Christina Larsen
Direktør

ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS

Halvårsrapporten for Investeringsforeningen ATRIUM Value Partner - Europa Small Cap er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., samt Bekendtgørelse om finansielle årsrapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2009.

RESULTATOPGØRELSE

BALANCE

	01.01.10 - 30.06.10 (t.kr.)	01.01.09 - 30.06.09 (t.kr.)		30.06.10 (t.kr.)	31.12.09 (t.kr.)
Renter og udbytter	5.373	10.128	Aktiver		
Kursgevinster og -tab	33.255	20.067	1 Likvide midler	2.375	9.400
Administrationsomkostninger	3.975	3.661	1 Kapitalandele	303.083	500.602
Resultat før skat	34.653	26.534	Andre aktiver	4.516	1.376
Skat	391	1.476	Aktiver i alt	309.974	511.378
Halvårets nettoresultat	34.262	25.058			
			Passiver		
			2 Medlemmernes formue	306.199	511.349
			Anden gæld	3.775	29
			Passiver i alt	309.974	511.378

3 Femårsoversigt

NOTER

Sektorfordeling og landefordeling 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	30.06.10	30.12.09
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,22%	98,16%
Øvrige finansielle instrumenter	0,78%	1,84%

2. Medlemmernes formue	30.06.10		31.12.09	
	Cirk. Beviser	Formue	Cirk. Beviser	Formue
Formue primo	512.460	511.349	526.360	407.837
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		0		5.264
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		0		175
Emissioner i året	0	0	29.700	23.859
Indløsninger i året	221.056	242.662	43.600	34.722
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag	0	3.250		420
Overført fra resultatopgørelsen	0	34.262		119.044
Formue ultimo	291.404	306.199	512.460	511.349

NOTER (fortsat)

3. Femårsoversigt	30.06.2010	30.06.2009	30.06.2008	30.06.2007	30.06.2006
Halvårets nettoresultat	34.262	25.058	-87.240	169.939	8.219
Medlemmernes formue	306.199	422.873	636.622	895.194	616.095
Cirkulerende andele	291.404	518.060	536.360	485.800	455.000
Indre værdi	105,08	81,63	118,69	184,27	135,41
Omkostninger (%)	0,97	0,93	0,94	0,89	0,89
Halvårets afkast (%)	5,36	6,83	-11,08	23,58	4,39
Sharpe ratio	-0,71	-0,63	-	-	-