

# FORMUE

25. ÅRGANG

03 // 2010

## Ditlev Engel

Manden og missionen

- Derfor! Unikke Formuepleje Fordele
- Nye selskaber på Børsen: Ikke alt der glimter er guld
- De bedste aktier lige nu
- Dansk økonomi: Fra kulkælder til grøn gren



# Myteaflivning

Som aktionær i et eller flere af Formueplejeselskaberne bliver man desværre ofte udsat for myter og direkte misinformation om investeringskonceptet bag Formueplejeselskaberne.

Det er desværre ikke altid, der er mulighed for at korrigere disse myter og forkerte informationer, derfor kan man frygte, at der er aktionærer, som har solgt deres aktier i Formueplejeselskaberne på baggrund af et informationsgrundlag, der ikke har været domineret af fakta.

Vi er således opmærksomme på, at en del af aktionærene fra deres bankrådgivere har fået forelagt både forkerte og misvisende oplysninger om Formueplejeselskaberne og det investeringskoncept, selskaberne bygger på. Hertil kommer, at der har været et par negative avisartikler, der har baseret sig på fejlbehæftede eller i bedste fald misvisende oplysninger fra konkurrerende udbydere af investeringsprodukter.

I denne udgave af FORMUE har vi valgt, at beskrive Formuepleje-konceptet og de fordele, man har som aktionær i et eller flere af Formueplejeselskaberne. Det er mit håb herigennem at få aflivet nogle af de myter, der desværre florerer om Formueplejeselskaberne og de managementaftaler, selskaberne har med Formuepleje A/S.

En af de myter, vi tit støder på er, at man ikke kan sælge aktier af et større beløb i Formueplejeselskaberne: "Man kan sagtens købe et større beløb i et Formueplejeselskab, men man kommer aldrig af med dem igen - og under alle omstændigheder kun til en kurs væsentligt under indre værdi".

Med den nye selskabslov og de vedtægtsændringer, der blev vedtaget i alle selskaber i foråret, er denne mytes budskab langt væk fra virkeligheden. Som aktionær i et Formueplejeselskab kan man nu altid sælge sine aktier tilbage til selskabet til en kurs tæt på indre værdi og uden nogen beløbsbegrænsninger.

En anden myte er, at managementaftalen med Formuepleje A/S er meget dyr.

Det er ikke korrekt. Fakta er, at Formuepleje A/S primært bliver aflønnet på baggrund af de resultater, der skabes. Således har formuepleje A/S samme interesse som aktionærene i at skabe det højst mulige afkast i forhold til risikoen. Det honorar, der betales til Formuepleje A/S er direkte afhængigt af de resultater, der skabes til aktionærene. Og her er det vigtigt at huske, at der først betales resultathonorar, når eventuelle historiske underskud er tjent ind igen.

Fair konkurrence er en god ting, men det kræver, at man holder sig til fakta og korrekte informationer.



Esben Vibe, direktør, Formueplejeselskaberne



# FORMUE

Udgives af Formueplejeselskaberne som aktionærorientering.

## UDKOMMER

fire gange årligt, 3. uge i kvartalet.

## OPLAG

16.500 eksemplarer.

## MAGASINET'S FORMÅL ER:

- at orientere om udviklingen i Formueplejeselskaberne
- at vurdere finansmarkederne og fremlægge investeringsstrategier
- at informere om ny viden og lovgivning om formuepleje i Danmark
- at vurdere investeringsprodukter og faldgruber

## REDAKTION

Direktør Esben Vibe (ansvarshavende)

Kommunikationschef

Kristian R. Hansen

Kommunikationskoordinator

Gitte Wenneberg

Kommunikationskoordinator

Marianne Halse

Grafisk design Hanne Skov

Offsettryk Zeuner Grafisk

Fotografer Christoffer Håkansson

Istockfoto

Colourbox

**Forsidefoto:** Venligst udlånt af Vestas

## BIDRAGYDERE

Direktør Esben Vibe

Direktør Søren Astrup

Formueforvalter Jens Rygaard

Formueforvalter René Rømer

Formueforvalter Erik Béch

Aktiestrateg Stephen Rammer

Kommunikationschef

Kristian R. Hansen

Kommunikationskoordinator

Gitte Wenneberg

Kommunikationskoordinator

Marianne Halse

Bestyrelsesformand

Carsten With Thygesen

Bestyrelsesformand

Jørn Nielsen

3. KVARTAL 2010 // 25. ÅRGANG

Redaktionen er afsluttet  
25. juni 2010



## ARTIKLER

02 // Leder

04 // Formuepleje Fordele

14 // Ditlev Engel: Manden og missionen

18 // Aktieanalyse: Vestas

22 // Ny investeringsforening

24 // Fornyet interesse for børsintroduktioner

28 // Fra kulkælder til den grønne gren

31 // Nyt fra bestyrelsen

32 // Hvordan påvirkes selskaberne, når schweizerfrancen stiger?

34 // Markedsvurdering

36 // Obligationer

37 // Valuta

38 // Aktier

39 // De bedste aktier lige nu

## FAKTASIDER

43 // Introduktion til faktasider

44 // Optimum

45 // Pareto

46 // Safe

47 // Epikur

48 // Penta

49 // Merkur

50 // LimiTtTellus

51 // Fokus

04



14



22



28





# Formuepleje Fordele



Jeg får som direktør i Formueplejeselskaberne ofte spørgsmålet "Hvordan adskiller Formuepleje sig fra andre formueforvaltere?"

Det er naturligvis et spørgsmål, jeg gerne vil svare på – om end det nemt kan blive en meget lang tale. Det korte, og måske for konkurrenter provokerende, svar er – at Formuepleje søger at gøre det rigtige og søger at skabe værdi. Eller som den navnkundige grundlægger af en af verdens største investeringsbanker, J.P. Morgan udtrykte det: "Add value and exchange it for profit". Formuepleje søger at

skabe værdi for kunderne ved at gøre det rigtige, og veksler det til indtjening i virksomheden. Det er Formuepleje i en nøddeskal.

## **MEN FORMUEPLEJE ER MERE END DET**

Det uddybende svar kommer på de følgende sider, hvor jeg har bedt Formuepleje uddybe forretningsmodel, værdier og USP'er - "unikke salgspointer" i temaet Formuepleje Fordele.

*Esben Vibe, Direktør, Formueplejeselskaberne*

# 1

## Formuepleje gør det selv

Ejere, ledelse og medarbejdere i Formuepleje investerer selv et trecifret millionbeløb i Formueplejeselskaberne. På samme vilkår som alle andre aktionærer. Vi anfører dette, fordi vi finder det overordentligt vigtigt at aktionærerne ved, at vi, populært sagt, "tager vores egen medicin". Helt konkret synes vi de mange fordele, der er ved at være en del af Formueplejes unikke investeringsmodel er så åbenbare, at vi ikke kan forestille os en anden og bedre mulighed for at placere vores opsparede midler. Næste gang Deres bankrådgiver anbefaler et investeringsprodukt, så prøv at spørge om hun selv har placeret sin opsparing i netop dét investeringsprodukt.

Thomas Berngruber  
Formueforvalter



# 2

## Konkurrence dygtigt afkast

Formuepleje Safe, der er det største og ældste af Formueplejeselskaberne, har skabt et samlet afkast på knap 1300% eller hvad der svarer til 13% om året siden starten i 1988. En investering på 100.000 kr. er således vokset til 1.400.000 kr. Til sammenligning er verdensaktieindekset FT World steget 126% i samme periode.

De seneste 12 måneder er spændet mellem selskabernes indre værdier og børskurser indsnævret betydeligt. Således er børskurserne for de tre største selskaber, Safe, Epikur og Penta, steget hhv. 44%, 48,6% og 48,7%. Til sammenligning er verdensaktieindekset FT World steget 24,7%.

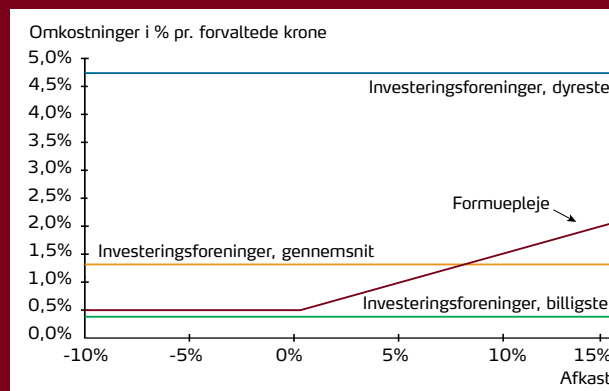
# 3

## Afkast og omkostninger går hånd i hånd

Formuepleje bliver honoreret i forhold til det resultat, der bliver skabt. På den måde har Formuepleje og aktionærerne den samme langsigtede interesse – nemlig at skabe det højeste mulige afkast i forhold til risikoen. Vi kalder vores gennemskuelige forretningsmodel no cure – low pay. Andre steder betaler De samme omkostningsprocent – uanset resultatet. I de klassiske Formueplejeselskaber betaler De for formueforvaltningen således:

- 10% resultathonorar, når der er overskud. Tidligere års underskud skal indtjenes krone-for-krone, før der igen betales resultathonorar.
- Højest 0,5% fast honorar. En rabataftale betyder, at det faste honorar falder i takt med porteføljernes størrelse. I seneste regnskabsår lå det gennemsnitlige faste honorar på mellem 0,27 og 0,5%.


En vigtig detalje: De betaler fast honorar af hele den forvaltede portefølje. For de Formueplejeselskaber, der anvender lånekapital (gearing) betyder det, at De betaler fast honorar af både Deres egne indskudte midler samt af de af selskabet lånte midler.



# 4

## Lav omsætning – højt afkast

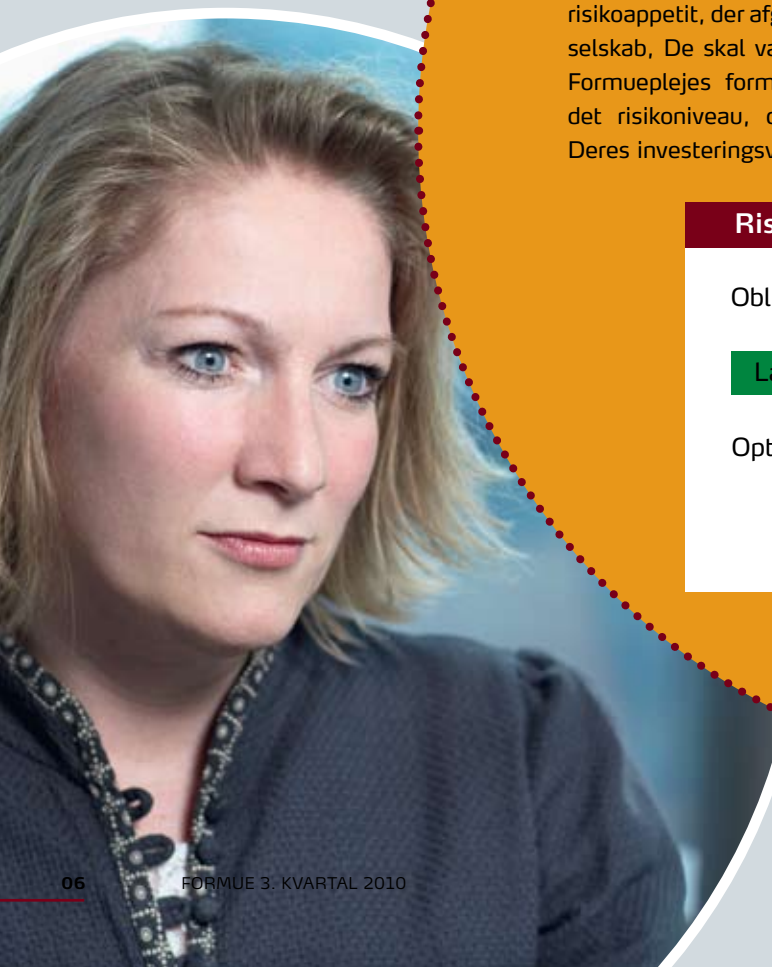
Hos Formuepleje har kunder og formueforvalter en fælles interesse i at holde omsætningen af værdipapirer nede på et minimum. Det udløser nemlig altid omkostninger at handle en aktie. Derfor vælger Formueplejes formueforvaltere udelukkende at købe eller sælge en aktie, hvis handlen kan være med til at forbedre afkastet til aktionærene. Andre steder er kurtageindtægter og kursskæringer selve incitamentet for at anbefale investorer at købe eller sælge deres værdipapirer. Det betyder udgifter for kunden, men indtægter til en koncernforbundet bank. Formuepleje bliver betalt for at levere gode afkast, ikke for at handle med værdipapirer. Alt andet lige giver det et højere afkast.



Thomas Baisgaard  
Handelsfuldmægtig

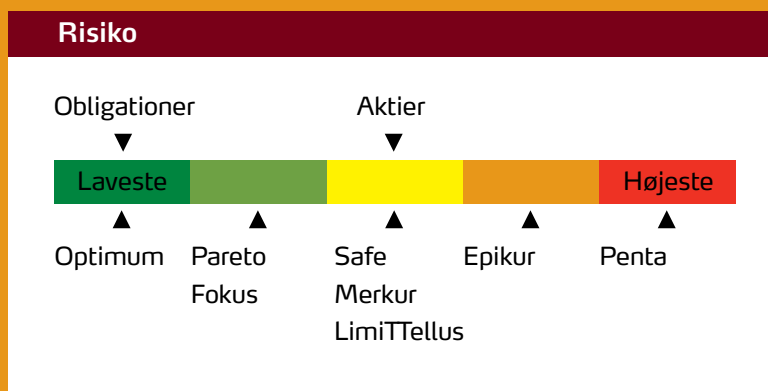
# 5

## Sammen finder vi Deres risikoappetit



Formueplejeselskaberne har forskellige risikoniveauer – fra lav til høj. Det er Deres risikoappetit, der afgør, hvilket Formueplejeselskab, De skal vælge. I samarbejde med Formueplejes formuerådgivere fastlægges det risikoniveau, der ligger til grund for Deres investeringsvalg.

Risikobarometeret herunder indikerer det enkelte Formueplejeselskabs placering i forhold til de øvrige selskaber og i forhold til risikoen på obligations- og aktiemarkedet.



Marianne Thørs  
Formuerådgiver

# 6

## Nobelprisbelønnet model

I 1952 opdagede økonomen Harry Markowitz, at man med baggrund i historiske data kan bestemme præcist hvilken investering, der giver det bedste forventede afkast i forhold til risikoen.

Hvis vi antager, at der kun findes to investeringsmuligheder - aktier og obligationer - da kan den bedste fordeling beregnes matematisk, og den optimale investering, dvs. den sammensætning, hvor vi får det højeste afkast i forhold til risikoen, fastlægges.

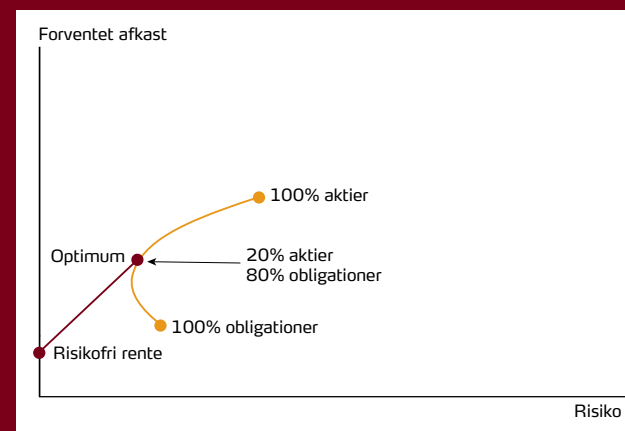
Markowitz fik senere Nobelprisen for sin iagttagelse. Yderligere to økonomer, William Sharpe og James Tobin har siden bygget videre på modellen - og i øvrigt også modtaget Nobelpriser for deres bidrag.

Det er denne enkle model, Formuepleje gennem mere end 20 år har udviklet. Vi blander typisk aktier og obligationer i een investering og tager os af alle beslutninger og al administration. Det hele foregår inde i et børsnoteret investeringsselskab med fuld gennemsigtighed.

Den optimale portefølje kaldes Formuepleje Optimum. Har De appetit på mere risiko (og mulighed for større afkast), kan De vælge selskaberne Pareto, Safe, Epikur og Penta, der skalerer Optimum-porteføljen ved hjælp af lån, typisk i forholdet 1 del egenkapital til 1-4 dele lånekapital. Det er ikke kun Formuepleje, der anbefaler investering efter tangentporteføljeteorien. De tre danske

professorer Michael Møller fra Copenhagen Business School, Carsten Sørensen, Copenhagen Business School og Jens Perch Nielsen, Københavns Universitet bidrog i 2006 med en artikel i fagtidsskriftet *Finans/Invest*, hvor konklusionen er, at der findes én optimal investering, den almindelige investor bør foretage. Formuepleje har udarbejdet et særtryk af artiklen, som De er velkommen til at bestille et gratis eksemplar af. Artiklen kan bestilles via dette link:

<http://www.formuepleje.dk/finansinvest>



Simon Friis-Therkelsen  
Regnskabschef

# 7

## Målet er det samme

Formuepleje er uafhængig i forhold til den øvrige finansverden. Forretningsmodellen bygger på, at Formuepleje hverken modtager eller afgiver provisioner til banker eller andre finansielle rådgivere. Det synes vi, er den sundeste forretningsmodel.

Formuepleje bliver primært aflønnet på baggrund af resultaterne og har derfor samme mål, som aktionærerne – nemlig langsigtet at skabe det højst mulige afkast i forhold til risikoen.



Hanne Skov  
Grafisk designer

# 8

## 100 værdipapirer i én aktie

En aktie i et Formueplejeselskab er ikke én aktie. Det er en kurv af solide stats- og realkreditobligationer samt globale aktier med et internationalt fokus. Alle investeringer er nøje udvalgt ud fra objektive kriterier for indtjening, vækstrater og risikotillæg. Der allokeres ikke midler til mode-aktier eller "spændende" investeringsobjekter.

Én aktie i et Formueplejeselskab giver således en stor risikospredning. Samtidig er det en nem og overskuelig måde, at få udenlandske aktier ind i porteføljen.

Her kan De se listen over de største aktier og obligationer i Formuepleje Safe:

AKTIER	OBLIGATIONER
IBM	5% Realkredit 2038
Microsoft	5% Realkredit 2035
G4S	2% Flex 2013
Halliburton	4% Realkredit 2028
Teva Pharmaceuticals	6% Realkredit 2041
RSA Insurance Group	
Allianz	
Conocophillips	
Koninklijke Ahold	
Aviva	



# 9

## 360° formuerådgivning

Formuerådgiverne i Formuepleje er specialister i at skabe overblik over komplekse formuer og udarbejde langtidsholdbare løsninger. Formuepleje tilbyder en 360° formueanalyse, der giver overblik over den aktuelle økonomiske situation og samtidig anviser veje til den optimale sammensætning af Deres samlede portefølje.

Målsætningen er at skabe det højst mulige afkast i forhold til Deres risikoholdning og under hensyntagen til de skattemæssige forhold. Formueanalysen udarbejdes på grundlag af en grundig rådgivningssamtale.

Analysen inddrager balancesammensætning, aktivfordeling herunder opdeling i skattemiljøer, den aktuelle porteføljes forventede afkast og risiko samt konsekvenser ved omlægning af porteføljen. Ved at inddrage totalbalancen, kan formueanalysen på baggrund af aktiver og passivers karakteristika sammenholdt med Deres risikoholdning, give en konkret anbefaling på den optimale formuesammensætning.

### FORMUEANALYSE

Efter et individuelt møde udarbejder vi en detaljeret formueanalyse med konkrete forslag til eventuelle omlægninger. Formuepleje står udenfor den øvrige finansverden. En central del af vores forretningsmodel bygger på, at vi hverken modtager eller afgiver provisioner eller andre ydelser for at anbefale produkter eller rådgivning.

Vores rådgivning overfor kunder er altid uforbindende for kunden og altid uden honorar. Tilsvarende gælder naturligvis også overfor vores samarbejdspartnere. Vi bliver aflønnet på baggrund af vores resultater og har samme interesse, som vores kunder – nemlig langsigtet at skabe det højst mulige afkast i forhold til risikoen. Et møde med os giver mulighed for at komme hele vejen rundt om Deres økonomi og derved se formuen i et nyt perspektiv.



Anders Kristiansen  
Formuerådgiver



Stephen Rammer  
Aktiestrateg

# 10

## Forsigtig gearing – uden personlig hæftelse

Nogle af Formueplejeselskaberne anvender gearing på et konservativt niveau. Gearing er det finansielle udtryk for at investere for lånte penge. Alle selskaber i den finansielle sektor anvender lånekapital. Hele 95% af alle driftsselskaber anvender lånekapital, og hovedparten af alle husejere anvender lånt kapital, eller gearing som det kaldes.

Men hvorfor anvende gearing? Hele idéen med at anvende lånekapital i et selskab bygger på én grundlæggende antagelse: Hvis der kan skabes et højere afkast pr. investeret krone, end det koster at låne – så forbedrer det afkastet væsentligt at anvende lånekapital.

Gearing opfattes af mange som farligt. Og det er korrekt, at man som investor skal være forsigtig med selv at gå i banken og anmode om et lån til investering, fordi De hæfter personligt for lånet.

Når De investerer gennem Formueplejeselskaberne hæfter, De udelukkende for det beløb, De selv kommer med. Dvs. når investor ønsker at investere 1 mio. kroner i fx Formuepleje Safe, så låner selskabet 2,5 mio. kroner i banken, og investerer således 3,5 mio. kroner for Dem. Hvis kursen falder hæfter selskabet for lånet, og derfor kommer investor aldrig ud af investeringen med gæld.

Anders Bjørnager  
Formuerådgiver



# 11

## Lavere lånerenter – højere afkast

Formueplejeselskaberne investerer delvist for lånte midler. Når Formueplejeselskaberne forhandler lånevilkår med bankerne, sker det mellem professionelle parter og på markedsvilkår. Det er en sund interessekonflikt. Det betyder, at selskaberne opnår meget attraktive lånerenter, både i forhold til konkurrerende selskaber, der typisk optager lån i moderbanken (usund interessekonflikt) og i forhold til private investorer, der selv konstruerer en gearet værdipapirportefølje.

Formueplejeselskaberne anvender i øjeblikket 3 forskellige banker, Nordea, Danske Bank og SEB. De eksakte lånesatser er en forretningshemmelighed, men i forhold til de lånesatser, De som privat investor kan opnå, er der tale om besparelser på mindst 2 – 3%-point.

Ved en gearing på fx 3 svarer disse besparelser til et merafkast på mellem 6 og 9%, og overstiger derfor typisk de omkostninger, aktionærene betaler for at investere gennem Formueplejeselskaberne.



René Rømer  
Formueforvalter



# 12

## Formue Forum – videndeling og netværk

Formueplejes afholder løbende arrangementer i Formue Forum. Her klædes aktionærene fagligt på til at møde udfordringerne i den finansielle verden. Formuepleje afholder en række seminarer med fagspecialister, blandt andet indenfor revision, skat, jura, ejendomme, jord- og skovbrug. Nogle arrangementer er stort anlagte, mens andre mere har karakter af at være "fyraftensmøder", der er orienterende og rådgivende. De forskellige arrangementer er en rigtig god måde at opdatere sin viden og stifte bekendtskab med Formuepleje på.

Her kan aktionærene mødes ansigt til ansigt og få mulighed for en tæt dialog om, hvad der skaber værdi. Formue Forum kommer hele vejen rundt om aktuelle emner, og Deres spørgsmål om investering besvarer Formueplejes kompetente rådgivere.

På hjemmesiden kan De altid finde aktuelle arrangementer. Vel mødt i Formue Forum. [www.formuepleje.dk/forum](http://www.formuepleje.dk/forum)



Marianne Halse  
Kommunikationskoordinator



Søren Astrup  
Direktør for formueforvaltning

# 13

## "Du er ikke alene..."

Omkring 20.000 aktionærer har valgt at overlade deres formue helt eller delvis til Formuepleje. I fællesskab investerer aktionærene 35 mia. kroner efter Formueplejes investeringsmodel. Derfor er Formuepleje i dag Danmarks største uafhængige formueforvaltere. Formueplejes ejere, ledelse og medarbejdere er selv investorer i selskaberne – på lige vilkår med alle andre aktionærer.



## LÆS OGSÅ MAGASINET FORMUE HER:

### HOTELLER:

Ballen Badehotel

Bogense Hotel

Bredal Kro

Brobyværk Kro

Color Hotel Skagen

Comwell Kellers Park

Det Lille Hotel, Ærøskøbing

Havreholm Slot

Hellerup Parkhotel

Hotel Bretagne, Hornbæk

Hotel Ebeltoft Strand

Hotel Europa, Åbenrå

Hotel Fjordgården

Hotel Hornbækhus

Hotel Kong Arthur

Hotel Kronprinds Frederik

Hotel Lunderskov

Hotel Maribo Søpark

Hotel Sct. Thomas

Hotel Strandtangen

Hotel Svedskegyden, Samsø

Hotel Svendborg

Hotel Sønderborg Garni

Hotel VejleFjord

Hotel Viking

Hotel Villa Brinkly

Hotel Villa Strand, Hornbæk

Hotel Vissenbjerg Storkro

Lind Hotel

Lundeborg Hotel & Café

Løndal Østerskov

Marielund, Skagen

Nørre Vinkel Hotel & Golfcenter

Otterup Hotel

Radisson SAS, Silkeborg

Rold Storkro

Royal Oak, Rødding

Ry Park Hotel

Skjoldenæsholm Hotel & Conferencecenter

Skodsborg Kurhotel & Spa

Snaptun Færgegaard

Sophienberg Slot, Rungsted

Steensgaard Herregaardspension

TRINITY Hotel & Conference Centre

### GOLFKLUBBER:

Kolding Golf Club

Hedens Golfbane

Lyngbygaard Golf

Rungsted Golfklub

Ree Golf

Værløse Golfklub

Odense Golfklub

Esbjerg Golfklub

Silkeborg Golf

Falster Golf Klub

Hørsholm Golf

Golfklubben Hedeland

Proark Odense Eventyr Golf

DITLEV ENGEL:

# Manden og missionen

Vestas vil være til stede i verden, og vindmølleproducenten har internationalt fokus - ikke mindst takket være koncernchef Ditlev Engel, der er på en mission.

AF MARIANNE HALSE, KOMMUNIKATIONSKOORDINATOR, FORMUEPLEJE A/S



En mild junidag lagde Ditlev Engel vejen forbi Formueplejes hovedsæde i Århus. Her fandt han tid til at tale om Vestas aktiens fremtid, om sin egen mission som dedikeret leder af snart 24.000 medarbejdere, og ikke mindst om at promovere og kapitalisere på en teknologi, der i sin tid blev løbet i gang af græsgrødder.

Formueplejes aktiestrateg Stephen Rammer præsenterede oplægsholderen Ditlev Engel for en gruppe tilhørere hos Formuepleje. Sjældent er en dansk erhvervsleder blevet så eksponeret i medierne, som tilfældet er med Ditlev Engel. Anliggendet hos Formuepleje var at give Q1 2010 rapporten nogle ord med på vejen.

## TIL STEDE I VERDEN

Kigger man på Vestas' udvikling over år, var ordren fra det portugisiske energiselskab EDPR<sup>1)</sup> den 26. april 2010 en ren fuldtræffer. Vestas fik den største leveringsaftale nogensinde på 1500 MW (megawatt). For at kunne honorere sådan en aftale, skal man være globalt til stede.

Tilstedeværelse og dedikation hersker der ingen tvivl om fra koncernchefens side her i mødelokalet, hvor kig til himmel og hav minder om, hvad Vestas-missionen går ud på. Ditlev Engel følger redegørelsen om den portugisiske ordre på vej med ordene; "alle kan sige det, det er ikke sikkert alle kan gøre det". Og når et Vestas slogan lyder: "Wind. It means the world to us" – så kan man se på ham, at han mener det. Ditlev Engel begejstrer med sin mission.


## GLOBAL ORIENTERING OG LOKAL FORANKRING

2/3 af Vestas er udenlandsk ejet, og 99% af omsætningen hentes hjem udenfor Danmark. Det stiller krav til organisationen, og når engelske fraser blander sig med det danske, kan man ikke fortænke Ditlev Engel i det. Vestas' globale orientering er essentiel for hele korpsånden i virksomheden. "Vi fastholder store investeringsplaner, fordi det er vigtigt at være en aktiv spiller på det marked, man ønsker at være en del af".

På spørgsmålet: *Er Vestas ikke nervøse for at blive kopieret?* lyder svaret: "Nej, de unikke styringssystemer laves kun i Hammel, og de er meget svære at kopiere. Kopier er svære at undgå, og den omstændighed er også en grund til, at vi ønsker at være til stede lokalt – i baghaven." Så begrebet global orientering får betydning gennem lokal forankring - i mere end én forstand.

## KINESISK BENCHMARK

"Strategien er at være *"In the region for the region"*. Det er så vigtigt, at komme ind på markedet og blande sig i kampen." Ditlev Engel uddyber: "I Kina var støbekapaciteten for eksempel ikke god nok, derfor valgte vi simpelthen at bygge vores eget støberi. Vi har øget kapaciteten i Kina fra 65 til 3000 mand, og vi skal være den kinesiske konkurrent - indefra. Så er der selvfølgelig andre fordele ved at kende markedet – Vestas' kinesiske underleverandører har jo gjort det billige for organisationen. Vestas har virkelig sat sit

A portrait of Ditlev Engel, a man with short brown hair and glasses, wearing a dark suit, white shirt, and a light blue and red striped tie. He is smiling slightly and looking towards the camera. The background is a blurred office setting.

**"Om Kina tør jeg godt sige:  
Der er ikke nogen, der er mere  
kinesiske end os!"**

Ditlev Engel

"foodprint" på Kina. Skulle Kina, mod forventning, ikke "performe", så kan vores produktionsapparat betjene det øvrige Asien. Det er sund fornuft. Ja, om Kina tør jeg godt sige: Der er ikke nogen, der er mere kinesiske end os!"

#### **VÆKSTAKTIEN VESTAS – OG DEN FORVENTNINGSFULDE AKTIONÆR**

"2009 var Vestas' bedste år nogensinde og 2010 er udfordrende." Så kort kan det siges. Ditlev Engel forsætter: "I 2009 foregik der en spændende diskussion i pressen om, at Vestas skulle nedjustere – og det gjorde vi så ikke. Markedet havde ret, men hvornår ramte det Vestas' regnskab?"

Kritikere har påpeget, at ved aktieemissionen i maj 2009 hentede Vestas 6 mia. og i marts i år, hvor salg af virksomhedsobligationer indbragte 4,5 mia., blev mange af pengene brugt til at udvide kapaciteten i produktionsapparatet. Det skete til og med i en periode, hvor industrien var presset på ordretilgang. Især er Vestas' fabrikker i USA vokset voldsomt. I Colorado er der bygget egen tårnfabrik af gigantiske dimensioner, blandt andet med 12 km. integreret jernbane.

Aktiestrateg Stephen Rammer, Formuepleje udtalte på Børsen TV den 13. maj, at "i takt med bedring i markedet bliver arbejdskapitalen i Vestas forbedret. Med højere pengestrømme har Vestas mindre brug for kapital fra investorerne, og jeg mener, at Vestas har vendt det skarpe hjørne."<sup>2)</sup> Koncernchefen understreger her i mødelokalet hos Formuepleje, at Vestas nu har et skelet, der kan bære massiv vækst, og at virksomheden er klar til at eksekvere vokseværket. "Etableringsfasen har været dyr i forskning, etablering og udvikling. Det kan virke aktionærfjendsk, men vi har haft en meget konservativ strategi og satset på forskning og sikkerhed. En vindmølle er som bekendt ikke en "off-the-shelf vare". Vestas stiller vindmølleparken op og tager ansvar for drift

>>

og supervision. Alle markeder er forskellige, og her tænker jeg specielt på netsystemet. At købe vindenergi kræver rigtig meget tilpasning til det enkelte netværk. Vestas mestrer det, og vi har langsigtede aftaler 20 år ud i fremtiden". Lytter vi til Ditlev Engels ord, så stilles Vestas aktionæren noget godt i udsigt.

### OBAMAS USA

#### - VERDENS STØRSTE ENERGIFORBRUGER

USA er verdens største energiforbruger, og her, mere end i noget andet land, er det det politiske system, der sætter dagsordenen. Vestas håber på endeligt gennembrud i det amerikanske marked og har ansat yderligere 2000 mand. Ditlev Engel pointerer: "Nu har man en præsident i USA, der vil det her. Obama har udtalt, at for at få ren energi skal den private sektor med, og den skal investere i de nye rene energiformer. Det kræver konsensus og enighed fra kongressen". Ordene bliver sagt med eftertryk, og han uddyber: "For Obama er olieudslippet ud for USA's sydkyster i Den Mexicanske Golf et bevis på, at USA i fremtiden skal mindske og til sidst gøre sig helt fri af fossile energikilder som olie og kul. Når den amerikanske præsident udtaler, at der ingen vej er udenom konkret at sætte en pris på CO<sub>2</sub>, og dermed sætte alle kræfter ind på at mindske udledningen af drivhusgasser, så betragter vi i Vestas det som perfekt timing og en klar "home run" på energi. Der er ingen tvivl om, at vores strategi om "in the region for the region" kommer os til gavn, måske især på det energikrævende amerikanske marked".

### GO USA

For en Vestas-aktionær er Obamas vej til at få et klart "sæt i gang" fra Repræsentanternes Hus et drømmescenario. Kunden er i denne sammenhæng de store energiproducenter, og deres krav er høje. I en global energiportefølje er det en væsentlig pointe, især som miljøkatastrofen i øjeblikket udspiller sig langs den amerikanske sydkyst, at energi er politisk drevet. Den forretningsmæssige interesse og det ubestridte faktum, at energi er så essentielt for samfundet, sætter energiindustrien i en niche for sig. Eller som Formueplejes aktiestrateg Stephen Rammer udlægger det; "I 2020 vil 80% af den gas Europa skal bruge komme fra Rusland og Algeriet, og det kan virke som et ret skræmmende og afhængighedsskabende perspektiv".

Ditlev Engel slutter emnet det amerikanske marked: "Vi bliver klogere henover sommeren, og igen er vores strategi om "Global presence secures local competitiveness" et signal, både til den amerikanske regering og til vores aktionærer om, at vi er klar. Bliver der for alvor sagt "go" i USA, så er vi, takket være vores langsigtede strategi, helt parate til at levere vindmøller svarende til energimængden 3000 MW.



### VINDMØLLEN V112 – 3,0 LANCERES I AUGUST

Vestas' ny højteknologiske vindmølle V112-3,0 lanceres på land og offshore i august måned. Ditlev Engel fortæller engageret om, hvordan vindmøllens kapacitet er afprøvet på Isle of Wright af British Airways og Formel 1 ingeniører. "Møllen er standardiseret, let at installere og servicere samtidig med den er designet, så transporten er nemmere". Men hvad kan den nye vindmølle, som tidligere modeller ikke kunne? lyder et spørgsmål. "Helt konkret drejer andre vindmølle typer rundt ved 5-25 meter i sekundet, og den nye mølle kan via højt udviklet teknologi fange vinden, når den er "lav", dvs. når der kun er tale om 3-4 sekundmeter. Det giver helt nye muligheder for udnyttelse af vind".

### SAFETY FIRST

#### - OG 138 MÅLEPUNKTER PÅ ÉN VINDMØLLE

Vestas arbejder med en non-financial reporting opgjort i arbejdstimer og i sikkerhed.<sup>3)</sup> Ditlev Engel forklarer: "Begrebet "safety first" har fået helt ny aktualitet, med miljøkatastrofen, hvor BP har haft store problemer med at stoppe olie-lækagen og mindske miljøkatastrofen. Så når der træffes energipolitiske beslutninger på højeste plan, kan et punkt som sikkerhed være det, der diskvalificerer en leverandør. Derfor vægter vi det også højt".

Vestas havde 4,4 arbejdsulykker pr. en million udførte arbejdstimer i første kvartal af 2010<sup>4)</sup>. Q1 2010 regnskabet ikke-finansielle punkter er i overensstemmelse med missionen og viljen til at vinde. Ditlev Engel vil gerne uddybe: "Væsentlige parametre er, at måle på kunde- og medarbejdertilfredsheden, og når der uddeles bonus i virksomheden, bliver alle målt efter samme Key Performance Indicators".





### GRØN TANKEGANG

Vestas tager sin egen medicin, idet der rundt i samtlige afdelinger tænkes miljø, bæredygtighed og CO<sup>2</sup>. Hvordan håndteres det i praksis? Ditlev Engel: "55% af den energi Vestas selv bruger skal komme fra vedvarende energikilder. Det nye hovedsæde i Århus er så miljømæssigt gennemtænkt ned til mindste detalje, at det kun forbruger halvdelen af den energi, som et ordinært kontorbyggeri bruger," Ditlev Engel uddyber: "Vi handler overordnet set efter ordene: "As green as it gets" i enhver henseende".

### VESTAS I ET "SWEET SPOT"

Vestas har kampagner og lobbykontorer flere steder i verden, og selskabet har sat sig i spidsen for at nå EUs målsætning om 20% alternativ energi i 2020. At det kan blive svært at nå, hersker der efter FNs klimatopmøde ingen tvivl om. Om Vestas' mission siger Ditlev Engel: "Vi er drevet af interesse for kapital, men opstået på en grøn værdi, det er det "sweet spot" Vestas befinder sig i". Intentionen er ikke til at tage fejl af. Vestas får fokus verden over, og selvfølgelig er der medvind, fordi stigende miljøbevidsthed er pro vindmølleindustrien. Ditlev Engel er meget bevidst om værdien og udfordringen i mediebevågenheden: "Fordi aktien er "grøn" og til og med har en stærk kapital i ryggen, sikker teknologi og en veldokumenteret "track-record", får vi rigtig meget fokus worldwide".

### OMSÆTNING AF VESTAS-AKTIEN OG ANTALLET AF AKTIEANALYTIKERE

Vestas aktien er nærmest en folkeaktie i Danmark, men aktiemajoriteten ligger udenfor landet. Hvad med aktiens

værdi? Interessant er det, at der er cirka 50 aktieanalytikere, der dækker Vestas-aktien, mens A.P. Møller-Mærsk aktien globalt dækkes af 22 analytikere. Hvad skyldes det? Ja, Vestas-aktien har nærmest skabt en aura, et "hype", en form for industri i sig selv.

### VIND FOR FREMTIDEN

Vestas har bevæget sig fra at være interessant for den almindelige investor til at være genstand for de store energiselskabers investeringsøjne. Når Vestas' Q2 2010 offentliggøres den 18. august sker det i London, og præsentationen af Q3 er henlagt til New York den 26. oktober.

Den professionalisering, virksomheden har gennemgået de sidste år, er med til, at skærpe interessen og give virksomheden, og ikke mindst koncernchefen rigtig meget mediefokus. Ditlev Engel pointerer med et smil, at der jo ikke gives nogen garanti for vinden. Hos Formuepleje, citerer koncernchefen et kinesisk ordsprog, som lyder: "Man skal aldrig kigge på bølgerne, men i stedet kigge på strømmen" – i tilfældet Vestas giver det rigtig god mening.

Jo, Vestas er til stede i verden.

*marianne.halse@formuepleje.dk*

### DITLEV ENGEL

Født 24. maj 1964, gift, to børn, bor i Århus  
1983 Samfundssproglig student fra Kildegaard  
Gymnasium  
1984 HHX fra Niels Brock  
1985 Elev, Hempel  
1990 HD i regnskabsvæsen og økonomistyring fra  
Handelshøjskolen i Kbh.  
1990 Adm. direktør, Hempel i Norge.  
1997 General Management Degree, INSEAD i Paris  
1997 Adm. Direktør, Hempel Hongkong  
1999 Koncerndirektør, Hempel Kbh.  
2000 Koncernchef, Hempel A/S  
2005 Koncernchef, Vestas Wind System A/S  
2008 Kåret som Årets Leder af Ledernes  
Hovedorganisation

*Kilde: Kraks Blå Bog*

Kilder:

- 1) EDP Renováveis, hedder det portugisiske energiselskab.
- 2) Børsen TV, 13. maj 2010.
- 3) Kilde: www.vestas.com - Products and Presence p. 14.
- 4) Kilde: www.vestas.com - Products and Presence p. 10.

>>

# Aktieanalyse: Vestas

En voksende ordrebog, mulighed for en ny energilovgivning i USA, en action plan i Europa for 2020 målsætningen og introduktion af en helt ny vindmølle er alle forhold, som kan bidrage til at forny interessen for Vestas-aktien hen over sommeren.

AF STEPHEN RAMMER, AKTIESTRATEG, FORMUEPLEJE A/S



Vestas har det sidste års tid været igennem en decideret "ordretørke" i kølvandet på finanskrisen. Selskabet har hele tiden fastholdt, at der var tale om finansieringskrise og ikke en efterspørgselskrise efter vindmøller.

Aktiemarkedet var derfor tydelig lettet, da Ditlev Engel for nylig kunne annoncere den hidtil største ordre i selskabets historie fra portugisiske EDP på hele 1500 MW plus option på levering af yderligere 600 MW efter en længere periode med stilstand. Selv uden denne ordre er ordre-flowet nu stigende, om end der er tale om en behersket stigningstakt, se figur 1. En ordre af denne størrelse dokumentere, at Vestas fortsat er med helt fremme og i stand til at holde konkurrenterne GE og Siemens stangen.

USA er sammen med Kina de to vigtigste vindmøllemarkeder i verden. Det er derfor af særlig interesse, at der nu er tegn på, at det amerikanske marked så småt er ved at vågne igen. I februar 2010 sikrede Vestas sig en ordre på 99 MW (33 x V90-3.0 MW vindmøller) til installation i staten New Hampshire i USA, den første US ordre i mere end 1 år. Kun en måned senere indløb endnu en ordre på 145 MW (81 x V90-1.8 MW) fra We Energies til levering i staten Wisconsin.

## STOR SATSNING PÅ USA

Det stigende antal ordrer kommer på et tidspunkt, hvor Vestas har udvidet sin kapacitet betragteligt og satset hårdt på, at den amerikanske statsadministration ville skabe attraktive rammebetingelser for vind. Skulle det lykkes Obama at få vedtaget en pris på CO<sup>2</sup> i kongressen, står Vestas stærkt til at kapitalisere på sin betydelige investering.

Omvendt kan en træg proces omkring CO<sup>2</sup> lovgivningen forlænge pay-back tiden på de amerikanske investeringer betydeligt og lægge et synligt pres på Vestas' indtjeningsmarginer. Den eksisterende "climate bill", sponsoreret af John Kerry og Joseph Lieberman, har passeret Repræsentanternes Hus, men mangler fortsat at blive godkendt i Senatet, hvor Demokraterne kun kan mønstre 59 ud af 60 stemmer, som er nødvendige, for at kunne stemme forslaget igennem. Foruden at reducere CO<sup>2</sup> udslippet med 17% under 2005-niveau indeholder lovforslaget initiativer til at begrænse off-shore drilling efter BP-olieulykken i den Mexicanske Golf. Men netop dette var paradoksalt et af forhandlingspunkterne, som Demokraterne var parat til at bløde op på og tilbyde republikanerne, som modydelse for en "climate bill" før ulykken indtraf. Denne indrømmelse er af naturlige årsager nu taget af bordet og komplicerer derfor forhandlingerne.

## KINA –“IF YOU CAN MAKE IT THERE YOU CAN MAKE IT ANYWHERE”

Også Kina fylder stadig mere i ordrebøgerne. Markedet er i eksplosiv vækst drevet af ambitiøse målsætninger fra politisk hold (200,000 MW i 2020). Men konkurrencen er også intens og i høj grad centreret omkring pris. For få år siden var der ingen kinesiske vindmølleproducenter, men i dag kan landet mønstre næsten 100 fabrikker, og flere kommer til. Overraskende i lyset af, at vindmølleindustrien altid har slået på, at adgangsbarriererne var høje. Få af producenterne evner dog formentlig at styre sikkert igennem den hurtige vækst i markedet – og begrebet ”ræsemøller” udtrykker præcist, hvilke kvalitetsproblemer de fleste lokale producenter kæmper med. Udfordringerne med blot at holde møllerne på det ustabile el-net i Kina er betydelige. Hertil kommer kvalitets sikring af det egentlige materiel, som giver de vestlige kvalitetsudbydere en stor fordel. Det er vores vurdering, at den reelle trussel kommer fra top 3 spillerne i Kina, nemlig Goldwind, Sinovel og Dongfang. Disse har alle internationale ambitioner og er så småt ved at gøre deres entré på de store vestlige markeder.

## DEADLINE FOR EURO ACTION PLAN 2020 NÆRMER SIG

I Europa nærmer den vigtige deadline, 30. juni 2010, sig for, hvordan de enkelte medlemslande vil implementere de af Europa-Kommissionen fastsatte 2020 målsætninger om minimum 20% fornybar energi i energiforsyningen. Dette kan blive startskuddet til mere konkrete justeringer i lovgivningen, som kan løfte grønne investeringer op på dagsordenen.

Samtidig er det dog vigtigt at holde sig for øje, at den anstrengte økonomi og de store underskud i mange europæiske lande, kan sætte tilskudsordningerne til vind under pres i den kommende tid. Senest er der i Italien udsigt til, at tilskud til vind reduceres. Det vil presse fabrikkerne af vindmøller til at levere billigere og mere effektive møller, hvis udvikleren skal opretholde et højt afkast på den investerede kapital. Denne udvikling kan komme Vestas til gode.

## VESTAS LANCERER NY KONKURRENCEDYGTIG MØLLE TIL AUGUST

Der pågår i øjeblikket et stærkt udskilningsløb blandt de største vindmølleproducenter drevet af teknologisk formåen og ikke mindst bankernes villighed til at finansiere projekter. Sidstnævnte hænger især sammen med producentens track-record og evne til at overholde produktionsløfter. Et af Vestas' vigtigste våben i konkurrencen mod de store konkurrenter er lanceringen af den nye V112 mølle, som introduceres til august. Lavvindsmøllen vil især være rettet mod det europæiske marked, hvor vindforholdene er mindre gode. Vestas har ifølge vores kilder allerede nu modtaget særdeles positive tilkendegivelser fra de store kunder, ligesom flere konkurrenter også anerkender, at Vestas står med en særdeles konkurrencedygtig mølle.

## ØKONOMISK VURDERING

Det er vores vurdering, at Vestas' målsætninger for 2015 (omsætning på 15 mia. euro og 15% EBIT margin) er indenfor rækkevidde, og at consensus estimerne gradvist vil begynde at inddiskontere dette.

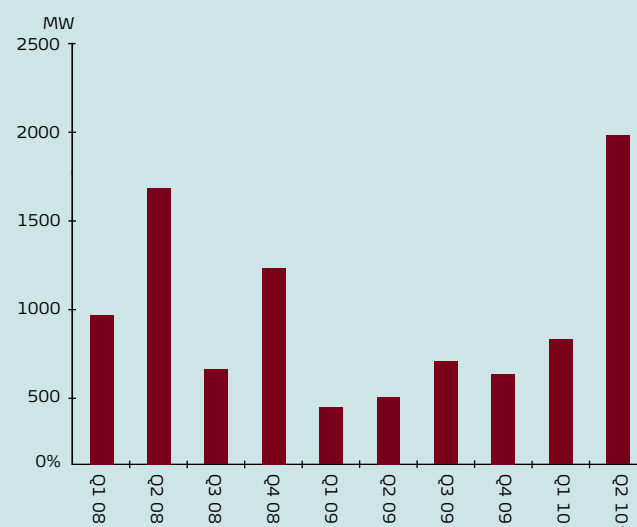
Omsætningen vil især afhænge af volumenvæksten på hovedmarkederne, hvor vi i Formuepleje allerede i 2011 forventer et pænt løft i den installerede kapacitet. Hvis de to store markeder USA og Kina fortsætter de positive takter, er der stor sandsynlighed for, at Vestas vil miste sin 1. plads på verdensplan, idet lokale producenter traditionelt fører an. Omvendt er Vestas i dag det selskab med den bredeste geografiske dækning, hvilket gør vindmølleproducenten i stand til at tilbyde store krævende kunder komplekse matrix-løsninger, som andre ikke kan matche. Vestas EBIT margin målsætning kan syne ambitiøse i forhold til dagens udgangspunkt. Fremgangen vil efter vores opfattelse dog være bredt sammensat og drevet af følgende forhold:

1. Bidrag fra internationalisering af produktionsomkostninger.
2. Bidrag fra bedre kapacitetsudnyttelse.
3. Bidrag fra udjævning af salg/sæson.
4. Bidrag fra bedre eksekvering.
5. Bidrag fra nye konkurrencedygtige produkter (f.x.V112).
6. Bidrag fra lavere garantihensættelser.
7. Bidrag fra øget service og vedligehold.

På kort sigt kan et fald i råvarepriserne (kobber og stål) tillige bidrage positivt, idet niveaumæssigt 60% af de direkte omkostninger i Vestas er relaterede til metaller (stål udgør ca. 50%-point heraf).

*stephen.rammer@formuepleje.dk*

## 1 ANNONCEREDE ENKELTORDRER (MW)



\* Til dato (14/6)

# FORMUE

NYT

## Privatøkonomien sejler... mens vi jager discount



**Undersøgelse viser, at vi i gennemsnit bruger længere tid på at jage discount end på at få overblik over privatøkonomien. Det er ikke en god fordeling.**

Danskerne bruger halvanden time om måneden på at læse tilbudsaviser. Det er 19 minutter længere, end vi bruger på privatøkonomien. Hver 3. af os bruger et kvarter eller mindre på at styre de private finanser. Det viser en undersøgelse fra Forsikring og Pension blandt 1000 dansker i alderen 18 til 65 år.

Langt de fleste svarer i undersøgelsen, at de har godt styr på privatøkonomien, men over hver tredje har ikke råd til at købe et nyt køleskab, hvis det gamle bryder sammen i morgen. Ifølge Forsikring og Pension har vi slet ikke så godt styr på privatøkonomien, som vi går og bilder os ind.

Det halter med den finansielle forståelse, selv om de fleste af os tror, at vi har godt styr på det. Det er ubevidst uvidenhed, der desværre risikerer at få alvorlige konsekvenser,« siger administrerende direktør Per Bremer Rasmussen. Undersøgelsen viser også, at to ud af tre ikke aner, om de er ordentligt dækket, hvis de bliver invalide på grund af sygdom eller ulykke.

## World Wealth Report 2010

Ifølge World Wealth Report er fremgangen i velstanden nu næsten opvejet i forhold til tilbagegangen i 2008 – antallet af dollarmillionærer er steget med 17,1 pct., og deres samlede formue er nået op på 39 billioner US dollar. Asien og Stillehavsregionen fører an i den spirende fremgang i velstanden – BRIC-landene driver fortsat væksten i regionen.

De rigeste mennesker i verden, HNWI'erne, har i henhold til den 14. årlige World Wealth Report, som er offentliggjort af Merrill Lynch Global Wealth Management og Capgemini ultimo juni 2010, genvundet noget af det tabte trods matheden i verdensøkonomien. Antallet af HNWI'er på verdensplan kom igen op på 10 millioner i 2009, og deres samlede formue er steget med 18,9 pct. til 39 billioner dollar. Ultra-HNWI'erne forøgede deres samlede formue med 21,5 pct. i 2009.

Tallene tyder på, at den spirende fremgang i velstanden næsten har opvejet tilbagegangen i 2008, og at den samlede formue for verdens rigeste dermed er tilbage på et niveau, der sidst blev set i 2007. (Kilde: Capgemini)



# Formue FORUM

Formuepleje har sit helt eget Formue FORUM. Her giver vi kunderne viden om den finansielle verden.

Formuepleje holder en række seminarer med fagspecialister, blandt andet indenfor revision, skat, jura, ejendomme, jord- og skovbrug. Nogle arrangementer er stort anlagte, som Formueplejedagene, der afholdes 2 gange årligt for aktionærer. Andre arrangementer har mere karakter af at være "fyrftensmøder", der er orienterende og rådgivende. Vi håber, De som aktionær sætter pris på vores arrangementer, og vi håber De kan lide at komme i vores Formue Forum. Vi glæder os altid til at se Dem. Se venligst [www.formuepleje.dk/arrangementer](http://www.formuepleje.dk/arrangementer)

## FORMUEPLEJEDAGE EFTERÅR 2010

To gange om året indbyder Formueplejeselskaberne alle aktionærer til Formueplejedage. Her har alle aktionærer mulighed for at høre aktuelle indlæg om udviklingen i Formueplejeselskaberne og på de finansielle markeder. Vi krydrer programmet med aktuelle indlæg om investering og formuepleje.

Mandag	den 30. august	kl. 16.30-21.00	Formuepleje,	Hellerup
Tirsdag	den 31. august	kl. 09.00-10.00	Formuepleje,	Hellerup
Tirsdag	den 31. august	kl. 16.30-21.00	Formuepleje,	Hellerup
Onsdag	den 01. september	kl. 16.30-21.00	Formuepleje,	Hellerup
Mandag	den 13. september	kl. 16.30-21.00	Turbinehallen,	Århus
Tirsdag	den 14. september	kl. 09.00-10.00	Turbinehallen,	Århus
Tirsdag	den 14. september	kl. 16.30-21.00	Turbinehallen,	Århus
Onsdag	den 15. september	kl. 16.30-21.00	Turbinehallen,	Århus
Mandag	den 20. september	kl. 16.30-21.00	Hotel Vejlefjord	

## INTRODUKTION TIL FORMUEPLEJE

Hos Formuepleje vil vi altid gerne møde mennesker med interesse for investering og formuepleje, derfor indbyder vi til åbne møder, hvor vi fortæller om vores investeringer. På møderne har De mulighed for at stille spørgsmål til os.

Fredag	den 20. august	kl. 12.00	Formuepleje,	Århus og Hellerup
Fredag	den 3. september	kl. 12.00	Formuepleje,	Århus og Hellerup
Fredag	den 17. september	kl. 12.00	Formuepleje,	Århus og Hellerup
Fredag	den 1. oktober	kl. 12.00	Formuepleje,	Århus og Hellerup

## SÆRLIGE FORMUE FORUM ARRANGEMENTER

Tirsdag	den 24. august	"Kunst og investering"	Formuepleje,	Hellerup
Tirsdag	den 21. september	"Bolig i Frankrig"	Formuepleje,	Hellerup
Torsdag	den 23. september	"Bolig i Frankrig"	Formuepleje,	Århus



## FORMUEPLEJE INVEST:

# Ny investeringsforening, hvor afkast og omkostninger går hånd i hånd

Formuepleje Invest er en ny investeringsforening, hvor Deres opsparing bliver investeret i verdens største virksomheder og plejet af professionelle formueforvaltere. Og så følges afkast og omkostninger ad. Det synes vi, er en sund forretningsmodel.

AF GITTE WENNEBERG, KOMMUNIKATIONSKOORDINATOR, FORMUEPLEJE A/S



Investeringsforeninger har været kendte i Danmark i 75 år og bygger på foreningstanken – nemlig tanken om, at vi i fællesskab kan løfte større opgaver bedre og mere effektivt. Formuepleje Invest afdeling Globus er en ny enkel investeringsforening, hvor Deres opsparing bliver investeret i verdens største virksomheder og plejet af professionelle formueforvaltere med mere end 20 års erfaring.

Når man investerer i forening, er der en række klassiske fordele, herunder nem adgang til globale aktier, spredning på mange aktier og stordriftsfordele, der sikrer lavere omkostninger. Derudover har Formuepleje Invest nogle unikke karakteristika sammenlignet med andre investeringsforeninger:

#### > **OMKOSTNINGER FØLGER RESULTATERNE**

De betaler administrationsomkostninger samt 5% af et eventuelt overskud som resultat honorar.

#### > **SAMMENFALDENDE INTERESSER**

Formuepleje bliver aflønnet i forhold til resultatet, og derfor har vi samme langsigtede interesse – nemlig at skabe det højest mulige afkast i forhold til risikoen, naturligvis altid under hensyntagen til de risikorammer, som bestyrelsen har fastsat.



**> LAV OMSÆTNING SIKRER AFKASTET**

Formuepleje bliver betalt for at levere gode afkast – ikke for at handle med værdipapirer. Derfor omlægges investeringerne først, når Formuepleje vurderer, at andre aktier skaber mere værdi for Dem som investor. En lav omsætning betyder lave kurtageudgifter og dermed højere afkast.

**> RISIKO**

Midlerne i Formuepleje Invest placeres i globale aktier. Risikoen i afdelingen reduceres ved at sprede investeringerne over flere regioner og sektorer, så der er tale om en investering med en middel risiko. Det vil sige, at der kan blive tale om middel udsving afhængig af markedsudviklingen. Bemærk, De ikke er garanteret at kunne bevare det fulde beløb, De har investeret.

**OVERSKUELIG PRISMODEL**

Formuepleje Invest er en enkel investering med en overskuelig prismodel, der sikrer et interessefællesskab mellem medlemmer og formueforvalter. Medlemmerne i Formuepleje Invest betaler et lavt fast gebyr og 5% i resultathonorar. Vi kalder princippet no cure – low pay, og vi synes, det er en sund forretningsmodel til en fair pris.

Læs mere på [www.formuepleje.dk/formueplejeinvest](http://www.formuepleje.dk/formueplejeinvest)

[gitte.wenneberg@formuepleje.dk](mailto:gitte.wenneberg@formuepleje.dk)

# Fakta

**SÅDAN INVESTERER FORMUEPLEJE INVEST**

Formuepleje Invest investerer i 35-50 globale aktier - primært i store, velkendte og solide selskaber, der er fordelt på mange brancher og lande.

**HVILKE MIDLER KAN DE INVESTERE?**

Formuepleje Invest er velegnet til investering for opsparing i private midler, pension og selskaber. Investorer, der investerer i aktier bør altid have en investeringshorisont på minimum 3-5 år.

**HVORDAN ER SKATTEN?**

Formuepleje Invest afdeling Globus er en udbyttebetalende afdeling, der kan udbetale udbytte én gang årligt. Beskatningen af gevinster og tab ved salg sker efter de samme regler, der gælder ved direkte investering i aktier.

Den del af udbyttet, der er renter, beskattes som kapitalindkomst. Resten af udlodningerne beskattes som aktieindkomst.

**HVORDAN BLIVER DE MEDLEM?**

Det er nemt at blive medlem. Henvend Dem til Formuepleje på tlf. 87 46 49 00 eller via [info@formuepleje.dk](mailto:info@formuepleje.dk), så sørger vi for, at gennemføre handlen for Dem.

**SØG RÅDGIVNING HOS FORMUEPLEJE**

Som medlem af Formuepleje Invest tilbyder Formuepleje rådgivning om skat, pension, afkast, risiko, m.v. Vi opfordrer altid investorer til at søge rådgivning og sidder klar til at besvare spørgsmål på tlf. 87 46 49 00.

**HVORDAN HOLDER JEG MIG ORIENTERET?**

Som medlem af investeringsforeningen Formuepleje Invest kan De løbende følge udviklingen i Formuepleje Invest på [www.formuepleje.dk/formueplejeinvest](http://www.formuepleje.dk/formueplejeinvest) og i magasinet FORMUE. Derudover afholdes halvårslige Formueplejedage, seminarer om skat, pension og investorspsykologi.

**>> Vækstudsigterne og indtjeningspotentialer, vurderes oftest ganske optimistisk, hvilket tidligere sarkastisk er beskrevet som at "hesten skal sælges, når den løber hurtigst".**





# Fornyset interesse for børsintroduktioner



Interessen for at introducere selskaber på børsen spirer igen. Som investor er det vigtigt at forholde sig til selskabets sundhedstilstand, da børsintroduktioner er behæftet med interessekonflikter mellem køber og sælger.

AF JENS RYGAARD, FORMUEFORVALTER, FORMUEPLEJE A/S

Der har i den seneste tid været en spirende interesse for at introducere - eller reintroducere - selskaber på børsen. I Danmark har ejerne bag Chr. Hansen netop gennemført en succesfuld børsintroduktion, og i kulissen står flere potentielle kandidater klar. Falck, Pandora, Aalborg Industries og måske Dong og TDC er blot nogle af de selskaber, som forventes at gå på børsen i de kommende år. Man bør som investor spørge sig selv, om sådanne børsintroduktioner repræsenterer en attraktiv købsmulighed eller en potentiel faldgrube.

## HVORFOR NETOP NU?

Markedet for børsintroduktioner i Danmark har mere eller mindre været lukket siden 2002, med forsikringsselskabet Tryg's notering i 2005 som eneste større undtagelse. I perioden frem til 2007 stod kapitalfonde bag en lang række opsigtsvækkende opkøb, herunder Falck, ISS, Danske Trælast, Chr. Hansen, TDC og Københavns Lufthavne. Fondene var på grund af kraftigt faldende låneomkostninger i stand til at byde priser, der langt oversteg priserne på børsen. Og endvidere oversteg, hvad industrielle aktører var villige til at give, selvom disse i modsætning til fondene burde kunne høste omkostnings- og indtjeningsmæssige synergier.

Nu skriver vi 2010, og bankerne er blevet anderledes tilbageholdende med at låne penge ud. Flere kapitalfonde har det seneste år ladet dybt forgældede selskaber kuldsejle, hvilket på ingen måde har gjort bankerne mere samarbejdsvillige. Strammere kreditvilkår har med et gjort aktiemarkedet interessant igen, i takt med at investorernes risikovillighed har været for opadgående, og flere selskaber står nu på spring til at blive noteret på børsen. Det er derfor aktuelt at forholde sig til, hvorvidt børsintroduktioner er at betragte som attraktive købsmuligheder, eller om der i virkeligheden kan foretages mindst lige så gode investeringer blandt de muligheder, aktiemarkedet i forvejen byder på. >>

### ASYMMETRISK INFORMATION

Det er værd at bemærke, at informationen ved børsintroduktioner er asymmetrisk fordelt. På aktiemarkedet har køber og sælger som udgangspunkt adgang til den samme information. Men i forbindelse med en børsintroduktion må sælgeren antages at have et dybere og mere tilbundsående indblik i virksomhedens drift og budgetter, end aktørerne på aktiemarkedet nogensinde får. Det er derfor yderst relevant at forholde sig til hvorfor en virksomhed børsintroduceres. Der kan således være tale om fremskaffelse af kapital med henblik på vækst, nedbringelse af gæld eller blot at de hidtidige ejere ønsker at reducere deres ejerandel.

Kapitalfonde opererer typisk med 5-7 års ejerskab, hvorefter de ønsker at høste gevinsten og finde mere attraktive investeringsmuligheder. Fondene vil efter den periode typisk have optimeret driften til UG, øget gældsætningen og trukket betydelige udbytter ud af virksomheden, hvorefter virksomheden fremstår trimmet, men meget svagt kapitaliseret. Det er i den situation relevant at vurdere, om ikke de "lavthængende frugter" dermed allerede er høstet, og om det fremtidige potentiale står mål med prisen.

Der er endvidere flere eksempler på, at kapitalfonde ændrer regnskabspraksis for at få tallene til at fremstå bedre eller i deres iver for at optimere indtjeningen, underinvesterer på helt essentielle udgiftsposter, som markedsføring eller forsknings & udvikling, hvilket går ud over den langsigtede værdiskabelse. Man må derfor som investor gøre hjemmearbejdet grundigt for at vurdere virksomhedens sundhedstilstand. Dette søges dog som oftest imødegået ved at sælger forpligtiger sig til at beholde en betydelig aktiepost i f.eks. 6-12 måneder efter børsintroduktionen for at sikre, at sælger ikke blot videresælger et "sminket lig" eller et "æfpillet skrog", som sådanne selskaber så malerisk er blevet beskrevet.

### TALRIGE INTERESSEKONFLIKTER

Børsintroduktioner er som ved enhver handel behæftet med interessekonflikter mellem køber og sælger. Ejere, ledende medarbejdere og investeringsbanker har selvfølgelig alle en interesse i at presse prisen op. Det bevirker at vækstudsigtene og indtjeningspotentialet, ofte vurderes ganske optimistisk, hvilket tidligere sarkastisk er beskrevet, som at "hesten skal sælges, når den løber hurtigst". Dette er vel kun naturligt, og det må i sidste ende være op til investorerne at vurdere, om udsigterne er realistiske eller blot et skønmaleri.

Der er talrige eksempler på, at kapitalfonde ønsker at ledende medarbejdere tager del i investeringen for at sikre en dedikeret indsats. Dette er for så vidt fornuftigt, men rummer dog en udfordring, hvis ledelsen i forbindelse med en børsnotering bliver så velhavende, at de reelt ikke behøver at arbejde mere. Der er således risiko for at ledelsen bliver lidt for magelig, hvilket jo på ingen måde er i de nye aktionærers interesse.



Der kan dog ligge en nok så alvorlig interessekonflikt for bankerne, der i mange tilfælde repræsenterer både sælger og "køber" i form af de respektive bankers investeringskunder. Samtidig kan bankerne i nogle tilfælde stå i den situation, at de både bistår ved et selskabs børsintroduktion samtidig med, at banken måtte ønske at nedbringe et låneengagement med det selvsamme selskab. Det er således ikke en helt fjern tanke, at et selskab med en anstrengt likviditet "opfordres" af sin bank til at søge en børsnotering, således at bankens risiko mindskes. De forskellige afdelinger er formelt adskilt af "vandtætte skodder", men det er et åbent spørgsmål, om det i praksis lader sig gøre at holde tingene adskilt og levere uvildig rådgivning.

### PRISEN ER SOM ALTID AFGØRENDE

Vi er i Formuepleje ikke kategorisk afvisende overfor at investere i børsintroduktioner, men mener dog, at det som altid må være prisen, der er det afgørende. Vi mener, at man som langsigtet investor bør forvente en vis rabat ved en børsintroduktion i forhold til sammenlignelige investeringsmuligheder som følge af den asymmetriske information samt den manglende historik. Det er samtidig vigtigt som investor at forholde sig kritisk til de forventede omsætnings- og indtjeningsudsigter. Sælger og dennes rådgivere har selvsagt stor interesse i at tegne det bedst mulige billede, og de fleste selskaber børsnoteres af gode grunde, når indtjeningsudsigterne ser bedst ud, eller når prisfastsættelsen på aktiemarkedet er højest. Det er således farligt blot at antage at de seneste års vækst fortsætter eller ligefrem forbedres yderligere.

Der er naturligvis ingen regel uden undtagelse, men det er efter vores opfattelse sjældent investorerne, opnår en tilstrækkeligt attraktiv rabat, der står mål med de mange usikkerhedsfaktorer. Der kan dog sagtens være kortsigtede gevinster at hente, blot man husker, at der er "no free lunch" på det finansielle marked.

*jens.rygaard@formuepleje.dk*



## CIMBER STERLING

– for den frygtløse investor

Cimber Sterling gennemførte i november 2009 en kaotisk børsnotering, der var kendetegnet af mange af de "røde flag", vi mener, man som investor bør holde øje med. Selskabet havde succesfuldt drevet flyselskab i 60 år, men valgte i 2008 at overtage resterne af Sterling i 2008, hvilket var et aggressivt strategiskifte. Samtidig havde selskabet nu store ekspansionsplaner, hvor man ønskede at drage fordel af et meget konkurrence-dygtigt omkostningsniveau. Selskabets mangeårige direktør ønskede dog at fratræde i forbindelse med børsnoteringen, og der var således tale om både ny ledelse og ny strategi.

Cimbers ekspansion havde betydet en kraftig forøgelse af gælden, uden at indtjeningen var fulgt med og selskabets likviditet var efter sigende ganske presset. Der var ifølge børsprospektet ubetalte regninger for 100 mio kroner, som kreditorerne ønskede indfriet i forbindelse med børsnoteringen. Medierne bragte ligeledes historier om, at rejsebureauer ikke længere turde sælge billetter for Cimber, samt at flere lufthavne angiveligt kun ville tanke flyene mod kontant betaling. Selskabets bankforbindelse var ligeledes ikke villige til at yde kredit på normale vilkår, hvorfor de hidtidige ejere måtte kautionere for en forlængelse af kreditten. Det forventede tegningsinterval blev efter "dialog" med potentielle investorer sænket fra 20-24 til 10-13, hvilket betød at

selskabet nu skulle udstede endnu flere aktier samtidig med, at de hidtidige ejere måtte acceptere ikke at sælge helt så mange aktier. Noget atypisk ville investeringsbanken ikke garantere salget af aktierne, hvilket den kritiske iagttagelse kunne tolke som om, man ikke vurderede selskabet tilstrækkeligt attraktivt til, at man selv ville risikere at få det i beholdningen. Børsnoteringen blev dog gennemført til kurs 10.

Blot 3 uger efter børsnoteringen måtte selskabet nedjustere indtjeningsforventningerne, hvilket betød et voldsom knæk for selskabets troværdighed. Investorerne kvitterede ved at sende kursen ned med knap 37% i forhold til udbudskursen. Siden fulgte endnu en nedjustering og aktien handles nu omkring kurs 3,5 – et fald på 65% siden november 2009.

**Blot 3 uger efter børsnoteringen måtte selskabet nedjustere indtjeningsforventningerne, hvilket betød et voldsom knæk for selskabets troværdighed.**

Obligationer:

# Fra kulkælder til den grønne gren

Danmark har de seneste 18 måneder lavet en kovending på de finansielle markeder og er gået fra skammekrogen til kæledække for udenlandske investorer.

AF ERIK BECH, FORMUEFORVALTER, FORMUEPLEJE A/S



Danmark har undergået en kraftig forvandling på de finansielle markeder det seneste 1½ år. Under finanskrisen i efteråret 2008 solgte udenlandske investorer ud af den danske krone og danske obligationer. Nu er de igen blevet "kæledække" for mange udenlandske investorer. I kølvandet af gældskrisen er fokus blevet rettet mod den lave gæld og underskud i Danmark, hvilket har medført en kraftig performance for danske obligationer.

## DANMARK SOM TILFLUGTSSTED

De seneste par måneder har investorer søgt ly i Danmark, mens gældskrisen i de sydeuropæiske lande har raset og skabt stor usikkerhed på de finansielle markeder. Denne ekstraordinære interesse for Danmark har medført stor efterspørgsel og styrkelse af den danske krone i forhold til euroen.

Derfor har den danske Nationalbank i lang tid forsøgt at svække kronen ved at købe udenlandsk valuta. Det har medført, at de danske valuta-reserver er vokset til et rekordniveau på 440 mia. kroner. Til sammenligning har valutareserven i gennemsnit været på ca. 200 mia. kroner i de seneste 10 år, så på nuværende tidspunkt er den mere end fordoblet i forhold til normalt.

Samtidig har Nationalbanken foretaget en række isolerede rentenedsættelser for at gøre det mindre attraktivt for udenlandske investorer at sætte deres penge i Danmark. Det betyder, at den officielle rente i Danmark nu er på niveau med den officielle rente i Euroland.

Det er i skarp modsætning til efteråret 2008, hvor Nationalbanken var tvunget til at gå enegang og hæve renten i et forsøg på at forsvare den danske krone, som var under et massivt pres på det tidspunkt. I efteråret 2008 var den officielle rente i Danmark 2%-point højere end den officielle rente i Euroland, så der er blevet vendt op og ned på tingene siden da.

## GÆLDSKRISE HAR ÆNDRET DAGSORDENEN

Hvad skyldes dette markante stemningsskifte? Danmark blev "straffet" under finanskrisen i efteråret 2008 for at stå udenfor euro-samarbejdet og derved være en lille og sårbar økonomi.

Fokus på de finansielle markeder er her i 2010 rettet mod de enkelte landes gæld, og her står Danmark stærkt i modsætning til mange andre europæiske lande. Selvom der internt i Danmark er stor fokus på at få nedbragt underskuddet ved hjælp af genopretningsplanen, er Danmark en af dukkene i Euroland. Danmarks gæld og løbende underskud er meget lavt i EU-regi, hvilket fremgår af figur 1. Her skiller især de sydeuropæiske lande sig ud med en høj gæld og stort underskud, hvilket de i høj grad er blevet straffet for. Samtidig er der stigende frygt for, at euro-samarbejdet kan bryde sammen, og paradoksalt vurderer investorerne nu, at det er positivt for Danmark, at vi står udenfor. Hvis Euro-samarbejdet skulle bryde sammen vil Danmark på grund af den lave gæld sandsynligvis kunne holde sin valutakurs tæt op ad Tyskland i modsætning til mange andre lande med store underskud og gæld.

### DANSKE OBLIGATIONER HAR VIST STÆRK PERFORMANCE

Den massive interesse for Danmark har også medført stor efterspørgsel efter danske statsobligationer, som er blevet betragtet som en sikker havn set i forhold til mange andre europæiske statsobligationer. Det har medført en kraftig performance til danske statsobligationer, jf. figur 2, der viser det 2-årige rentespænd til Tyskland. Her fremgår det, at det danske rentespænd er indsnævret over de seneste par måneder, hvilket skal ses i sammenhæng med at rentespændet på stort set alle andre europæiske statsobligationer i samme periode er udvidet i forhold til Tyskland. Så investorerne er blevet mere usikre på mange europæiske lande og kræver en højere risikopræmie i form af en højere rente på de pågældende landes statsobligationer. Til gengæld ligger Danmark i smult vande med faldende risikotillæg.

### DANSKE REALKREDITOBLIGATIONER LIGGER OGSÅ LUNT I SVINGET

Det har også smittet af på danske realkreditobligationer, der har klaret sig imponerende de seneste måneder, hvilket har været godt for obligationsbeholdningerne i Formueplejeselskaberne. Denne performance har medført, at danske realkreditobligationer i et historisk perspektiv ser relativt dyre ud i forhold til tilsvarende europæiske realkreditobligationer. Det betyder, at europæiske realkreditobligationer kan være et interessant alternativ til at sprede risikoen på Formueplejeselskabernes beholdning af danske realkreditobligationer. Det er et område, som der vil være ekstra fokus på.

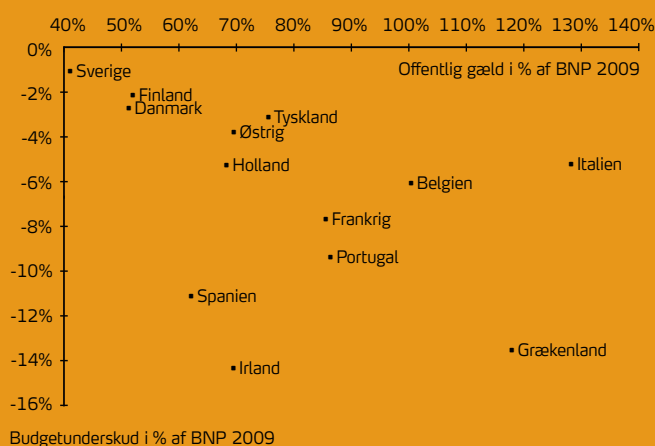
### USIKKERHEDEN BLIVER MINDRE

Vi forventer, at tiden læger nogle sår, så der igen kommer mere ro på de finansielle markeder og usikkerheden omkring Euro-samarbejdet kommer lidt i baggrunden. I så fald vil den massive udenlandske interesse for den danske krone og danske obligationer aftage igen.

Det vil medføre, at danske obligationer vil tabe relativt i forhold til tilsvarende europæiske obligationer, og derfor kan det være interessant at sprede en mindre del af obligationsbeholdningen på europæiske realkreditobligationer. Der er ingen tvivl om, at den nuværende gældsproblematik vil ligge som en dyne over markedet i de kommende måneder. Men nervøsiteten vil sandsynligvis blive mindre i takt med, at de mange opstramninger i de enkelte lande træder i kraft, og underskuddene bliver nedbragt. Det virker også lidt paradoksalt, at Danmark er blevet en sikker bastion kun 1½ år efter, at bølgerne var på det højeste, og den danske regering nærmest måtte redde de danske boligejere med flexlån. Nu er de danske boligejere på den grønne gren igen med rekordlave flexlånsrenter og 4% fastforrentet lån over kurs 95.

*erik.bech@formuepleje.dk*

#### 1 OFFENTLIGE FINANSER



Budgetunderskud i % af BNP 2009

#### 2 2-ÅRIG RENTEFORSKEL DANMARK-TYSKLAND\*



\* Renteforskel mellem 6% dansk stat 2011 og 3,5% tysk stat 2011

# FORMUE

## NYT



### Finanskalender

#### Årsrapport 2009/2010

Optimum, Pareto, Safe, Epikur, Penta, Merkur, LimiTtellus 21.09.2010

#### Ordinær generalforsamling 2010

Optimum, Merkur, LimiTtellus 19.10.2010

Pareto, Penta 21.10.2010

Safe, Epikur 22.10.2010

#### Periodemeddelelse 1. kvartal 2010/2011

Optimum, Pareto, Safe, Epikur, Penta, Merkur, LimiTtellus 03.11.2010

#### Halvårsrapport 1. halvår 2010/2011

Optimum, Pareto, Safe, Epikur, Penta, Merkur, LimiTtellus 22.02.2011

#### Periodemeddelelse 3. kvartal 2010/2011

Optimum, Pareto, Safe, Epikur, Penta, Merkur, LimiTtellus 05.05.2011

## Ny dansk 100-kroneseddel



Den nye 100-kroneseddel blev udsendt den 4. maj 2010, og sedlen er den anden i Danmarks nye seddelserie 2009-2011. De nye sedler har en række avancerede sikkerhedselementer, som fremover vil gøre det endnu vanskeligere at kopiere eller forfalske ægte sedler.

Et hologram, der reflekterer lyset i forskellige farver, og en vindustråd med bevægeligt bølgemotiv, er blandt de nye sikkerhedselementer. Derudover er vandmærket og den skjulte sikkerhedsstråd, at finde på sedlerne. Motiverne er skabt af kunstneren Karin Birgitte Lund, og alle sedlerne prydes af danske broer og oldtidsfund. På den nye 100-kroneseddel ses den gamle Lillebæltsbro og Hindsgavldolken. (Danmarks Nationalbank).

## Flest danskere føler sig snydt af banken

Blandt de nordiske folk er danskerne dem, hvoraf flest føler sig mest snydt af banker. Ifølge undersøgelsen føler 20 pct. af danskerne, at banken har snydt dem, mens andelen i Norge, Finland og Sverige er på henholdsvis 15, 9 og 8 pct. "I en tid med ekstrem finansiel turbulens er tilliden til banksektoren utrolig vigtig. At hele 20 pct. af danskerne føler sig snydt af banken, må karakteriseres som en rigtig dumpekarakter," siger Max Gandrup, landechef for Nordnet i Danmark ifølge RB-Børsen.

Analyseinstituttet har spurgt 4000 personer i Danmark, Norge, Sverige og Finland, om de føler sig snydt af banken. (Kilde: Novus Opinion og RB Børsen).

## Formuepleje styrker kommunikationen



Marianne Halse

Formuepleje har pr. 1. maj 2010 ansat Marianne Halse som ny kommunikationskoordinator. Marianne kommer til at arbejde bredt indenfor kommunikationen med de 20.000 aktionærer i Formueplejeselskaberne. Marianne er 40 år, uddannet cand.mag. i kunsthistorie, og har mange års erfaring med kommunikation, bla. i Århus City Forening og Spar Nord Bank.

# BESTYRELSERNES SIDE

## Corporate Governance

Bestyrelserne har de seneste år arbejdet bevidst efter anbefalingerne og intentionerne fra komiteen for god selskabsledelse. Komiteens anbefalinger har været under en løbende udvikling og forandring, og i bestyrelserne er vi opmærksomme på hele tiden at være opdaterede på de seneste anbefalinger. Hertil kommer, at en del af de tidligere anbefalinger nu er blevet indarbejdet i lovgivningen og de krav, som NASDAQ OMX Copenhagen stiller til de børsnoterede selskaber. I det følgende skal det beskrives, hvordan vi i bestyrelserne har valgt at forholde os til nogle af de vigtigste anbefalinger for god selskabsledelse.

### MINIMERING AF INTERESSEKONFLIKTER

Grundlæggende lægger selskabernes bestyrelser vægt på uafhængighed og forebyggelse af interessekonflikter i det forretningsmæssige samarbejde. Det er således et krav, at manager (Formuepleje A/S Fondsmæglerselskab):

- Ikke må have indtægter via handel med værdipapirer.
- Ikke må modtage salgsprovision af nogen art.
- Ikke må handle selskabets aktier til og fra egenbeholdning.
- Ikke må være part i selskabets transaktioner vedr. ind- eller udlån.
- Ikke må have selskabets værdipapirer i depot.
- Ikke må modtage kontanter til indlån fra selskabet.
- Ikke må foretage udlån til selskabet.
- Ikke må foretage handelstransaktioner af nogen art med selskabet.

Hertil kommer, at selve managementaftalen indeholder et væsentligt sammenfaldende interessemotiv, idet manager oppebærer et resultat honorar af selskabets investeringsresultat – dog således, at eventuelle tidligere års underskud skal modregnes først.

### ARBEJDSDELING

Bestyrelsens opgave er at sikre selskabets aktionærer det bedst mulige afkast inden for selskabets risikoramme. Der er i direktørkontrakt og managementaftale aftalt klare retningslinjer for ansvarsfordeling mellem bestyrelse, direktion og manager.

### UAFHÆNGIGHED

Det anbefales af komiteen for god selskabsledelse, at mindst halvdel af bestyrelsen er uafhængig. For at et bestyrelsesmedlem anses for uafhængigt, må det enkelte medlem ikke:

- være ansat eller have været ansat i selskabet inden for de seneste 5 år.
- være eller have været medlem af direktionen i selskabet.

- være professionel rådgiver for selskabet eller ansat i eller have en økonomisk interesse i en virksomhed, som er professionel rådgiver for selskabet.
- have en væsentlig strategisk interesse i selskabet som andet end aktionær.
- være medlem af bestyrelsen i mere end 12 år.

Alle bestyrelserne lever op til komiteens anbefaling vedrørende uafhængighed.

### EVALUERING

Bestyrelserne evaluerer en gang årligt bestyrelsernes, direktionens og managers indsats med fokus på at vurdere, om fastlagte strategiske målsætninger og planer er nået. Resultatet af evalueringerne formidles i årsrapporterne. På de afholdte møder den 16. juni i år vurderede bestyrelserne, at disse kompetencer er dækket i de nuværende bestyrelsessammensætninger. Bestyrelserne fandt endvidere samarbejdet med og kvaliteten i direktionens og managers indsats fuldt ud tilfredsstillende.

### REVISIONSKOMITE

Ifølge selskabsloven er det nu et krav til børsnoterede selskaber, at der udpeges en revisionskomite, som skal tage sig specielt af forhold vedrørende regnskab og revision. Lovgivningen giver mulighed for at udpege hele bestyrelsen til også at være revisionskomite, men i Formueplejeselskabernes bestyrelser har vi valgt en model, hvor revisionskomiteen fremover vil bestå af 2 af bestyrelsesmedlemmerne.

I alle revisionskomiteerne er bestyrelsesformanden menigt medlem, og Lars Sylvest er valgt som formand for revisionskomiteerne. Lars Sylvest er valgt som formand på grund af hans mangeårige erfaring som administrerende direktør i Grundfos Finance A/S og uddannelse som Cand.oecon.



BESTYRELSESFORMAND

Jørn Nielsen  
jn@formueplejeselskaberne.dk

BESTYRELSESFORMAND

Carsten With Thygesen  
cwt@formueplejeselskaberne.dk



# "Hvordan påvirkes Formueplejeselskaberne, når schweizerfrancen stiger?"

Spørgsmålet er logisk, da flere af Formueplejeselskaberne har relativt store lån i netop CHF. En styrket CHF burde, alt andet lige, koste disse selskaber penge.

AF RENÉ RØMER, FORMUEFORVALTER, FORMUEPLEJE A/S



Schweizerfrancen (CHF) er styrket med næsten 6% siden nytår, se figur 1. For de fleste Formueplejeselskaber har en sådan udvikling tidligere betydet markante tab. Sådan er det ikke denne gang, og det skyldes både en lavere umiddelbar risiko og årsagerne til styrkelsen. Det viser sig nemlig, at det gamle husråd om at sprede sine æg i mere end én kurv også gælder på valutamarkedet.

## LAVERE RISIKO

Svaret er todelt. Den første og mest åbenlyse årsag er, at selskabernes eksponering mod CHF er forholdsvis lav set med de historiske briller. På intet tidspunkt siden august 2009 har et Formueplejeselskab haft mere end 50% af låneporteføljen placeret i CHF. Dette niveau er der heller ingen

selskaber, der kommer over fremadrettet, da det strategisk er besluttet i Formueplejeselskaberne, at CHF ikke må udgøre mere end 50% af låneporteføljen.

## NÆVNER, IKKE TÆLLER

Den anden og mindre åbenlyse årsag findes i den måde, prisen på en valuta bestemmes. Når der tales om selskabernes låntagning i CHF, bliver det ofte glemt, at når der handles valuta, sker handlen i valutakryds – f.eks. CHF/DKK og USD/DKK. Når man køber én valuta, sælger man altså automatisk en anden. Når Formueplejeselskaberne tager lån i CHF, betyder det for eksempel, at der sælges CHF og købes DKK. På samme vis betyder den positive eksponering mod USD via



aktieporteføljerne, at der reelt er købt USD og solgt DKK. Og det er netop i denne relation, at årsagen til de indre værdiers modstandskraft mod stigninger i CHF også kan findes. Reelt er det nemlig ikke hverken CHF eller USD, der er styrket over de seneste måneder. Det er faktisk DKK, der er svækket (på grund af båndet til euroen), og som sådan skal styrkelsen af CHF og USD ses i sammenhæng – uden den ene, havde man heller ikke fået den anden. I både CHF/DKK og USD/DKK er det altså nævneren og ikke tælleren, der er skyld i ændringen.

### ÆGGENE ER SPREDT I FLERE KURVE

Som beskrevet i forrige udgave af FORMUE og på Formueplejedagene i marts, har Formueplejeselskaberne i dette forår haft eksponering mod specielt to valutaer – CHF og USD. Selskaberne under ét tjener, når CHF svækkes, og når USD styrkes. Men dermed tjener selskaberne, også når DKK styrkes, og når DKK svækkes. Man kan derfor sige, at så længe det er DKK (reelt EUR), der er skyld i bevægelserne på valutamarkedet, betyder det ikke så meget for de indre værdier.

I figur 2 er vist hvilken indflydelse valutakursudsvingene har haft på en portefølje med lån i CHF og aktier i USD, siden Formueplejeselskaberne eksponering mod CHF blev øget i januar 2010. Som det ses, har udsvingene faktisk været ganske små i den samlede portefølje, hvilket bestemt ikke kan siges at være tilfældet, hvis vi kigger på enten USD eller CHF isoleret set. Værdien af diversifikation – også kendt som "at sprede sine æg i mere end én kurv" – har altså været meget tydelig i valutaporteføljen i løbet af 2010. Samtidig viser figuren også, at åbningsspørgsmålet giver udtryk for en oplevet valutakursrisiko, der ikke står mål med den reelle valutakursrisiko.

### SAMMENHÆNGEN ER IKKE STATISK

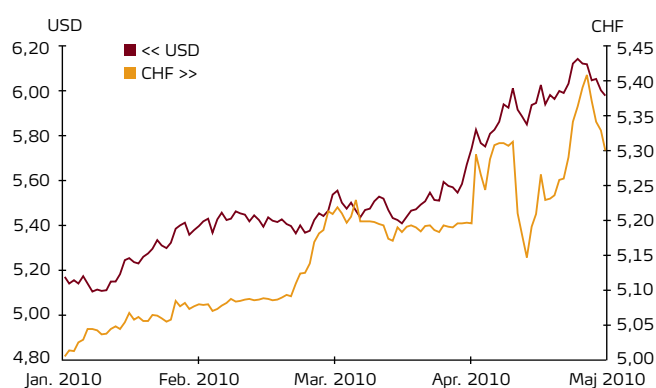
Med ovennævnte figur in mente kunne man måske foranlediges til at tro, at der rent faktisk ikke er nogen valutakursrisiko i Formueplejeselskaberne i øjeblikket. Dette er ikke korrekt. Sammenhænge som den mellem USD og CHF gennem det seneste halve år er notorisk ustabile, og det er da heller ikke vores forventning, at sammenhængen vil være ved, når fokus engang fjerner sig fra de sydeuropæiske gældsproblemer. I det hele taget er den øjeblikkelige problematik vedrørende euro-samarbejdet en ganske u håndterbar størrelse. Måderne, hvorpå gældsproblemerne kan ende, er ganske mange. Men fælles for dem er, at en stor del vil være bestemt af politisk vilje. Og som Formuepleje ser det, medfører afhængighed af en politisk proces øget risiko, da ukvantificerbare faktorer derved kan komme til at spille en alt for stor rolle.

### ENDNU LAVERE RISIKO

Med tanke på den øgede risiko på valutamarkedene er det derfor naturligt, at Formueplejeselskaberne valutarisiko bliver nedbragt yderligere. Dette sker p.t. løbende i både CHF og USD, når kursniveauerne skønnes attraktive. Samtidig er der i selskaberne med CHF i låneporteføljerne blevet købt beskyttelse mod en stigende CHF via valutaoptioner. Der er med andre ord lagt et loft over, hvor meget det enkelte selskab isoleret set kan tabe på CHF.

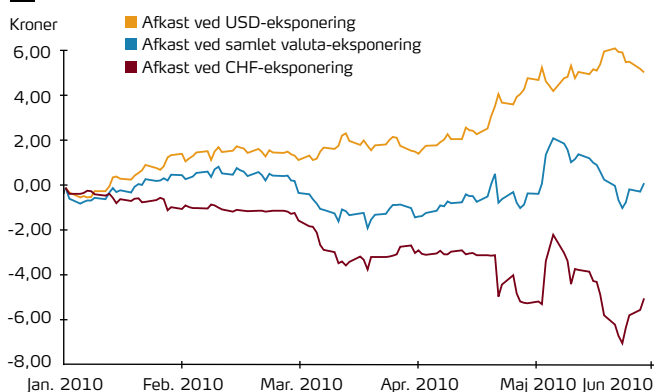
*rene.roemer@formuepleje.dk*

#### 1 US-DOLLARS OG SCHWEIZERFRANC



Kilde: Bloomberg

#### 2 VIRKNING AF VALUTADIVERSIFIKATION



Kilde: Bloomberg

Figuren viser, hvilket afkast (i DKK) der løbende er opnået ved en investering i henholdsvis USD og CHF. I eksemplet er købt USD for 33,33 DKK, mens der er solgt (lånt) CHF for 100 DKK. Figuren afspejler, at både USD og CHF er steget over for DKK, hvorfor der er blevet tjent på at have købt USD, men tabt på at have solgt (lånt) CHF. Netto er resultatet dog tæt på nul.

At der i figuren opereres med 3 gange så mange CHF som USD skyldes, at det ca. er den vægtning disse valutaer havde i Formuepleje A/S' samlede investeringsmandat ved indgangen til 2010.

# Fra Guldlok til Double Dip?

Nervøsiteten over statsgæld og offentlige underskud bredte sig for alvor i løbet af kvartalet. Især gik det ud over euroen, ligesom aktiemarkedene havde det svært. I starten af maj – inden nervøsiteten for alvor brød løs – sikrede vi alle låneporteføljer mod kraftige CHF-stigninger.

AF SØREN ASTRUP, DIREKTØR, FORMUEFORVALTNING, FORMUEPLEJE A/S



I begyndelsen af året beskrev jeg, hvordan de meget lave renter og den lempelige finanspolitik i kombination med en ekstrem lav inflation havde skabt et investeringsklima, som var gunstigt for både aktie- og obligationsinvesteringer – et såkaldt "Guldlok"-scenario.

I 2. kvartal er den lempelige finanspolitik og især forventningerne om en sådan blevet afløst af finanspolitiske opstramninger - særligt i de europæiske økonomier.

## FINANSPOLITIKKEN DIKTERET AF DEALERNE

Opstramningerne implementeres bredt – også i de lande, som har orden i "husholdningen" såsom Tyskland og Danmark. At selv de relativt sunde økonomier vælger sparevejen, på trods af sund offentlig økonomi og massivt behov for aktivitet og arbejdspladser, skyldes primært frygt. Politikerne er ganske enkelt bange for de markedsreaktioner, der kan opstå på baggrund af "dealer-snak". Skrækeksemplet er Spanien, hvor vi i andet kvartal så statsrenter stige kraftigt i takt med renterne i Grækenland og Portugal. Og jo – Spanien har sit at kæmpe med, men landet kan, efter min

vurdering, ikke umiddelbart sammenlignes med de to øvrige, da det økonomiske grundlag er meget stærkere. Hertil kommer, at spanierne er gået forrest i ønsket om at få offentliggjort stress-test af bankvæsenet i EU.

## ONE SIZE FITS ALL = KRISE?

Fra Asien-krisen i 1998 lærte Den Internationale Valutafond, IMF, at "one size fits all"-finanspolitik til forskellige lande ikke er godt.

For at rekapitulere, så indledtes Asien-krisen med at nogle mindre østasiatiske økonomier, Thailand og Indonesien, havde problemer med offentlig gæld og statsunderskud. Præcis som i eurozonen i dag vågnede de finansielle markeder "pludselig" op og begyndte at trække penge ud – med store rentestigninger til følge. Krisen i de to "økonomiske dværge" skabte nervøsitet for den

**>> "Spend now, while the economy remains depressed; save later, once it has recovered. How hard is that to understand?"**

*Paul Krugman, Professor og nobelpristager i økonomi, finanspolitiske opstramninger. New York Times 2010*



langt større og mere robuste økonomi i Sydkorea, som også måtte opleve rentestigninger og konsultation fra IMF. Resultatet blev, at IMF satte alle problemøkonomierne på samme hårde hestekur. For Sydkoreas vedkommende konkluderede IMF efterfølgende, at "hestekuren" var for hård og unødvendig, men skaden var sket, og økonomien kørte i slæbe gear langt længere end nødvendigt.

De europæiske politikere har tilsyneladende glemt denne lektie, eller de har ikke hørt efter.

**DEN DÅRLIGE NYHED**

De kraftige finanspolitiske stramninger i de europæiske økonomier vil kunne mærkes af forbrugere og virksomheder de kommende år. Derfor er opstramningerne dårligt nyt for væksten, og det øger risikoen for deflation og "japanske" tilstande i de europæiske økonomier. Det er da også på den baggrund, at vi nedjusterer vores vækstskøn for EU for anden gang i 2010.

**DEN "GODE" NYHED**

Som en konsekvens af opstramninger og deraf lavere vækst vil renterne i EU forblive meget meget lave i længere tid. Isoleret set en god nyhed for låntagere, obligationsinvestorer og – såfremt væksten ikke går helt i stå – aktieinvestorerne. Med andre ord "Guldlok" lever lidt endnu netop pga. rekordlave renter, fravær af inflation og – såfremt privatforbruget kan supplere det offentlige ditto – en nogenlunde fornuftig efterspørgsel.

**REAL BNP-VÆKST**

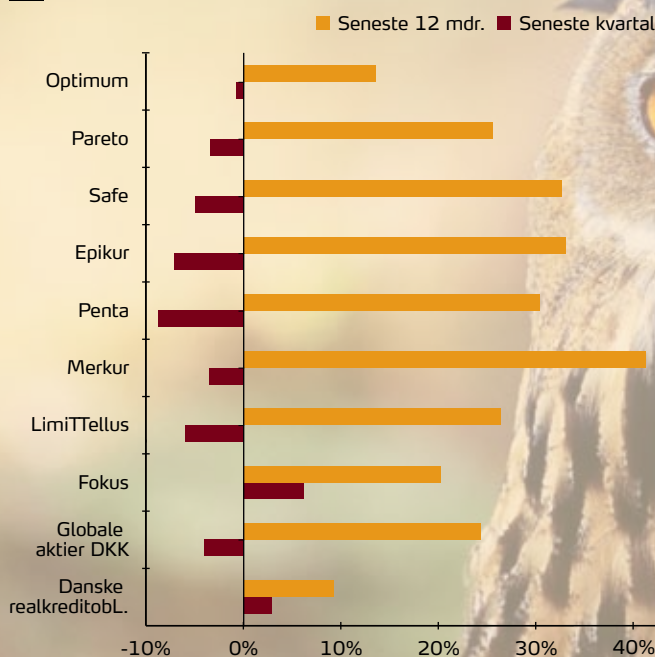
% YoY	2009 Konsensus	2010 Formuepleje	2010 Konsensus*
Europa	-3,6%	1,1% (1,3%)	1,1% (1,2%)
USA	-2,4%	3,0% (2,6%)	3,2% (3,0%)
Japan	-5,7%	2,1% (1,6%)	2,2% (1,9%)
Kina	8,2%	10,0%	10,1% (9,6%)
Indien	6,1%	8,0%	7,8% (7,7%)
BRIC	4,7%	8,2%	7,9% (7,8%)
Udviklede økonomier	-3,1%	2,1%	2,7% (2,1%)
<b>Verden</b>	<b>-0,9%</b>	<b>4,1%</b>	<b>4,2% (3,9%)</b>

(x) angiver værdier fra sidste offentliggjorte vækstforventninger, såfremt der er ændringer

\*Consensus Economics, Economist, IMF, Bloomberg og Formuepleje

Dermed er et egentligt Double Dip-scenario, hvor økonomierne kører tilbage i recession, ikke vores hovedscenarie, men vi anerkender, at væksten sandsynligvis taber momentum i H2 2010 og starten af 2011. Vi vil naturligvis holde skarpt øje med tegn på, hvorvidt økonomierne endnu engang vender vækstpilen nedad.

**1 3 OG 12 MÅNEDERS AFKAST**



Kilde: Formuepleje og Bloomberg

**MISSIONEN: AT ØGE OG BEVARE FORMUEN**

Skulle det ske, at det, vi nu vurderer som usandsynligt, bliver sandsynligt, vil vi tage vores forholdsregler for at sikre porteføljerne, præcis som vi valgte at gøre det i 2. kvartal på valutamarkedene (CHF).

Netop i 2. kvartal var Formueplejeselskaberne præget af de nervøse og negative aktiemarkeder, hvor især de mest aktiefølsomme selskaber havde det svært. Således faldt det rent aktiebaserede selskab, LimiTTellus, med ca. 6% mens det rent obligationsbaserede selskab, Fokus, steg med ca. 6%. Målt på 12 måneders sigt er disse selskaber steget med henholdsvis 26,7% og 28,2%. Samtlige selskaber har leveret positivt afkast i 2010, ligesom afkastene de seneste 12 måneder varierer mellem 13,8% og 41,8%.

På de følgende sider kan De se, hvordan Formueplejes fokus er på de forskellige markeder og aktiv/passiv-klasser ved indgangen til 3. kvartal.

soeren.astrup@formuepleje.dk

Udgangspunktet i de følgende tabeller og figurer (side 36-40) er de samlede investeringsmandater under forvaltning hos Formuepleje A/S. Der er altså tale om en gennemsnitsbetragtning, hvorfor billedet for de enkelte investeringsprodukter kan afvige helt eller delvist. De præsenterede forventninger er udelukkende udtryk for Formueplejes skøn på udgivelsesdatoen, og kan ikke erstatte læserens egen vurdering.

# Obligationer

Gældskrisen i Sydeuropa satte dagsordenen på rentemarkederne i 2. kvartal. I de "dårlige" lande med store underskud og høj gæld steg statsrenterne kraftigt, mens renterne faldt markant i de "gode" lande. Danmark er en af dukserne med et lille underskud og en forholdsvis lav gæld, så danske obligationer profiterede af usikkerheden omkring finanserne i de sydeuropæiske lande.

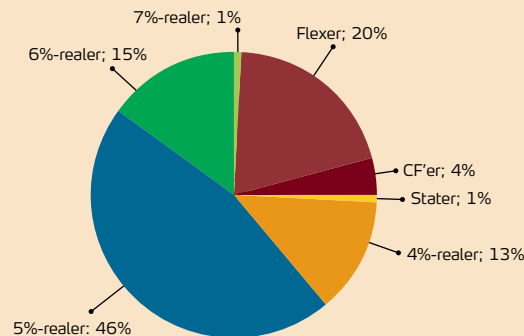
Historisk set er renterne allerede meget lave, og når usikkerheden omkring de sydeuropæiske lande aftager, vil renterne sandsynligvis kravle lidt op.

## FORSKEL MELLEMLANG DANSK REALKREDITRENTE OG 1 MDR. LIBOR I EURO

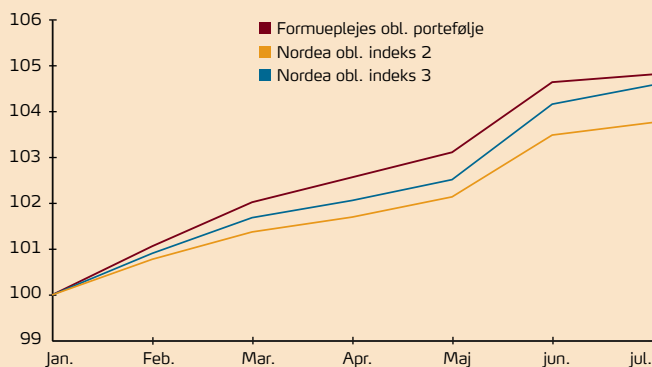


Selvom forskellen mellem de korte og lange renter er blevet mindre, jf. ovenstående graf, så er det historisk set stadig attraktivt at låne i den korte ende af rentekurven og investere i længere løbende obligationer. Specielt fordi der er lange udsigter til renteforhøjelser fra centralbankerne og derved højere korte renter.

## FORDELING AF OBLIGATIONER PÅ KATEGORIER



## AFKAST FORMUEPLEJES OBLIGATIONSFORTEFØLJE sammenholdt med Nordeas obligationsindeks



Kilde: Nordea

Indekseret værdier, 1. januar 2010 = 100. Som sammenligningsgrundlag er anvendt Nordeas obligationsindeks med rentefølsomhed på hhv. 2 og 3, da rentefølsomheden på Formueplejes obligationsportefølje har været mellem 2,7 og 3,7 i 1. kvartal og mellem 1,25 og 2,8 i 2. kvartal.

NØGLETAL			
	Formuepleje	Nordea indeks Rentefølsomh. 2	Nordea indeks Rentefølsomh. 3
Rentefølsomhed	1,53	2,00	3,00
Konveksitet	-1,98	-1,67	-1,81

Rentefølsomhed er udtryk for, hvor meget kursen vil ændre sig ved en renteændring på 1%-point, og er samtidig et udtryk for, hvornår man i gennemsnit kan forvente at få det investerede beløb tilbage. Konveksitet er et udtryk for, hvor meget rentefølsomheden ændrer sig ved en renteændring på 1%-point. Ved en rentestigning på 1%-point vil rentefølsomheden stige fra 1,53 til 3,51 (+1,98).

FORVENTNINGER KOMMENDE 12 MDR.		
	pr. 30.06.10	12 mdr. frem
2-årig statsrente DKK	0,91%	1,75%
10-årig statsrente DKK	2,67%	3,25%
2-årig swaprente DKK	1,71%	2,25%
10-årig swaprente DKK	3,04%	3,50%

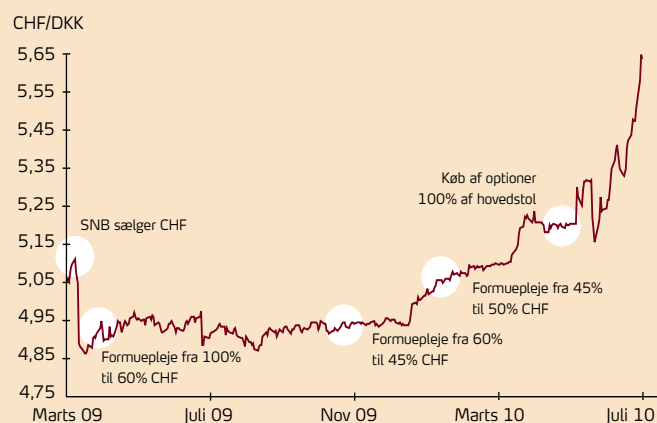
Swap-rente er en interbank-rente, og derved et udtryk for en kreditrente, da der er større risiko på banker i forhold til staten. Derfor bruges swap-renter typisk som udgangspunkt ved vurdering af prisfastsættelsen af danske realkreditobligationer.

# Valuta

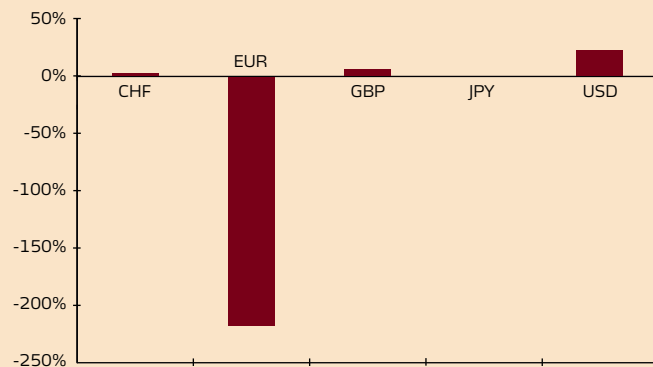
Som nedenstående figur tydeligt illustrerer, var valutamarke-derne i 2. kvartal 2010 præget af store kursudsving. Årsagen er naturligvis, at gældsproblemerne i Sydeuropa har skabt usikkerhed om euroens fremtid, hvilket har fået investorerne til at beskytte sig mod et muligt euro-kollaps ved at sælge valutaen fra. Som figuren viser har Formuepleje beskyttet sig mod dette udfald via køb af beskyttelse på optionsmarkedet. Eksponeringen mod schweizerfrancen generelt er meget tæt på 0 i selskaberne, hvilket ses på figuren øverst i højre spalte.

Det er Formueplejes forventning, at usikkerheden på valutamarkedet vil fortsætte langt ind i 2. halvår 2010. Det er ikke forventeligt, at EU eller den europæiske centralbank vil være i stand til helt at fjerne usikkerheden omkring gældsproblemerne inden for den nærmeste fremtid, og så længe udfaldet er afhængig af politisk vilje, vil nervøsiteten være stor.

## CHF OG FORMUEPLEJE DET SENESTE ÅR

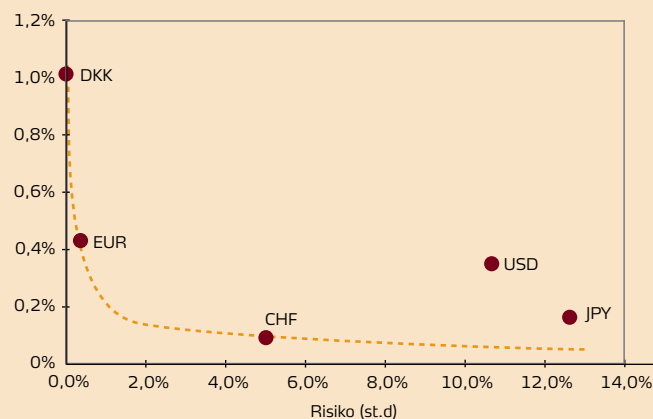


## EKSPONERING I.F.T. EGENKAPITAL



Ovenstående figur viser Formueplejes samlede investeringsmandats valutaeksponering. Anvendelsen af optioner øgede pr. 1. juli eksponeringen mod CHF med ca. 92%. Uden optionerne ville CHF-eksponeringen have været omkring -90%. På samme vis sænkede optionerne eksponeringen mod EUR med samme %-sats.

## LÅNERENTE



Den viste lånerente er baseret på 1-månedes LIBOR-renter og opgøres uden bankernes rentemarginal. Risikoen er beregnet på baggrund af historiske data og er ikke nødvendigvis udtryk for risikoen fremadrettet.

## VALUTAPROGNOSE

	Spot	6 mdr. frem	12 mdr. frem
EUR	7,45	7,46	7,46
CHF	5,61	5,46	5,30
USD	6,06	6,11	6,15
GBP	9,12	9,26	9,40
JPY*	6,84	6,42	6,00

Kursen på JPY er skaleret med 100. Kurserne er i forhold til danske kroner. EUR – euro; CHF – schweizerfranc; USD - amerikansk dollar ; GBP - britisk pund; JPY - japansk yen.

# Aktier

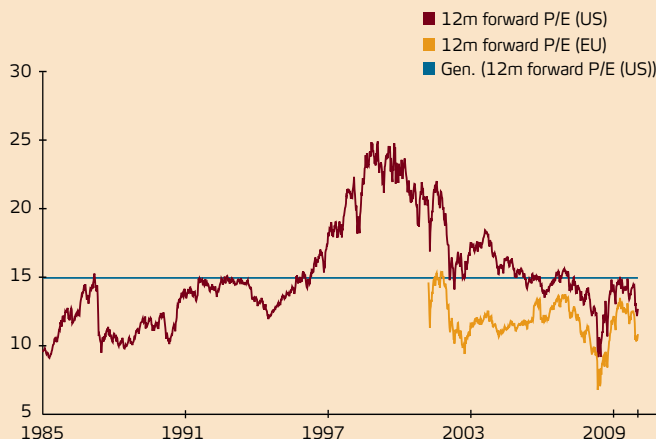
De globale aktiemarkeder har i 2. kvartal udvist betydelige kursfald. MSCI Verden (målt i USD) er faldet med knap 13%. Styrkelsen af US-dollar overfor danske kroner opvejer dog størstedelen af faldet, og målt i kroner er der således kun tale om et mere beskedent fald. Det danske OMXC20 er hidtil sluppet nådigt, hvilket dog primært skyldes en kraftig stigning i Novo Nordisk og i mindre udstrækning A.P. Møller Mærsk, der til sammen udgør knap halvdelen af indekset. Vores aktieporteføljer indeholder begge aktier.

Det altoverskyggende tema i 2. kvartal har været den latente risiko for statsbankerot i Grækenland, hvilket på ny har gjort investorerne nervøse. EU og IMF kastet en foreløbig redningskrans ud til Grækenland i form af en hjælpepakke, ligesom ECB har påbegyndt køb af statsobligationer fra de kriseramte lande i et forsøg på at hindre en yderligere eksplosion i de respektive landes lånerenter.

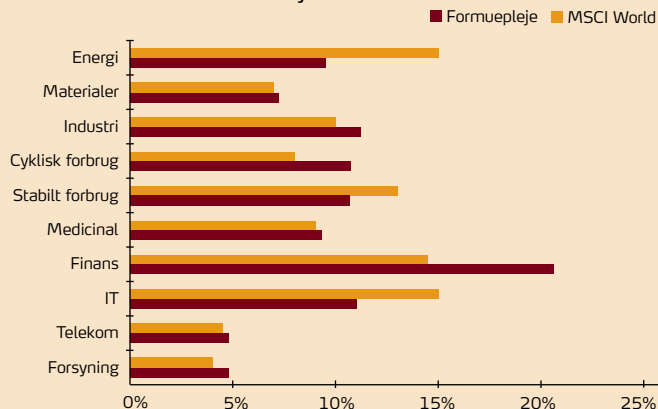
Blandt de selskabsspecifikke nyheder kan specielt fremhæves BP's olietæk i den mexicanske golf, der har forårsaget kraftige kursfald for energisektoren. Aktieporteføljen indeholder ikke BP, men de kraftige kursfald for sektoren har ikke desto mindre haft negativ indflydelse på porteføljens afkast.

Analytikerne opjusterer fortsat forventningerne til de kommende års indtjening. Det er vores opfattelse at prisfæstelsens på aktiemarkedet umiddelbart forekommer attraktiv, såfremt man kan tro på de forholdsvis aggressive indtjeningsforventninger. Det står dog endnu hen i det uvisse, i hvilken udstrækning de finanspolitiske opstramninger påvirker forbrugerne og dermed i sidste ende selskabernes indtjening.

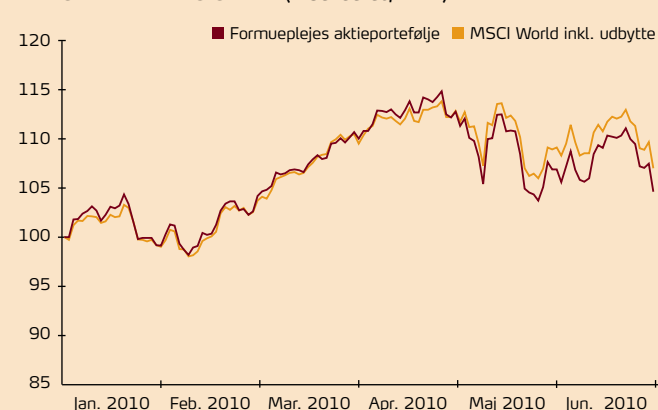
## VÆRDIANSÆTTELSE I USA OG EUROPA



## SEKTORFORDELING ULTIMO JUNI



## AFKAST FRA ÅRETS START (indekseret, DKK)



NØGLETAL		
	Formuepleje	MSCI World
P/E 2010E	9,75	11,23
Kurs / Indre værdi	1,51	1,45
Standardafvigelse p.a.	20,2%	18,0%
Informationsratio	-0,9	-

Nøgletallene viser aktieporteføljens egenskaber. P/E 2010E angiver værdiansættelsen i forhold næste års forventede indtjening, mens kursen i forhold til den indre værdi fortæller, hvad vi i gennemsnit betaler for 1 kroners egenkapital på tværs af aktieporteføljen. Aktieporteføljens historiske udsving for perioden måles ved standardafvigelsen. Informationsratioen angiver, hvor meget ekstra vi får i afkast for at øge standardafvigelsen i forhold til MSCI World. I 2. kvartal er informationsratio desværre negativ, hvilket skyldes, at vores aktieportefølje har klaret sig dårligere end MSCI World.

FORVENTNINGER KOMMENDE 12 MDR.	
Aktieafkast	6,0%
Udbytte	2,0%
Total	8,0%

# De bedste aktier lige nu

Som en service for aktionærene begrundet vi her kort vores aktuelle valg af de 10 største aktiepositioner på tværs af selskaberne – de bedste aktier lige nu. De 10 største aktier udgør ca. 30% af vores samlede aktieinvesteringer.\*

**Allianz**  Allianz er et af Europas førende forsikringselskaber og har en stærk international tilstedeværelse. Selskabet tilbyder skades- og livsforsikring til både erhverv og private med Tyskland, Frankrig og Italien som de vigtigste markeder i Europa. I perioden 1998 til 2000 tilføjede Allianz porteføljepleje og bankdrift som supplement til forsikringsdelen. Herunder det anerkendte investeringselskab PIMCO. I forbindelse med kreditkrisen solgte den kriseramte Dresdner Bank til Commerzbank. Dermed er fokus i højere grad tilbage ved den rene forsikringsdrift, hvilket gør Allianz langt mere attraktiv i den kommende tid.

**Microsoft** Microsoft, der formentlig kendes bedst fra styresystemet Windows og Office-pakken, er et af verdens største it-selskaber. Deres stabile forretningsgrundlag i form af licens- og servicerelaterede indtægter, gør Microsoft særlig interessant i det nuværende investeringsmiljø. Microsoft bliver konstant udfordret af gratisprogrammer og nytænkning fra især Google. Ikke desto mindre har kundernes afhængighed af Microsofts produkter gentagne gange vist sig at være stærkere end som så. Trods markedets usikkerhed omkring holdbarheden i forretningsmodellen mener vi, der er større værdi i en investering i Microsoft end konkurrenterne.

**IBM** IBM er, som Microsoft, en af IT-sektorens supertankere og tilbyder, som følge af den serviceorienterede forretningsmodel, en høj og stabil indtjening samt et tilsvarende attraktivt cash flow. IBM søger at give virksomheder mulighed for at udnytte deres ressourcer optimalt og blive mere konkurrencedygtige gennem virksomhedsindsigt og brugen af IT. Behovet for at effektivisere arbejdsgange og processer er en stor del af fundamentet for IBM's forretningsmodel, og skaber netop grundlaget for den stabile indtjening. For os er denne stabilitet en meget attraktiv egenskab, der samtidig er relativ modstandsdygtig, selv i en økonomisk udfordrende periode.



G4S er en global sikkerhedsvirksomhed, der servicere regeringer, virksomheder og andre organisationer samt private. Sikkerhedsopgaverne er meget varierede og spænder fra bygninger til store begivenheder som sports- og koncertarrangementer til private vagtopgaver. Selskabet har også en "cash-handling" forretning, som håndterer store cash beholdninger for detailforretninger og servicere kontantautomater. G4S har knap 600.000 ansatte og sin primære forretning i Europa og Nordamerika, og nye vækstmarkeder bidrager i stigende grad til væksten. Vi forventer, at G4S vil se et pænt løft i den organiske vækst i løbet af 2010. Højere marginaler, et stærkt frit cash-flow og moderat værdiansættelse. Det gør aktien til et interessant investeringsobjekt.



Ahold er en internationalt orienteret supermarkeds kæde, hvor knap 60% af omsætningen kommer fra USA og den resterende del kommer fra i alt 9 europæiske lande. Selskabet driver knap 3.000 butikker med 200.000 ansatte, og har et samlet butiksareal på godt 4 mio. m<sup>2</sup>. Ahold ejer endvidere væsentlige aktieposter i svenske ICA og portugisiske Jeronimo Martins. Aktien er præget af en stabil drift og en yderst velpolstret balance, og vi vurderer, at Ahold i de kommende år står godt rustet til at ekspandere organisk eller købe svagere konkurrenter. Aktien er i vores øjne interessant pga. de stabile egenskaber og en ganske moderat værdiansættelse.

&gt;&gt;



\*Bemærk: Der er ikke tale om en traditionel anbefalingsliste. Aktierne skal ses i sammenhæng med de samlede porteføljer. Rækkefølgen er vilkårlig og ikke udtryk for rangordning. Endelig skal det understreges, at hverken Formueplejeselskaberne eller Formuepleje A/S har nogen interesse i at omsætte aktierne, idet det alene betyder omkostninger til eksterne aktører. De ti største aktiepositioner i de enkelte Formueplejeselskaber fremgår af faktasiderne bagest i magasinet FORMUE.



Israelske Teva er verdens førende indenfor fremstilling kopimedicin og markedsfører tillige farmaceutiske produkter, hvor det vigtigste er Copaxone mod multiple sclerose. Vi forventer, at Teva vil nyde godt af den globale trend mod øget brug af kopimedicin, og med baggrund i sin ledende position, vil levere en indtjeningsvækst, der ligger over sammenlignelige selskaber. Derfor anser vi Teva som en attraktiv investering på kort og lang sigt.



RSA's historie går 300 år tilbage, da forsikringsselskabet 'The Sun' blev grundlagt. Den nuværende selskabsstruktur blev skabt i 1996, da Englands to største forsikringsselskaber, 'Royal Insurance' og 'Sun Alliance', dannede 'Royal & SunAlliance'. RSA's engelske forsikringsforretning udgør 40% af præmieindtægterne, mens den internationale forretning – herunder Codan i Danmark – udgør de resterende 60%. RSA er et meget konservativt forsikringsselskab, hvor risikostyringen dikterer både forsikringsforretningen og selskabets investeringsstrategi. Fokus er i høj grad på at skabe et attraktivt og vedvarende indtjeningsniveau. Blandt andet derfor, har RSA manøvreret stort set uberørt gennem krisen, og står stadig meget stærkt i en usikker fremtid.



FLSmidth & Co A/S er et fokuseret selskab, der er en ledende udbyder af udstyr og service til den globale cement- og mineralindustri. FLSmidth er et globalt selskab, der beskæftiger mere end 10,500 personer over hele verden. 80% af afsætningen sker i Emerging Markets, og dermed er selskabet det danske selskab, der har den største eksponering mod de nye vækstlande. Selskabet har igennem de senest år gennemgået en fokuseringsstrategi, hvor selskabets to hovedforretningsenheder Cement og Minerals udgør 50/50 af selskabets aktiviteter. FLSmidth har en stærk historisk track-record og et teknologisk forspring i forhold til konkurrenterne, og samtidig er den cykliske risiko blevet mindre i takt med indgåelse af servicekontrakter. Vi forventer, at FLSmidth vil fortsætte med at drage fordel af den stigende globale økonomiske vækst, der primært vil finde sted i Emerging Markets.

## HALLIBURTON

Halliburton er hjemmehørende i USA. Selskabet er et internationalt olieservice selskab med aktiviteter over hele verden, som tilbyder rådgivende ingeniør ydelser og påtager sig integrerede løsninger indenfor udforskning, udvikling og produktion af olie- og gasfelter. Halliburton er en attraktiv langsigtet investering, da selskabet vil drage fordel af et stadigt stigende behov for udforskning og udvinding af olie.



Amerikanske ConocoPhillips er et internationalt integreret energiselskab med aktiviteter indenfor udvikling, produktion, salg og transport af olie og gas samt kemikalier. Med udsigt til fortsat forbedrede konjunkturudsigter og svagt stigende efterspørgsel efter olie vil der langsigtet være en bund under olieprisen. ConocoPhillips vil i et scenario med stigende oliepriser nyde godt af udviklingen i forhold til andre integrerede selskaber.



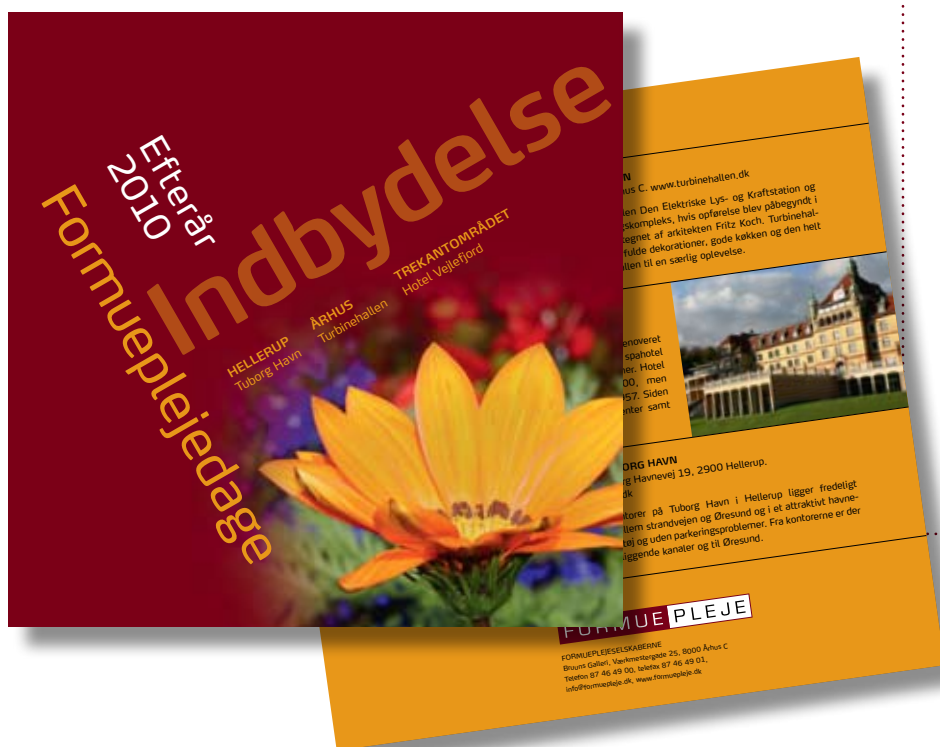




Efterår 2010

# Formueplejedage

Nu er vi igen klar til Formueplejedage i Århus, Hellerup og i Trekantområdet. På Formueplejedagene kan De bl.a. høre om udviklingen i Formueplejeselskaberne, om Formueplejes aktuelle vurdering af de finansielle markeder – alt sammen krydret med dagsaktuelle emner om investering, finans- og privatøkonomi. Alle aktionærer har modtaget en indbydelse til formueplejedage sammen med dette magasin.



## AFTEN

### HELLERUP

Mandag 30. aug. kl. 16.30 - 21.00  
Tirsdag 31. aug. kl. 16.30 - 21.00  
Onsdag 01. sep. kl. 16.30 - 21.00

### ÅRHUS

Mandag 13. sep. kl. 16.30 - 21.00  
Tirsdag 14. sep. kl. 16.30 - 21.00  
Onsdag 15. sep. kl. 16.30 - 21.00

### TREKANTOMRÅDET

Mandag 20. sep. kl. 16.30 - 21.00

## MORGEN – KONCENTRAT

### HELLERUP

Tirsdag 31. aug. kl. 09.00 - 10.00

### ÅRHUS

Tirsdag 14. sep. kl. 09.00 - 10.00

# Sådan bliver De aktionær

Brug lidt tid på at overveje, om De med fordel kan blive aktionær i Formuepleje. Vores specialister er behjælpelige med at forklare og uddybe konceptet samt vejlede om familiens økonomi. Det kan vise sig at blive den bedste tid, I har investeret.

Formuepleje tilbyder en omfattende økonomisk rådgivning og sparring med udgangspunkt i en analyse af jeres aktuelle økonomiske situation – herunder en second opinion på jeres aktuelle valg. Analysen munder ud i konkrete anvisninger på en optimal formuesammensætning.

Økonomi er komplekst og består af investeringer i fast ejendom, selskaber, virksomhedsordninger, pensioner og privat regi. De mange forskellige skattemiljøer giver ofte mulighed for at sammensætte investeringerne på en måde, der kan forbedre resultatet efter skat væsentligt. Formueanalysen skaber overblik over Deres nuværende balance, formue samt fordeling af aktiver og passiver på overordnet niveau og i skattemiljøer. De er naturligvis velkommen til at lade Deres revisor eller anden rådgiver deltage ved et uforbindende rådgivningsmøde.

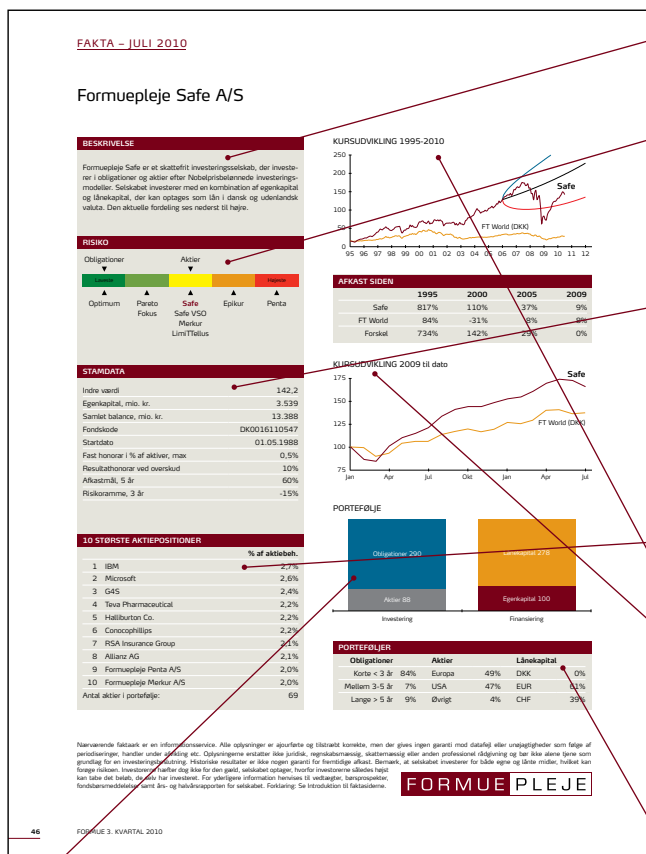
## SÅDAN KØBER DE AKTIER

Formueplejeselskaberne er aktieselskaber noterede på børsen og kan frit omsættes. De kan købe aktier i Formueplejeselskaberne gennem Deres bank eller netbank, som alle andre børsnoterede aktier. Ved køb af aktier til en værdi af minimum 500.000 kr. kan De handle via Formuepleje A/S. Der beregnes ingen kurtage, men alene et notagebyr på pt. 250 kr. til Nordea Bank Danmark A/S. Formuepleje A/S har således ingen indtægter relateret til handlens gennemførelse, men yder denne aktionærservice ud fra ønsket om en nem, billig og effektiv handelsafvikling for vores kunder. Kontakt os gerne for nærmere information på tlf. 87 46 49 00 eller læs mere på [formuepleje.dk](http://formuepleje.dk).



# Introduktion til faktasiderne

Faktasiderne giver et overblik over investeringerne i Formueplejeselskaberne. Her kan De se en forklaring til de mange fagudtryk, der anvendes på de følgende sider. Alle resultater er opgjort efter selskabskat og efter alle omkostninger.



## BESKRIVELSE

Kort introduktion til selskabets investeringsstrategi.

## RISIKO

Indikerer selskabets placering på risikobarometeret i forhold til de øvrige Formueplejeselskaber og i forhold til risikoen på obligations- og aktiemarkedet.

## STAMDATA

Faktuelle oplysninger om selskabet. Afkastmål er selskabets forventede medianafkast under normale markedsforhold. Risikorange udtrykker det maksimale forventede formuetab i selskabets indre værdi, der indtræffer med 90% sandsynlighed. Der er ikke tale om garantier.

## STØRSTE AKTIEPOSITIONER

Viser antallet af aktier i porteføljen samt de ti største aktieinvesteringer med angivelse af den procentvise andel.

## KURSUDVIKLING

Figurerne viser udviklingen i selskabets indre værdi på både kort og lang sigt sammenholdt med udviklingen i det globale aktieindeks FT World eller det danske realkreditindeks (Optimum og Fokus). Tabellen viser afkast siden 1995, 2000, 2005 og 2009. For nye selskaber siden start.

## PORTEFØLJE

Figuren viser sammensætningen af selskabets investering og finansiering. Egenkapitalen, som er aktionærens indskud, sættes altid til 100. I selskaber, der investerer for lånte midler anføres tillige, hvor stor lånekapitalen er i forhold til egenkapitalen. En lånekapital-værdi på 200 betyder, at selskabet optager lån på 200 kr. for hver 100 kr. aktionærerne skyder ind. Selskabets gearing kan da opgøres til 2, idet egenkapitalen gears 2 gange. Selskabets solvens kan opgøres som 100/300 = 33%. En aktie-værdi på 80 betyder, at 80% af egenkapitalen er investeret i aktier.

## PORTEFØLJER – OBLIGATIONER

Fordeling på restløbetid i år udtrykt ved korrigeret varighed, der viser obligationers kursfølsomhed over for renteændringer. Korrigeret varighed viser, hvor meget kursen vil stige, hvis renten falder 1%-point og tager højde for, at obligationen kan blive udtrukket til kurs 100, hvis låntager vælger at indfri lånet før tid. En korrigeret varighed på 4 betyder, at kursen vil stige 4% hvis renten falder 1%-point.

Korte: Korrigeret varighed op til 3 år  
Mellem: Korrigeret varighed 3 – 5 år  
Lange: Korrigeret varighed over 5 år

## AKTIER

Viser aktieinvesteringernes geografiske fordeling.

## LÅNEKAPITAL

Viser lånekapitalens sammensætning på valutaer:  
DKK = danske kroner, EUR = euro, CHF = schweizerfranc.

# Formuepleje Optimum A/S

**BESKRIVELSE**

Formuepleje Optimum er et skattefrit investeringsselskab, der investerer i obligationer og aktier efter Nobelprisbelønnede investeringsmodeller. Selskabet investerer udelukkende for egne midler.

**RISIKO**

Obligationer ▼ Aktier ▼

▲ Laveste ▲ Højeste

▲ Optimum ▲ Pareto Fokus ▲ Safe Merkur LimitTellus ▲ Epikur ▲ Penta

**STAMDATA**

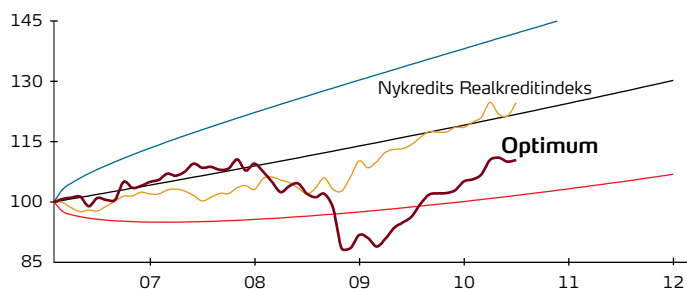
Indre værdi	109,2
*Egenkapital, mio. kr.	950
*Samlet balance, mio. kr.	950
Fondskode	DK0060026680
Startdato	01.02.2006
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	25%
Risikoramme, 3 år	-5%

\*Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.

**10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER**

	% af aktiebeh.
1 Formuepleje LimitTellus A/S	15,9%
2 IBM	2,3%
3 G4S	2,2%
4 Microsoft	2,2%
5 Teva Pharmaceutical	1,8%
6 Halliburton	1,8%
7 Conocophillips	1,8%
8 RSA Insurance Group	1,8%
9 Ahold	1,6%
10 Allianz AG	1,6%
Antal aktier i portefølje: 61	

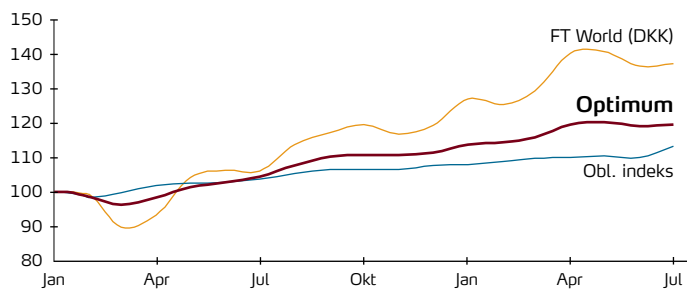
KURSUDVIKLING 2006-2010



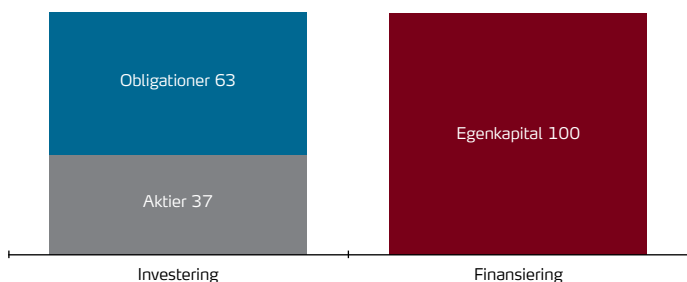
AFKAST SIDEN

	2006	2007	2008	2010
Optimum	10%	5%	2%	5%
NYK Obl.indeks	25%	22%	21%	5%
Forskel	-14%	-18%	-19%	0%

KURSUDVIKLING 2009 til dato



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

Obligationer		Aktier	
Korte < 3 år	85%	Europa	49%
Mellem 3-5 år	3%	USA	46%
Lange > 5 år	12%	Øvrigt	5%

Nærværende faktaark er en informationsservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden professionel rådgivning og bør ikke alene tjene som grundlag for en investeringsbeslutning. Historiske resultater er ikke nogen garanti for fremtidig afkast. For yderligere information henvises til vedtægter, børsprospekter, fondsbørsmeddelelser samt års- og halvårsrapporten for selskabet. Forklaring: Se Introduktion til faktasiderne.

**FORMUE PLEJE**



# Formuepleje Safe A/S

**BESKRIVELSE**

Formuepleje Safe er et skattefrit investeringsselskab, der investerer i obligationer og aktier efter Nobelprisbelønnede investeringsmodeller. Selskabet investerer med en kombination af egenkapital og lånekapital, der kan optages som lån i dansk og udenlandsk valuta. Den aktuelle fordeling ses nederst til højre.

**RISIKO**

Obligationer ▼ Aktier ▼

▲ Laveste ▲ Højeste

▲ Optimum ▲ Pareto Fokus ▲ Safe Merkur LimitTellus ▲ Epikur ▲ Penta

**STAMDATA**

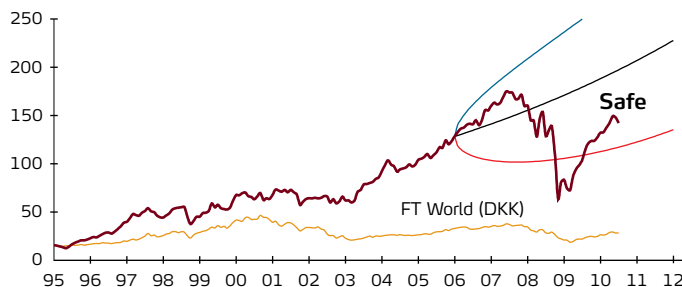
Indre værdi	137,4
*Egenkapital, mio. kr.	2.945
*Samlet balance, mio. kr.	12.754
Fondskode	DK0016110547
Startdato	01.05.1988
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	60%
Risikoramme, 3 år	-15%

\*Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.

**10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER**

	% af aktiebeh.
1 IBM	2,7%
2 Microsoft	2,6%
3 G4S	2,4%
4 Teva Pharmaceutical	2,2%
5 Halliburton Co.	2,2%
6 Conocophillips	2,2%
7 RSA Insurance Group	2,1%
8 Allianz AG	2,1%
9 Formuepleje Penta A/S	2,0%
10 Formuepleje Merkur A/S	2,0%
Antal aktier i portefølje:	69

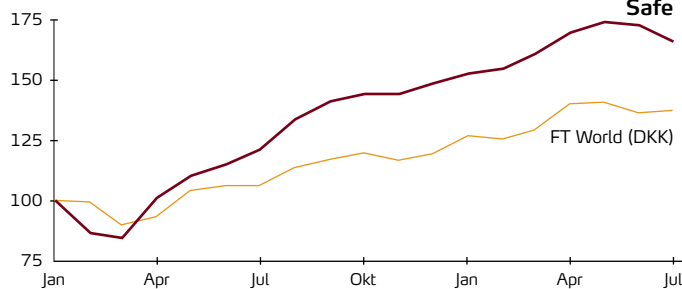
KURSUUDVIKLING 1995-2010



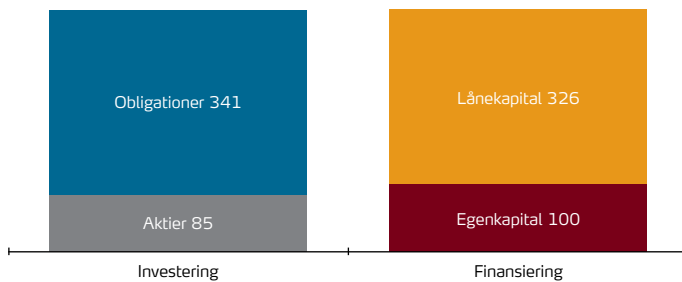
**AFKAST SIDEN**

	1995	2000	2005	2009
Safe	817%	110%	37%	9%
FT World	84%	-31%	8%	8%
Forskel	734%	142%	29%	0%

KURSUUDVIKLING 2009 til dato



PORTEFØLJE



**PORTEFØLJER**

	Obligationer	Aktier	Lånekapital		
Korte < 3 år	84%	Europa	49%	DKK	0%
Mellem 3-5 år	7%	USA	47%	EUR	100%
Lange > 5 år	9%	Øvrigt	4%	CHF	0%

Nærværende faktaark er en informationservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden professionel rådgivning og bør ikke alene tjene som grundlag for en investeringsbeslutning. Historiske resultater er ikke nogen garanti for fremtidige afkast. Bemærk, at selskabet investerer for både egne og lånte midler, hvilket kan forøge risikoen. Investorerne hæfter dog ikke for den gæld, selskabet optager, hvorfor investorerne således højst kan tabe det beløb, de selv har investeret. For yderligere information henvises til vedtægter, børsprospekter, fondsbørsmeddelelser samt års- og halvårsrapporten for selskabet. Forklaring: Se Introduktion til faktsiderne.

**FORMUE PLEJE**

# Formuepleje Epikur A/S

**BESKRIVELSE**

Formuepleje Epikur er et skattefrit investeringsselskab, der investerer i obligationer og aktier efter Nobelprisbelønnede investeringsmodeller. Selskabet investerer med en kombination af egenkapital og lånekapital, der kan optages som lån i dansk og udenlandsk valuta. Den aktuelle fordeling ses nederst til højre.

**RISIKO**

Obligationer ▼      Aktier ▼

▲ Laveste      ▲ Højeste

▲ Optimum      ▲ Pareto Fokus      ▲ Safe Merkur LimitTellus      ▲ **Epikur**      ▲ Penta

**STAMDATA**

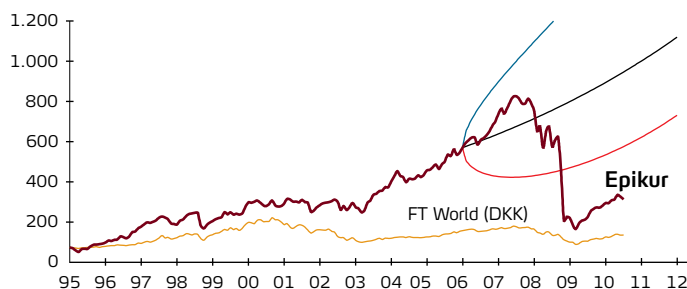
Indre værdi	300,5
*Egenkapital, mio. kr.	1.438
*Samlet balance, mio. kr.	6.321
Fondskode	DK0016079288
Startdato	01.11.1991
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	75%
Risikoramme, 3 år	-20%

\*Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.

**10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER**

	% af aktiebeh.
1 IBM	3,3%
2 G4S	3,0%
3 Microsoft	2,9%
4 Allianz AG	2,8%
5 RSA Insurance Group PLC	2,5%
6 Teva Pharmaceutical	2,4%
7 Halliburton Co.	2,4%
8 Conocophillips	2,3%
9 Formuepleje Merkur A/S	2,2%
10 Formuepleje Penta A/S	2,0%
Antal aktier i portefølje:	67

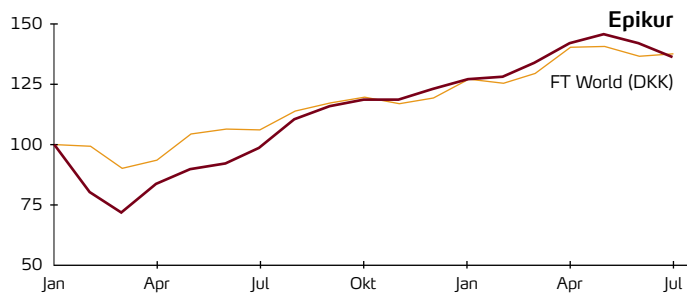
KURSUDVIKLING 1995-2010



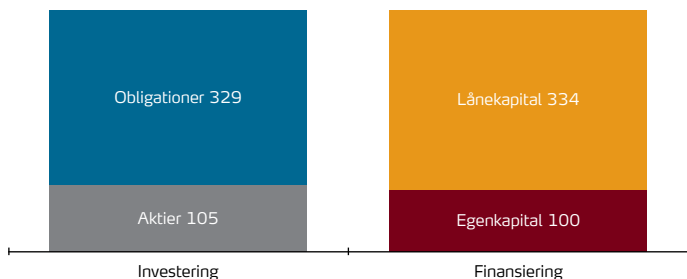
AFKAST SIDEN

	1995	2000	2005	2010
Epikur	323%	5%	-32%	7%
FT World	84%	-31%	8%	8%
Forskel	239%	36%	-39%	-1%

KURSUDVIKLING 2009 til dato



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

Obligationer	Aktier	Lånekapital
Korte < 3 år	83% Europa	49% DKK 5%
Mellem 3-5 år	12% USA	47% EUR 95%
Lange > 5 år	5% Øvrigt	4% CHF 0%

Nærværende faktaark er en informationsservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden professionel rådgivning og bør ikke alene tjene som grundlag for en investeringsbeslutning. Historiske resultater er ikke nogen garanti for fremtidige afkast. Bemærk, at selskabet investerer for både egne og lånte midler, hvilket kan forøge risikoen. Investorerne hæfter dog ikke for den gæld, selskabet optager, hvorfor investorerne således højst kan tabe det beløb, de selv har investeret. For yderligere information henvises til vedtægter, børsprospekter, fondsbørsmeddelelser samt års- og halvårsrapporten for selskabet. Forklaring: Se Introduktion til faktsiderne.

**FORMUE PLEJE**

# Formuepleje Penta A/S

**BESKRIVELSE**

Formuepleje Penta er et skattefrit investeringselskab, der investerer i obligationer og aktier efter Nobelprisbelønnede investeringsmodeller. Selskabet investerer med en kombination af egenkapital og lånekapital, der kan optages som lån i dansk og udenlandsk valuta. Den aktuelle fordeling ses nederst til højre.

**RISIKO**

Obligationer      Aktier

▼                      ▼

▲ Laveste      ▲ Højeste

▲ Optimum      ▲ Pareto Fokus      ▲ Safe Merkur LimitTellus      ▲ Epikur      ▲ Penta

**STAMDATA**

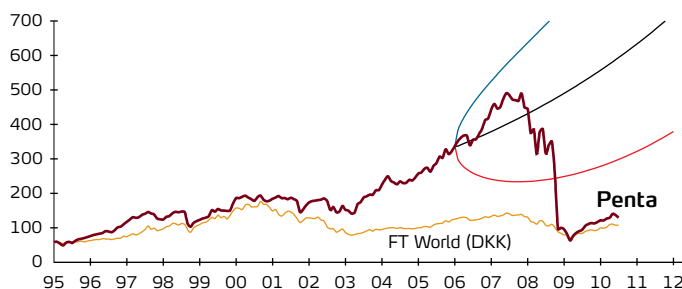
Indre værdi	122,6
*Egenkapital, mio. kr.	1.725
*Samlet balance, mio. kr.	9.194
Fondskode	DK0016079361
Startdato	01.01.1994
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	90%
Risikoramme, 3 år	-25%

\*Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.

**10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER**

	% af aktiebeh.
1 IBM	3,1%
2 G4S	3,1%
3 Microsoft Corp.	2,8%
4 Teva Pharmaceutical	2,6%
5 Halliburton Co.	2,6%
6 RSA Insurance Group	2,5%
7 Conocophillips	2,5%
8 Ahold	2,0%
9 FLSmidth & Co	2,0%
10 Aviva plc.	2,0%
Antal aktier i portefølje:	65

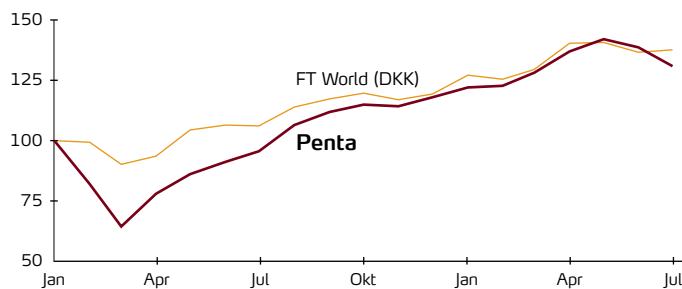
KURSUDVIKLING 1995-2010



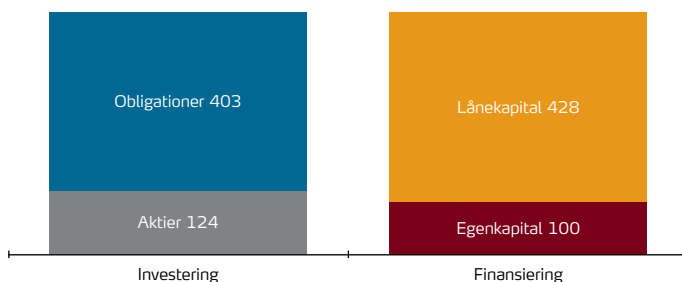
**AFKAST SIDEN**

	1995	2000	2005	2010
Penta	120%	-30%	-50%	7%
FT World	84%	-31%	8%	8%
Forskel	36%	1%	-58%	-1%

KURSUDVIKLING 2009 til dato



PORTEFØLJE



**PORTEFØLJER**

Obligationer	Aktier	Lånekapital
Korte < 3 år	81% Europa	48% DKK 0%
Mellem 3-5 år	9% USA	48% EUR 100%
Lange > 5 år	10% Øvrigt	4% CHF 0%

Nærværende faktaark er en informationservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden professionel rådgivning og bør ikke alene tjene som grundlag for en investeringsbeslutning. Historiske resultater er ikke nogen garanti for fremtidige afkast. Bemærk, at selskabet investerer for både egne og lånte midler, hvilket kan forøge risikoen. Investorerne hæfter dog ikke for den gæld, selskabet optager, hvorfor investorerne således højst kan tabe det beløb, de selv har investeret. For yderligere information henvises til vedtægter, børsprospekter, fondsbørsmeddelelser samt års- og halvårsrapporten for selskabet. Forklaring: Se Introduktion til faktsiderne.



# Formuepleje Merkur A/S

**BESKRIVELSE**

Formuepleje Merkur er et skattefrit investeringsselskab, der investerer kortsigtet og langsigtet i de øvrige Formueplejeselskaber. Selskabet investerer med en kombination af egenkapital og lånekapital, der kan optages som lån i dansk og udenlandsk valuta. Den aktuelle fordeling ses nederst til højre.

**RISIKO**

Obligationer ▼ Aktier ▼

▲ Laveste ▲ Højeste

▲ Optimum ▲ Pareto Fokus ▲ Safe Merkur LimitTellus ▲ Epikur ▲ Penta

**STAMDATA**

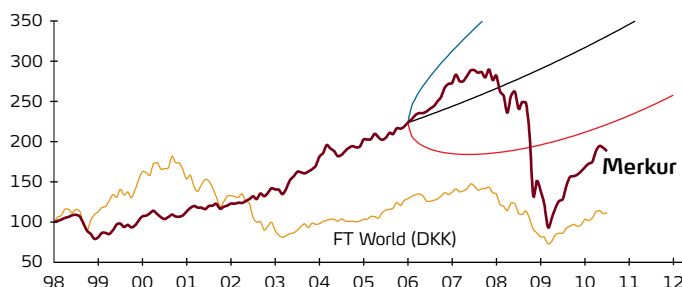
Indre værdi	181,5
*Egenkapital, mio. kr.	752
*Samlet balance, mio. kr.	1.111
Fondskode	DK0016042609
Startdato	01.01.1998
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	55%
Risikoramme, 3 år	-12,5%

\*Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.

**10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER**

	% af aktiebeh.
1 Formuepleje Epikur A/S	19,9%
2 Formuepleje Penta A/S	16,8%
3 Formuepleje LimitTellus A/S	11,0%
4 Formuepleje Safe A/S	7,2%
5 Formuepleje Merkur A/S - EGNE AKTIER	6,9%
6 Formuepleje Safe VSO A/S	6,9%
7 Formuepleje Optimum A/S	3,5%
8 Formuepleje Pareto A/S	2,1%
9 Microsoft	1,0%
10 IBM	0,9%
Antal aktier i portefølje:	69

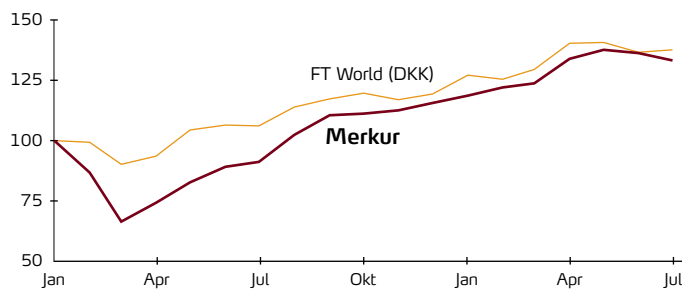
KURSUDVIKLING 1998-2010



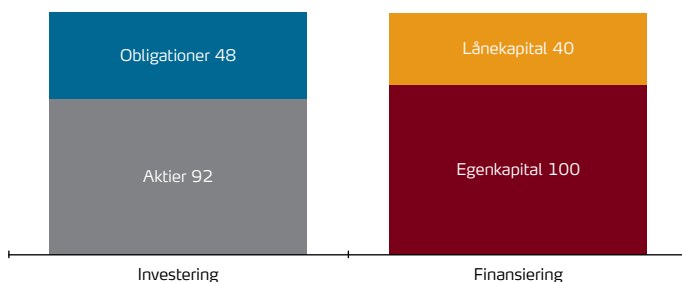
AFKAST SIDEN

	1998	2000	2005	2010
Merkur	88%	76%	-7%	12%
FT World	11%	-31%	8%	8%
Forskel	77%	107%	-15%	4%

KURSUDVIKLING 2009 til dato



PORTEFØLJE



PORTEFØLJER

	Obligationer	Aktier	Lånekapital		
Korte < 3 år	82%	Europa	48%	DKK	0%
Mellem 3-5 år	11%	USA	48%	EUR	100%
Lange > 5 år	7%	Øvrigt	4%	CHF	0%

Nærværende faktaark er en informationservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden professionel rådgivning og bør ikke alene tjene som grundlag for en investeringsbeslutning. Historiske resultater er ikke nogen garanti for fremtidige afkast. Bemærk, at selskabet investerer for både egne og lånte midler, hvilket kan forøge risikoen. Investorerne hæfter dog ikke for den gæld, selskabet optager, hvorfor investorerne således højst kan tabe det beløb, de selv har investeret. For yderligere information henvises til vedtægter, børsprospekter, fondsbørsmeddelelser samt års- og halvårsrapporten for selskabet. Forklaring: Se Introduktion til faktsiderne.

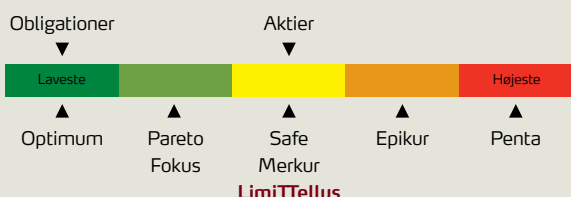
**FORMUE PLEJE**

# Formuepleje LimiTellus A/S

## BESKRIVELSE

Formuepleje LimiTellus er et skattefrit investeringsselskab, der investerer i globale børsnoterede aktier. Selskabet investerer udelukkende for egne midler.

## RISIKO



## STAMDATA

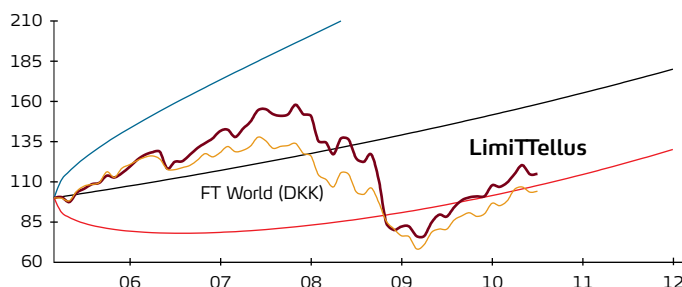
Indre værdi	111,1
*Egenkapital, mio. kr.	879
*Samlet balance, mio. kr.	879
Fondskode	DK0016310980
Startdato	01.03.2005
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	>FT World
Risikoramme, 3 år	-15%

\*Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.

## 10 STØRSTE AKTIEPOSITIONER

	% af aktiebeh.
1 IBM	3,0%
2 Microsoft	2,8%
3 G4S	2,7%
4 Teva Pharmaceutical	2,5%
5 Halliburton Co.	2,5%
6 Conocophillips	2,5%
7 RSA Insurance Group	2,3%
8 Allianz AG	2,3%
9 FLSmidth & Co	1,9%
10 Ahold	1,9%
Antal aktier i portefølje: 65	

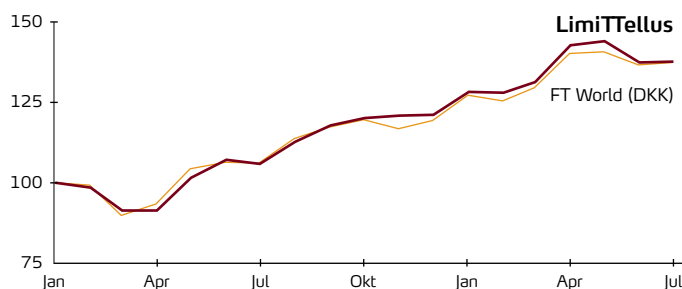
## KURSUUDVIKLING 2005-2010



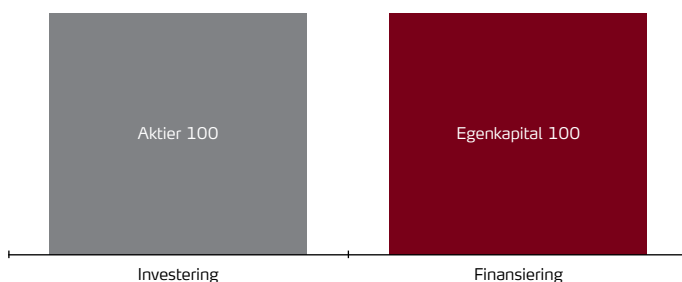
## AFKAST SIDEN

	2005	2007	2010
LimiTellus	15%	-18%	7%
FT World	4%	-19%	8%
Forskel	11%	1%	-1%

## KURSUUDVIKLING 2009 til dato



## PORTEFØLJE



## PORTEFØLJER

Aktier	
Europa	49%
USA	47%
Øvrigt	4%

Nærværende faktaark er en informationsservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden professionel rådgivning og bør ikke alene tjene som grundlag for en investeringsbeslutning. Historiske resultater er ikke nogen garanti for fremtidige afkast. For yderligere information henvises til vedtægter, børsprospekter, fondsårsmeddelelser samt års- og halvårsrapporten for selskabet. Forklaring: Se Introduktion til faktasiderne.

**FORMUE PLEJE**

# Formuepleje Fokus A/S

**BESKRIVELSE**

Formuepleje Fokus er et skattefrit investeringsselskab, der investerer i danske realkreditobligationer. Selskabet investerer med en kombination af egenkapital og lånekapital, der kan optages som lån i danske kroner og euro. Den aktuelle fordeling ses nederst til højre. Bestyrelsen har til hensigt at foreslå udbytte på 8 kr. pr. aktie.

**RISIKO**

Obligationer	Aktier
Laveste ▲ Optimum	▲ Pareto <b>Fokus</b> Safe Merkur LimitTellus
▲ Højeste	▲ Epikur Penta

**STAMDATA**

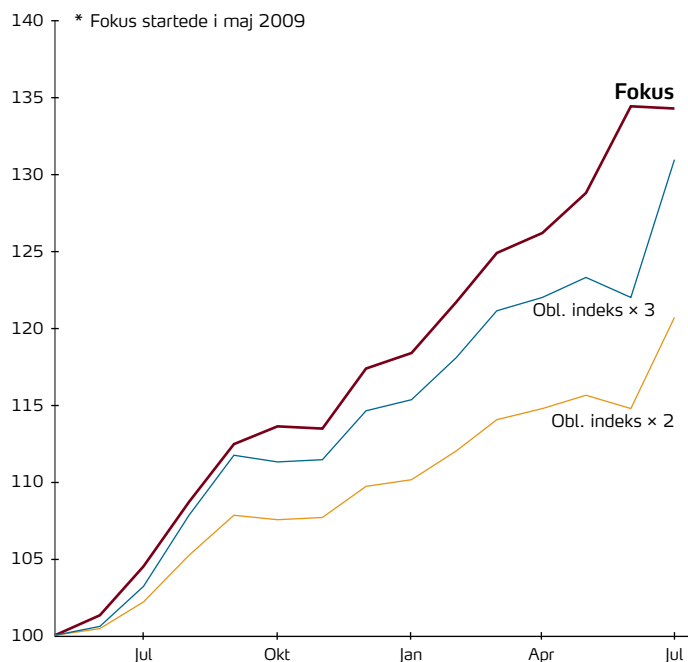
Indre værdi	125,9
*Egenkapital, mio. kr.	142
*Samlet balance, mio. kr.	628
Fondskode	DK0060179596
Startdato	01.05.2009
Fast honorar i % af aktiver, max	0,5%
Resultathonorar ved overskud	10%
Afkastmål, 5 år	Min 2 x NYK obl.
Forventet udbytte	8 kr. pr. aktie

\*Opgjort efter de nye regnskabsprincipper (IFRS), som betyder, at egne aktier modregnes direkte i egenkapitalen.

**10 STØRSTE POSITIONER**

	% af beholdning
1 5% Nykredit 2038	11,5%
2 5% Nordea Kredit 2038	7,8%
3 4% Nykredit 2012	6,0%
4 5% Realkredit DK OA 2038	5,8%
5 4% Nykredit 2012 OKT	4,3%
6 4% Realkredit DK 2012	4,2%
7 2% Realkredit DK 2013	4,1%
8 2% Realkredit DK 2011	4,1%
9 6% Realkredit DK 2029	3,8%
10 6% Nykredit 2029	3,7%
Antal obligationer i portefølje:	39

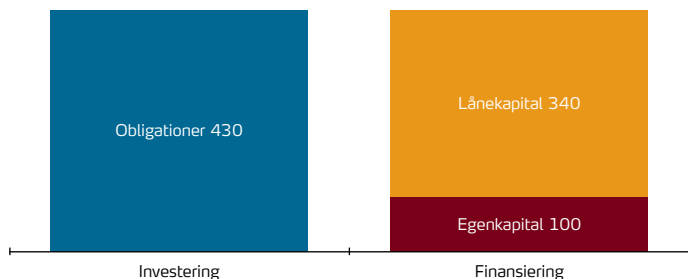
**KURSUUDVIKLING 2009 til dato \***



**AFKAST SIDEN**

	2009	2010
Fokus	26%	13%
2 x NYK Obl.indeks	21%	10%
Forskel	6%	4%

**PORTEFØLJE**



**PORTEFØLJER**

Obligationer		Lånekapital	
Korte < 3 år	100%	DKK	0%
Mellem 3-5 år	0%	EUR	100%
Lange > 5 år	0%	CHF	0%

Nærværende faktaark er en informationsservice. Alle oplysninger er ajourførte og tilstræbt korrekte, men der gives ingen garanti mod datafejl eller unøjagtigheder som følge af periodiseringer, handler under afvikling etc. Oplysningerne erstatter ikke juridisk, regnskabsmæssig, skattemæssig eller anden professionel rådgivning og bør ikke alene tjene som grundlag for en investeringsbeslutning. Historiske resultater er ikke nogen garanti for fremtidige afkast. Bemærk, at selskabet investerer for både egne og lånte midler, hvilket kan forøge risikoen. Investorerne hæfter dog ikke for den gæld, selskabet optager, hvorfor investorerne således højst kan tabe det beløb, de selv har investeret. For yderligere information henvises til vedtægter for selskabet. Forklaring: Se Introduktion til faktasiderne.



UDGIVER:

**FORMUE PLEJE**  
SELSKABERNE

---

Bruuns Galleri, Værkmestergade 25, 8000 Århus C

Telefon 87 46 49 00, telefax 87 46 49 01,  
info@formuepleje.dk, www.formuepleje.dk

RÅDGIVNING OG FORMIDLING:

**FORMUE PLEJE**

Bruuns Galleri, Værkmestergade 25, 8000 Århus C  
Tuborg Havn, Tuborg Havnevej 19, 2900 Hellerup

Telefon 87 46 49 00, telefax 87 46 49 01,  
info@formuepleje.dk, www.formuepleje.dk