

CB European Quality Fund

Kvartalsuppdatering per 30 juni 2014



2012 års stjärnförvaltare i
kategorin Europafonder
(Morningstar och DI)

Fondens utveckling och AUM (EUR)

Q2 2014	+0,7%
Helår 2014	-2,5%
Per år (sedan fondstart 1995)	+7,6%
AUM (milj.)	57,0

NAV per 2014-06-30 (EUR)

Sicav A	86,48
Sicav I	110,64
Acc.	203,28
Distr.	91,00

Kort om European Quality Fund

- En long-only europeisk aktiefond, startades 1995
- Koncentrerad portfölj (20-33 innehav)
- Lång placeringshorisont
- Jämförelseindex: MSCI Europe Net
- Mål: Lägre standardavvikelse än index
- Mål: Överavkasta mot index över 12 månader

Kort om CB Fonder

- Grundades 1994
- Familjeägt svenskt bolag under tillsyn av finansinspektionen
- Ledord i förvaltningen: aktiv, etisk och långsiktig
- All förvaltning omfattas av ett etiskt ramverk
- Portföljförvaltningen bedrivs från Stockholm; all fondadministration sker i Luxemburg

Teamet



Carl Bernadotte

Portföljförvaltare/ägare

>25 års erfarenhet
Född 1955



Marcus Grimfors

Portföljförvaltare

6 års erfarenhet
Född 1981



Alexander Jansson

Portföljförvaltare/VD

6 års erfarenhet
Född 1983



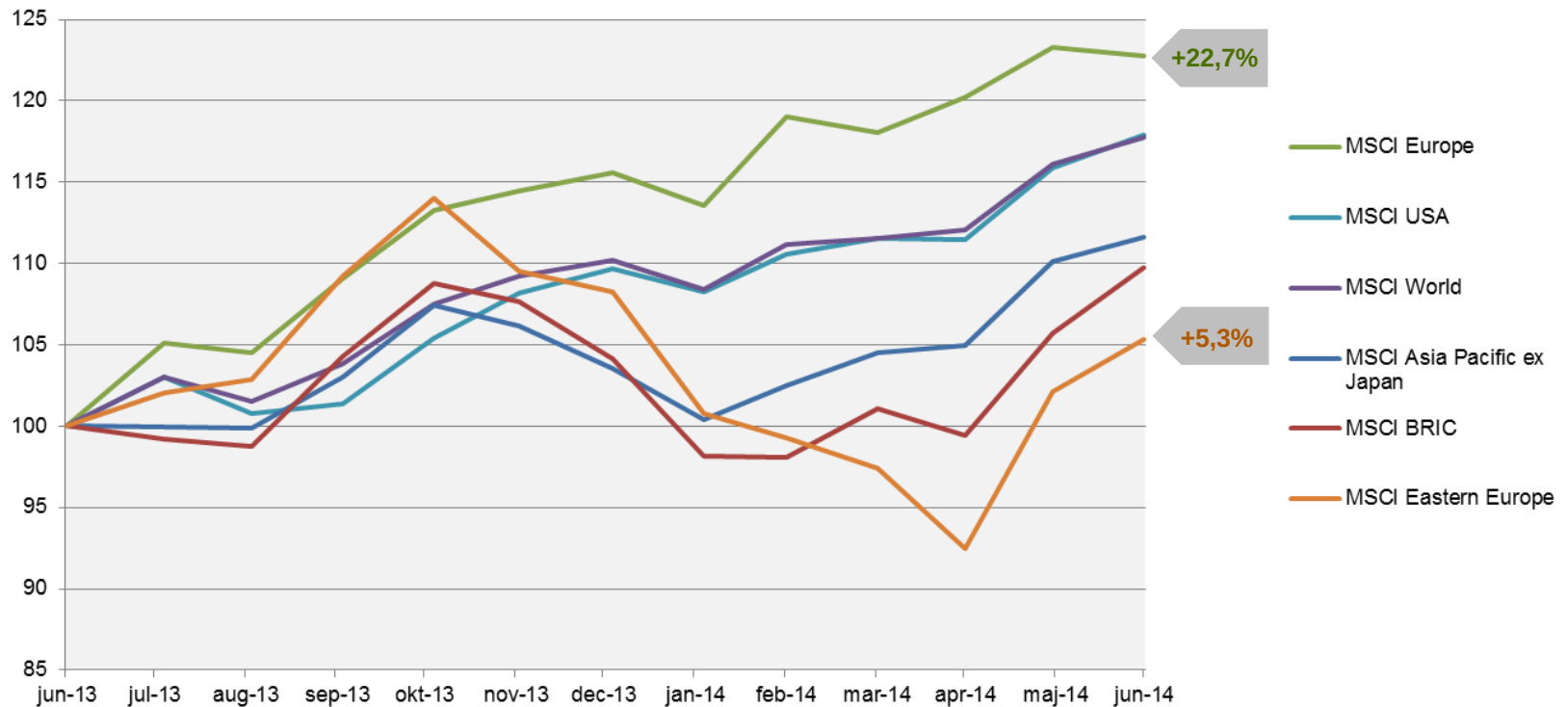
Erik Allenius Somnell

Affärsutveckling

2 års erfarenhet
Född 1984

- Den senaste året har Europa överavkastat mot alla större regioner.
- Samtliga tillväxtmarknadsindex i jämförelsen har utvecklats sämre än Europa och USA.
- Vi har ett starkt år bakom oss: samtliga regioner i jämförelsen har gett bra till riktigt bra avkastning.

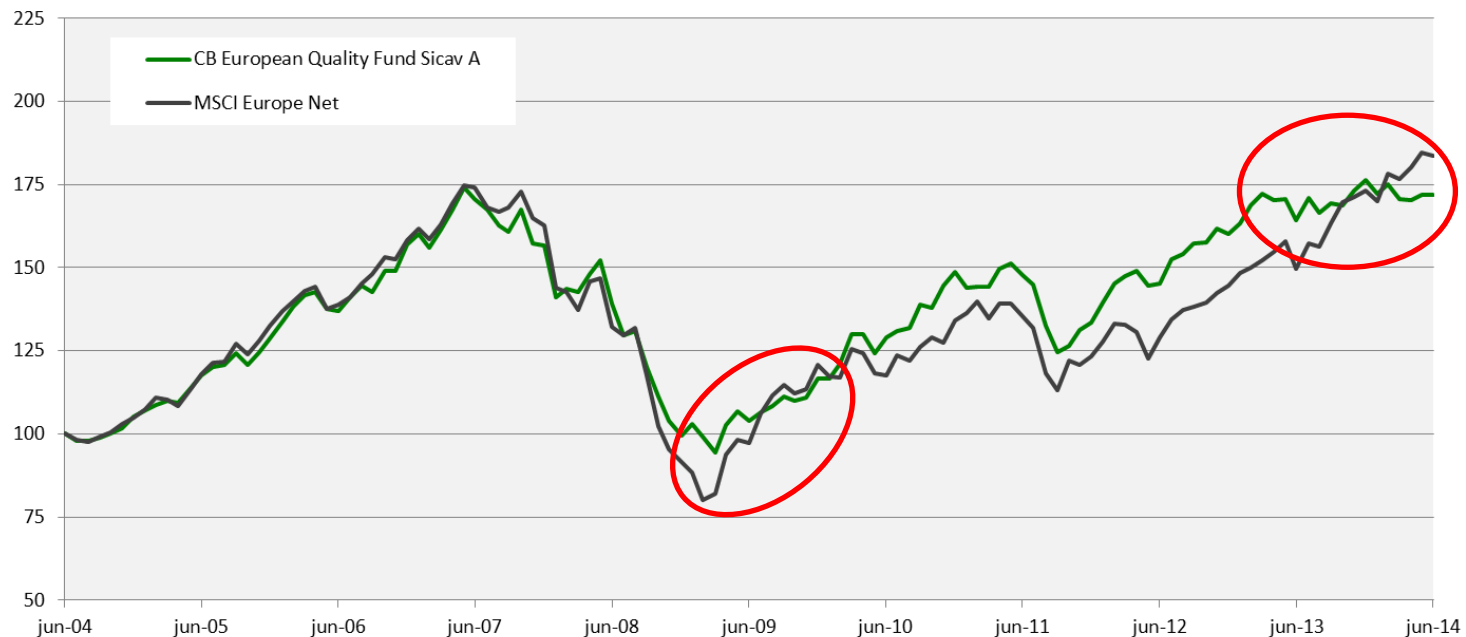
Utveckling för olika regioner, 1 år (EUR)



Källa: MSCI, CB Fonder

- Sedan sommaren 2012 har vi sett en kraftigt sjunkande riskaversion i marknaden, vilket har gynnat både småbolag och s k Value-aktier, se sid 5, 12 och 15.
- Fonden har bl a av nämnda anledning utvecklats svagt i relativa termer det senaste året: under perioden har index stigit +23% samtidigt som fonden har stigit +5%.
 - I början av 2010 uppvisade fonden en liknande underavkastning på 12 månader, efter ett starkt rally i marknaden under stora delar av 2009.

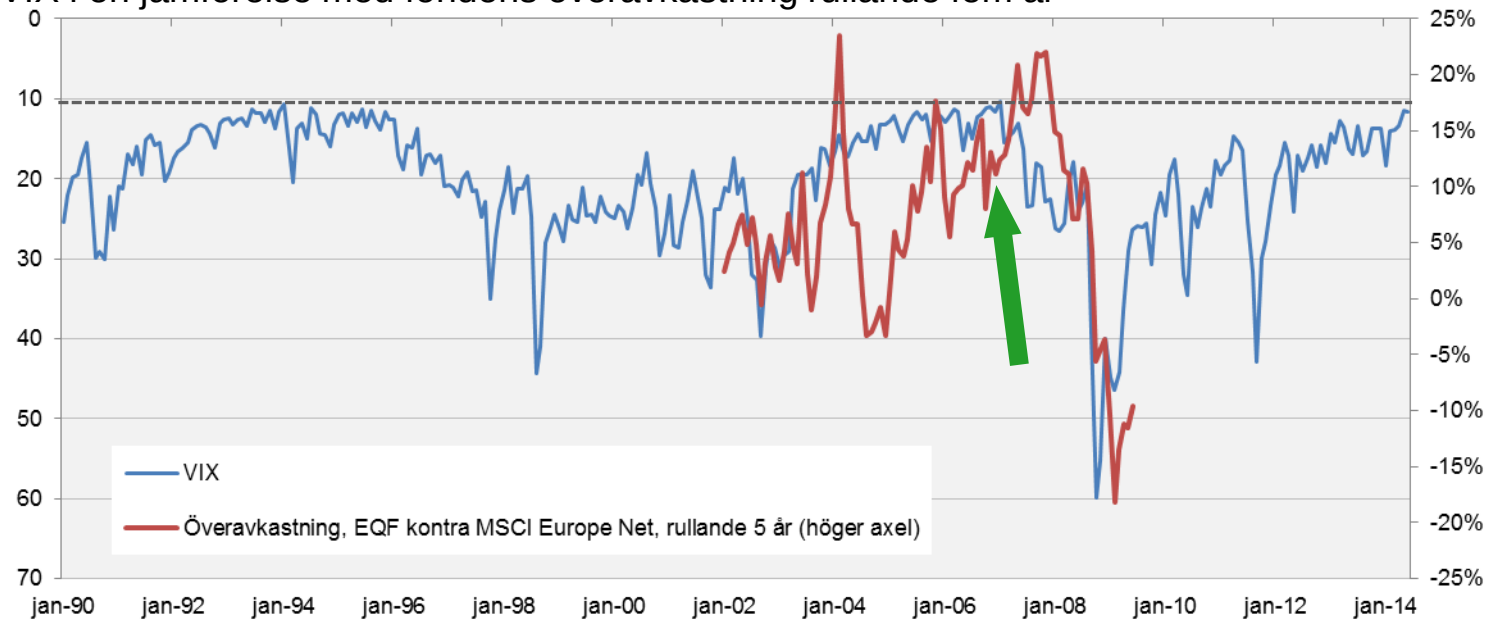
Fonden relativt index, 10 år (EUR)



Källa: MSCI, CB Fonder

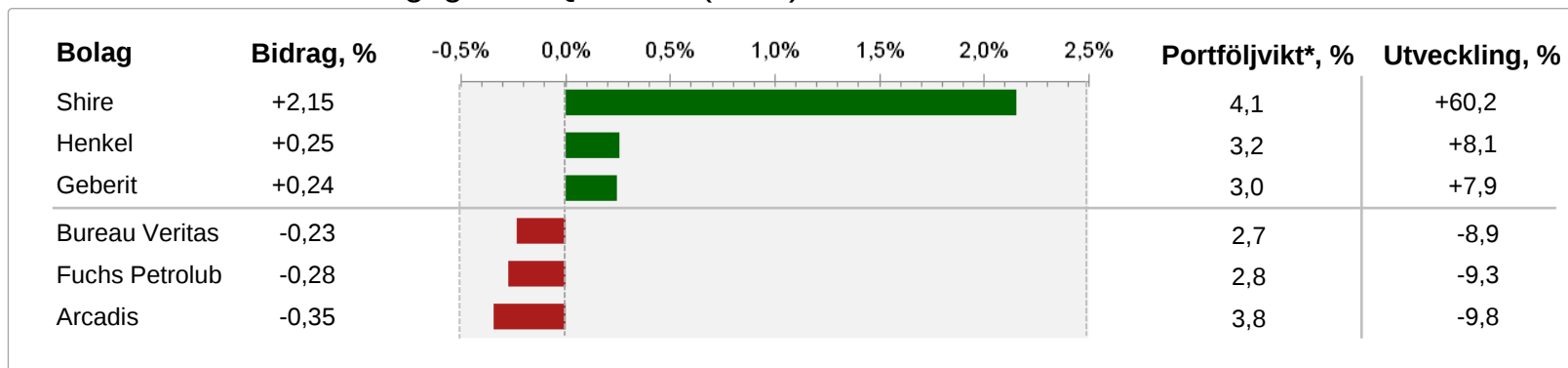
- VIX (volatilitetsindex, blå kurva mot den vänstra inverterade axeln nedan) närmar sig sin historiskt lägsta nivå. För fem år sedan var VIX rekordhøgt.
- Historiskt har fondens strategi (rød kurva nedan) gått bättre relativt index under perioder som följer tillfållen med en lågre volatilitet. Korrelationen mellan de båda dataserierna är -0,55.
- Nivån för VIX sista juni i år motsvarar den vid årsskiftet 2006/2007. En investering i fonden vid den tidpunkten (grøn pil nedan) gav de kommande fem åren en total överavkastning mot MSCI Europe Net på 11%.

VIX i en jämförelse med fondens överavkastning rullande fem år



Källa: MSCI, Reuters, CB Fonder

Största och minsta bidragsgivare Q2 2014 (EUR)



Bolagsnytt

- Det brittiska/irländska läkemedelsbolaget **Shire** – bl a ledande inom tillverkning av medicin mot ADHD – mottog efter en lång tid av spekulation om uppköp ett bud från det amerikanska läkemedelsbolaget **AbbVie**. Budet ligger, när det här skrivs, på £51,15 per aktie, vilket kan jämföras med aktuell kurs på £45,40. **Aktien steg 60,2% under kvartalet**, i EUR, och var ett av våra största innehav under kvartalet.
- Tyska **Henkel** – dels marknadsledande inom industriella lim och dels med en stark position inom det s k Household and Personal Care (HPC)-segmentet – kom återigen med en stark rapport under kvartalet. **Bolaget har sedan 2009 lyckats förbättra sin rörelsemarginal högst väsentligt (från 10,0% till 15,4% vid utgången av 2013) och den resan fortsatte under Q1 2014 då rörelsemarginalen förbättrades till 15,8%.**
- Ett innehav som under Q1 2014 **gynnades kraftigt av återhämtningen i Europa var schweiziska Geberit, marknadsledande tillverkare av produkter till sanitets- och VVS-branschen**. Bolaget rapporterade en imponerande organisk tillväxt på 11,0% och en EBITDA-marginal på lika imponerande 28,5%.
- Efter ett starkt första kvartal 2014 gick **Bureau Veritas** aktie sämre under Q2 2014. Ur ett tekniskt perspektiv noterar vi att **aktien handlas i ett intervall mellan €20-€23**; i slutet av Q1 2014 stängde aktien i toppen av intervallet och vid utgången av Q2 2014 handlades aktien i botten av intervallet.
- Tyska **Fuchs Petrolub** och holländska **Arcadis** – båda tämligen nya tillskott i portföljen – **bidrog mest negativt till fondens utveckling under kvartalet**. Arcadis – konsult inom infrastruktur, vatten, miljö och byggnader – kom med en stabil rapport för Q1 2014 där marginalerna överraskade positivt. Fuchs Petrolub – världsledande tillverkare av smörjolja – rapporterade även de stabila siffror för Q1 2014. En anledning till den sämre utvecklingen för Fuchs Petrolub kan vara att bolagets återköp av egna aktier avslutades, planenligt, i slutet av april.
- Övriga nyheter: den ökande M&A-aktiviteten i marknaden har även "gynnat" vårt schweiziska innehav **Syngenta, som amerikanska Monsanto ryktas ha närmat sig under våren med ett bud på ca \$40 miljarder**. Propån ska dock ha avvisats av Syngentas ledning. Ingen rök utan eld...

De 10 största innehaven, per 2014-06-30

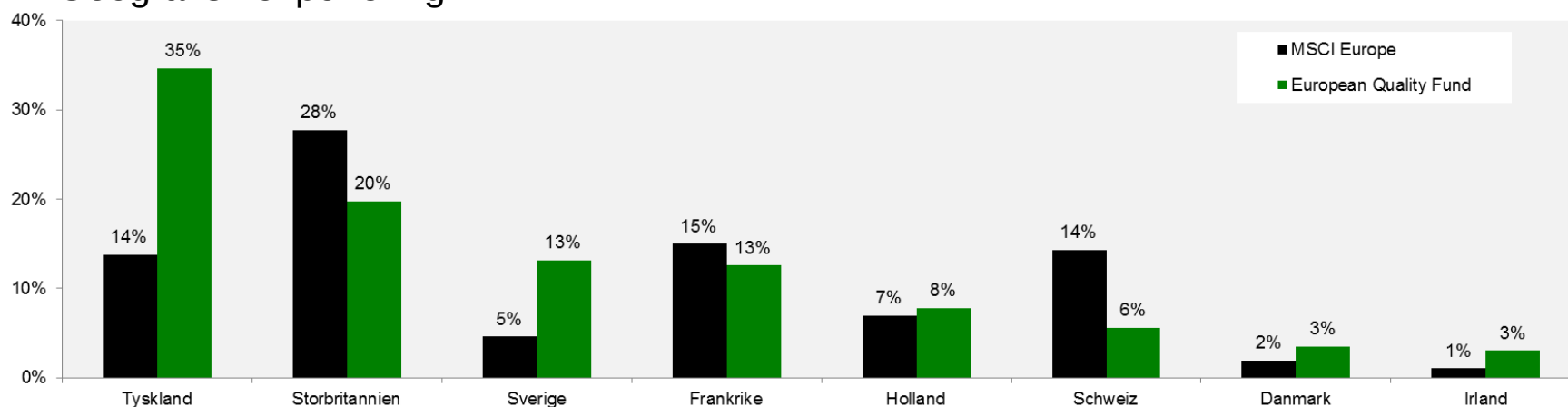
Aktie	Land	Sektor	Marknadsvärde, mdr €	Andel av AUM	Andel av MSCI Europe	EPS-tillväxt, 2014E	EPS-tillväxt, 2015E	PEG, 2014	PEG, 2015
BASF	Tyskland	Material	80,0	4,7%	1,15%	9%	11%	1,7	1,2
Volkswagen	Tyskland	Sällanköp	89,5	4,6%	0,54%	16%	12%	0,6	0,7
Sodexo	Frankrike	Sällanköp	12,5	4,2%	0,11%	1%	15%	26,2	1,3
AAK	Sverige	Dagligvaror	2,0	4,1%	0,00%	14%	16%	1,6	1,1
IMI	Storbritannien	Industri	5,2	4,1%	0,08%	17%	12%	1,0	1,3
Arcadis	Holland	Industri	1,9	4,1%	0,00%	13%	16%	1,2	0,8
Next	Storbritannien	Sällanköp	12,8	4,1%	0,19%	11%	8%	1,6	2,0
Legrand	Frankrike	Industri	12,0	4,0%	0,18%	4%	10%	4,8	2,0
Shire	Storbritannien	Hälsovård	34,0	3,9%	0,50%	24%	10%	1,0	2,3
Brenntag	Tyskland	Industri	6,9	3,7%	0,10%	6%	12%	3,1	1,4
Summa/medel			25,7	41,3%	2,9%	11%	12%	4,3	1,4

- Vi investerar i stora bolag: marknadsvärdet skall vara minst €1 miljard, vilket vi i snitt ligger långt över. Se mer om små och stora bolag på sid 12.

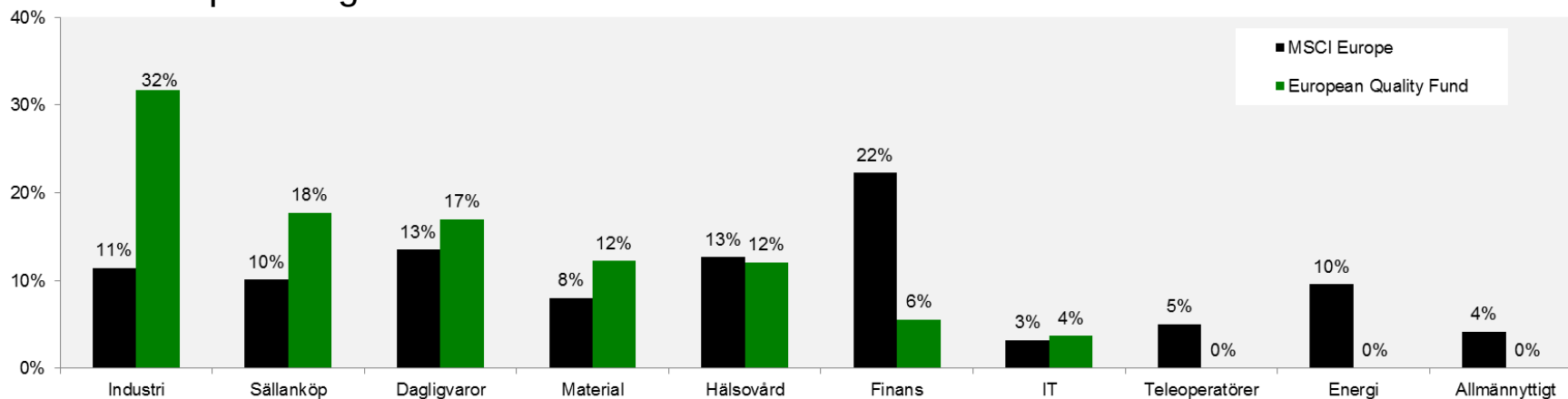
- Kraftig avvikelse från index; Active Share för fonden: 92%.

- Ett av våra investeringskriterier är att vinsttillväxten skall vara stabil; ett annat att värderingen skall vara attraktiv (i förhållande till vinsttillväxten)

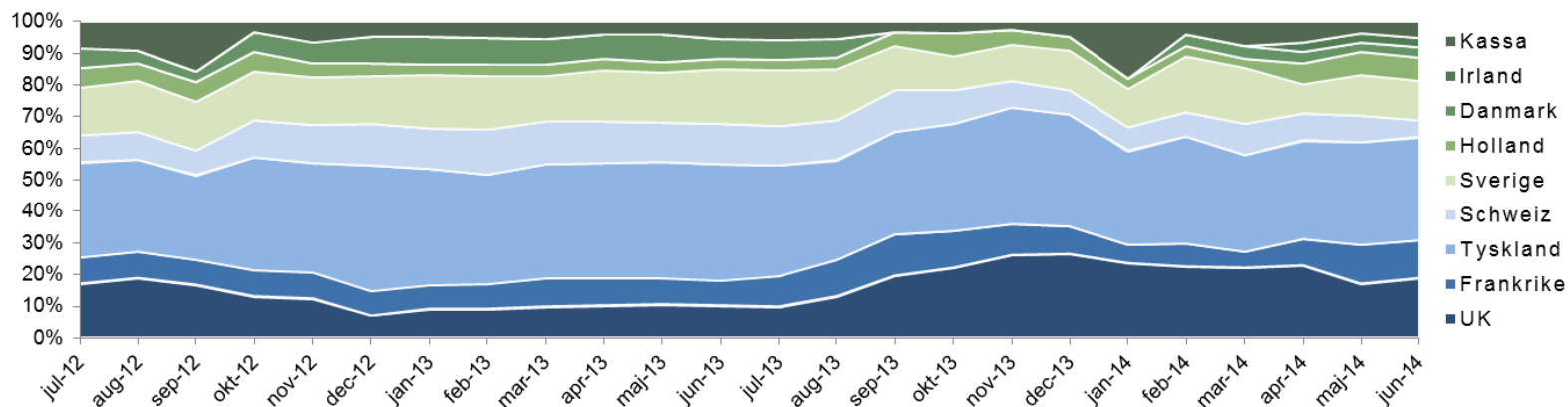
Geografisk exponering



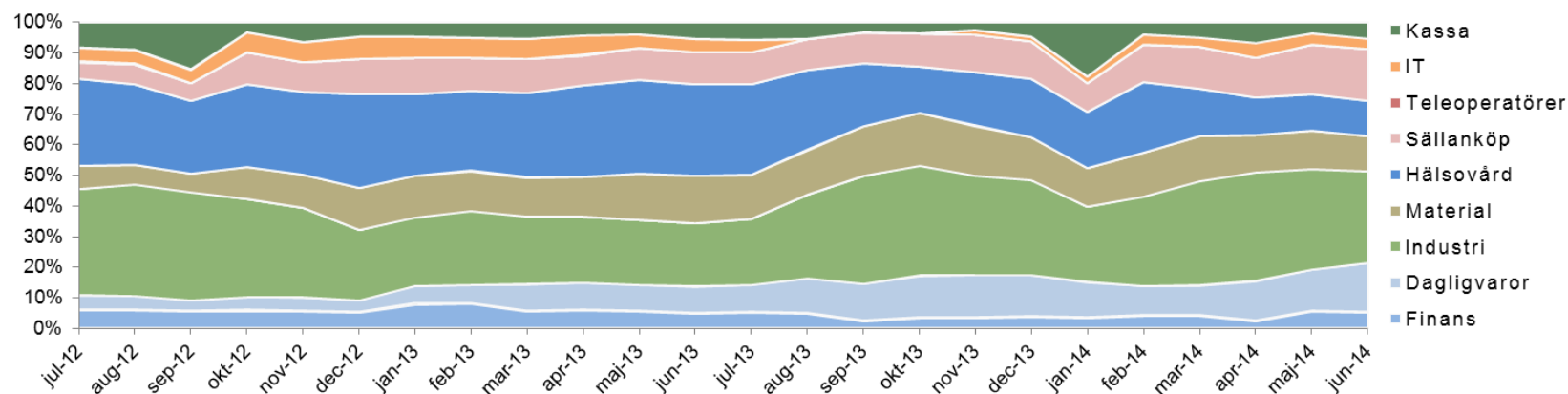
Sektorexponering



Geografisk exponering, 24 månader



Sektorexponering, 24 månader



Fondens korrelation med MSCI index, 5 år*

Region- och landindex

	EQF	Europe	World	Sweden	BRIC
EQF	1,00	0,69	0,72	0,73	0,56
Europe		1,00	0,84	0,81	0,63
World			1,00	0,74	0,66
Sweden				1,00	0,62
BRIC					1,00

Investeringsstilar

	EQF	Europe	Europe Value	Europe Growth
EQF	1,00	0,69	0,55	0,80
Europe		1,00	0,97	0,95
Europe Value			1,00	0,84
Europe Growth				1,00

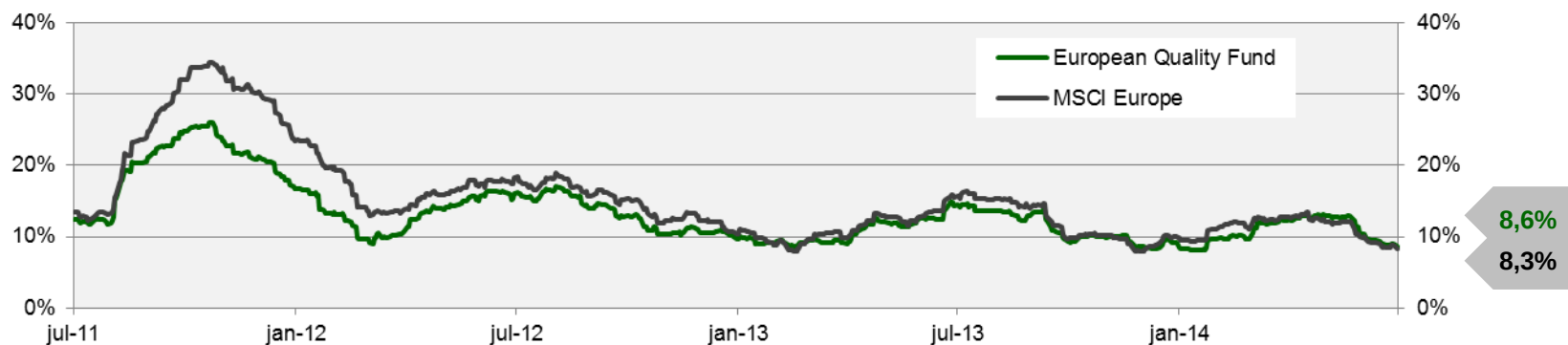
Bolagsstorlek

	EQF	Europe	Europe Large Cap	Europe Mid Cap	Europe Small Cap
EQF	1,00	0,69	0,67	0,74	0,71
Europe		1,00	1,00	0,97	0,89
Europe large cap			1,00	0,95	0,87
Europe mid cap				1,00	0,95
Europe small cap					1,00

- Med en relativt låg korrelation med jämförelseindex MSCI Europe, samt andra för investerare viktiga marknader och investeringsstilar, bidrar fonden med diversifiering till de flesta portföljer
- Fonden investerar i stora bolag, men har trots det låg korrelation med stora bolag. Vi ser två anledningar till det: 1) fonden investerar med några undantag inte i de riktigt indextunga storbolagen, 2) fonden investerar i tillväxtbolag, inte "stagnerade jättar" som till delar kan sägas karakterisera large cap-index.

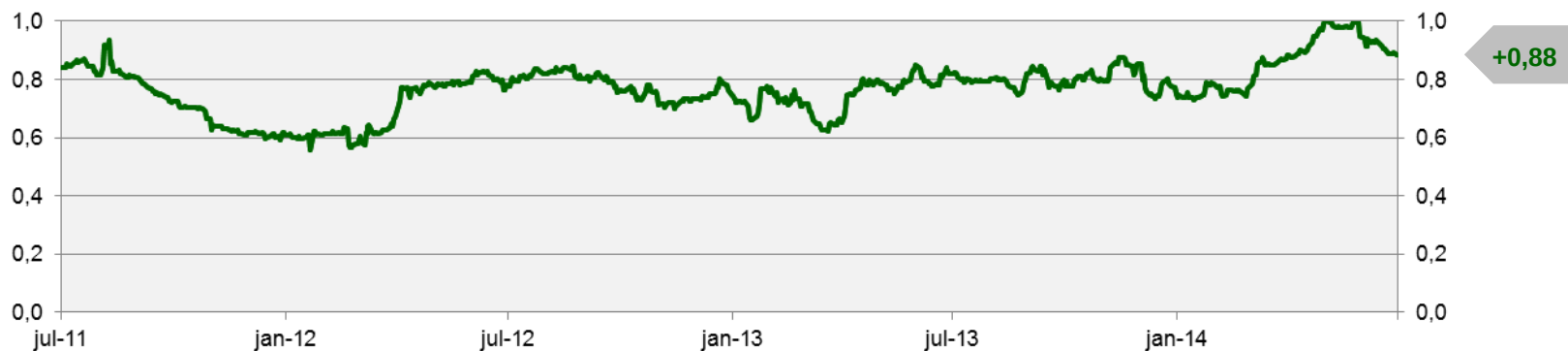
Standardavvikelse

- Fondens standardavvikelse är konsekvent lägre/i linje med dito för jämförelseindex, MSCI Europe

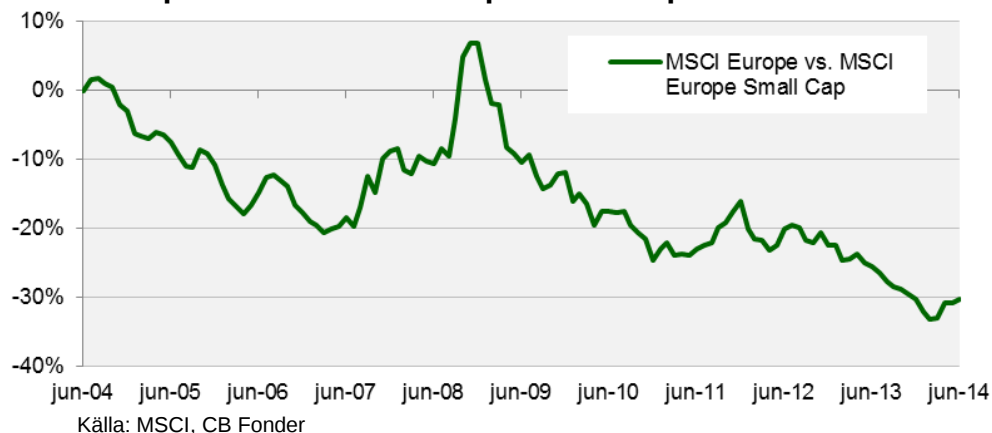


Beta mot MSCI Europe

- Fondens beta är konsekvent <1

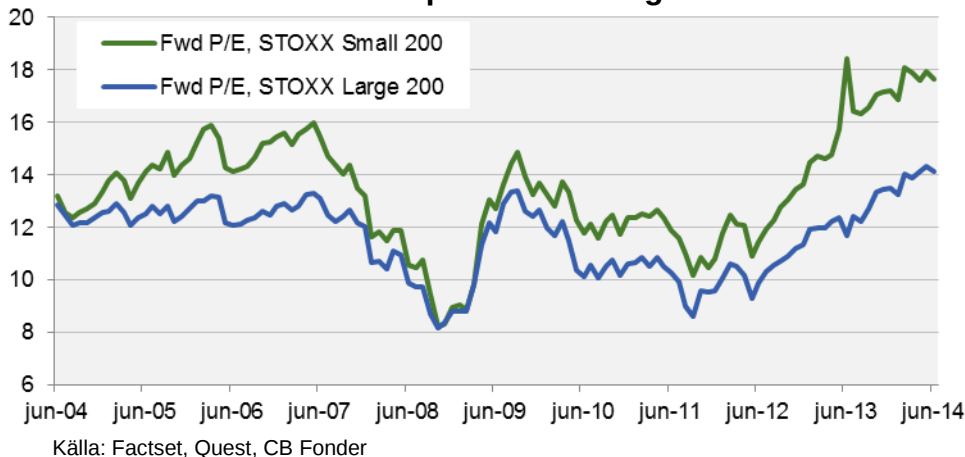


MSCI Europe relativt MSCI Europe Small Cap



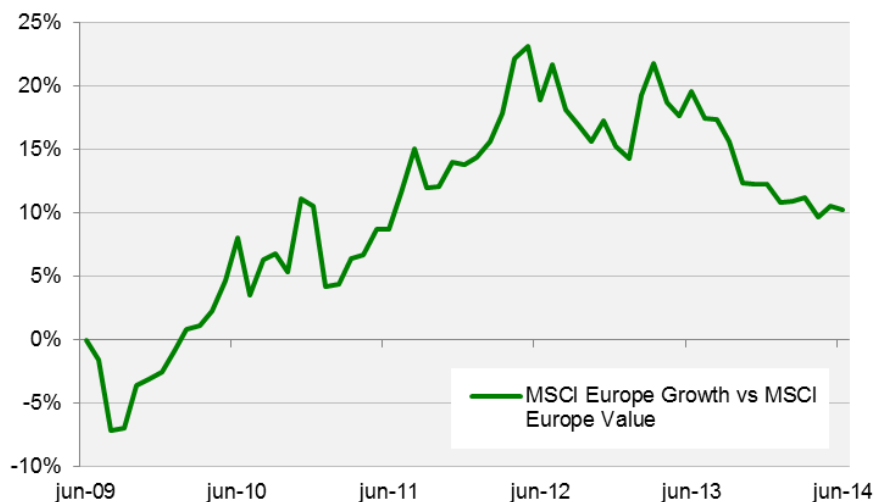
- MSCI Europe, som till allra största delen utgörs av large cap, har de senaste tio åren underavkastat drygt 30 procentenheter mot MSCI Europe small cap. Framförallt de senaste två åren har vi sett en kraftigt och konsekvent sjunkande riskaversion i marknaden, vilket har gynnat small cap. Se sid 15.
- Värt att notera är dock att large cap ofta överavkastar kraftigt mot small cap i en svagare marknad: se 2007/2008 och senare delen av 2011.

Fwd P/E för de 200 minsta resp. största bolagen i STOXX 600



- Under samma period som small cap har överavkastat kraftigt mot large cap har även värderingen för small cap stigit kraftigt, både absolut och relativt large cap. I juni 2009 handlades small cap, mätt på P/E 12M framåt, till 12,7x, idag är den siffran 17,7x; i juni 2009 handlades small cap till en premie på 7% mot large cap, idag är premien 25%. Sett till hela perioden - de senaste 10 åren - har inte small cap tidigare värderats så här högt och inte heller har premien mot large cap varit så här stor.

MSCI Europe Growth relativt MSCI Europe Value



- S k Growth-aktier har underavkastat mot s k Value-aktier sedan 2012, vilket vi anser drivet av den kraftigt sjunkande riskaversionen och en allt mer positiv bild av konjunkturen (se sid 15). Den positiva utvecklingen för Value kontra Growth har dock planat ut den senaste tiden.
- European Quality Fund har en tämligen hög korrelation med Growth (0,80) och således tämligen låg korrelation med Value (0,55). Se sid 10.

Sektorexponeringar; största differenserna mellan MSCI Europe Growth och Value

Sektor	Vikt i MSCI Value (%)	Vikt i MSCI Growth (%)	Differens Value - Growth (%)	Utveckling Q2 2014 (%)
Banks	19,9	6,8	13,1	-4,5
Oil & Gas	14,9	3,4	11,5	12,0
Telecommunications	9,6	1,6	8	4,6
Utilities	7,3	0,4	6,9	7,1
Insurance	9,1	3,3	5,8	3,5
Basic Resources	5,7	1	4,7	1,6
Automobiles & Parts	4,6	1,3	3,4	0,8
Technology	1,4	4,7	-3,3	-1,9
Chemicals	3	7,1	-4,1	5,2
Ind Goods & Services	6,5	14,3	-7,8	0,1
Healthcare	6,6	15,7	-9,2	7,2
Pers & Household Goods	1,2	11	-9,8	6,0
Food & beverage	0,1	17,5	-17,4	7,3

Källa: DB, MSCI, CB Fonder

- European Quality Fund har låg eller ingen exponering mot de sektorer som kännetecknar Value (överst i tabellen ovan), men hög exponering mot de sektorer som kännetecknar Growth. Se sid 8.
- Värt att notera är att det under kvartalet var de traditionellt defensiva sektorerna som drev marknaden uppåt, medan traditionellt cykliska sektorer som Banks, Automobiles & Parts och Industrial Goods & Services höll tillbaka densamma. Det är för tidigt att dra några slutsatser av det, men det kan vara en signal om att marknaden håller på att positionera om sig för lägre avkastning än vad vi sett de senaste åren.

Marknaden kan sägas ha återgått till ett normalläge...

European Quality Fund

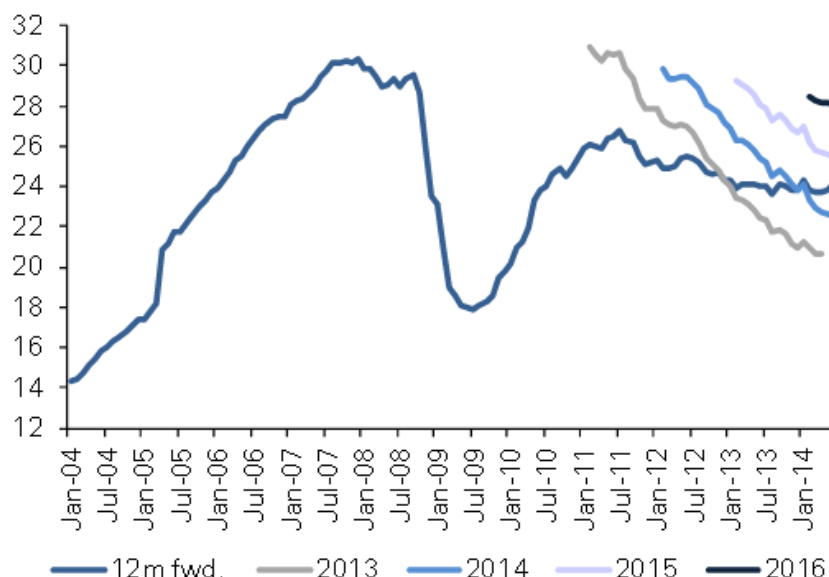
- Värderingen för Europa 12 månader framåt är på P/E ~14, d v s något högre än värderingen under den senare delen av uppgångsfasen 2003-2007.
- Sedan Draghis tal, sommaren 2012, har marknaden utvecklats mycket starkt, men enbart på förhoppningar; vinstestimaten för marknaden har kontinuerligt kommit ner - uppgången har enbart drivits av multipelexpansion.
- Givet att värderingen nu mer än normaliserats, tror vi att vinstestimaten måste börja revideras upp – eller åtminstone sluta revideras ner – för att marknaden skall fortsätta i samma trend som sedan 2012. Framåt tror vi att EPS-tillväxt $\approx$ avkastning i marknaden.

Europa (STOXX 600), P/E ratio (x)



Källa: IBES, DataStream, DB

Europa (STOXX 600), vinstestimat (indexpunkter)



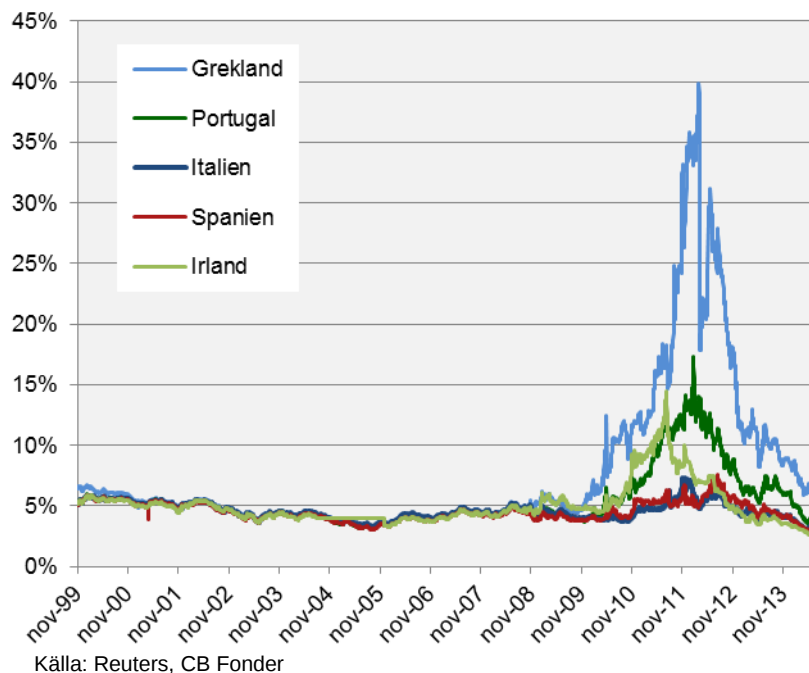
Källa: IBES, DataStream, DB

...men är riskaversionen oroväckande låg?

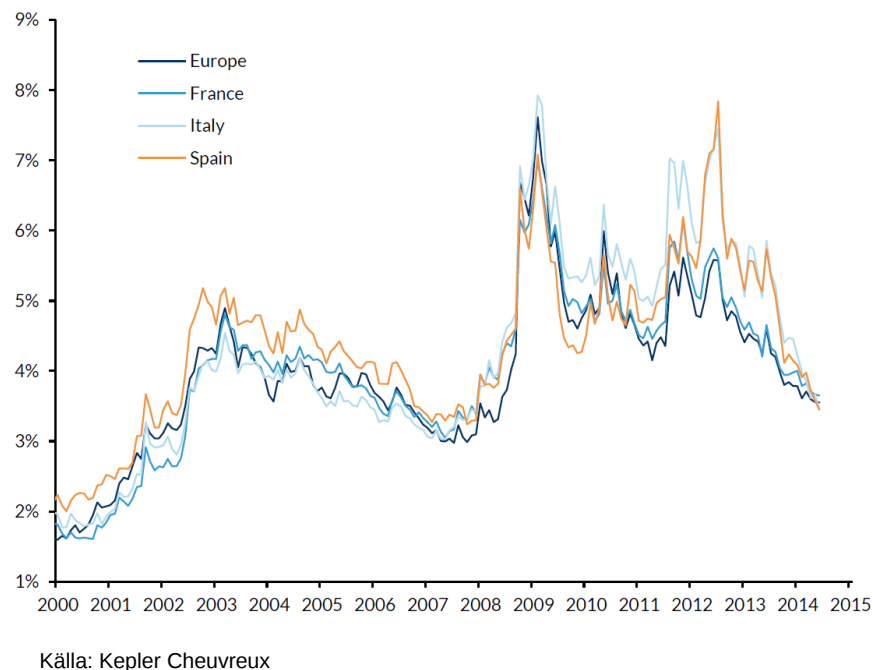
European Quality Fund

- Yelden för PIIGS är i några fall nere på rekordlåga nivåer och kan – rimligtvis – inte nå mycket lägre.
 - Enligt Deutsche Bank har Spanien aldrig haft en så här låg 10-årig ränta (data från 1789); Italien har inte haft det sedan 1945.
- Riskpremien för aktier är nere på samma nivåer som 2007.

Yelden för PIIGS, 10-åringar



Riskpremien på olika aktiemarknader



- Europeisk aktiefond med en **koncentrerad portfölj** av världsledande tillväxtbolag.
- Investerar i **kvalitetsländer** med hög transparens: bl a Tyskland, Holland, Schweiz, Frankrike, Sverige och UK.
- **Etiska riktlinjer**, inga investeringar i bolag verksamma inom tobak och alkohol, vapentillverkning, spel & dobbel och pornografi.
- Historisk **god riskjusterad avkastning**; konkurrenskraftig mot såväl index som konkurrenter.
- Förvaltas av ett **team** bestående av tre personer.

CB European Quality Fund, SICAV A

- Förvaltningsavgift: 1,5%
- Resultatbaserad avgift: 0%
- Utdelning: Nej
- ISIN: LU0112589485

CB European Quality Fund, SICAV I

- Förvaltningsavgift: 0,5%
- Resultatbaserad avgift: 20% av överavkastningen mot MSCI Europe Net, med kollektivt, evigt och relativt High-Water Mark; andelsklassen är 16,3% under HWM per 2014-06-30.
- Utdelning: Nej
- ISIN: LU0806934948

European Quality Fund, BVI Distribution

- Förvaltningsavgift: 1,5%
- Resultatbaserad avgift: 0%
- Utdelning: Ja, 6% av NAV årligen per sista oktober
- ISIN: VGG3193T1268

- Fondens namn: **CB European Quality Fund**
- Förvaltare: **CB Asset Management AB**
- Juridiskt säte: **Luxemburg/BVI**
- Fondadministratör: **Caceis Investor Services (Crédit Agricole), Luxembourg**
- Fondens revisorer: **PricewaterhouseCoopers S.ár.l.**
- UCITS-klassificering: **UCITS IV**
- Valuta: **EUR**
- Likviditet/NAV: **Daglig/Dagligt**
- PPM: **Ja (kod 309492), ME-märkt**
- Fonden lanserades: **November 1995**
- Minsta investeringsbelopp: **SICAV A/BVI: Inget, SICAV I: €1 miljon**
- ISIN-kod/Reuters/Bloomberg: **SICAV A: LU0112589485 / 908840.FBF / EUREUEA LX
SICAV I: LU0806934948 / 68168046 / EUREQIC LX**

Innehållet i denna presentation är generellt och ges endast i informationssyfte. Materialet utgör inte något sälj- eller köperbjudande avseende värdepapperen. Innan beslut tas om investering uppmanas investerare att ta del av det för fonden fullständiga prospektet och de slutliga villkoren som gäller för CB European Quality Fund. Investeringar i finansiella instrument är förenade med risk och kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det investerade kapitalet. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. CB Asset Management AB tar inte på sig något ansvar för att fonden kommer att nå sin målsättning, eller att en investerare kommer erhålla prognostiserad vinst. Fondens avkastning kan vara volatil.