

Value Aktier

Brev til investorerne

2. kvartal 2008

Afkast på -6,38 % i 2. kvartal

Kære Investorer

De globale aktiemarkeder fortsatte med at falde i 2. kvartal af 2008, og det gik også ud over Sparinvest Value Aktier. 2. kvartal bød på et tab på 6,38 %, hvilket har bragt vores år til dato afkast ned på -19,49 %.

Det generelle aktiemarked målt ved MSCI World-indekset tabte 1,09 % i kvartalet, der gik, mens MSCI World Value og MSCI World Small Cap tabte henholdsvis 4,76 % og 0,36 %. Vækstaktier sikrede sig et positivt afkast på 2,50 %. Vi er naturligvis meget skuffede over årets foreløbige afkast, men vores forventninger til det langsigtede afkast er upåvirket af den nuværende krise. På trods af de samlede skader, som kreditkrisen har forvoldt, og det stigende inflationspres, er den langsigtede indtjenings-evne og balancerne i vores porteføljeselskaber stadig stærke.

I nedenstående tabel er afdelingens afkast for henholdsvis 2. kvartal 2008, ÅTD 2008 og 2007 sammenlignet med udviklingen i en række aktiemarkedsindeks og medianafkastet for de globale danske investeringsforeninger. ■

Sparinvest Value Aktier i forhold til indeks			
	Q2 2008	ÅTD 2008	2007
Sparinvest Value Aktier	-6,38%	-19,49%	0,28%
MSCI World Index	-1,09%	-17,00%	-5,05%
MSCI World Value Index	-4,76%	-20,32%	-7,35%
MSCI World Growth Index	2,50%	-13,72%	-2,84%
MSCI World Small Cap Index	-0,36%	-15,52%	-7,39%
MSCI Europe	-3,60%	-18,71%	-3,15%
S&P 500	-2,16%	-18,25%	-5,94%
Nikkei 225	1,65%	-13,86%	-8,64%
IFR globale afdelinger (median)	-1,05%	-16,14%	0,39%

Økonomi

I begyndelsen af 2. kvartal orienterede den amerikanske centralbankchef Ben Bernanke kongressen om risikoen for, at den amerikanske økonomi kunne bremse yderligere op i det første halvår af 2008. Hvad enten man mener, at vi nu har recession i fuld skala eller ej, er der i hvert fald ikke længere tvivl om, at økonomien nu er sårbar. Beslutningstagerne står derfor i et svært dilemma, hvor de er fanget mellem inflationsrisikoen på den ene side og faldende vækst og fortsat usikkerhed i den finansielle sektor på den anden. Beslutningen bliver yderligere besværliggjort af det faktum, at inflationen for tiden drives opad af stigende energi- og fødevarerpriser. I stedet for at skabe en god cirkel af indtjening og forbrug, betyder denne form for inflation, at såvel forbrugere som selskaber sidder ekstra tungt på pengekassen.

I USA blev BNP-væksten for 1. kvartal opjusteret til 1,0 % på årsbasis, men det forventes nu, at væksten i 2. kvartal er faldet til omkring 0,45 %. Privatforbruget oplevede en kort opblomstring i 2. kvartal, primært på grund af skatterefusioner, men tallene for forbrugertillid og lønstigninger er svage. Juni blev således sjette måned i streg med stigende ledighed. I Europa ser arbejdsløshedstallene stadig forholdsvis opløftende ud, og forbruget i maj var eksempelvis også pænt.

Her er der imidlertid ligeledes hug til den økonomiske tillid, hvor tallene for juni nu er på det laveste niveau i tre år. Det estimerede kvartalsvise BNP lå på 0,8 % i 1. kvartal. I Japan voksede BNP med 4,0 % på årsbasis i 1. kvartal, men her forventer man også, at økonomien vil gå ned i gear i midten af 2008, hvorefter vi ser en opblomstring. Privatforbruget faldt med 3,2 % i maj i forhold til året før, og selvom beskæftigelsestallene er stabile, forværres forholdet mellem ledige stillinger og ansøgninger i maj.

Det fælles tema i kvartalet har været inflation. Forbrugerprisindeks verden over steg markant, hvilket især kan tilskrives stigende fødevarer- og energipriser. Olieprisen fortsatte sin opdrift i 2. kvartal og endte på over 145 USD i begyndelsen af juli og lagde tungt pres på både selskaber og private. I takt med oliens stigning til et niveau over 140 USD, blev guldpriserne ligeledes handlet opad af investorer, der er på udkig efter inflationssikring.

Kreditkrisens efterdønninger førte i 2. kvartal til en række pengepolitiske lempelser i de større økonomier. Bank of England nedsatte renten fra 5,25 til 5,00 % d. 10. april, mens den amerikanske centralbank fortsatte rentenedsættelserne fra 1. kvartal med yderlige 25 basispunkter d. 30. april. I takt med at kvartalet skred frem, centrerede centralbankernes retorik sig i stigende grad imidlertid om inflationen.

I slutningen af juni erklærede den amerikanske centralbank, at de negative vækstrisici var mindsket, og at fokus nu var på inflationen, selvom retorikken dog ikke indikerede rentestigninger i den nærmeste fremtid. Den europæiske centralbank gennemførte derimod en rentestigning på 0,25 procentpoint d. 3. juli, selvom dette træk mødte stor modstand fra flere sider, bl.a. fra den franske præsident Sarkozy, som frygtede, at rentestigningerne ville være en trussel mod væksten og samtidig bidrage til at forværre overvurderingen af euroen.

Den amerikanske dollar blev svækket betydeligt i 1. kvartal, men var forholdsvis stabil i 2. kvartal, hvor den blev styrket en smule over for euroen. Dog faldt den endnu en gang tilbage til niveauet for marts ved kvartalets slutning, hvor den lå på 1,57 USD pr. EUR. Den japanske yen, der ellers kom styrket ud af 1. kvartal, vendte på en tallerken og tabte 7 % i forhold til den amerikanske dollar og euroen og endte således 2. kvartal i forholdet 106 pr. USD af 167 pr. EUR.

Afdelingen netop nu

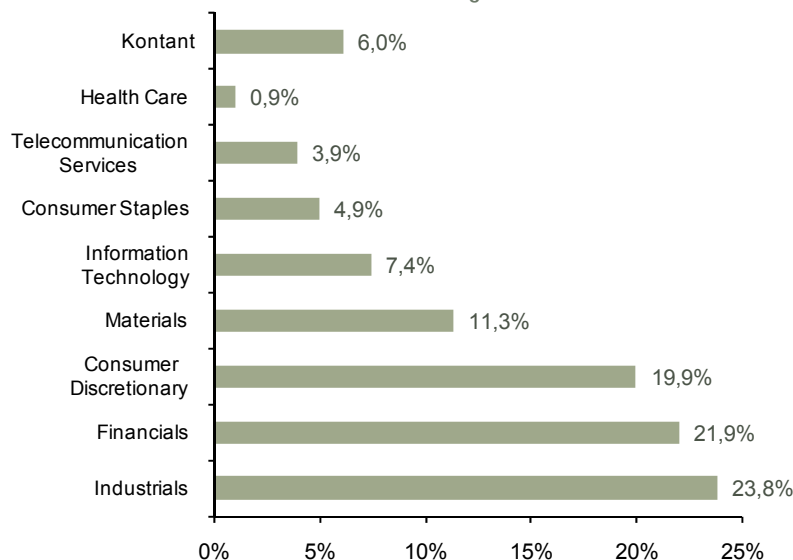
Ved kvartalets slutning var afdelingens kontantbeholdning på 6,0 % af den forvaltede formue. Porteføljen bestod af 103 positioner fordelt på de sektorer og lande, der vises nedenfor.

I løbet af kvartalet har vi investeret i fem nye selskaber. Vi købte aktier i Danske Bank

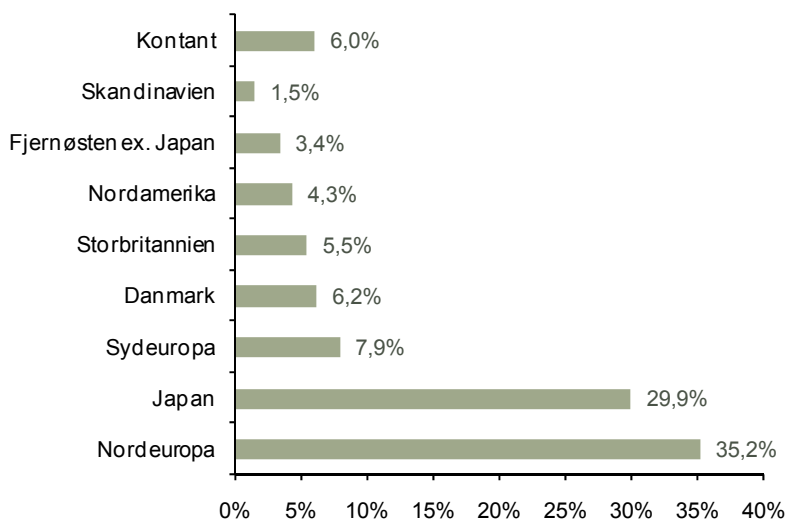
og BIC, en fransk producent af engangskuglepenne og lightere. I USA investerede vi i sports- og fritidsbeklædningselskabet Columbia Sportswear, mens vi i Japan investerede i Sekisui House, et bygge- og boligudviklingselskab, samt motorcykelproducenten Yamaha Motor. Derudover har vi øget vores investering yderligere i et selskab.

Ved kvartalets slutning udgjorde vores 10 største positioner 33,5 % af den samlede porteføljebeholdning.

Branchefordeling



Geografisk fordeling



Top 10 beholdninger

Selskab	Branche	Land	Andel
A.P. Møller-Mærsk B	Marine	Danmark	4,61%
Deutsche Postbank AG	Diversified Telecommunicatio	Japan	3,87%
Deutsche Postbank Ag	Commercial Banks	Tyskland	3,87%
Hutchison Whampoa Ltd	Industrial Conglomerates	Hongkong	3,40%
Koninklijke DSM	Chemicals	Holland	3,32%
Philips Electronic NV	Industrial Conglomerates	Holland	3,03%
Hochtief Ag	Construction & Engineering	Tyskland	2,95%
Mitsui Sumitomo Ins	Insurance	Japan	2,85%
Fraport AG	Transportation Infrastructur	Tyskland	2,73%
MAN AG	Machinery	Tyskland	2,72%

PZ Cussons

Solgt med gevinst

PZ Cussons har rødder i sæbeindustrien, men koncernen er nu en af verdens førende producenter af toiletartikler, og dens øvrige forretningsområder omfatter bl.a. rengøringsprodukter til hjemmet og medicinalprodukter. Selskabet opererer i Europa, Afrika og Asien og omfatter husholdningsmærker som Imperial Leather, Carex og Original Source.

Vi investerede første gang i PZ Cussons i maj 1999, hvor vi betalte 0,27 GBP pr. aktie (justeret for efterfølgende aktiesplit). Balancen rummede en solid nettokontantbeholdning, og indtjeningen var stabil, om ikke hastigt stigende. Aktien blev handlet tæt på den bogførte værdi, og den var også attraktivt prissat i forhold til indtjeningen.

Historisk har aktien udbetalt et udbytte på mellem 4 % og 8 %. Siden vores første investering har PZ Cussons løbende udvidet driften, og selskabets ledelse har tilkøbt stærke varemærker som Original Source (2002) og Charles Worthington (2004). Omsætningen er nu 25 % højere end i 2003, og samtidig har selskabet på imponerende vis løbende forbedret indtjeningen.

I løbet af samme periode har markedet løbende belønnet PZ Cussons med stigende værdiansættelse. Vi solgte vores position i løbet af 2. kvartal 2008 til en gennemsnitskurs på GBP 1,95, hvilket resulterede i et samlet afkast af den oprindelige investering på omkring 30 % på årsbasis.

Fremtiden

Uden at tage munden for fuld kan man sige, at vores portefølje og value-investering som investeringsstil har haft det svært under de nuværende markedsvilkår. Mange value-selskaber, som allerede er billige, bliver billigere, og en ekstremt negativ stemning fører til flokmentalitet, hvor mange investorer udelukkende fokuserer på bestemte sektorer og helt undgår andre. Som porteføljeforvalter er det naturligvis aldrig rart at underperforme, og sådan skal det heller ikke være. Det er imidlertid vigtigt aldrig at miste troen og i stedet holde kursen - i gode tider såvel som dårlige. Det er nu vi

skal huske på, at nogle af de vigtigste faktorer for en value-investor altid vil være disciplin, tålmodighed og, vigtigst af alt, vedholdenhed.

Har de globale markedsvilkår så ændret grundlaget for vores portefølje fuldstændig og derved skadet selskabernes langsigtede indtjeningsevne? Det mener vi naturligvis ikke er tilfældet. Men mange selskaber har oplevet faldende kurser på grund af den lave sigtbarhed, som den voldsomme storm bestående af en række negative markedsfaktorer har forårsaget på kort sigt, og som vi tidligere har beskrevet i dette nyhedsbrev.

Det betyder dog ikke, at et godt selskab lige pludselig bliver et dårligt selskab. Vores standpunkt er som altid, at hvis den globale økonomiske nedtur giver anledning til problemer for vores beholdning, så tager vi naturligvis hånd om dem. En kapitalforvalter skal imidlertid ikke kun have mod i sine analytiske beslutninger, men skal også være i stand til at modstå den fremherskende negativitet, der rumler på markedet i disse dage.

Value-afdelinger har før stået over for svære tider. Da jeg tiltrådte i Sparinvest i sommeren 1997, var value som investeringsdisciplin ikke på mode. Fra det tidspunkt og frem til at IT-boblen brast først i det nye årtusinde, havde vækstaktier samlet set slået value-aktier med rundt regnet 50 %. Det ligger dybt i markedernes natur, at vækstaktier i visse perioder vil klare sig bedre end value-aktier, men i det lange løb er det value-aktier, der skaber det bedste afkast.

Vores portefølje er ramt af udviklingen i en grad, hvor den generelle prissætning af vores beholdning nærmer sig et historisk lavpunkt. I dag handler Sparinvest Value Aktier til en gennemsnitlig kurs/indre værdi på 1,04. Forholdet mellem virksomhedens værdi og den operationelle indtjening (også kaldet EV/EBITDA) er på 3,52, og forholdet mellem nettogæld og egenkapital er begrænset til 13,42 %.

Hvorfor har value-investeringens defensive natur så ikke virket i denne ombæring? En forklaring er, at tilliden til selskabers balance generelt har lidt et knæk. Subprimekrisen har tvunget flere finansielle institutioner til at foretage store nedskrivninger på afledte kreditprodukter og andre aktiver, hvilket har sat tilliden til aktivkvaliteten under pres. Kreditkrisen har efterfølgende udviklet sig til en mere udbredt tendens, der søger mod lavere gældssætning for selskaber såvel som private. I en årrække havde gældsniveauet særligt i USA og Storbritannien været i betydeligt hurtigere vækst end BNP. I takt med at dette gearingsniveau nu mindskes - da der er sværere adgang til kredit - mindskes prisen på aktiver ligeledes. Det betød, at tabene bredte sig til andre områder af økonomien, hvor eksempelvis byggeselskaber nedskrev værdien af deres byggegrunde. Dette har medvirket til at underminere den generelle tillid til selskabers balance.

Derudover er billige value-investeringer ofte såkaldte cykliske selskaber, hvor indtjeningen som regel stiger og falder i takt med samfundsøkonomien. I disse selskaber kan en nedtur på kort sigt reducere udnyttelsen af produktionskapaciteten og skade indtjeningen. Men den samme produktionskapacitet er et stærkt aktiv, der sikrer den fremtidige langsigtede indtjening. I skrivende stund rammes privatforbruget af en

kombination af større opsparing i det private og inflationen på fødevarer- og energipriser, hvilket uundgåeligt vil ramme cykliske selskaber. Det relevante spørgsmål er nu ikke, om de cykliske selskaber vil nedjustere deres indtjeningsforventninger eller nærmere med hvor meget - og prissætningen af mange selskaber indikerer, at der allerede prisen store udsving ind.

En anden faktor, der skader value-aktier yderligere for tiden er, at energi- og råvareaktier udkonkurrerer andre aktivklasser med boblelignende fart, mens value-investorer helst undgår selskaber, der handles på baggrund af historisk høj indtjening, selvom prissætningen måske kan se attraktiv ud på kort sigt.

På nuværende tidspunkt er der usikkerhed, frygt og relativ lav interesse på verdens aktiemarkeder. Under sådanne vilkår er der et stigende antal aktier, der slipper gennem nåleøjet til vores investeringsunivers, hvilket er positivt. Det giver os en mulighed for at gøre det, som vi er bedst til - nemlig at finde selskaber med stærke langsigtede fremtidsudsigter og købe dem billigt.

På kort sigt skader denne udvikling selvfølgelig vores afdelings resultater. Vi er imidlertid stadig overbeviste om den grundlæggende styrke af vores positioner. Vores investeringsproces har altid lagt stor vægt på en særdeles grundig gennemgang af balancens kvalitet. Samtidig sætter det lave gældssætningsniveau i de selskaber, vi har investeret i, dem i en gunstig position i takt med, at den globale gældsnedbringelse fortsætter. Det kan vise sig at blive en forretningsmulighed i fremtiden. Valueinvestering bygger på en antagelse om, at der knytter sig to værdier til ethvert selskab: Markedsværdien, som aktien handles til på børsen, og den forretningsmæssige værdi, der afspejler den 'sande' værdi af selskabet, hvis det blev handlet som en samlet pakke på baggrund af nettoværdier og indtjeningsevnen. Vi investerer i selskaber, hvor vi mener, at markedsværdien ikke afspejler selskabets forretningsmæssige værdi. I det nuværende marked er markedsværdien gået ned, men det er opløftende, at vi ikke finder anledning til at justere vores vurdering af den forretningsmæssige værdi af vores beholdning, og vi tror stadig, at porteføljen vil afspejle den forretningsmæssige værdi i det lange løb. Markedsuroen har med andre ord ikke ført til et permanent tab af kapital.

Investering handler om tålmodighed, og det er især efter et kvartal som dette, at det gælder om at have det langsigtede fokus for øje - hvilket jo netop er investeringsfilosofien i Sparinvest. Vi ser stadig stor sikkerhed i vores investeringer, og vi er overbevist om afkastpotentialer i vores portefølje.

Med venlig hilsen

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S

Jens Moestrup Rasmussen
Chefporteføljeformaler
14. juli 2008