

# Value Aktier

## Brev til investorerne

### 3. kvartal 2008

Afkast på **-11,80%** i 3. kvartal

#### Kære Investor

De globale aktiemarkeder fortsatte de markante fald gennem 3. kvartal af 2008, og denne udvikling led Sparinvest Value Aktier også under. Kvartalet medførte således et tab på 11,80%, hvilket bringer det samlede afkast år til dato ned på -29,00%.

Det generelle aktiemarked, målt ved MSCI World Index, faldt 4,90% i perioden, mens indeksene MSCI World Value og MSCI World Small Cap faldt med henholdsvis 1,78% og 4,51%. Vækstaktier havde det også svært i 3. kvartal, hvor de faldt med 7,84% målt ved MSCI World Growth indekset.

Uanset den tilstand markederne befinder sig i, så er vi meget utilfredse med udviklingen i vores afdeling. Som vi vil komme nærmere ind på i det følgende, er det vores opfattelse, at markederne for tiden ser helt bort fra den fundamentale langsigtede indtjeningsevne og værdiansættelse og i stedet lader sig påvirke af faktiske såvel som psykologiske kortsigtede faktorer. Trods de store udsving i kurserne har vi stadig fuld tiltro til den reelle, forretningsmæssige værdi af vores beholdninger samt vores afdelings langsigtede afkastpotentiale.

Nedenstående tabel viser afkastene for 3. kvartal og for 2008 år til dato samt afkastet for 2007 i forhold til udvalgte aktieindeks.

Sparinvest Value Aktier i forhold til indeks			
	Q3 2008	ÅTD	2007
Sparinvest Value aktier (DK0010079631)	-11,80%	-29,00%	0,28%
MSCI World Index	-4,90%	-21,06%	-5,05%
MSCI World Value Index	-1,78%	-21,74%	-7,35%
MSCI World Growth Index	-7,84%	-20,48%	-2,84%
MSCI World Small Cap Index	-4,51%	-19,34%	-7,39%
MSCI Europe	-11,09%	-27,72%	-3,15%
S&P 500	2,83%	-15,94	-5,94%
Nikkei 225	-6,41%	-19,38%	-8,64%
IFR globale afdelinger (median)	-8,05%	-21,57%	0,39%

#### Markeder

De seneste tre måneder har været historiske. Vi vil dog ikke gøre noget forsøg på at gengive alle de dårlige nyheder, som kvartalet har budt på i den finansielle sektor. I skrivende stund spreder den allerede udbredte negativitet sig hastigt og panikken er stigende. Tænd blot for nyhederne og det føles som om, vi står overfor et finansielt ragnarok. Den finansielle sektor har leget stoleleg det meste af året, men situationen minder efterhånden mere om et spil domino, hvor manglen på likviditet vælter den ene brik efter den anden. Til tider kan man næsten få det indtryk, at den finansielle verden, som vi kender den, går under. Det virker til, at ideen med selvregulerende markeder blot var en illusion, der nu er bristet på grund af en krise skabt af uset grådighed og manglende kontrol. Det er hårde ord, men ikke desto mindre tættere på sandheden, end man bryder sig om.

Er det her så verdens undergang, som vi kender den? Sandsynligvis ikke, men der vil helt sikkert ske store ændringer. Banker og finansielle institutioner forsvinder fra landkortet, og regeringer bliver mere og mere involveret i form af hjælpepakker og øget regulering. Der vil være større krav om gennemsigtighed i den finansielle sektor, hvilket vil være en væsentlig del af løsningen på, hvordan man kan stabilisere markederne fremadrettet.

Vi ved, at det er svære tider i øjeblikket, og at det gør ondt at se på år til dato afkastet for de fleste investeringer. Med de nuværende markedsbetingelser sælger mange ud af deres beholdninger, enten fordi de er tvunget til det eller ikke længere har tiltro til en bestemt aktivklasse - eller også fordi de går i panik. Med andre ord så ser vi for tiden mange, der sælger fra uden at tage højde for de fundamentale forhold, hverken på kort eller lang sigt, og derfor afhænder aktier i ellers velfungerende selskaber. Et af beviserne på, at man i den nuværende markedssituation ikke skeler til fundamentale værdier, er det faktum, at de 104 selskaber i vores portefølje, de seneste 12 måneder, har opnået et samlet overskud på 236 mia. kroner. Der er altså ikke sket noget permanent tab af kapital i vores portefølje – faktisk er selskabernes egenkapital vokset. Men panikken på aktiemarkedet har fået selv samme selskaber til at falde med 20-30 procent i kursværdi i samme periode. Vores erfaring siger os, at det er nu, man skal købe aktier.

Vi ser på både de lang- og kortsigtede fundamentale faktorer i virksomhederne. Vores investeringshorisont ændrer sig ikke, selv ikke når der ventes nedgang i verdensøkonomien. I gode såvel som dårligere tider mener vi, at måden vi skaber stærke langsigtede afkast på, er ved at screene markedet for investeringsmuligheder og holde fast i vores strategi.

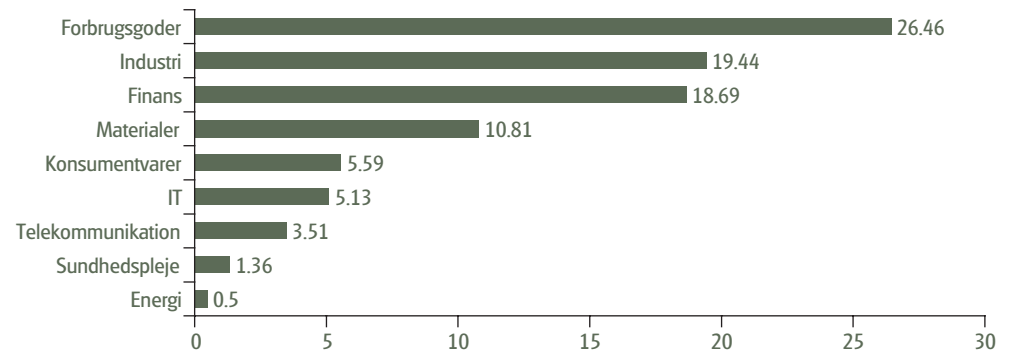
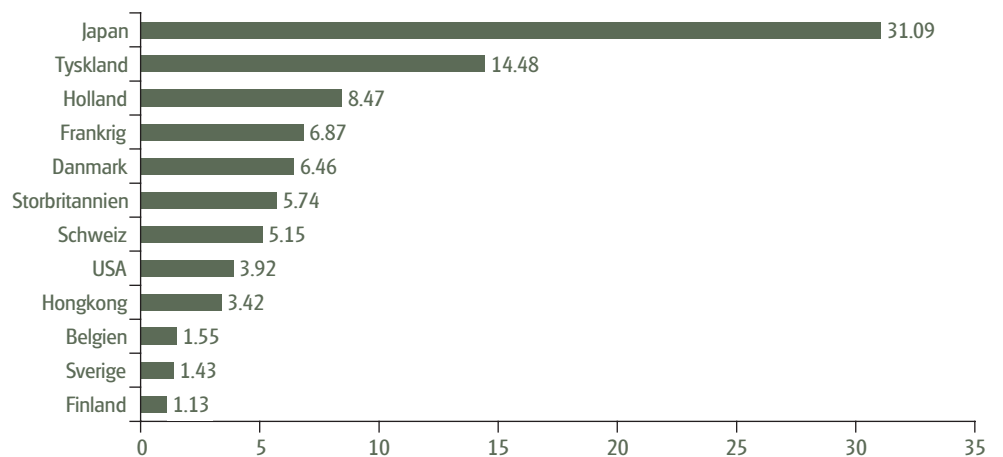
Selv når vi tager højde for sandsynligheden for lavere indtjening i de kommende år i de selskaber, vi investerer i, så viser indtjeningsniveauerne, når man ser henover en fuld konjunkturcyklus (perioder med høj indtjening og lav indtjening) og på værdien af aktiverne i vores selskaber, at de er billige. Korrektionen på markedet i forhold til den underliggende forretningsmæssige værdi af vores selskaber har været overdreven. Selskaber med en solid indtjeningshistorik og stærke balancer vil klare sig igennem. For både cykliske selskaber, dvs. selskaber hvor indtjeningen svinger i takt med samfundsøkonomien, og ikke-cykliske, konjunkturaafhængige selskaber, er kurserne faldet mere end den underliggende, forretningsmæssige værdi kan retfærdiggøre. Med andre ord rummer porteføljen nu stor værdi, og den handles nu til mere attraktive priser, end vi tidligere har set: en gennemsnitlig kurs/indre værdi på blot 0,76, og en forretningsmæssig værdi i forhold til primært driftsresultat (også kaldet EV/EBITDA - mål for indtjeningsevne) på 3,9. Nettogælden udgør blot 13% af egenkapitalen i gennemsnit, hvilket betyder, at vores selskaber har en betydeligt større økonomisk styrke end mange af deres konkurrenter, og at vi betaler en meget lav pris for den fremtidige indtjeningsevne. Halvdelen af vores selskaber er gældfrie, når man korrigerer for kontantbesiddelser.

Det er korrekt, at manglen på likviditet også har følgevirkninger uden for den finansielle sektor og dermed også for de selskaber, vi investerer. Det kommer til udtryk i et lavere antal fusioner og opkøb, end man normalt ser under konjunkturedgang, hvor selskaber er billige. Kapitalfondene har hårde tider, og de industrielle købere, som ellers normalt ville være aktive i tider som disse, holder sig tilbage. Alle aktører lider af det samme midlertidige problem, nemlig manglen på likviditet. Men når markederne igen begynder at fungere normalt, vil disse aktører igen indtage en aktiv rolle. Ud fra den vinkel er potentialet for fusioner og opkøb i vores portefølje større end nogensinde før. ■

Value Aktier  
Brev til investorerne

## Porteføljen netop nu

Ved kvartalets afslutning var kontantandelen i afdelingen på 7,9% af den samlede formue. Porteføljen bestod af 104 positioner, som var fordelt på følgende sektorer og lande:

**Branchefordeling** (Alle værdier i %)**Geografisk fordeling** (Alle værdier i %)

I løbet af 3. kvartal foretog vi tre nye investeringer. Vi købte aktier i det italienske tøjfirma Benetton Group, den amerikanske raffinaderikoncern Valero Energy, samt den finske papirfabrikant UPM-Kymmene.

Derudover har vi ved en general rebalancering af porteføljen foretaget yderligere investeringer i porteføljens aktier. Vi har ud over selskaberne beskrevet nedenfor solgt 2 mindre beholdninger, som en del af vores igangværende proces med at afhænde aktier med insignifikante vægte for porteføljen.

Ved kvartalets afslutning udgjorde vores 10 største positioner 32,3% af den samlede porteføljebeholdning.

Top 10 beholdninger			
Selskab	Branche	Land	Andel
A.P. Møller-Mærsk B	Industri	Danmark	3,80%
Koninklijke DSM	Materialer	Holland	3,55%
Nippon Tel & Tel Corp.	Telekommunikation	Japan	3,51%
Hutchison Whampoa Ltd	Industri	Hongkong	3,42%
Sainsbury Plc (J)	Konsumentvarer	Storbritannien	3,33%
Mitsui Sumitomo Ins	Finans	Japan	3,28%
Philips Electronic NV	Forbrugsgoder	Holland	3,20%
Fraport AG	Industri	Tyskland	3,20%
Douglas Holding AG	Forbrugsgoder	Tyskland	2,51%
Gunma Bank Ltd	Finans	Japan	2,45%

Når man ser tilbage på kvartalet, er vi blevet ramt af vores eksponering til cykliske selskaber, der svinger i takt med konjunkturbevægelserne, og i forhold til enkelte lande har vores eksponering mod den tyske industrisektor også kostet. Betyder det, at vi bør sælge de fleste af vores cykliske aktier? På ingen måde – og slet ikke nu, hvor en recession i stor stil er priset ind i kurserne. Hvorfor har vi så ikke købt råvare – eller olierelaterede aktier? Af den simple grund at vi fandt både dem og mange af de andre ikke-cykliske selskaber alt for dyre. Vi tror fortsat på vores investeringsmodel og -strategi. Vi køber selskaber, der er billige i forhold til deres langsigtede indtjeningssevne, og vi undgår de selskaber, der kun er billige målt på historisk høje indtjeningsniveauer.

Hvad angår den finansielle sektor, så har vi begået en fejl ved ikke tidligere at indse det voldsomme omfang af den nedsmeltning, der fandt sted. Vi tror, det hænger sammen med, at når man analyserer et finansielt selskab, så tager man visse systemer og mekanismer for givet. Disse systemer, så som lånesystemet mellem banker, er blevet sat ud af spil på en sådan måde, som kun meget få kunne have forudset. Vi har dog naturligvis nøje gennemgået vores eksponering mod denne sektor, som det bl.a. fremgår af Dexia-eksemplet nedenfor.

Eksponeringen mod Japan er fortsat høj, ikke mindst på grund af den relative styrke af vores japanske beholdninger på det seneste. Japan er lige nu kendetegnet ved lav prissætning (det japanske TOPIX-indeks handles til indre værdi) og finansiell robusthed, og derfor er vi stadig overbeviste om den langsigtede værdi af vores japanske aktier. Det nuværende marked leder opmærksomheden hen på styrken af de japanske balancer, idet japanske selskaber nu viser, at - i takt med at krisen frembringer en række udenlandske opkøbs- og fusionsmuligheder - er de klar med kapital til at drage fordel af situationen. Vi ser fortsat tegn på et holdningsskifte inden for japansk selskabsledelse og corporate governance, hvor udbyttebetalingerne når rekordniveauer, og hvor fokus på kapitaleffektivitet er større end nogensinde. Et eksempel herpå er ledelsesovertagelsen i Ten Arrows, som vi gør rede for i det følgende. ■

Selskabet Ten Arrows – tidligere kendt som Charle Co. – har været en del af porteføljen siden dag 1. Selskabet sælger dameundertøj ved dørsalg og 'home-parties'. Ten Arrows havde en særdeles stærk balance med en nettokontantandel, som udgjorde næsten halvdelen af egenkapitalen. Desuden handledes selskabets aktier godt under indre værdi.

**TEN ARROWS**  
Offentliggørelse af  
ledelsesovertagelse

## Value Aktier Brev til investorerne

Selskabet havde på det seneste imidlertid oplevet vigende omsætning, dels på grund af skærpet konkurrence, men også fordi kunderne vendte dørsalgsmetoden ryggen. I slutningen af september besluttede ledelsen derfor, at der var behov for en gennemgribende restrukturering af selskabet, og at man ved at afnotere selskabet fra børsen kunne skabe den mest gunstige platform herfor. De iværksatte derfor et ledelsesovertagelsesprogram, også kendt som en management buyout, hvor de tilbød aktionærene 800 JPY pr. aktie, hvilket svarede til en præmie på godt 60% i forhold til den daværende aktiekurs. Dette vidnede om, at ledelsen – lige som os – mente, at selskabets aktier var markant undervurderet.

Ten Arrows er et godt eksempel på styrken ved vores investeringsproces. Vi investerer i selskaber, som, vi mener, har en holdbar langsigtet forretningsmodel sammen med en stærk balance. Det betyder med andre ord, at hvis der pludselig sættes spørgsmålstegn ved forretningsmodellen, som tilfældet var med Ten Arrows, så sikrer den stærke balance aktionærene en høj grad af beskyttelse. ■

### DEXIA Solgt med tab

Dexia blev etableret ved en fusion mellem Crédit Communal de Belgique og Crédit Local de France i 1996. Selskabet er hjemmørende i Belgien og har to primære forretningsområder: detailbankvirksomhed med 5,5 millioner kunder i Belgien, Luxembourg, Slovakiet og Tyrkiet samt finansieringsvirksomhed for den offentlige sektor.

Vi købte vores første aktier i Dexia i september 2006 til omkring 20 EUR pr. aktie. Aktien blev handlet på et fornuftigt niveau både i forhold til indtjening og værdiansættelsen på baggrund af aktiverne, og selskabet udloddede også pæne udbytter. Selskabets kernekapital og solvensgrad var sund, og ledelsens tidligere resultater var karakteriseret ved en konservativ og risikouvillig forretningsstilgang. Selskabet øgede løbende indtjening og forrentede egenkapitalen med over 20%.

For Dexia og dets amerikanske datterselskab, FSA, der beskæftiger sig med obligationsforsikring, er driftsbetingelserne nu helt anderledes, end da vi først investerede i selskabet. Risikoen er nu højere, og balancens gennemsigtighed er forværret, hvilket skader vores investering og gør det umuligt for os at fastslå vores sikkerhedsmargin med sikkerhed. Vi besluttede derfor at sælge vores position i Dexia i september 2008, hvor vi opnåede en gennemsnitskurs på 9,0 EUR. Dette giver et samlet tab på investeringen på 55%. Vi er på ingen måde tilfredse med dette resultat, men vi følger vores investeringsstrategi med hård disciplin, og lader vores proces styre frasalg, når selskaber ikke længere opfylder vores investeringskriterier. ■

### FPIC Kursmål nået

FPIC (First Professionals Insurance Company) tilbyder professional ansvarsforsikring til læger, tandlæger og andre udbydere af sundhedsydelser. Selskabet er baseret i Florida og udbyder sundhedsforsikringer i 14 amerikanske stater.

Vi købte de første aktier i FPIC i januar 2001, hvor vi betalte 9,75 USD pr. aktie. Sidst i halvfemserne og i begyndelsen af det nye årtusinde var det en svær tid for sundhedsforsikringsindustrien i USA. Skarp konkurrence pressede præmierne ned på niveauer, hvor det var svært for forsikringselskaberne at skabe overskud, hvilket resulterede i lavere reserver i forhold til omfanget af den risiko, de rent faktisk forsikrede.

Det lagde pres på aktiekurserne i sektoren, og vi var derfor i stand til at investere i FPIC til en kurs, der lå under indre værdi. Selskabets indtjening led under udviklingen, men ledelsen drev en disciplineret forretning, hvilket tiltalte os. FPIC fremførte, at den aggressive, lave

## Value Aktier Brev til investorerne

prissætning af konkurrenterne var irrationel, da det ville underminere deres langsigtede finansielle position og øge risikoen for både forsikringstagere og aktionærer. FPIC fokuserede på en aktuarmæssig forsvarlig prissætning, og selskabet udbyggede reserverne betragteligt i 2000 og 2001.

Ledelsen indtog også en aktiv position i forhold til at reducere tabsprocenterne ved at udvikle strengere forsikringspolicer og risikostyring over for forsikringstagere.

Denne tilgang gav gevinst. Mange af de store aktører forsvandt fra markedet, og priserne vendte tilbage til et naturligt leje. Siden har FPIC taktfast øget kundebasen og antallet af policer, og aktien er tilsvarende steget i værdi. Vi solgte vores beholdning i september 2008 til halvanden gange bogførte værdi. Vi opnåede en gennemsnitskurs på 50 USD, hvilket var mere end fem gange af, hvad vi oprindeligt betalte. Dette svarer til et årligt afkast på 24%. ■

### National Presto Kursmål nået

National Presto blev grundlagt i Nebraska i 1905 som konservesfabrikant. Selskabet producerer nu hårde hvidevarer til hjemmet såsom trykkogere, frituregryder, popcornmaskiner og pizzaovne – såvel som en række forsvarsrelaterede produkter.

Vi købte de første aktier i selskabet i maj 2000 til en kurs på 31 USD. Indtjeningshistorikken i selskabet var stærk, men overskudsmarginerne på hvidevarer led under ineffektivitet i produktion og høje markedsføringsomkostninger. Aktierne var faldet til et niveau under den bogførte værdi på trods af en nettokontantbeholdning, der var næsten lige så stor som markedsværdien.

Ledelsen har siden da fået selskabet på ret køl. Inden for produktgruppen hvidevarer til hjemmet var salget til den primære aftager – supermarkedsgiganten Wal-Mart – godt nok faldet, men nye salgskanaler og forbedret effektivitet har betydet, at forretningsområdet nu er i god form. Med udgangspunkt i en virksomhedsovertagelse i 2000 benyttede National Presto deres store kontantbeholdning til at opbygge en sekundær kerneforretning, som leverer ammunition til det amerikanske forsvarsministerium. I 2007 overhalede dette segment hvidevareområdet, både hvad angår omsætning og overskud.

Vi valgte at sælge vores position i National Presto i løbet af sommeren 2008, da aktien nåede vores kursmål for den forretningsmæssige værdi. Den gennemsnitlige salgskurs var 77 USD, hvilket svarer til et årligt afkast på 16,8% af den oprindelige investering, inklusive udbytte. ■

### Fremtidsudsigter

Hvis man i løbet af de seneste tre til seks måneder til tider har følt sig lidt som Bill Murray, i filmen "En ny dag truer" – den, hvor han gennemlever den samme dag igen og igen – er det ikke så underligt. Lige meget hvor man ser hen, bliver man nemlig mødt af en uendelig strøm af dårlige nyheder, faldende markeder, stigende pessimisme og dommedagsoverskrifter på avisernes forsider.

Det er imidlertid ikke verdens undergang. Tiderne er mere udfordrende nu, end de har været de seneste årtier, så tålmodighed er altafgørende. Det er vigtigt at huske, at både politikere og tilsynsmyndigheder gør deres bedste for at redde det finansielle system, men deres anstrengelser slår ikke nødvendigvis igennem fra dag ét. Den finansielle sektors tilstand er en nøgelfaktor, og det vil sikkert tage tid, før den igen er på fode. Markederne vil dog i den sidste ende vende tilbage til mere normale tilstande – hvilket oftest sker, når de

brede masser mindst venter det. Det er vigtigt at notere sig, at historisk set er en stor del af de samlede aktieafkast generelt kommet gennem korte opsving – og at det som investor derfor er vigtigt at være investeret i disse perioder.

Som tidligere nævnt vil en konjunkturedgang føre til en midlertidig reduktion af produktionskapaciteten, hvilket også vil smitte af på indtjeningen. På længere sigt er produktionskapaciteten dog et stærkt og holdbart aktiv, som sikrer den fremtidige indtjening i selskaberne. Privatforbruget lider for tiden under faldende privat låntagning og stigende priser, hvilket uden tvivl vil ramme selskabernes indtjening. Spørgsmålet er derfor ikke, om de såkaldte cykliske selskaber vil sænke deres indtjeningsprognoser på kort sigt, men med hvor meget. Prissætningen af mange selskaber peger imidlertid i retning af, at en stor nedgang allerede er priset ind i kurserne, hvilket, vi mener, er opløftende. Vores selskaber – og især de cykliske – er nu prissat med enorme rabatter i forhold til deres historiske nøgletal, hvilket indikerer, kurserne slet ikke hænger sammen med de fundamentale forhold i selskaberne.

Der er dog også lyse sider. Vi har tidligere fremført, at olie og råvarer skabte den seneste boble på markedet. Siden juli er en stor del af luften gået ud af denne boble, hvilket kan give både virksomheder og forbrugere et pusterum fra de konstant stigende omkostninger. I skrivende stund har en række centralbanker offentliggjort koordinerede rentesænkninger, og det er muligt, at der venter flere i horisonten. Udsigterne er derfor ikke ubetinget dystre.

Verden har før oplevet økonomiske nedture, selvom de måske ikke har været så alvorlige som denne. Tilstandene vil dog vende tilbage til det normale. I tider som disse er det nødvendigt at holde hovedet koldt og holde fast i vores strategi. Vi fokuserer stadig på selskabernes operationelle værdi og ikke kortsigtede markedsudsving. Når man beslutter sig for at investere i aktier, løber man også en markedsrisiko. Risikoen på enkeltaktier kan dog i høj grad reduceres gennem et grundigt forarbejde, hvilket har medført, at vores portefølje består af selskaber med stærk, langsigtet indtjeningsevne og solide balancer. Selvom markederne har været svingende og kendetegnet ved meget usikkerhed og panik det seneste kvartal, og der generelt kun er få tegn på bedring på kort sigt, så er vi stadig i meget høj grad overbeviste om det store potentiale, der ligger i vores investeringer, i kraft af porteføljens kvalitet. ■

Med venlig hilsen

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S

Jens Moestrup Rasmussen  
Chefporteføljeformaler  
14. oktober 2008