



Value Aktier

Indhold

- Kvalitetsselskaber
- Værdiansættelse
- Konjunkturfølsomhed
- Aktivers værdiforringelse
- Marked for virksomhedsovertagelser
- Tilbage til de grundlæggende værdier

Kære investor

2009 startede mere eller mindre, hvor 2008 slap, med ringe tro på fremtiden for det finansielle system og med en global recession, der spreder sig som ringe i vandet. Selskaber har nedjusteret forventningerne og fremført bekymring om indtjeningen på kort sigt. Vi befinder os i en seriøs recession, hvilket markederne har forsøgt at fortælle os i et godt stykke tid. Spørgsmålet er nu blot, hvor længe den vil vare. Vi forsøger normalt ikke at svare på sådanne spørgsmål, men i disse tider hvor næsten alle realøkonomiske nyheder er meget nedslående, synes vi, det er vigtigt at huske på tidligere tiders recessioner i USA, hvor aktiemarkederne har haft tendens til at nå bunden halvvejs igennem perioden. På et tidspunkt vil aktiemarkederne stige igen, trods negative realøkonomiske tal.

Ser man på vores portefølje, kan man argumentere for, at en dyb recession i høj grad allerede er priset ind. Cykliske aktier, dvs. aktier der svinger i takt med samfundsøkonomien, er faldet til niveauer, hvor man skulle tro, at der ikke ville være en dag i morgen - og det til trods for at der på det seneste har været svage indikationer på, at markedet er ved at vågne op til en virkelighed, der også byder på en fremtid for de cykliske selskaber. Til trods for dette er vi ikke jubeloptimister, og det er ikke vores investeringsstil at forudsige vendepunkter i markedet. Vi foretrækker at fokusere på de grundlæggende kvaliteter og værdier i vores investeringer.

Kvalitetsselskaber

Vi har gennem tiden talt meget om stærke balancer. Mange af de problemstillinger, som vi normalt kigger på, bliver nu i højere grad diskuteret af andre investorer: Risikoen for nedskrivninger på goodwill og andre immaterielle aktiver eller forpligtelser i forbindelse med pensioner eller leasing, som rent faktisk belaster selskabers balancer på næsten samme måde som rentebærende

gæld. Balancerne i vores porteføljer er meget konservative, når de sammenlignes med de større aktieindeks: Vores beholdning har lavere gældsniveau, pensions- og leasingforpligtelser samt en betydeligt lavere andel af immaterielle aktiver som for eksempel goodwill. I tider som disse, hvor der er ekstrem negativitet forbundet med alle aktieinvesteringer, kan det ironisk nok være svært at forstå, hvorfor disse nøgletal er vigtige. Men selskaber med stærke balancer har ikke blot den største chance for at overleve krisen, de vil også være blandt dem, der kommer ud på den anden side med størst kapitalmæssig styrke til at udnytte fremtidige muligheder.

Værdiansættelse

Vores porteføljer er ekstremt lavt værdiansat. De gennemsnitlige nøgletal for de forskellige afdelinger kan ses i de enkelte kvartalskommentarer. Hvis vi imidlertid tager Sparinvest Value Aktier som eksempel og summerer data for de underliggende investeringer i afdelingen og betragter det som én samlet aktie, så får vi en kurs/indre værdi på 0,6 og et EV/EBITDA (prisen man betaler for driftsindtjeningen) på kun 2,8. For MSCI World Index giver samme metode en kurs/indre værdi på 1,5 og et EV/EBITDA-forhold på 5,6.

Når vi omtaler de lave nøgletal for vores portefølje, kan det lyde som om, vi gentager os selv, men det er vigtigt at være varsom. For tiden ser alt billigt ud. Aktieindeks synes at handle på halvdelen af deres gennemsnitlige historiske indtjeningsmultipler, uanset om man kigger på årets indtjening eller den forventede indtjening for næste år.

Naturligvis skal nøgletal altid tages med et gran salt. Et selskab, som ser billigt ud, kan nemt miste sin glans. Indtjeningen kan svækkes, hvilket sker for tiden, og aktiverens værdi kan forringes. Regnskabspraksis kan få selskaber til at se billigere ud, end de i virkeligheden er, ved at manipulere med indtjeningen og aktiverens værdi. Man taler om "botox earnings"- sminkede tal, som gør at selskabet ser billigere ud på nøgletal som P/E, end det i virkeligheden er. I vores kvalitative proces forsøger vi netop at analysere tallene og finde investeringer, der rent faktisk er billige. Vi ser på indtjening, aktiver, pengestrømme (og estimater for samme) samt forretningsmodellens bæredygtighed. Det sker alt sammen i et langsigtet perspektiv og under konservative antagelser. Ikke desto mindre er der to problemer, vi står overfor som value-investorer: konjunkturfølsomhed og aktivers værdiforringelse.

Konjunkturfølsomhed

På nuværende tidspunkt forventer vi et betragteligt fald i indtjening og pengestrømme gennem en periode. Det er ikke nødvendigvis en grund til at være pessimistisk. Vi er af den holdning, at et eller to års indtjeningsestimater

alligevel ikke er det bedste mål for en virksomheds værdi. Vi prøver altid på at estimere det langsigtede indtjeningspotentiale for de selskaber, som vi kigger på, og som er lavt værdiansat og har et højt indtjeningsafkast, som ikke er baseret på estimater for det næste år eller to, men derimod på den langsigtede indtjeningssevne.

Denne tilgang giver mulighed for, at cykliske aktier kan være en del af porteføljen, og når en periode med økonomisk vækst bliver afløst af stagnation eller recession, vil det selvfølgelig tage tid, før selskaber som disse vender tilbage til de langsigtede indtjeningsniveauer. I det kortsigtede marked er cykliske aktier ude i kulden lige nu, fordi ingen kender længden eller dybden af recessionen. Det er her, at stærke balancer bliver vigtige. De tillader nemlig virksomheder at vente på bedre tider. I modne brancher lige fra banker til luftfartsselskaber over bilindustrien, vil de selskaber, der kan overleve de næste par år, vende tilbage til langsigtede indtjeningsniveauer og måske drage fordel af den mindre konkurrence, når recessionen engang er overstået.

Historisk synes denne tilgang at have fungeret, hvad enten det skyldes konjunkturfølsomheden i en branche, globale økonomiske udsving, det statistiske begreb "reversion to the mean" eller organisatoriske restruktureringer.

Aktivers værdiforringelse

For value-investorer, der typisk investerer i aktivtunge virksomheder, er faldende aktivpriser ren gift. En klassisk value-tilgang er ganske enkelt at købe aktiver under bogført værdi: At betale 50 øre for aktiver – for eksempel ejendomme eller naturlige råvarer – der er bogført til en krone. Tilsvarende har vi fundet attraktive investeringer i virksomheder med såkaldte 'skulte aktiver', der er optaget i balancen til en værdi langt under deres reelle omsættelige værdi. Under normale vilkår med lav inflation vil den reelle værdi af aktiver stige. Men i et deflationært scenarie falder aktiver i værdi, og det er åbenlyst, at aktiver – det være sig ejendomme, råvarer, maskiner eller finansielle aktiver – er faldet væsentligt i værdi. Vi finder imidlertid trøst i to faktorer. For det første køber vi altid aktivtunge virksomheder med en betydelig rabat i forhold til deres reelle værdi, hvilket giver os en stor sikkerhedsmargin i vores investering, selv hvis aktiverne falder i værdi. For det andet er vi langsigtede investorer, og ligesom aktiver er faldet i værdi på kort sigt, vil de også stige igen, hvis virksomhederne overlever den nuværende krise. Det gælder specielt for produktionsaktiver, hvis markedsværdi har tendens til at svinge i takt med den kortsigtede indtjening.

Foruden faldende priser på aktiver, lægger den nuværende krise ekstra pres på de aktivtunge virksomheder. I et normaliseret kreditmarked ville en virksomhed, der havde brug for likviditet, for eksempel kunne bruge aktiverne

som sikkerhed for banklån eller rent faktisk sælge aktiver fra for at rejse kontanter. Det nuværende kreditmarked giver ikke megen plads til sådanne manøvrer, uanset hvor megen værdi, der gemmer sig i aktiverne i regnskaberne. Det bringer os tilbage til vigtigheden af de stærke balancer – vi mener, at selskaber med begrænset gæld har de bedste kort på hånden til at overleve krisen.

Marked for virksomhedsovertagelser

Hvis de trængte kreditmarkeder har begrænset mulighederne for at sælge eller belåne aktiver, så har de også svækket det globale marked for virksomhedsovertagelser. Det afspejles i de lave indtjeningsmultipler, man betaler lige nu. Som nævnt ovenfor er den samlede EV/EBITDA for Sparinvest Value Aktier set som én aktie nu 2,8, hvilket er et niveau, hvor ingen ved sine fulde fem ville overveje at sælge sin virksomhed.

Industrielle købere drager normalt fordel af recessioner som denne og foretager opkøb, der er lukrative på lang sigt. Men i dag har problemerne på de finansielle markeder gjort selv relativt stærke selskaber tilbageholdende: Hvorfor stikke næsen frem og forøge gælden for at ekspandere i så turbulente tider?

Tænk på Japan i 90'erne. Virksomheder var i granatchok oven på boblen, der brast, og de besluttede at være forsigtige. De nedbragte gæld og holdt igen med investeringer og opkøb. I Japan skulle der lange perioder med nulrente og ekspansiv finanspolitik til, før virksomhederne begyndte at investere igen. Hvor er vi nu? Renterne er faldet, og det seneste G20-møde har vist, at de fleste regeringer ikke er modvillige over for at øge udgifterne. Men at komme videre fra den nuværende tilstand er ikke noget, der sker lige med et.

Vi forventer altså ikke en snarlig tilbagevenden til normaliserede kreditmarkeder eller et pludseligt væld af virksomhedsovertagelser. Ikke desto mindre vil virksomhedshandler blomstre op igen. Japan er et godt eksempel på dette – i det seneste år er det japanske virksomheder, der har skilt sig ud som aktive opkøbere og brugt deres kontantbeholdninger til udenlandske opkøb. Så vi er ikke i tvivl om, at når tiden er inde, vil købere komme til syne og give nyt liv til markedet for virksomhedsovertagelser. For vores porteføljes vedkommende har over en tredjedel af de frasolgte investeringer været som følge af virksomhedsovertagelser, og vi mener, at vores nuværende porteføljer indeholder masser af oplagte mål for overtagelser.

Tilbage til de grundlæggende værdier

Den seneste udvikling på markederne har altså ikke været god: Cykliske aktier straffes på grund af forværret indtjening, tidligere værdifulde aktiver falder i værdi og købere, der normalt ville slå til og udnytte situationen,

holder sig tilbage. Men vi må huske på, at faldende markeder ikke nødvendigvis kun giver bekymringer. For den sande value-investor kan det faktisk give muligheder. Som Benjamin Graham ville sige: *"Langsigtet investering tillader investor at udnytte markedspriser, når det passer ham og ignorere dem, når de ikke gør"*.

I dystre tider med faldende markeder er det mere vigtigt end nogensinde før at vende tilbage til de grundlæggende værdier og huske Graham og Dodds simple idegrundlag: For det meste bliver investor bedre belønnet, hvis han glemmer alt om aktiekurser og fokuserer på virksomheden, dens aktiver og dens indtjening. Vi er af den sikre overbevisning, at de stærke balancer og robuste forretningsmodeller i vores investeringer giver dem muligheden for som overleverer efter recessionen at drage nytte af situationen fremadrettet. Vi tror på, at der er en value-præmie på lang sigt. Vi tror, at vi er nået til et punkt, hvor sund fornuft og reelt delejerskab af en virksomhed med fysiske aktiver og rigtig indtjening bliver vigtigere for alle investorer, hvilket vil gavne value-investorers afkast.

Med venlig hilsen



Jens Moestrup Rasmussen
Chefporteføljeformaler
8. april 2009

Sparinvests value-team



Jens Moestrup Rasmussen
Chefporteføljevalter



David Orr
Aktieanalytiker



Kasper Billy Jacobsen
Chefporteføljevalter



Jeroen Bresser
Aktieanalytiker



Per Kronborg Jensen
Porteføljevalter



Trine Uggerhøj
Aktieanalytiker

Dette materiale udgør ikke individuel investeringsrådgivning og kan ikke påberåbes som grundlag for en beslutning om køb eller salg (eller undladelse heraf) af Sparinvests produkter. Materialet er alene udarbejdet som orientering til dig og dit pengeinstitut og skal læses sammen med foreningernes gældende prospekter og de senest offentliggjorte års- og delårsrapporter. Investering er altid forbundet med risiko for tab, og historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Derfor kan Sparinvest-koncernen og foreningerne ikke påtage sig noget ansvar for den rådgivning, der ydes og dispositioner, der foretages, eller undlades, i forlængelse af dette materiale. Der tages forbehold for trykfejl, beregningsfejl og eventuelle øvrige fejl i materialet.



Value Aktier

Indhold

- Performance
- Porteføljesammensætning
- Porteføljens værdiansættelse
- Enkelte positioner

Fakta

Strategi	Value Aktier
Risiko	Mellem
ISIN	DK0010079631
Afdelingens valuta	DKK
Fondens startdato	30.04.1986
Manager	Jens Moestrup Rasmussen
Benchmark	MSCI World
Morningstar Kategori	Globale Mid/Small Cap - Aktier

- sparinvest.dk

Performance

I første kvartal af 2009 faldt Sparinvest Value Aktier 9,6 %. Det generelle aktiemarked målt ved MSCI World Index faldt 7,73 %, mens MSCI World Value og MSCI World Small Cap faldt henholdsvis 11,91 % og 6,21 %. Vækstaktier endte kvartalet med et afkast på -3,60 %.

I løbet af kvartalet haltede vi efter MSCI World Index med 1,89 %, hvilket selvfølgelig er utilfredsstillende, men vi klarede os bedre end MSCI World Value. Vores japanske eksponering hjalp, men vores relative undervægt i USA, der som region klarede sig bedst i kvartalet, satte os tilbage i forhold til MSCI World. Målt på sektorer blev vort afkast påvirket negativt af finansielle og industrielle selskaber, specielt de tyske industrielle selskaber.

Porteføljesammensætning

I slutningen af kvartalet udgjorde vores kontantbeholdning 1,3 % af vores formue under forvaltning. Afdelingen havde 111 virksomheder i porteføljen, og vores ti største positioner udgjorde 30,67 % af den samlede beholdning. I løbet af kvartalet foretog vi tre nye investeringer, alle sammen amerikanske aktier, men inden for forskellige forretningsområder. Vi købte aktier i Fossil, en producent og detailhandler af moderigtige ure og andre accessories. Vi investerede også i Travelers, et af Nordamerikas største skadesforsikringselskaber og AGCO, en af verdens ledende producenter af landbrugsmaskiner samt ejer af brands som Fendt og Massey Ferguson.

Som nævnt i den foregående kvartalskommentar, er vi i gang med at reducere vores høje eksponering i Japan, selvom vi stadig ser meget positivt på vores japanske selskaber. I forbindelse med den generelle rebalancering af porteføljen, har vi købt op i eksisterende positioner og reduceret i andre. Vi har nu solgt vores beholdninger i Hypo Real Estate og Thomson, hvilket beskrives nedenfor.

For yderligere data vedrørende afdelingen, dens komplette beholdninger fordelt på sektor og geografisk niveau samt afkast, se seneste factsheet og vores hjemmeside.

Porteføljens værdiansættelse

Værdiansættelsen og indikationer på vores porteføljes finansielle styrke er stadig meget lovende. Den gennemsnitlige kurs/indre værdi i afdelingen er 0,7, mens tilsvarende tal for EV/EBITDA (prisen man betaler for driftsindtjeningen) er omkring 4. Gældsniveauet er lavt med en nettogæld i forhold til egenkapital på kun 16 %. Vi ser fortsat fortrøstningsfuldt på kvaliteten af vores portefølje både med hensyn til balancernes styrke og forretningsmodellernes robusthed. Vi er overbevist om, at den lave prisfastsættelse og styrken af porteføljen gør os i stand til at generere gode langsigtede afkast.

Enkelte positioner

Systematiseret overvågning af vores portefølje er en integreret del af vores investeringsproces. Vi accepterer, ligesom andre investorer, at nogle af vores investeringer ikke nødvendigvis bliver en succes, hvilket er en af årsagerne til vores diversificerede portefølje. I løbet af første kvartal førte denne overvågning til salg af to af vores investeringer, som led under kreditkrisen. Det er aldrig nemt at sælge investeringer med tab, men vi betragter denne tilpasning af porteføljen som absolut nødvendig for at sikre det fremtidige potentiale.

Thomson

Solgt med tab

Thomson er et fransk selskab med fokus på video, tv-transmission og kommunikationsteknologi. Selskabet har forskellige patenter inden for video- og audioteknologi, som tilfører dem et stabilt flow af indkomst fra licenser.

Vi købte vores første aktier tilbage i 2003 på en kurs lige under 12 euro. Selskabet havde lav gældsætning, en sund pengestrøm og var billigt værdiansat både i forhold til indre værdi og dens langsigtede indtjeningshistorik.

I begyndelsen af 2008 var Thomsons balance ikke nær så stærk, som den havde været tidligere. Gældsniveauet var højere, og immaterielle aktiver udgjorde en større del af balancen end dengang, vi investerede i selskabet. Vi mente dog stadig, at selskabet kunne generere en solid pengestrøm ikke mindst på grund af dets kontinuerlige evne til at tjene på licenser. Ikke desto mindre var det et af de selskaber, som vi har fulgt tæt i løbet af året.

Efterhånden som kreditkrisen bredte sig, blev Thomson dog hårdt ramt. Under normale kreditforhold ville gælds-niveauet have været holdbart men efter nedjusteringer fra kreditvurderingsbureauerne blev man ramt på likviditeten, hvilket både gik ud over driften og tvang virksomheden ud i en restrukturering. Det var vores overbevisning, at enhver form for løsning, som for eksempel en potentiel ekstrem udvanding af vores aktier, ville skade de eksisterende aktionærer. Derfor valgte vi at sælge vores position.

Hypo Real Estate

Solgt med tab

Hypo Real Estate er en tysk finansiel virksomhed, der specialiserer sig i finansiering af erhvervsejendomme og offentlig projekter. Vi havde oprindeligt investeret i Depfa Bank, men i 2007 kom der et overtagelsestilbud fra Hypo, bestående af 40 % kontanter og 60 % Hypo aktier. Vi stemte imod tilbuddet, men flertallet af aktionærerne accepterede buddet og som et resultat heraf, blev vi aktionærer i Hypo Real Estate. Vi besluttede os for at beholde aktierne, indtil vi kunne se de konsoliderede regnskabstal og få lidt gennemsigtighed på balancen i den nye virksomhed.

Tidligt i 2008 viste det sig, at Hypo havde en eksponering til CDO'er, men selv om det medførte en nedjustering fra selskabet, følte vi på daværende tidspunkt, at vores investeringsgrundlag var intakt. Efterhånden som 2008 skred frem, blev Hypos forretningsgrundlag yderligere forværret af de mere og mere trængte kreditforhold. På lige fod med mange andre finansielle selskaber havde Hypo svært ved at sikre sig likviditet.

I slutningen af 2008 og tidligt i 2009 stod det klart, at Hypo havde behov for en form for redningspakke, og at det ville involvere den tyske stat som medejer. Bekymringen for en potential nationalisering kombineret med mangel på gennemsigtighed og derfor også troen på fremtiden fik os til at sælge investeringen.

Jens Moestrup Rasmussen

Chefporteføljeforvalter

8. april 2009

Dette materiale udgør ikke individuel investeringsrådgivning og kan ikke påberåbes som grundlag for en beslutning om køb eller salg (eller undladelse heraf) af Sparinvests produkter. Materialet er alene udarbejdet som orientering til dig og dit pengeinstitut og skal læses sammen med foreningernes gældende prospekter og de senest offentliggjorte års- og delårsrapporter. Investering er altid forbundet med risiko for tab, og historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Derfor kan Sparinvest-koncernen og foreningerne ikke påtage sig noget ansvar for den rådgivning, der ydes og dispositioner, der foretages, eller undlades, i forlængelse af dette materiale. Der tages forbehold for trykfejl, beregningsfejl og eventuelle øvrige fejl i materialet.