



## Value Aktier

### Indhold

- Value Aktier og recessioner
- Slut med overnormal indtjening?
- Værdiansættelse
- Virksomhedsovertagelser

### Kære investor

Sidste års krise viste sig ikke at være verdens undergang. I slutningen af 2008 var der en enorm risiko for et systematisk kollaps af det finansielle system og i hvert fald, synes det værste at være ovre. De fleste læsere ved på nuværende tidspunkt, at vores investeringsstrategi ikke bygger på makro-økonomisk timing. Vi har vores holdninger, men vi ved ikke, hvornår den globale økonomi vil komme sig, eller om bedringen vil være V-formet, W-formet eller en helt anden form. Vi tror dog på, at der er lys for enden af tunnelen, og vi er ret sikre på, at lyset ikke er fra et tog, der kommer kørende imod os.

Realøkonomien er nu ved at fordøje sidste års forskellige hændelser, og de makroøkonomiske tal er stadig dystre, men det er værd at huske på, at historisk har aktiemarkederne haft tendens til at vende, alt imens det fortsat ser sort og deprimerende ud i realøkonomien. I andet kvartal af 2009 har man kunnet se et markant skift på aktiemarkederne i form af sektorrotation, til fordel for nogle af de sektorer, som var blevet priset mest ned i forvejen. Vi har for eksempel investeret i Fossil - en amerikansk virksomhed, der laver beklædning og accessories - der ligesom mange andre selskaber led i sidste halvdel af 2008. Da den amerikanske detailhandel kom sig, kom også Fossil tilbage på fode og nåede vores fastsatte kursmål inden for to måneder, fra da vi købte aktier i selskabet første gang. Vores investeringsproces er helt igennem "bottom up", så vi forsøger ikke at forudsige markedsudsving, og det er ikke uinteressant, når aktier presses ned på attraktive niveauer eller op på vores kursmål. I disse markeder finder vi masser af attraktive investeringsidéer, som, vi mener, vil sikre vores fremtidige afkast.

### Value Aktier og recessioner

Der er meget forskning, der peger på at value-aktier på lang sigt giver højere afkast end vækst-aktier, men et interessant tema lige nu er, hvordan value-aktier opfører

sig i recessioner. Ser man tilbage på tidligere recessioner, har det typiske mønster været, at value-aktier giver højere afkast, når lande kommer ud af recession.

Der eksisterer selvfølgelig forskellige teorier, der forklarer dette. Vi tror, at en afgørende faktor, selvom den er simpel, er, at mange value-selskaber ofte ligger inde med mange aktiver, hvilket medfører relativt høje faste omkostninger. Når recessioner sætter ind og man ikke kan udnytte sit produktionsapparat til fulde, forsøger virksomhederne selvfølgelig at skære i både faste som variable omkostninger, men det er nærmest uundgåeligt, at indtjeningen falder mest for de selskaber, der netop har de højeste faste omkostninger – hvilket ofte er de selskaber, som har mange produktionsaktiver. Selvfølgelig er fordelene, at de samme selskaber ofte oplever den hurtigste vækst i indtjeningen på vej ud af recessionen. Det er heller ikke unormalt for disse selskaber at benytte sig af økonomiske nedgangstider til at trimme arbejdsstyrken og kapacitet, hvilket kan stille dem endnu bedre i det efterfølgende makroøkonomiske opsving.

Nedskrivning af aktiver er også et nøglepunkt. Når udnyttelsesgraden falder, er det ofte nødvendigt at nedskrive værdien af produktionsaktiver – nogle selskaber er mere proaktive end andre til at foretage sådanne nedskrivninger. Nedskrivning af aktiver ser ikke godt ud, og det er især ikke rart for en value-investor, at se værdien af aktiver forsvinde. Men der er trods alt noget positivt ved nedskrivninger. Det reducerer de faste omkostninger fremadrettet, men de kan også føre aktivernes bogførte værdi langt under deres langsigtede værdi og dermed skabe muligheder for value-investorer på sigt.

Banksystemet spiller en central rolle i ethvert økonomisk opsving. Det er således vigtigt, at bankerne har orden i egne sager og samtidig få udlånssystemet til at fungere igen. I de seneste år er betegnelsen "hedge fonde" blevet fordrejet lidt og beskriver nu højt gearede fonde, der investerer på tværs af forskellige aktivklasser uden at tænke meget på risiko. Ud fra den definition, kan man sige, at bankerne selv har været de største hedge fonde, idet de udvidede deres forretning med (forretnings)områder langt væk fra deres kernekompetencer og ofte på bekostning af ansvarlig risikostyring. Nu er bankerne ved at rydde op i resterne efter stormen, og vi tror, at der vil komme flere nedskrivninger i sektoren. Selvom nedskrivningerne følger specifikke regnskabsregler og -standarder, tager nogle af bankerne en mere magelig tilgang, mens andre er hårdere og nedskriver mere aggressivt. Det er svært at skelne mellem disse to tilgange, og kun tiden vil vise, hvilken der er bedst for bankerne, men set for vores synspunkt, foretrækker vi, at bankerne forholder sig meget stringent til deres balance og nedskriver enhver form for tvivlsomme aktiver.

## Slut med overnormal indtjening?

Mange spekulerer på, om virksomhedernes indtjening har toppet, og om de seneste år har været en gylden periode, vi aldrig kommer til at opleve igen. Det ser afgjort ud til, at man ikke når indtjeningsniveauerne fra 2006 og 2007 i den nærmeste fremtid, men det gør os ikke overdrevet bekymret. Vi investerer i væsentligt undervurderede virksomheder baseret på deres langsigtede gennemsnitlige indtjeningsevne og ikke på ét års rekordindtjening. Måske kommer de høje indtjeningsniveauer igen – måske ikke – men vi tror på, at virksomhederne nok skal nå deres langsigtede gennemsnitlige niveau igen. Selv hvis man pessimistisk forventer, at den gennemsnitlige indtjeningsevne bliver lidt lavere i fremtiden, kan vi finde trøst i de konservative antagelser, der er kernen i vores investeringsstil – vores sikkerhedsmargin, som er grundstenen i value-investering. For at vende tilbage til Benjamin Graham: *'if (value securities) are bought on a bargain basis, even a moderate decline in the earning power need not prevent the investment from showing satisfactory results. The margin of safety will then have served its proper purpose.'*

På trods af ovennævnte er mange aktier alligevel priset ned, som om verden går under i morgen, hvilket afspejler det kortsigtede fokus på markederne lige nu. Ser man på de næste par måneder, kan vi med sikkerhed sige, at mange virksomheder – herunder nogle af vores egne investeringer – vil opleve modvind på den korte bane. Tilstandene er forbedret en smule fra den ekstreme nedtur i slutningen af 2008, men situationen er stadig langt fra god. Nogle virksomheder vil ikke overleve - mens dem, der overlever, meget vel kan komme stærkere ud på den anden side af krisen. Vi tror stærkt på, at vores investeringsproces vil føre os til de overlevende. Det afgørende i denne situation er en kombination af finansiell styrke og en robust forretningsmodel. I vores investeringsproces ser vi på selskabernes historik i tidligere nedgangsperioder – vi ser efter tegn på, at forretningsmodellen kan overleve i svære tider, og at den kan tilpasses, når det er nødvendigt. Vi kræver også, at vores investeringer har stærke balancer med begrænset gæld. Da mange virksomheder er nødt til at tage hårde metoder i brug i en nedtur, tror vi, at dem med finansiell styrke har mere spillerum til at foretage de nødvendige tilpasninger i fremtiden.

I den kontekst så vi mange positive tegn, da vi for nylig var en tur i Japan, hvor vi besøgte nogle af vores porteføljeselskaber. Der vil naturligvis altid være et skuffende møde eller to med en så bred og diversificeret portefølje som vores, men størstedelen opmuntrede os. Med så svære eksterne betingelser er det nærmest fristende for de fleste at sidde på hænderne og vente på bedre tider, men vi oplevede, at de fleste af vores selskaber benytter lejligheden til at trimme virksomheden. Det er en generel opfattelse, at Japans arbejdsmarked er ufleksibelt, og alligevel ser vi mange af vores selskaber skære dramatisk

ned på deres lønomkostninger – delvist ved at skære ned på deres store antal af deltidsansatte. Før krisen bestod Japans arbejdsstyrke af tæt på 40 % deltidsansatte arbejdere – et antal, som giver dem en andenplads, lige efter Holland, blandt de industrialiserede lande. Selvfølgelig har mange af de ikke-fastansatte arbejde inden for detailhandel, men selv hos de større industriselskaber såsom leverandører til bilindustrien er det meget normalt, at cirka en tredjedel af arbejdsstyrken er på tidsbegrænsede kontrakter. Alt dette kombineret med det japanske bonus-system og overarbejdsbetaling, giver japanske selskaber meget mere fleksibilitet, end man skulle tro. Alle omkostninger er stort set under revision alle vegne, og vi tror, at mange selskaber vil fremstå skarpere og være bedre rustet til fremtiden. Nogle selskaber kunne endda pege på konkurrenter med svagere balancer, som allerede er gået konkurs i disse svære tider.

Vi finder yderligere trøst i de konservative forventninger, som mange virksomheder har - over hele verden – til efterspørgslen af deres produkter, materialepriser, valutainiveauer og så videre. Realøkonomien er bestemt i dårlig fatning, men virksomhederne tager det med i deres forventninger. Vi oplever, at mange af vores porteføljeselskaber er fast besluttet på at tilpasse deres omkostningsstruktur, så de stadig kan tjene penge, selvom de kommende måneder kan vise sig at blive lige så frygtelige som månederne fra november 2008 og frem til nu. I de fleste tilfælde er virksomhedslederne ikke jubeloptimister eller tror på hurtig bedring, men de virker tilbageholdende og ansvarlige.

Imens fortsætter regeringer verden over med at støtte et globalt opsving. Størrelsen af de finanspolitiske pakker varierer meget fra land til land, og det vil påvirke den hastighed, hvormed hvert enkelt land kommer ud af recessionen. Den kinesiske regerings reaktion på krisen er massiv både i absolutte og relative tal: I 2009 forventes en hjælpepakke, der svarer til omkring 3,1 % af BNP, med yderligere 2,7 % i 2010. Det er ikke overraskende, at mange betragter Kina som det land, der først kommer ud af krisen.

Vores portefølje har ikke direkte eksponering til udviklingslande, men opsving i disse lande har naturligvis konsekvenser for resten af verden. Blandt de store industrialiserede lande er Japan det land, der har den største vægt af sin eksport til udviklingslande – det nærmer sig 50 % af landets eksport. En del af eksporten er naturligvis komponenter, der indgår i produktionen af nye varer, som i sidste ende sendes til forbrugere i USA eller Europa, men Japan er også godt gearet til den indenlandske efterspørgsel i udviklingslandene. Det betyder ikke, at billedet i Europa er dystert. Tyskland – hvor vi har en betydelig eksponering – har også en relativ stor vægt af sin eksport til udviklingslande, og har naturligvis også deres egen store hjælpepakke. Et eksempel der giver konkrete resultater er den såkaldte "skrot-præmie"-ordning,

som giver forbrugerne et kontant incitament til at skrotte og udskifte deres gamle biler. Disse ordninger er blevet indført flere steder i Europa samt Japan og andre steder og er allerede ved at have en virkning, og selv om det europæiske bilsalg i andet kvartal stadig var lavere end samme kvartal sidste år, var nedgangen mindre end i første kvartal.

## Værdiansættelse

Når man overordnet ser på værdiansættelsen, ser aktier ud til at være historisk billige. Det er selvfølgelig nemt at pege på aktiernes P/E-nøgletal (pris/indtjening) for 2009, og sige at de er historisk høje, men det er vigtigt at huske, at det hovedsageligt skyldes indtjeningen i virksomhederne, som befinder sig på historisk lave niveauer, der forventes at blive højere i fremtiden. Det har været ubehageligt at være vidne til de faldende aktiekurser, men vi mener, at det nu er tid til at smøge ærmerne op og finde de billige aktier, der skal skabe fremtidens afkast. I en årække har det været svært at finde billige selskaber i det amerikanske marked, men i de seneste måneder er vores potentielle univers udvidet betragteligt, da en række kvalitetsselskaber med stærke balancer er kommet ned i et prisleje, vi finder interessant. Vi har benyttet os af disse muligheder i vores globale porteføljer. På tilsvarende vis finder vi en række attraktive small cap-aktier i forskellige regioner, og flere har fundet vej ind i porteføljerne.

## Virksomhedsovertagelser

Når vi betragter fremtidsudsigterne for markederne og for vores porteføljer, er det vigtigt at tage hensyn til virksomhedsovertagelser. I nogen tid – måske siden Lehmans kollaps – har verden ikke altid virket rationel. Således har M&A-aktiviteterne været svage på trods af ekstremt lave værdiansættelser. Finansiering af virksomhedsovertagelser har naturligvis været svært, og selv virksomheder med masser af penge på kistebunden har været afventende med at købe op på grund af usikkerheden om hvor længe nedturen kommer til at vare. At holde på pengene har været det vigtigste. Det har selvfølgelig også haft indflydelse på vores porteføljer, hvor mange af virksomhederne historisk har været genstand for virksomhedsovertagelser. I det lys kan man måske sammenligne vores porteføljer med en ottecyklindret motor, der kun kører på fire cylindre for tiden. På et tidspunkt vil aktiviteten inden for virksomhedsovertagelser tiltage, og vi tror, at mange af vores virksomheder vil komme i spil.

Indtil videre har vi ikke nævnt vores afkast i porteføljerne. Detaljerne fremgår selvfølgelig af de enkelte kvartalskommentarer, men vi kan sige, at andet kvartal 2009 har været ret positivt. I løbet af kvartalet har mange af de ovenfor diskutererede faktorer haft indvirkning på og gavnnet vores beholdninger. Men, ligesom vi ikke vil forsøge at forudsige makroøkonomien, så vil vi heller ikke forsøge at spå om det kommende kvartal på aktiemarkederne.

Vi er overbeviste om, at vores portefølje er signifikant undervurderet og har en begrænset risiko og et betydeligt afkastpotentiale. Simplificeret sagt, ligger værdiansættelsen og potentialet for vores afdelinger og vores univers af nye potentielle investeringer på attraktive niveauer, som vi ikke før har set. Vi tror på styrken af vores porteføljer, og vi ser positivt på den langsigtede udsigt for dem.

Med venlig hilsen



**Jens Moestrup Rasmussen**  
Chefporteføljeformaler  
10. juli 2009

## Sparinvests value-team



**Jens Moestrup Rasmussen**  
Chefporteføljeformaler



**David Orr**  
Aktieanalytiker



**Kasper Billy Jacobsen**  
Chefporteføljeformaler



**Jeroen Bresser**  
Aktieanalytiker



**Per Kronborg Jensen**  
Porteføljeformaler



**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 andet kvartal af 2009, steg Sparinvest Value Aktier med 18,31 %, hvilket gav et afkast år-til-dato (ÅTD) på 7,00 %. Det generelle aktiemarked målt ved MSCI World Index steg med 14,28 % i løbet af kvartalet, og har givet 5,45 % ÅTD. Til sammenligning steg MSCI World Value og MSCI World Small Cap med henholdsvis 16,59 % og 21,23 % og MSCI World Vækst Indeks steg med 12,23 %.

Afdelingen har i kvartalet givet et tilfredsstillende afkast både i absolutte og relative tal. I kvartalet blev der genereret et merafkast i forhold til benchmark MSCI World på mere end 4 %.

Selvom afdelingen ikke fik fuldt udbytte af de mildere vinde, der senest har blæst for aktier i den finansielle sektor, så nød den godt af dens eksponering til industriaktier og forbrugsgoder – især i eurozonen. Defensive aktier og energisektoren gav et knap så godt afkast, mens den japanske yen og den amerikanske dollar begge svækkedes i forhold til den danske krone. Dog var det japanske aktiemarked alligevel blandt dem, der steg mest i kvartalet, målt i danske kroner.

Afdelingen har givet et solidt afkast over kvartalet, men vores fokus er stadigvæk – og som altid – at generere gode langsigtede afkast. Vi tror på, at vores beholdninger har et betragteligt potentiale for gode fremtidige afkast.

### Porteføljesammensætning

Ved kvartalets slutning udgjorde den likvide beholdning 1,50 % af vores midler under forvaltning. Afdelingen havde 104 investeringer, og vores 10 største positioner udgjorde til sammen 29,65 % af hele beholdningen. I løbet af kvartalet købte vi Patterson UTI, et amerikansk selskab, der opererer inden for borearbejde for olie- og gasselskaber.

I mellemtiden har vi solgt 6 mindre selskaber fra som led i vores igangværende proces med at reducere antallet af meget små positioner. Generelt i forbindelse med rebalanceringen af porteføljen har vi øget nogle af vores eksisterende investeringer og reduceret marginalt i andre.

For yderligere informationer om afdelingen, inklusiv porteføljens komplette beholdning, performance og opgørelse over sektor- og landefordeling, se vores hjemmeside og det seneste infoark.

### Porteføljens værdiansættelse

Vi tror stadig på værdiansættelsen og indikatorerne på den finansielle styrke af vores beholdning, som synes at have stort potentiale. Efter et kvartal, hvor afdelingen steg med 18 %, er den gennemsnitlige kurs/indre værdi stadig kun 0,9 og EV/EBITDA er omkring 5 (prisen man betaler for driftsindtjeningen). Niveauet af nettogælden i forhold til egenkapitalen er stadig lavt på 19 %. Vi er af den faste overbevisning, at kvaliteten i vores investeringer findes i de stærke balancer og robuste forretningsmodeller. Vi tror på, at styrken og den lave prisfastsættelse af porteføljen vil hjælpe os med at generere gode langsigtede afkast i de kommende år.

### Enkelte positioner

#### **Fossil**

##### *Kursmål nået*

Fossil er et amerikansk selskab, som designer og sælger en vifte af moderigtige produkter. Dets kerneprodukt er ure, som det markedsfører via egne mærker såvel som andre, hvortil de har tilladelse fra de enkelte huse.

Vi kunne se, at Fossil havde en stærk, gældfri balance og et likviditetsoverskud, samtidig med god og sund indtjeningshistorik og en stabil forøgelse af egenkapitalen. Vi var imponeret af Fossils mange licenser, som spændte over fashionable navne som DKNY, Emporio Armani og Burberry samt sportsmærker såsom Colombia Sportswear, Callaway Golf og Adidas – og selskabets dokumenterede evne til at generere stabil indtjening med disse mærker.

Vi investerede i Fossil i begyndelsen af marts 2009 til en gennemsnitspris lige under 13 \$ pr. aktie. I Sparinvest praktiserer vi ikke at 'time' markedet, men vi investerer i selskaber, som vi anser for at være undervurderet og sælger dem, når de når vores estimat for deres forretningsværdi. For Fossil skete dette ret hurtigt. Aktiekursen steg i løbet af to måneder, og vi solgte den fra først i maj måned til en gennemsnitskurs på 20 \$, hvilket gav et afkast tæt på 60 % i løbet af de to måneder.

#### **Jens Moestrup Rasmussen**

Chefporteføljeforvalter

10. juli 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.