



Value Aktier

Indhold

- Forbedret marked for virksomhedsovertagelser
- Kvalitet og værdiansættelse
- Fordele ved lave gælds niveauer
- Politik
- Miljømæssig teknologi og konkurrencemæssig fordel
- Konklusion

Kære Investor

Det kan ikke komme som nogen overraskelse, at de sidste par års hårde markeder har gjort investorer mere forsigtige. For hver overskrift, der peger i retningen af forbedringer på de finansielle markeder og forbedrede økonomiske indikatorer, kommer der en anden, der pointerer risikoen og argumenterer for, at der er en falsk optimisme. I Sparinvest prøver vi at forholde os roligt i både op- og nedgangsperioder og ikke blive "revet" med af et stigende aktiemarked med forbedrede økonomiske fremtidsudsigter, ligesom vi heller ikke bliver for deprimerede i nedgangstider. Vores fokus er i stedet langsigtet: Vi ser på indtjeningsevnen over konjunkturfølget for de selskaber, vi har investeret i, og forsøger at generere solide afkast i vores porteføljer på langt sigt.

Når det er sagt, fornægter vi ikke, at markederne de seneste tre måneder har været opmuntrende. I mange brancher har der været spæde tegn på fundamentale forbedringer, hvilket skyldes en blanding af interne faktorer, såsom omkostningsbesparelser og reduceret kapacitet, og eksterne faktorer som for eksempel øget efterspørgsel og offentlige investeringer. Det er svært at argumentere for, at den globale økonomi nu er tilbage i vant gænge, og det er svært at vurdere, hvor stærke de underliggende forhold reelt er, når de offentlige hjælpepakker, kapitaltilførsler og skrotpræmier hører op. Vi tror ikke, at den økonomiske bedring vil være problemfri, men at styrken i vores portefølje, hvor selskaberne har robuste balancer og forretningsmodeller, kan modstå de udfordringer, fremtiden vil bringe.

For selskaberne er det helt sikkert blevet nemmere at få adgang til kapital, hvilket er en fundamental forudsætning for enhver form for økonomisk bedring. Den finansielle sektor er begyndt at fungere igen som mulig finansieringskilde. Udstedelse af virksomhedsobligationer er blevet langt nemmere og billigere: Sidste år var

selskaber heldige, hvis de overhovedet kunne sælge obligationer, og hvis det lykkedes, var omkostningerne store. Siden da kommer der nærmest daglige nyheder om nye aktieudstedelser, for mange er det for at forbedre kapitalstrukturen (f.eks. ved nedbringelse af gæld), mens andre vil finansiere en eventuel vækst. Det er opmuntrende, at de fleste af disse udbud bliver vel modtaget. De forbedrede muligheder for at rejse kapital antyder en generel overbevisning om, at troen på fremtiden er kommet tilbage. Det vil sige, at selskaberne kommer gennem krisen og evner at generere indtjening og pengestrømme til deres renter og udbytter.

Forbedret marked for virksomhedsovertagelser

Vi har tidligere kommenteret på markedet for virksomhedshandler, som det sidste års tid har været svagt, og som historisk har givet anledning til en del overtagelser i vores afdelinger. Det har betydet at vores afdelinger har lignet en motor, der kører på halv kraft. Men vi har set de første virksomhedshandler på grund af bedre finansieringsmuligheder, hvilket kan indikere, at mere normale tilstande er på vej.

De første tegn på denne udvikling kan også ses i vores porteføljer. IDS Sheer er et tysk software- og IT-konsulentfirma, som vi købte til Global Small Cap Value og European Value i løbet af de sidste seks måneder af 2008. I juli 2009 kom Software AG med et overtagelsestilbud på EUR 15 per aktie. Dette var mere end vores værdiansættelse af selskabets forretningsværdi og mere end det dobbelte af vores købspris, så vi accepterede tilbuddet og fik betaling sidst i september.

Konsolideringsaktiviteten er ikke kun begrænset til Europa og Nordamerika. Japanske selskaber har også foretaget betydelige oversøiske opkøb i det sidste års urolige markeder, men der har også været betydelig aktivitet på hjemmemarkedet. Vi har investeret i japanske skadesforsikringselskaber, som i mange år har været undervurderet, og hvor en konsolidering har ligget i kortene. Denne proces er nu startet med fusionen mellem Nipponkoa og Sompo Japan og med alliancen mellem Mitsui Sumitomo Insurance, Aioi Insurance og Nissay Dowa Insurance. Dette er ikke overtagelser med heftige præmier til køberen, men en konsolidering, som vil skabe øget indtjening via omkostningsbesparelser og mindre priskonkurrence samt bedre mulighed for udvidelse på nye markeder, hvilket hele sektoren på langt sigt vil drage fordel af.

Kvalitet og værdiansættelse

Selvom antallet af virksomhedshandler er begyndt at vise positive tendenser, så kaster køberne ikke om sig med penge, og erfaringerne fra den seneste periode har gjort dem mere selektive. Virksomhedshandler vil fremover

fokusere mere på kvalitetsselskaber. I den sammenhæng er vores portefølje godt positioneret.

Nye tal for de enkelte afdelinger findes i de individuelle kvartalskommentarer, men hvis vi for eksempel tager Value Aktier og akkumulerer data fra de enkelte positioner for at tale om afdelingen som en enkelt aktie, er nettogælden i forhold til egenkapitalen på 24 % – set i forhold til 61 % for benchmarket MSCI World – og forholdet mellem immaterielle aktiver og egenkapital er blot 17 % og 53 % for indekset. Denne balance er ikke, hvis der for eksempel kigges på kurs/indre værdi, dyr. Afdelingen handler på 0,87 i forhold til MSCI World Index, som handler på 1,96 gange kurs/indre værdi. Faktisk er markedsværdien på afdelingen lig med netto anlægsaktiverne i vores samlede beholdninger. Det vil sige for hver krone investeret i afdelingen, får man en krone i grunde, bygninger og produktionsapparat.

Bruger vi Bloombergs forventninger til hvor meget, man er villig til at betale for den fremtidige driftsindtjening i virksomhederne, så handler indekset på 7,9 for 2009 eller 6,9 gange for 2010, sammenlignet med 3,6 og 2,9 gange for afdelingen.

Fordele ved lave gælds niveauer

En afgørende faktor ved vores portefølje, og når vi analyserer nye investeringer, er lav gældsætning. I løbet af de sidste 18 måneder har det været godt at være lavt gældsat, og i nogle brancher har det gjort en forskel mellem konkurs og overlevelse. Det har ikke givet selskaberne med lav gæld mange fortrin i forhold til nye lån hos bankerne og på obligationsmarkedet. I de seneste seks måneder, hvor offentligt støtte har været anvendt, og banker har fået mulighed for at forlænge kreditter, er likviditetsproblemet blevet bedre. Det har været de svage selskaber med størst konkursrisiko, der fik adgang til likviditeten, da bankernes første prioritet har været at holde liv i de sårbare kunder ved at forlænge deres lån, så snart bankerne kom på fode igen for at undgå eventuelle tab på deres udlån. Dette er en af grundene til fænomenet, som nogle kommentatorer betegner som "the dash to trash". De dårlige selskaber, som var blevet hårdt straffet, kom hurtigst igen drevet af bankernes støtte, der fjernede konkursfrygten på den korte bane.

Men "the dash to trash" holder ikke i længden. Så snart den ekstraordinære hjælp hører op, bliver kvalitet igen en central egenskab: Hvilke selskaber har styrken med en stærk balance og robust forretningsmodel samt en ledelse, der evner at generere solid indtjening i de nye omgivelser? Senest har recessionen skiftet retning mod begyndende vækst, og i takt med at bankerne igen er begyndt at lave nye forretninger, og markedet for virksomhedsobligationer er kommet i gang igen, så står selskaber med lave gælds niveauer langt bedre. De kan

sikre sig attraktive renter på deres finansiering og har muligheden for at positionere sig bedre for fremtiden. Selv aktiefinansieringen er så småt kommet i gang igen, men der er en stor forskel på, hvorfor de forgældede selskaber udsteder aktier. Udstedelserne bruges enten til gældsnedbringelser eller til finansiering af vækst. Kort fortalt, så hjælper lave gælds niveauer ikke kun virksomheder til at komme igennem en økonomisk krise, de stiller dem også stærkere, således at de kan opnå fordele, når det efterfølgende opsving kommer.

Politik

Offentlige myndigheders indgriben fortsætter med at spille en vigtig rolle i bedringen af den økonomiske krise. Vi er ikke politiske kommentatorer, men vi har naturligvis fulgt med i de politiske skift på de markeder, hvor vi investerer. Tyskland genvalgte Angela Merkel, som nu står ved roret for en centrum-højre koalition, og som synes mere forretningsvenlig. Den tyske økonomi har dog sine problemer. Arbejdsløsheden er betydelig, men overordnet set er det en konkurrencedygtig økonomi, som burde stå godt med de globale forbedringer. I Japan er der sket et seismisk skifte, da det Liberal Demokratiske Parti, som havde siddet på regeringsposten næsten helt urokkeligt siden de tidlige efterkrigsår, er blevet sat fra magten. Vi ønsker ikke at spekulere i den potentielle effekt af den nye demokratiske regerings politik, men i et land, som praktisk talt er blevet ledet af det samme parti de sidste tres år, kan man sige, at enhver forandring er god og kan føre en mere produktiv og reformerende politik med sig.

Miljømæssig teknologi og konkurrencemæssig fordel

Det sker ikke ofte, at København befinder sig i det globale søgelys, så når det sker, kan man ikke lade være med at lægge mærke til det. Den forestående klimakonference i december får en til at tænke på de miljømæssige tendenser. Det overordnede skift til at være "grøn" bliver ofte anset som noget negativt for virksomheder og i den industrielle verden. Virksomheder skal ofte overholde regler og bærer de omkostninger, der er forbundet med de skrapere regulativer og får mindre til gengæld.

Men der er altid to sider af samme sag. Økologi er blevet en dominerende forbrugeradfærd med øget efterspørgsel efter mere "grønne" produkter, og i mange tilfælde er folk parate til at betale mere for varerne, hvad end det er hybridbiler, solfangere, energisparepærer eller økologisk mad. I nogle tilfælde er der allerede forbundet en høj profitmargin med produkterne for producenten, mens de direkte omkostninger i andre tilfælde kan retfærdiggøres ved muligheden for at vinde større markedsandele inden for nye og voksende forretningsområder.

Det positive er ikke blot begrænset til de virksomheder, som producerer "grønne produkter". Selv i modne og tunge brancher kan skrapere miljømæssige krav være et gode og føre til øget effektivitet i produktionen og udvikling af miljøvenlige teknologier. Disse teknologier kan til tider sælges eller bruges til at føre et selskab ind på et nyt marked. Det er værd at lægge mærke til lande, som for eksempel Tyskland og Japan, der har en stærk ledende position inden for teknologi og som gennemfører stærke tiltag både i den offentlige og private sektor. Når lande som Kina bliver presset til at begrænse deres udslip, vil de efterspørge ny teknologi, og til trods for at de ikke vil være villige til at betale derfor, så vil det være en mulighed for de mere udviklede lande i verden.

Der er mange af vores beholdninger, der har et potentiale i denne sammenhæng. I porteføljerne har vi en meget forsigtig holdning til risiko, hvilket også inkluderer den miljømæssige risiko. I brancher, hvor der er klare miljømæssige udfordringer, vurderes ledelsens ageren i forhold til de potentielle risici og muligheder på langt sigt.

Konklusion

Som tidligere beskrevet i dette brev er vores fokus som value-investorer at være langsigtede og objektive og ikke lade os påvirke af kortsigtede tendenser på aktiemarkederne, hvad enten der er en positiv eller negativ stemning. Da den nuværende krise var på sit højeste, var der selvfølgelig en udpræget tendens til, at analytikerne kraftigt reducerede indtjeningsforventningerne og deres anbefalinger af virksomhederne. Nu er deres verdensbillede vendt til det mere positive.

Dette meget kortsigtede fokus, der påvirkes let af selv små ændringer på den korte bane i indtjening eller aktiekursen, er ikke noget, der påvirker vores langsigtede investeringsbeslutning. Vores beslutning bygger på andre fundamentale elementer, som det langsigtede indtjeningspotentiale og stærke balancer, der ikke ændres så let på den korte bane.

Selvom den seneste tids positive udvikling på aktiemarkederne generelt har været meget opmuntrende efter en meget sur tid, er det naivt at tro, at den globale økonomi er kommet sig helt, og at den fremtidige forbedring vil gå problemfrit.

Når beslutningen om at foretage en aktieinvestering er truffet, er der i sagens natur givet en eksponering til markedsrisikoen på aktiemarkedet. Denne er svær at begrænse, som den seneste periode tydeligt har vist, men risikoen på selskabsniveau kan dog blive reduceret gennem en grundig forudgående analyse.

Analysen er værktøjet, som er blevet justeret og forbedret igen og igen, og som sikrer et ensartet resultat. Det er

grunden til, at vi som value-investorer altid er disciplinerede i forhold til vores filosofi og proces. Vores fokus er på selskaber med stærke balancer og solid finansiering. Vi ser ikke kun på indtjeningen det seneste kvartal, men på indtjeningen over hele konjunkturføløbet sammen med vores konservative antagelser. Dette bruges til at estimere den rigtige værdi i vores øjne (forretningsmæssige værdi), som et selskab vil blive handlet til ved en overtagelse. Hvis den nuværende pris på aktiemarkedet er markant lavere end den forretningsmæssige værdi, foretages en investering. Fokus er at begrænse risikoen og sikre et stabilt langsigtet gennemsnitligt afkast. Målet er at købe et selskab, der i vores øjne har en værdi på 100 kr., for bare 50 kr.

Vi har været igennem en længere periode med stor usikkerhed, og der er stadig mange uafklarede spørgsmål, som vil give os et bedre billede af, hvad der præcist vil komme. Men at være value-investor er også at være tålmodig og beholde fokus på processen, for det er det,

der på langt sigt vil sikre et godt solidt afkast til vores investorer.

Vores porteføljer består i dag af stabile selskaber, der også vil eksistere om 3-5-10 år, og de handles på meget attraktive niveauer set i et historisk perspektiv. Den nuværende værdiansættelse er en mulighed for at investere i value aktier, der vil give et godt afkast over en kommende årrække.

Med venlig hilsen

Jens Moestrup Rasmussen

Chefporteføljeformaler

8. oktober 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

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 tredje kvartal af 2009 steg Sparinvest Value Aktier med 13,28 %, hvilket har givet et samlet afkast på 21,21 % år-til-dato (ÅTD). Det generelle aktiemarked målt ved indekset MSCI World steg med 12,67 % i kvartalet og 18,80 % ÅTD. Andre relevante indeks som MSCI World Value og MSCI World Small Cap steg med henholdsvis 14,76 % og 17,24 % i løbet af kvartalet. Perioden var god for value-stilen sammenlignet med vækstaktier målt ved indekset MSCI World Growth, som steg med 10,56 %, men halter dog stadig efter set for hele året 2009.

I kvartalet har vores europæiske aktier og især de tyske og hollandske aktier gjort det godt. Vores relative lave vægtning i USA blev delvist opvejet af god performance i vores amerikanske aktier. Det japanske marked var derimod svagt i løbet af kvartalet med mindre stigninger end resten af regionerne, hvorfor vores eksponering kostede relativt til vores benchmark. På sektorniveau er det vores høje eksponering til industri- og forbrugsgoder, der har bidraget positivt sammenlignet med MSCI World. Vores relative undervægt og svage performance fra vores finansielle aktier har trukket i den modsatte retning.

Porteføljesammensætning

Ved kvartalets slutning udgjorde den likvide beholdning 2,3 % af vores midler under forvaltning. Afdelingen havde 105 investeringer, og vores 10 største positioner udgjorde til sammen 30,19 % af porteføljen.

Siden sidst har vi lavet en ny investering i Bovis Homes, en britisk bygningskonstruktør. Generelt i forbindelse med rebalanceringen af porteføljen har vi øget nogle af vores eksisterende investeringer og reduceret 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

Trods de pæne kursstigninger det sidste kvartal er værdiansættelsen af porteføljen stadig attraktiv. Hvis vi ser på porteføljen som et enkelt selskab (akkumuleret data), så handler den på en kurs indre værdi på kun 0,87, hvilket er billigt historisk set. Ses der på indtjeningen, betales der kun 3,6 gange den estimerede driftsindtjening for 2009 og 2,9 for den estimerede indtjening for 2010, hvilket er under halvdelen af niveauet for MSCI World. Samlet set er balancen stærk og robust med en nettogæld i forhold til egenkapitalen på kun 24 % (mod 61 % for MSCI World), og en begrænset risiko for afskrivning pga. blandt andet en lav goodwill-andel.

Vi er af den sikre 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.

Jens Moestrup Rasmussen

Chefporteføljeforvalter

Den 8. oktober 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.