



Value Aktier

Indhold

- Aktiemarkederne i 2009
- Markedsudsving, value-investering og risiko
- Value-aktier og vækstaktier
- Selskabernes tilstand
- Kvalitet og værdiansættelse
- Virksomhedsovertagelser
- Geografisk vægtning
- Konklusion

Kære Investor

De sidste to år har været meget begivenhedsrige med turbulente markeder og svære økonomiske betingelser de fleste steder i verden. I skrivende stund, januar 2010, har forholdene dog forbedret sig en del siden sidste år. Vi kan ikke forudsige, om markedet allerede har ramt bunden i denne omgang, eller hvad der vil ske i de kommende måneder, men der ses en generel bedring i den globale økonomi. Endnu vigtigere er nok fremtidsudsigterne for vores afdelinger, som synes meget lovende, men som altid er det baseret på de fundamentale betingelser for de enkelte positioner. Vores porteføljer steg med 20 til 30 % i 2009, men værdiansættelsen er fortsat ekstrem attraktiv. Som altid gætter vi ikke på, hvornår selskaberne i vores porteføljer når deres forretningsmæssige værdi, men fokuserer på vores proces, der sikrer en stærk portefølje med markant undervurderede aktier. Vi er overbeviste om, at dette er den bedste måde at opnå gode langsigtede afkast på.

Aktiemarkederne i 2009

2008 var uden tvivl et historisk hårdt år for aktiemarkederne, idet den finansielle krise påvirkede den generelle økonomi, og selskabers indtjening styrtdykkede. 2009 bød på bedring både for indtjeningen i selskaberne og aktiekurserne, men den har hverken været problemfri eller ens for alle sektorer eller regioner.

Et væsentligt tema nævnt i vores sidste brev til investorerne var "dash to trash". De mest trængte virksomheder, der var tættest på konkurs, fik størst nytte af hjælpepakkerne og oplevede markante kursstigninger. Det udmøntede sig i markante kursløft for de pågældende aktier. I modsætning hertil haltedede kurserne på de stærkere virksomheder med sunde balancer en smule efter, på trods af et mindre behov for ekstern hjælp. Men denne trend er kortsigtet: Nødberedskabet varer ikke evigt. Som Warren Buffet en gang skrev: "Når vandet trækker

sig tilbage, får du øje på, hvem der svømmer nøgen". Når markedsbetingelserne normaliseres, vil kvalitets-selskaberne alt andet lige drage fordel af deres robuste balancer og solide forretningsmodeller.

Et andet kendetegn ved de ekstraordinære begivenheder i 2009 og 2008 var, at mentaliteten i markedet var endnu mere kortsigtet end normalt. Ofte har der været meget store følelsesmæssigt drevne udsving i performance for hele sektorer eller regioner på grund af det minimale fokus på grundlæggende værdier i virksomhederne. For investorer som os, der fokuserer på og følger en "bottom-up"-strategi i udvælgelsen af kvalitets-selskaber, skaber disse markeder såvel muligheder som frustrationer. Muligheder for at købe gode virksomheder til attraktive priser, men også frustrationer over at se solide investeringer blive straffet på trods af, at der ikke har været væsentlige fundamentale forandringer i deres fremtidsudsigter.

Vi har en relativ stor eksponering til cykliske aktier (økonomiske følsomme) såsom industri- og forbrugsrelaterede selskaber. Disse sektorer fik en hård begyndelse på 2009, og især de europæiske selskaber var hårdt ramt. Stærkt faldende indtjening og overkapacitet har medført, at mange selskaber har set deres profit blive forvandlet til tab.

Vi skrev tidligere, at disse aktier blev prifsatsat, som om det var verdens ende, hvilket er en klar overreaktion for selskaber med sunde balancer og en intakt langsigtet indtjeningsevne. Som året skred frem, kom de cykliske aktier stærkt tilbage, og der er stadig meget at komme efter, når der ses på den nuværende lave prifsatsættelse af vores positioner i et historisk perspektiv.

Markedsudsving, value-investering og risiko

Det er værd at huske på, at grundlæggeren af value-investering, som vi kender det i dag, Benjamin Graham, udviklede mange af sine principper efter at have været vidne til de turbulente markeder i 1929-1932. Det samme gjorde sig gældende for John Maynard Keynes, som bedst er kendt som økonom, men som også opnåede gode resultater som investor. Keynes startede ud som "market timer", der forsøgte at forfølge forskellige aktiers kortsigtede op- og nedture, men erfaringer fra sine tidlige år overbeviste ham om, at dette ikke var en holdbar investeringsstrategi i det lange løb. Hans tilgang til investering skiftede til value-investering. Hans mål var "...at købe aktier i selskaber, hvor jeg er overbevist om, at værdien af aktiver og indtjeningsevne er intakt, og hvor markedsprisen er lav set i forhold til disse".

Dette er kernen i value-investering, da ethvert børsnoteret selskab har en markedspris og en forretningsmæssig værdi – dvs. værdien på aktiemarkedet her og nu

imod, hvad selskabet egentlig er værd baseret på dets aktiver og langsigtede indtjeningsevne. De to værdier er sjældent ens, og det er den fordel, en value-investor udnytter. Når markedskursen er markant lavere end den forretningsmæssige værdi, kan man investere med en stor sikkerhedsmargin.

I *The Intelligent Investor* fortæller Benjamin Graham en lignelse om Mr. Market, som, vi i øvrigt altid synes, er værd at læse og genlæse. "Den investor, der tillader sig selv at gå i panik og unødvendigt bekymre sig over uberettigede fald i sine positioner, er godt på vej til at forvandle sin fordel til en ulempe. Han burde fokusere på det basale ved sine positioner, og ser disse lovende ud, så skal han ikke lade sig distrahere af kortsigtede kursudsving".

Dette er nært beslægtet med, hvordan man opfatter risiko. Det antages ofte, at "risiko" ved aktieinvesteringer kan forklares ved størrelsen på udsving i aktiekursen set i forhold til udsving i andre aktiers kurs. Men for en value-investor knytter risikoen sig til den forretningsmæssige værdi af de enkelte positioner. Hvis der ikke er sket fundamentale forandringer i et selskab, alt imens aktiekursen falder, så er det faktisk blevet en mindre risikabel investering.

Vi investerede for eksempel i De Vere Group i 2002. Selskabet havde en pæn kontantbeholdning, betalte dividende, havde et begrænset niveau af gæld set i forhold til dets aktiver i fast ejendom og handlede på en kurs indre værdi på 0,5. Vi købte vores første aktier til GBP 3,76 med en konservativt estimeret forretningsmæssig værdi på GBP 7,50 til 8,00 primært baseret på værdien af selskabet hoteller. Efterfølgende faldt aktiekursen til omkring GBP 2,50, og vi valgte at øge vores investering. De fleste ville betragte aktien som mere ustabil og derfor mere risikabel. Men for os gav dette en højere sikkerhedsmargin og derfor en relativ lavere risiko. I juni 2006 accepterede selskabet et endeligt bud fra entreprenøren Richard Balfour-Lynn på virksomhedsovertagelse til kurs GBP 8,75 pr. aktie.

Som Benjamin Graham skrev "den reelle investeringsrisiko kan ikke måles ved det procentvise fald, som aktiekursen eventuelt tager set i forhold til det generelle marked i en given periode, men mere ved faren for at miste kvalitet og indtjeningsevne gennem økonomiske forandringer eller ved et forringet lederskab".

Value-aktier og vækstaktier

Det er vigtigt at betragte value-aktier kontra vækstaktier i en bredere kontekst. Vores investeringsmål er at generere solide langsigtede afkast, og der er et hav af undersøgelser både nye som gamle, der netop viser, at value gør det bedre end vækst over tid. Men selvfølgelig vil der

altid være perioder, hvor vækst slår value. Faktisk gjorde MSCI World Growth-indekset det bedre end MSCI World Value-indekset i både 2007 og 2009, og i 2008 led de begge et tilsvarende tab.

Skal value-investorer bekymre sig unødigt over et par år, hvor vækst gør det bedre? Selvfølgelig ikke. Den slags perioder bør forventes og ændrer ikke noget ved, at value-aktier langsigtet er en attraktiv aktivklasse. Ydermere er det vigtigt ikke at falde i fælden ved at spekulere i timing i forhold til disse perioder. Den slags markedstimingrisiko vil ødelægge ens langsigtede afkast. Eugene Shahan har lavet en interessant undersøgelse af syv value-porteføljeformidlere, som Warren Buffet betragter som "super-investorer". Shahan fandt ud af, at de syv gjorde det betragtelig bedre end Dow Jones og S&P 500 på langt sigt, men undervejs havde de kortere perioder, hvor de ikke gjorde det godt. Men selv set i bakspejlet er chancen lille for at kunne forudsige, hvornår disse perioder med lavere afkast starter eller slutter. Med andre ord er den sikreste vej til at opnå eksponering til gode langsigtede afkast en køb-og-hold-strategi.

Selskabernes tilstand

Det er naturligt med den økonomiske situation i de sidste to år, at mange selskaber har præsenteret røde tal, og at deres balancer er blevet svækket. Betyder det så, at den forretningsmæssige værdi er udvandet? Ikke nødvendigvis.

Måske er det fordi value-investering er opstået i kølvandet på Den Store Depression, at filosofien grundlæggende er skeptisk. Den antager ikke en rosenrød økonomisk fremtid, men accepterer, at økonomien bevæger sig i konjunkturer. Når vi taler om at investere i sunde virksomheder, er vi ikke på udkig efter virksomheder, der aldrig kommer til at opleve dårlige tider. Sådanne virksomheder eksisterer ikke. I stedet antages, at alle virksomheder vil møde hårde tider på et eller andet tidspunkt, og vi udvælger dem med finansiell og operationel styrke til at komme intakte ud på den anden side. Når værdien af en potentiel investering estimeres, ser vi på indtjeningssevne hen over et konjunkturforløb – med andre ord medtager vi i vores værdifastsættelse dårlige såvel som gode år.

Normalt overrasker nedture os ikke, og endnu vigtigere betyder det ikke forringelse af den forretningsmæssige værdi i vores selskaber. Ganske vist har størrelsen af den seneste nedtur været så ekstrem og forårsaget længerevarende ødelæggelse af forretningsmodellen i en mindre del af vores selskaber, som vi derfor har solgt fra. Til trods for vores investeringsproces, kan der altid være enkelte investeringer, som ikke udviklede sig, som de burde, og derfor har vi flere selskaber i porteføljen.

Det vigtigste er, at forretningsmodellen og dennes værdi

for den største del af vores beholdninger stadig er intakt. Styrken af deres balancer har gavnnet dem. Nogle har således set deres konkurrenter dreje nøglen om, hvilket kan skabe nye langsigtede muligheder. Det har imponeret os at se, hvorledes de fleste af vores selskaber har reageret prompte med markante omkostningsbesparelser og restruktureringer, hvilket vil være med til at give dem et væsentligt indtjeningsløft i de kommende år. Til trods for at nogle af disse omkostningsreduktioner er midlertidige, synes diverse direktioner at være fast besluttet på at skulle opretholde en lavere omkostningsbase for fremtiden.

Det er værd at bemærke, at denne holdning er set på tværs af de globale regioner, hvor vi er investeret (inklusiv Japan). Stereotypen for japansk lederskab er en langsomt reagerende direktion. Dette har ikke været vores erfaring i løbet af denne nedtur, hverken når vi kigger på vores japanske selskaber eller på det bredere univers. Selskabernes omsætning er faldet drastisk sidst i 2008 og i begyndelsen 2009, hvilket har resulteret i, at profitmarginerne i første kvartal af 2009 var støt faldende. Siden da, til trods for at omsætningerne kun er steget marginalt, har profitmarginerne forbedret sig hurtigt. Indtjeningen har for mange selskaber slået de fleste forventninger (fra lave niveauer), og til trods for dette forbliver selskaberne forbeholdende omkring fremtiden og arbejder på fortsat at holde omkostningerne på et lavt niveau.

Kvalitet og værdiansættelse

Hvis vi ser på værdiansættelsen af vores beholdninger, ses et klart billede af porteføljens kvalitet. Som altid findes de specifikke tal for de enkelte afdelinger i de individuelle kvartalskommentarer, men for at tage et eksempel, kan tallene for Sparinvest Value Aktier nævnes her. Selvom værdiansættelsen er steget på lige fod med aktiekurserne generelt, er den stadig ekstremt attraktive. Hvis vi ser på porteføljen som et enkelt selskab (akkumuleret data), så handler den på en kurs indre værdi på kun 0,97 i forhold til MSCI World, som handler på 2,11 gange. Måler man på indtjening i form af EV/EBITDA (prisen man betaler for den driftsmæssige indtjening) handler afdelingen på 3,3 gange, hvis man bruger Bloombergs forventninger for 2009 og for 2010 på 2,7. Det skal sammenlignes med 8,2 og 7,1 gange driftsindtjeningen for MSCI World. Den finansielle styrke er også imponerende. Afdelingen har en nettogæld i forhold til egenkapitalen på 25 % kontra 62 % for benchmarket MSCI World, og forholdet mellem de immaterielle aktiver og egenkapitalen er blot 17 % set i forhold til 53 % for indekset.

Virksomhedsovertagelser

Virksomhedsovertagelser har altid været en vigtig faktor for vores afdelinger. Efter overtagelsen af vores tyske

IT-selskab, IDS Scheer, i sidste kvartal så vi i fjerde kvartal den globale elektronikgigant Canon afgive et købstilbud på hollandske Océ, som indgår i alle vores porteføljer. Vi omtaler det nærmere i kvartalskommentaren, men det er opmuntrende at se, at de industrielle købere er på banen igen. Det er i øvrigt et godt eksempel på en japansk virksomhed, der bruger sin stærke balance til at ekspandere i udlandet.

Omfanget af virksomhedsovertagelser er gradvist stigende, men der er stadig lang vej til et normaliseret niveau. Antallet af handler vil i sagens natur stige i takt med en bedring i økonomien og på de finansielle markeder. Siden slutningen af 2008 har mange virksomheder rundt omkring i verden været tilbageholdende med opkøbsaktiviteter, hvilket har givet mulighed for at bevare kapital og fokusere på at overleve krisen. Nu er nogle af disse selskaber begyndt at investere igen, og endnu flere er på udkig efter potentielle opkøb. For finansielle købere - såsom kapitalfonde - vil det sandsynligvis tage en del længere tid at komme tilbage til de niveauer, vi så i årene op til krisen. I årenes løb har vi haft en hel del erfaring med selskaber, der bliver overtaget, og når vi ser på vores nuværende porteføljer, er der nogle meget attraktive potentielle mål for både industrielle og finansielle købere. Husk også på, at mange af vores virksomheder har mulighed for at udnytte deres stærke balancer som købere, og i modsætning til nødlidende konkurrenter kan de investere og opkøbe aktiver eller hele virksomheder billigt. Vi mener, at mange af selskaberne i vores porteføljer, står over for en række spændende virksomhedsovertagelser enten som købere eller som mål for overtagelse.

Geografisk vægtning

Vores globale fonde har fortsat en høj vægtning i Europa og Japan og en lav vægtning i USA. Det skyldes ikke en strategisk "top-down"-beslutning, men udelukkende anvendelsen af en konsekvent "bottom-up"-proces til at finde potentielle emner. Vores geografiske vægtning er et resultat af denne proces, og hvordan vægtningen ændres i de kommende år, afhænger derfor af i hvilke lande og i hvilke sektorer, vi finder attraktive value-investeringer.

Naturligvis omfatter vores analyse af hver enkelt virksomhed en gennemgang af makroøkonomiske og andre eksterne faktorer, der påvirker virksomheden. Ved vurderingen af den forretningsmæssige værdi anvendes konservative antagelser over hele linjen, og vi investerer kun, hvis markedsprisen er betydeligt lavere end den reelle værdi i virksomheden. Det betyder, at uanset hvilken region eller sektor vores selskaber befinder sig i, beror investeringerne ikke på specielt positive makroøkonomiske scenarier i fremtiden. Vi har ikke store vægte i Europa eller Japan, fordi vi ser særligt positivt på deres overordnede økonomier, ligesom vi heller ikke har en

lav vægt i USA, fordi vi er særligt bekymrede for den amerikanske økonomi.

Det betyder, at vores geografiske vægtning eller vægtning på sektorer kan variere meget fra vores benchmark, hvilket naturligvis kan have en betydelig indvirkning på det kortsigtede afkast i forhold til dette indeks. Vi mener, det er vigtigt, at vores investeringsproces ikke lader sig påvirke af kortsigtede stemninger for eller imod en bestemt region eller sektor. Som tidligere omtalt har vi en relativt høj vægt i europæiske industrivirksomheder, der startede 2009 midt i ekstrem pessimisme og svage aktiekurser, men som steg senere på året. Japan er et andet eksempel på en høj vægtning. Japanske aktier var blandt de stærkeste i de udviklede markeder i en stor del af året, men svækkedes fra efteråret, og ved årets udgang har MSCI Japan-indekset klaret sig betydeligt dårligere end verdensindekset MSCI World. Vi kan få øje på flere mulige forklaringer på stemningsskiftet omkring Japan, ligesom vi kan se forskellige potentielle faktorer, der kan vende stemningen igen, men sådanne overvejelser er langt fra det, vi fokuserer på som value-investorer.

Vi tænker slet ikke i de baner, hvor man ser positivt eller negativt på en given region. Det, der tæller for os, er de specifikke faktorer, der påvirker de enkelte selskaber. Ser man på den japanske økonomis indvirkning på vores japanske selskaber, er der både positive og negative faktorer, og de er naturligvis alle medtaget i vores vurdering af de forretningsmæssige værdier. Det er også værd at bemærke, at Japan i de seneste år - ligesom alle regioner - både har haft perioder, hvor aktiemarkedet gjorde det væsentligt bedre og værre end andre regioners aktiemarkeder, men i løbet af det seneste årti har japanske aktier givet et afkast stort set på linje med MSCI World og noget bedre end amerikanske aktier.

Konklusion

Ved udgangen af 2009 er der flere grunde til at se lyst på fremtiden. På trods af stigninger i løbet af det seneste år, er vores afdelinger stadig billige og gemmer på et stort potentiale. Vi kan se mindst fire faktorer, der modarbejdede vores afdelinger sidste år, men som lige så godt kunne blive til vores fordel i fremtiden.

For det første var 2009 et år, hvor vækst som investeringsstil klarede sig bedre end value. Det giver os ikke grund til bekymring. Der har altid været perioder, hvor vækst er bedre end value, men på langt sigt er der et klart mønster. Value-aktier giver et bedre afkast. For det andet var omfanget af virksomhedsovertagelser begrænset som følge af krisen, og selv om de er ved at komme til live igen, er niveauet stadig ikke normaliseret. Vores afdelinger har historisk været jagtmarker for både finansielle og industrielle købere, og vores nuværende

porteføljer rummer mange attraktive mål for virksomhedsovertagelser. Den tredje faktor er Japan, der klarede sig dårligere end andre regioner i den sidste del af 2009. Der er flere mulige forklaringer på den seneste svaghed på det japanske aktiemarked, men samtidig flere mulige faktorer, der kan vende udviklingen. Vi holder et vågent øje med vores investeringer og de makroøkonomiske faktorer, der påvirker dem, og ser stadig positivt på fremtidsudsigterne, da de forretningsmæssige værdier er intakte. Endelig skal vi huske på, at 2009 var et år, hvor kvalitet ikke nødvendigvis blev belønnet. Svage selskaber steg i markedsværdi på grund af lettelse over, at de overlevede eller blev reddet – mens lavt forgældede selskaber, der ikke havde brug for at blive reddet, ikke blev belønnet på aktiemarkedene. Men når tilstandene normaliserer sig, vil kvalitet give sig til kende, og det vil de stærke virksomheder med robuste balancer få gavn af. I den ekstreme nedtur i 2008 og stigningerne i 2009 var der ikke megen fokus på individuel kvalitet. Vi ved, at kvalitetsvirksomhederne belønnes i det lange løb.

Historien viser, at det er relativt nytteløst at forsøge at

forudsige, hvornår aktier vil nå deres forretningsmæssige værdi, og vi har heller ikke nogen krystalkugle her i Sparinvest. Vi er overbevist om, at investorer på længere sigt er dårligt tjent med at være en slave af den generelle stemning på markedet. I stedet er vi tålmodige og fastholder vor disciplinerede fokus på processen, vel vidende at både processen og den bagvedliggende investeringsfilosofi har været sat på sit livs prøve. Så vi søger stadig efter selskaber og analyserer dem ud fra et "bottom-up"-perspektiv, vi estimerer den forretningsmæssige værdi baseret på indtjeningsevnen over hele konjunkturforløbet samt værdien af selskabernes aktiver, og vi investerer kun i virksomheder, hvis markedspriserne giver en betydelig rabat i forhold til den forretningsmæssige værdi. Investorer i vores afdelinger har en bred portefølje af kvalitetsselskaber med solid indtjeningshistorik og sunde balancer, som er godt placeret i de kommende år. Vi ser meget fortrøstningsfuldt på fremtiden.

Med venlig hilsen

Jens Moestrup Rasmussen
 Chefporteføljeformaler
 8. januar 2010

Sparinvests value-team



Jens Moestrup Rasmussen
 Chefporteføljeformaler



David Orr
 Porteføljeformaler



Kasper Billy Jacobsen
 Chefporteføljeformaler



Jeroen Bresser
 Aktieanalytiker



Per Kronborg Jensen
 Seniorporteføljeformaler



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 Large Cap - Aktier

- sparinvest.dk

Performance

Sparinvest Value Aktier steg med 2,82 % i fjerde kvartal af 2009, så årets afkast endte på 24,62 %. Det generelle aktiemarked målt ved MSCI World-indekset steg med 5,97 % i kvartalet og 25,90 % målt på hele året. Value-aktier generelt målt ved MSCI World Value-indekset steg med 22,69 % i løbet af 2009 sammenlignet med vækstaktier, der steg med 29,08 %. Globale small cap-aktier klarede sig godt med et årligt afkast på 39,59 %.

Ser man isoleret på fjerde kvartal steg MSCI World-indekset med 5,97 %, value-aktier med 4,10 %, og vækstaktier gav et afkast på 9,78 %. Afdelingen klarede sig bedre end verdensindekset gennem det meste af året, men en relativ svag stigning på 2,82 % i fjerde kvartal betød, at vi endte året lidt efter vores benchmark. Japanske aktier – der faktisk klarede sig bedre end andre regioner i begyndelsen af krisen – havde en sløv afslutning på året. MSCI Japan-indekset var således omkring 7 procentpoint efter verdensindekset i fjerde kvartal. Vores japanske beholdning påvirkede altså afdelingen negativt, men, som vi understreger i vores Brev til Investorerne, gør tre måneders dårligt afkast ikke, at vi sætter spørgsmålstegn ved vores japanske aktier. Vi er faktisk tilfredse med den operationelle udvikling i vores japanske selskaber. Vores hollandske investeringer tjente os godt både i kvartalet og målt over hele året naturligvis hjulpet af det købstilbud, der omtales yderligere nedenfor.

Det er vigtigt at bemærke, at 2009 var et år, hvor vækstaktier udkonkurrerede value-aktier globalt – men det bekymrer os ikke. Historien har vist at på trods af korte perioder, hvor vækstaktier klarer sig bedst, giver value-aktier det bedste afkast på langt sigt, og vi er stadig overbevist om, at value-aktier som aktivklasse er overlegen.

Kigger vi på 2009 som helhed, ser vi god grund til at være optimistiske omkring fremtidsudsigterne for afdelingen. Den steg stort set på linje med det globale indeks i løbet af året på trods af nogle klare faktorer, der har modarbejdet os. Udover at vækst var bedre end value, og Japan gav skuffende afkast, er omfanget af virksomhedsovertagelser stadig beskedent (bemærk dog kommentaren om Océ nedenfor). I store dele af 2009 har markederne ikke haft fokus på kvalitet, men i stedet så vi, investorerne flokkes om dårlige selskaber, der mod alle forventninger kun lige akkurat er undgået konkurs. Disse faktorer vil let kunne fungere som katalysatorer for afdelingen i fremtiden, men vi kan ikke forudsige hvornår.

Porteføljesammensætning

Ved årets udgang udgjorde den likvide beholdning 0,9 % af vores midler under forvaltning. Afdelingen havde 104 investeringer, og vores 10 største positioner udgjorde til sammen 31,50 % af porteføljen.

Siden sidst har vi lavet en ny investering i ENI, et italiensk olie- og gasselskab. I forbindelse med generel rebalancering af porteføljen har vi øget nogle af vores eksisterende investeringer og reduceret andre. Vi har solgt vores positioner i Molex og Pininfarina, der begge omtales nedenfor.

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 et afkast på mere end 24 % i 2009 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 0,97. Ses der på indtjeningen, betales der kun 3,3 gange den estimerede driftsindtjening for 2009 og 2,7 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 25 % (mod 62 % 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.

Enkelte positioner

Océ

Købstilbud fra Canon

Océ er en hollandsk produktionsvirksomhed af high-end-kopimaskiner og -printere, som har været en langsigtet investering i afdelingen. Selskabet har udviklet en interessant niche inden for print i bredt format og store mængder. Her har det en stærk konkurrencemæssig position i Europa. I de seneste år har det haft flere udfordringer med dets standard kontorprintere, hvor Océ er en relativ lille spiller. Samtidig har krisen ramt hele sektoren hårdt.

I november i 2009 kom Canon, en dominerende spiller i branchen, med et overtagelsestilbud på Océ. Tilbuddet på EUR 8,60 pr. aktie udgjorde en betydelig præmie, da aktiekursen lå på et niveau omkring EUR 5. Tilbudsperioden er igangværende, da EU's myndigheder først godkendte tilbuddet sidst i december. Vi følger derfor situationen nøje og er naturligvis opmuntret af, at virksomheder i branchen kan se langsigtet værdi i Océ.

Pininfarina

Solgt med tab

Pininfarina er en italiensk virksomhed, hvis historik går helt tilbage til 1930'erne, der designer og producerer biler og karosseri for producenter som Ferrari, Maserati, Alfa Romeo, Ford og Volvo for blot at nævne nogle enkelte.

Vi investerede første gang i Pininfarina i midten af 2002 og købte aktier til kurs EUR 19. Selskabet var billigt på indtjeningen og på kurs indre værdi. Balancen var stærk med et lavt gældsniveau, og selskabet havde til en vis grad en fleksibel forretningsmodel, da den var ordreproducerende. 2003 var et vigtigt år for Pininfarina, da man startede produktionen op af Ford Street Ka og ny-stylet Alfa GTV og Alfa Spider.

Som for de fleste selskaber i bilbranchen, har Pininfarina erfaring fra tidligere nedture, men har evnet at komme igennem disse med lanceringen af nye modeller. I 2005 og 2006 faldt deres indtjening, og Pininfarina øgede deres gæld primært for at finansiere produktionen af nye modeller, men også på grund af deres opkøb af Volvos Uddevalla produktionsanlæg i Sverige. Set i lyset af deres historik, valgte vi at lade tvivlen komme ledelsen til gode. Uheldigvis var kredittkrisen lige om hjørnet, hvilket gjorde det besværligt for hele industrien. For Pininfarina kom endnu en kedelig meddelelse, da den administrerende Andrea Pininfarina døde. Både resultatopgørelsen og balancen forværredes, mens hans afløser, Paolo Pininfarina, tog over, og ledelsen gjorde sit bedste for

at få selskabet tilbage på sporet. Vi besluttede, at vores oprindelige investeringscase ikke længere var til stede, og at selskabets forretningsmæssige værdi var smuldrat.

Vi solgte derfor vores position og fuldendte vores salg i oktober 2009 til en gennemsnitspris på blot EUR 3,5. Det er selvfølgelig et beklageligt eksempel på, at en investering ikke har udviklet sig som forventet. Til trods for vores fokus på finansiel styrke og stærke forretningsmodeller vil der være et uundgåelig mindre antal af investeringer, der skuffer. Det er derfor, at vi udover at have en disciplineret investeringsproces investerer i en række forskellige selskaber og følger vores investeringer nøje for at sikre, at porteføljerne består af kvalitetsselskaber med en fornuftig rabat i forhold til deres forretningsmæssige værdi.

Molex

Kursmål nået

Molex er et amerikansk elektronikselskab. Vi forestiller os, at kun få har hørt om selskabet før, selvom det faktisk er en af verdens største leverandører af elektroniske komponenter med et sortiment på over 100.000 forskellige produkter. Det leverer til kunder lige fra Cisco og Dell til Ford og General Motors.

Vi købte aktier i Molex i december 2008, da avisoverskrifterne omhandlede emner som den stagnerede globale eksport, den bratte opbremsning i den industrielle produktion og svigtende julesalg. Der opstod et vilkårligt salg af teknologiaktier, idet investorer frygtede et kollaps i efterspørgslen. Vi forventede selvfølgelig, at det ville have stor indvirkning på indtjeningen i 2010, men vi var også overbeviste om, at efterspørgslen efter teknologiprodukter ikke helt ville forsvinde.

Molex handlede på 0,9 gange indre værdi, og vi vurderede, at aktien var billig selv ved at antage, at indtjeningen ville falde tilbage på det laveste niveau i otte år. Der var en betydelig sikkerhedsmargin.

Molex blev etableret i 1938, og den stiftende familie, som stadig var storaktionær, havde erfaring med tidligere at håndtere nedture. Virksomheden var kapitaltung og ejede stadig meget af produktionsapparatet i forhold til sine konkurrenter. Mens konkurrenterne allerede kørte en effektiv forretning, havde Molex grundlag for at reducere omkostningerne. Derudover havde Molex et lavt gælds niveau og en stor kontantbeholdning, hvorimod konkurrenterne var højt gældsats, hvilket er afgørende i en krise. Endeligt skal det nævnes, at selvom Molex' produkter er afgørende komponenter, udgør de kun en mindre del af de totale produktionsomkostninger for kunden.

Det betyder, at Molex er mindre presset på prisen end mange andre teknologivirksomheder, der har kunder, som fokuserer på kvalitet, pålidelighed og just-in-time leverancer.

Aktien steg støt fra marts 2009, da optimismen gradvist vendte tilbage til markederne. Vi er langsigtede investorer, men vi tøver ikke med at sælge en aktie, der har nået sit kursmål. Vi investerede i december 2008 til USD 14 og solgte vores aktier i oktober 2009 til USD 21.

Jens Moestrup Rasmussen

Chefporteføljeformaler

8. januar 2010

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.