



Value Aktier

Indhold

- Overførsel af de problemfyldte balancer
- Virksomhedernes balancer – hvornår og hvordan hjælper det med lav gæld
- Stigende investeringer og virksomhedsovertagelser (M&A)
- Value, vækst og benchmarks
- Kvaliteten i porteføljen
- Konklusion

Kære Investor

Value-investering handler om konsistens og om at bevare fatningen og det langsigtede perspektiv, uanset om verden omkring os er præget af negativitet eller af overdreven optimisme. Her i april 2010 opleves verden faktisk lidt mere positiv, end den har gjort i mange af de seneste kvartaler. Selv om der er tegn på, at det spirende økonomiske opsving har mistet noget af dampen, synes verden at bevæge sig i den rigtige retning. Selvfølgelig kan man, når man læser aviser, undertiden føle, at verden slingrer fra den ene krise til den anden. Senest har det været Grækenland og konsekvenserne for Europa, der har præget overskrifterne. Vi vil ikke underdrive alvoren af disse begivenheder, men hvis vi ser dem i en sammenhæng, er de på mange måder en del af den nødvendige fordøjelse af kreditkrisen. Det er måske ikke et behageligt skridt, men det er et skridt fremad. Det vil vi komme ind på det lidt senere i brevet.

Vigtigst er det, at vi er opmuntrede af den grundlæggende udvikling i vores investeringer. Afkastet i afdelingerne har generelt været positive i første kvartal af 2010, hvilket naturligvis diskuteres nærmere i den enkelte kvartalskommentar. Men hvad vi synes er mest lovende er de lave værdiansættelser og den høje kvalitet i vores porteføljer. Det er værd at bemærke, at vores europæiske selskaber i løbet af første kvartal var i betydelig modvind på aktiemarkederne, da Grækenlands problemer gav genlyd over hele kontinentet, men vi har ikke set en forværring af de fundamentale forhold i de underliggende selskaber. Nedenfor diskuterer vi, hvorfor vi er overbeviste om, at vores selskaber er stærkt rustet til at klare sig godt i de kommende år, uanset om den globale økonomis vej ud af krisen viser sig at være let eller svær.

Overførsel af de problemfyldte balancer

De seneste uger har budt på stor opmærksomhed om Grækenlands problemer med at refinansiere sin betydelige offentlige gæld og trimme sit store årlige underskud. I sagens natur har det smittet af på resten af Europa med bekymringer om de potentielle omkostninger til den bredere Eurozone ved en potentiel redningspakke. Det temmelig barske øgenavn "PIGS" – med henvisning til europæiske lande som Portugal, Irland, Italien, Grækenland og Spanien, som menes at have relativt svage økonomier – har eksisteret i et stykke tid, men det har flittigt været brugt i flere overskrifter for nylig med spekulationer om, hvilket land der måske kan følge i Grækenlands uheldige fodspor.

Grækenland var på vej i en forkeret retning, længe før den globale økonomiske krise skubbede landet ud over kanten, men på mange måder, er de nuværende problemer et resultat af den nylige overførsel af problemfyldte balancer fra den private til den offentlige sektor. Verden blev ramt af en global økonomisk krise i slutningen af 2008, og efterhånden som indtjeningen styrtdykkede, kom der et enormt pres på erhvervslivet – og især på virksomheder med ringere aktiver eller høje gælds niveauer. Mange af disse selskaber blev reddet af udenforstående – typisk af deres egne banker eller gennem offentlige hjælpepakker. (Vi har allerede i tidligere breve diskuteret begrebet "dash for trash", hvor investorer efterfølgende flokkedes om at vende tilbage til de svage virksomheder, der havde syntes i fare for at gå konkurs). Regeringer pumpede altså flere milliarder ud for at hjælpe den private sektor, enten gennem direkte indskud og lån, offentlige anlægsprojekter eller på anden måde. Problemet med dårlige balancer blev derfor overført fra den private sektor til den offentlige sektor. Mens Grækenlands problemer har givet skarp fokus på problemet, mener vi ikke, at der er en grund til panik. Den hurtige løsning med statslige redningsaktioner var fra starten dømt til at have en stor indvirkning på de offentlige finanser i de kommende år. Kreditkrisen kan ikke bare fordøjes lige med ét.

Bekymringerne har dog udløst både en svækkelse af euroen og generel forsigtighed på markedet mod europæiske aktiver. Ser man på aktieindeks, har Europa været svagest af de større regioner hidtil i 2010. Selvfølgelig har det givet modvind for afkast i både vores afdeling for europæiske aktier, European Value, og den globale afdeling, Value Aktier, der også har en relativt høj vægtning i europæiske aktier. Men det bekymrer os ikke. På kort sigt er der positive såvel som negative elementer – for eksempel kan en svag euro give et godt skub i indtjeningen for de europæiske eksportører.

Som vi har sagt igen og igen, er det dog mere vigtigt for os som disciplinerede value-investorer at kigge på de langsigtede driftsmæssige forhold i de enkelte selskaber.

Trods alle dommedagsoverskrifterne om Europa for nylig er der stadig rigeligt at være optimistiske over i vores europæiske selskaber. Vi bruger ikke en masse energi på at vurdere, om et bestemt kvartal eller endog et år giver speciel god eller dårlig indtjening. I stedet fokuserer vi på udviklingen i indtjeningsevnen, aktivsammensætningen og forretningsmodellen. Det er en kliche, at "krise" bare er et andet ord for "mulighed", men mange af vores selskaber har vist, at det kan være sandt. De benytter den økonomiske situation til at tage barske skridt for at omstrukturere og trimme omkostningerne, og vi tror, at mange virksomheder vil komme ud på den anden side med endnu stærkere forretningsmodeller.

Så hvad enten vi ser på europæisk eller globalt plan, er indtjeningssituationen stadig ikke let – og alle selskaber, der håbede på, at et hurtigt og effektivt økonomisk opsving kunne redde dem, skal måske væbne sig med tålmodighed. Som vi nævner nedenfor, virker det ikke sandsynligt, at virksomhederne pludselig vil investere massivt og danne grundlag for et hurtigt økonomisk opsving. Men vi er dog overbeviste om, at vores selskaber står i en gunstig situation til at drage fordel af opsvinget – uanset forløbet. Og når der er kortsigtet svaghed i markedet i nogen af de regioner eller sektorer, vi investerer i, giver det ofte en god mulighed for at finde nye interessante investeringsmuligheder eller at tilføje til eksisterende beholdninger. Specifikke ændringer i vores porteføljer drøftes i kvartalskommentaren.

Virksomhedernes balancer – hvornår og hvordan hjælper det med lav gæld

Vi har altid været meget opmærksomme på virksomhedernes holdninger til likvider og gæld. I den ene ende af skalaen findes selskaber med få likvider og lån op over begge ører. Denne højt gearede tilgang kan få ledelsen til at ligne helte i opgangstider, men det er risikabelt og giver meget lidt manøvrerum i nedgangstider. I den anden ende er de gældfri selskaber med bunker af kontanter. Kontanter er dybest set en ressource, og man ønsker ikke, at virksomheden sidder på overskydende ressourcer for evigt og aldrig får dem til at arbejde for virksomheden.

I virkeligheden ligger den ideelle tilgang derfor et sted mellem disse to yderpunkter. Meget afhænger af branchen og forretningsmodellen for den enkelte virksomhed, men også om de økonomiske forhold – det er med andre ord cyklisk. I perioder med økonomisk opsving er det ofte nødvendigt at anvende gæld til at finansiere vækst. Som man siger: "Man er nødt til at bruge penge for at tjene penge". I dårlige tider derimod, er det naturligt at sidde lidt på penge-kassen. I det sidste års tid har mange virksomheder netop reduceret varelagre og skåret på investeringer, hvilket har kunnet skaffe likviditet.

Så hvad kigger vi efter i potentielle investeringer? Vi kan godt lide selskaber med finansiell styrke til at modstå op- og nedture, og som kan drage fordel af muligheder, når de opstår. Vi tror, det er vigtigt, at ledelsen reagerer fleksibelt på ændrede eksterne forhold, men vi foretrækker en konservativ tilgang, hvor man har lidt ekstra i pengekassen, selv i gode tider.

Når det er sagt, har de sidste to år måske været frustrerende for de selskaber, der har opretholdt en sund balance og reddet sig ud af krisen gennem fornuftig ledelse og konservativ finansiering. Først kunne de se de svagere konkurrenter blive reddet ud af deres vanskeligheder af banker eller regeringer. Derefter resulterede de økonomiske redningsaktioner i svækkede offentlige finanser – som i Grækenland – hvilket har udløst bekymring over de regionale økonomier og valutabevægelser. Det er ganske vist en meget forenklet version af begivenhederne, men ejeren af en veldrevet virksomhed med styr på solvens og likviditet kan med rette føle sig straffet for andres skødesløshed.

For det første skal man dog huske på, at selv om mange stærkt forgældede selskaber er blevet reddet af eksterne foranstaltninger, har de i sidste ende en regning, der skal betales. Dette ses også i den stigende udvikling i antallet af konkurser. Alting har sin pris.

For det andet, og måske vigtigst af alt, skal man huske på, at finansiell styrke udfylder forskellige roller på forskellige stadier af et konjunkturforløb. Under en nedtur kan en lavt gearet balance hjælpe en virksomhed til at overleve længere – men det gør det naturligvis ikke lettere at generere indtjening. Når efterspørgslen falder, kæmper alle med vigende indtjening. Derfor kan det være svært at se forskellen mellem et selskab, der overlevede takket være sin egen styrke, og et andet, der nød godt af redningsaktioner.

Ser man derimod på næste fase – opsvinget, hvor økonomien er i bedring – så fremstår fordelene ved en stærk balance mere klart. Når man kommer ud af nedgangen med en bugnende pengekasse, har man bedre muligheder for at fylde varelagre, øge investeringerne, forfølge opkøbsmuligheder og udnytte forretningsmuligheder. Virksomheder, der er belastet af høj gæld, og som var dybt afhængig af banker og regeringer for at holde sig i live, vil have færre ressourcer til rådighed og i det hele taget færre valgmuligheder. Mange kan være bundet af låneaftaler eller kan have behov for at benytte aktiemarkedet for yderligere finansiering. Vi mener, at konservativt ledet selskaber med lav gæld bør være godt positioneret til at drage fordel af en mere normaliseret efterspørgsel i de kommende år.

Stigende investeringer og virksomhedsovertagelser (M&A)

Den nuværende situation minder lidt om historien om hønen og ægget. Med mindre virksomhederne begynder at investere mere, er det vanskeligt at forestille sig et egentlig økonomisk opsving.

Under krisen reducerede mange virksomheder deres varelagre og investeringer i et forsøg på at reducere omkostninger og skaffe likviditet. Nogle håber sikkert, at investeringerne nu stiger hurtigt, hvilket vil bidrage til et hurtigt økonomisk opsving. Vi gør os imidlertid ingen forhåbninger om et sådan scenario. Selv om mange selskaber i vores porteføljer tydeligvis har ekstra ressourcer, de kan anvende, når de får lyst, fremgår det, når vi kommunikerer med dem, at de generelt er temmelig forsigtige – de åbner pengekassen lidt mere end i 2009, men der er ikke tale om noget investeringsorgie. Det virker sandsynligt, at den kommende cyklus af selskabernes investeringer – uanset om vi taler anlægsinvesteringer eller M&A – vil være præget af en vis konservatisme i det mindste i den tidlige del af forløbet. Det beroliger os faktisk. I stedet for en aggressiv cyklus med massive investeringer fra virksomhedernes side efterfulgt af behovet for en alvorlig stramning af pengekassen, foretrækker vi virksomheder, der agerer mere forsvarligt og ikke forfølger vækst for enhver pris, men foretager investeringer under hensyntagen til rentabilitet og konsekvenserne på balancen.

Så hvad betyder det for virksomhedsovertagelser generelt? Mange selskaber fortæller os, at efter at de stort set har lagt al M&A-aktivitet på hylden i den værste del af krisen, er de begyndt at overveje det igen. Ofte taler de om at være mere "selektive" fremadrettet, og det er ikke vores indtryk, at M&A-aktiviteten vil eksplodere natten over. Vi tror, at den udvikling kan være meget positiv for vores porteføljer, der byder på kandidater fra begge sider af en eventuel handel. Den finansielle styrke i vores selskaber betyder, at mange er godt rustet til at udnytte muligheden for at opkøbe konkurrenter. Omvendt mener vi, at et fornyet fokus på at undgå risiko vil få mange af vores selskaber til at fremstå som stærke opkøbskandidater. I vores investeringsproces har vi altid gået virksomhederne efter i sømmene med en konservativ holdning til potentielle faldgruber såsom overdreven goodwill, pensions- og leasingforpligtelser, eventualforpligtelser og så videre. Det har resulteret i en portefølje af selskaber med stærke balancer, der handler på attraktive niveauer.

Value, vækst og benchmarks

I vores sidste brev nævnte vi lidt om de relative afkast for value- og vækstaktier. Vi bemærkede, at mens et væld af undersøgelser viser, at value-aktier klarer det bedre end vækstaktier i det lange løb, er der selvfølgelig korte perioder, hvor vækstaktier giver bedre afkast. Hvis vi anvender MSCI's definitioner af vækst og value, kan vi se, at perioden fra 2007 til 2009 var en sådan periode, hvor vækstaktier har været bedst på globalt plan. Der er naturligvis regionale forskelle – faktisk var value-aktier i 2009 bedst i både Europa og Japan, men især svagere i USA. I 2010 har vi indtil videre observeret, at value-aktier har ført an i både USA og Japan, men ikke i Europa.

Selv om det er interessant at holde øje med disse tendenser, er det vigtigt ikke at komme ud på et sidespor – det, der har betydning for os, er at value-aktier er en overlegen aktivklasse på lang sigt. Denne overlegne aktivklasse er ret besat vores investeringsunivers.

Derudover beskæftiger vi os ikke med indeks eller benchmarks. For os handler value-investering ikke blot om at investere i de aktier, som andre kvantitativt har klassificeret som value-aktier. Vores investeringsproces indeholder en kvalitativ analyse af hvert selskab, tæt på den klassiske tilgang formuleret af Benjamin Graham og David Dodd. De metoder, der bruges til at klassificere aktier, kan ændres, så det der kaldes "value" et år kan blive omklassificeret til "vækst" et år senere. Vi lader os ikke distrahere af disse forskydninger men fokuserer i stedet på vores disciplinerede proces, hvor vi søger efter undervurderede virksomheder.

Denne diskussion bringer os til et bredere spørgsmål om indeks og benchmarks i almindelighed. I vores branche er det svært at undgå benchmarks, men mens vi tilbyder diverse referenceindeks, der kan benyttes til at måle vores afkast, må vi understrege, at vores investeringsproces ikke beskæftiger sig med benchmarking. Vi fokuserer ikke på relative afkast, men vores målsætning er at give solide absolutte afkast på længere sigt. Ofte sidestilles investeringsrisiko med tracking error (matematisk udtryk for forskellen mellem en portefølje og et givent benchmark). Vi mener dog ikke, at et selskab er mindre risikabelt, bare fordi dets aktiekurs bevæger sig nøjagtigt som resten af markedet, da et helt indeks også kan opbygge unormalt stor risiko, hvis for eksempel en hel aktivklasse er genstand for en likviditetsboble. Selvfølgelig kan vi alle sammen få en vis tryghed ved at være del af en flok, men i sidste ende reducerer det ikke risikoen i ens investeringer at gøre ligesom alle andre. Når lemminger beslutter at hoppe ud fra en klippe, er det ikke mindre farligt, bare fordi de gør det sammen.

Som vi diskuterede i vores sidste brev, er vores opfattelse af risiko mere grundlæggende – det handler om

risikoen for permanent tab af kapital som følge af en forværring af aktivernes kvalitet eller indtjeningsvnen i selskabet. Det er risikoen for forringelse af den forretningsmæssige værdi. Vores mission er at bevare og øge vores investorers kapital på længere sigt, og vi er overbeviste om, at det bedst opnås ved disciplineret anvendelse af vores konservative investeringsproces

Kvaliteten i porteføljen

Denne konservative value-process har resulteret i en portefølje med aktier, der har en god indtjeningssevne, robuste balancer og en lav værdiansættelse. Som altid mener vi, at et blik på værdiansættelsen i form af finansielle nøgletal for de underliggende selskaber giver en god indikation af porteføljernes kvalitet. Hvis vi ser på Sparinvest Value Aktier som et enkelt selskab (akkumuleret data), handler afdelingen på en kurs/indre værdi på 0,99. Ses der på indtjeningen, betales der kun 3,1 gange den estimerede driftsindtjening for 2010 og 2,7 for den estimerede indtjening for 2011, 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 28 % (mod 55 % for MSCI World), og en begrænset risiko for nedskrivninger pga. blandt andet en lav goodwill-andel.

Konklusion

Et hyppigt emne i vores seneste udgaver af brev til investorer har været det såkaldte "dash for trash". Som fundamentale value-investorer foretrækker vi selskaber med stærke balancer og holdbare forretningsmodeller, og de profiterede ikke i samme grad som svagere virksomheder af de store likviditetsindsprøjtninger på aktiemarkedene.

Lad os give et eksempel. Den sektor, der er blevet mest begunstiget af ovennævnte tendens i 2009, har været den finansielle sektor, især i USA og Europa. Det var til tider frustrerende for investorer som os, der har en høj eksponering i den japanske forsikringssektor. Trods det faktum, at ingen af de japanske forsikrings-selskaber havde behov for hjælp fra regeringen under krisen, holdede aktiekurserne betydeligt efter deres vestlige kollegers, da aktiemarkedet steg efter nedturen. Kort sagt blev kvalitet ikke belønnet.

I løbet af første kvartal af 2010, har vi dog set de første tegn på det modsatte. Drøftelser om Basel III og Solvency II er kommet på toppen af dagsordenen. Investorer i finansielle aktier tog profit hjem på baggrund af det sidste års kursstigninger, og det føromtalte "dash for trash" mistede pusten. Vores afdelinger blev ikke påvirket af dette. Tværtimod så vi i vores japanske forsikrings-selskaber gode kursstigninger i første kvartal. Den USD 11 mia. store børsintroduktion i Dai-ichi Life henledte også opmærksomhed til sektoren. Selv om vi investerer

i traditionel forsikring og ikke livsforsikring som Dai-Ichi Life, bragte denne største børsintroduktion i to år fokus på de forholdsvis attraktive værdiansættelser af japanske selskaber i forhold til deres vestlige modstykker. Vi forudså ikke, at denne børsintroduktion ville løfte kurserne i vores selskaber, men igen viser det os, at vi ikke skal bekymre os for meget om de kortsigtede kursbevægelser. Fundamentale værdier og værdiansættelser er det, vi interesserer os for på daglig basis.

Efter en periode som den, vi oplevede fra 3. kvartal 2007 til 1. kvartal 2009, hvor vi ikke skabte de resultater, vi havde håbet på, er det naturligt, at nogle mennesker begynder at sætte spørgsmålstegn ved vores proces. Det kortsigtede fokus, det vil sige det uendelige ønske om at have gode historier at fortælle, er en af de værste fjender af langsigtede investorer og value-investorer generelt. Value-investering drejer sig ikke om at have en god historie, der er nem at kommunikere, fordi det passer ind med markedets konsensus og den generelle nyhedsstrøm. Tværtimod handler det i vores verden om reelle værdier og værdiansættelse, at købe indtjeningssevne, stærke balancer, aktiver med en rabat, og sværest af alt handler

det om tålmodighed. Når man sætter spørgsmålstegn ved sin proces, må man ikke blive følelsesladet. Forbedring af processen bør ikke kun være i fokus, når afkastet ikke er så godt. Det skal være på dagsordenen hver dag året rundt i op- og nedture. Der findes ingen endelig version. Vi skal i stedet være nysgerrige og forsøge at gøre tingene smartere hele tiden, uden at sælge ud på centrale principper som de 40 % rabat og stærke balancer, der er så afgørende for os.

Her i 2010 er der masser af positive elementer. Som nævnt ovenfor er værdiansættelsen af porteføljen attraktiv, og der er stadig masser af plads til forbedring i indtjeningen i vores selskaber. Vi er overbevist om, at det bliver en væsentlig drivkraft, der bidrager til afkastet i vores afdelinger i de kommende år sammen med de positive effekter fra øget M&A-aktivitet.

Med venlig hilsen

Jens Moestrup Rasmussen

Chefporteføljeformaler

12. april 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

- Afkast
- 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

Afkast

Sparinvest Value Aktier steg med 11,20 % i første kvartal af 2010, mens det generelle aktiemarked målt ved MSCI World-indekset steg med 9,52 % i kvartalet. Value-aktier generelt målt ved MSCI World Value-indekset steg med 9,63 % sammenlignet med vækstaktier, der steg med 9,42 %. Globale small cap-aktier klarede sig godt med et afkast på 14,11 % i kvartalet.

| Sparinvest Value Aktier sammenlignet med indeks i % | Q1 2010 | 2009 |
|---|---------|-------|
| Sparinvest Value Aktier | 11,20 | 24,62 |
| MSCI World Index | 9,52 | 25,90 |
| MSCI World Value Index | 9,63 | 22,69 |
| MSCI World Growth Index | 9,42 | 29,08 |
| MSCI World Small Cap Index | 14,11 | 39,59 |

Alle beregninger i DKK

Afdelingen har givet et tilfredsstillende afkast både i absolutte og relative tal. I kvartalet blev der genereret et merafkast i forhold til verdensindekset på 1,68 % på trods af en stor eksponering til Europa, der sammenlignet med USA og Japan har klaret sig dårligt. Vores japanske eksponering var god i kvartalet, mens vi med vores lave vægt i USA gik glip af gode afkast i regionen. Målt på sektorer har vi haft medvind, da vores mere cykliske eksponering til forbrugsgoder og industri var de bedste sektorer i første kvartal.

Igen skal vi minde om at vores allokering til sektorer og regioner ikke er taget som en aktiv beslutning, men er bestemt ud fra, hvor vi finder billige aktier. At konjunkturfølsomme aktier har klaret sig godt i kvartalet, er sandsynligvis et resultat af virksomhedernes forbedrede resultater. Der virker nu til at være en tro på, at man trods de store udfordringer, der venter forude, alligevel ser en fremtid, hvor stærke virksomheder kan vende tilbage til

en normalindtjening. Det solide afkast i kvartalet er altså tilfredsstillende, men vores fokus er som altid at generere gode langsigtede afkast. Som vi også tidligere har omtalt i vores kvartalskommentar og brev til investorer, mener vi, at vores beholdninger har et betragteligt potentiale for fremtidige afkast.

Porteføljesammensætning

Ved kvartalets udgang udgjorde den likvide beholdning 2,1 % af vores midler under forvaltning. Afdelingen havde 98 investeringer, og vores 10 største positioner udgjorde til sammen 32,69 % af porteføljen.

I kvartalet har vi lavet tre nye investeringer. Vi har købt aktier i Caltex Australia, der raffinerer og distribuerer olie, og i Vishay Intertechnology, en amerikansk producent af elektroniske komponenter. Vi har også investeret i Canadian Tire, en canadisk detailkæde. I forbindelse med generel rebalancering af porteføljen har vi øget nogle af vores eksisterende investeringer og reduceret andre. Vi har solgt vores positioner i AGCO Corp og Océ, der diskuteres nedenfor. Vi har også frasolgt nogle mindre positioner af ubetydelig vægtning.

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

Porteføljens værdiansættelse

Trods gode afkast på aktiemarkedet siden bunden i marts 2009 er værdiansættelsen af porteføljen stadig attraktiv. Hvis vi ser på porteføljen som et enkelt selskab (akkumuleret data), handler den på en kurs/indre værdi på 0,99. Ses der på indtjeningen, betales der kun 3,1 gange den estimerede driftsindtjening for 2010 og 2,7 for den estimerede indtjening for 2011, 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 28 % (mod 55 % for MSCI World), og en begrænset risiko for nedskrivninger 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

AGCO

Kursmål nået

AGCO er blandt verdens førende producenter af landbrugsmaskiner som traktorer, mejetærskere og andet udstyr under forskellige mærker som Massey Ferguson, Challenger, Fendt, og Valtra. Selskabet er baseret i Georgia, USA, men har produktionsanlæg i både Nord- og Sydamerika samt Europa og sælger sine produkter i hele verden.

Vi investerede i AGCO tilbage i marts 2009, da kursen var omkring USD 18 per aktie. Vi var imponerede over selskabets stærke brands og markedsandele, og mens indtjeningen naturligvis var vigende under nedturen, hvor landmænd holdt tilbage med investeringer, var vi overbeviste om den langsigtede efterspørgsel i branchen og selskabets langsigtede indtjeningsevne. Ledelsen havde også før vist deres evne til at omstrukturere, når det var nødvendigt. Aktien handlede både billigt i forhold til indtjening og indre værdi.

Som vi før har diskuteret, investerer vi i virksomheder, der handler med en væsentlig rabat i forhold til den forretningsmæssige værdi, men vi forsøger ikke at forudsige, hvornår markedsprisen vil nå denne værdi. I nogle tilfælde sker det hurtigere end i andre, og AGCO var sådan et tilfælde. Aktierne steg støt i løbet af 2009, og i januar 2010 valgte vi at sælge til over USD 33 og opnåede et afkast på over 80 % på under et år.

Océ

Overtaget af Canon

Som nævnt tidligere fik vi et overtagelsestilbud i Océ i november 2009.

Océ er en hollandsk producent af high-end kopimaskiner og printere, der har været en del af porteføljen længe. Selskabet har udviklet sig inden for interessante nicheområder med stærke konkurrencemæssige fordele indenfor storformat og storprint. Når det er sagt, har de seneste år ikke været problemfri. Inden for almindelige kontorprintere blev Océ en mindre og mindre aktør, og det blev endnu hårdere for et selskab med en europæisk omkostningsbase at konkurrere i en stadig mere globaliseret verden.

Denne kombination betød, at det ikke var en kæmpe overraskelse, da Canon annoncerede et overtagelsestilbud på virksomheden. Strategisk set passede de sammen, med Canon der høstede fordele af Océ's nicheområder, og Océ der kunne nyde godt af Canons globale tilstedeværelse.

Når det er sagt, var vi skuffede over at se, at bestyrelsen og ledelsen af Océ valgte at tage dette skridt under en konjunkturedgang. Forhandlingerne med potentielle købere startede i bunden af den økonomiske cyklus, hvilket resulterede i et overtagelsestilbud, som vi følte ikke afspejlede den langsigtede værdi af Océ. Det kommunikerede vi direkte til ledelsen og bestyrelsen for både Canon og Océ – også personligt på en ekstraordinær generalforsamling relateret til købstilbuddet. Desværre støttede et flertal af aktionærene op om Canons bud på EUR 8,60, og vi var ikke i stand til at ændre resultatet af tilbuddet.

Vi købte de første aktier i begyndelsen af 2003 til omkring EUR 8,40 per aktie. Købstilbuddet på EUR 8,60, gav et samlet afkast efter udbytte på omkring 5 % om året. Det er klart, at vi ikke mener, at det er et tilfredsstillende afkast, og vi føler desuden, at tilbuddet ikke afspejlede den langsigtede værdi af selskabet.

Flertallet, der valgte at acceptere tilbuddet, betød dog, at hvis vi ikke accepterede, ville vi være blevet en stor mindretalsaktionær i en virksomhed med en ekstremt lav andel af omsættelige aktier, eller måske endda et unoteret selskab. Vi besluttede i sidste ende, at det ikke ville være i den bedste interesse for vores aktionærer og accepterede tilbuddet.

Jens Moestrup Rasmussen

Chefporteføljeforvalter

12. april 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.