



Investering med omtanke...

# Sparinvest Value Aktier

## brev til investorerne 3/05

### Kære investor

#### Afkast tredje kvartal 2005

I kvartalet steg Sparinvest Value Aktier med 11,98 %.



Tredje kvartal 2005 gav en stigning i værdien af Sparinvest Value Aktier på 11,98 %. Til sammenligning steg MSCI World Index med 7,58 %.

Udviklingen i kvartalet har været meget tilfredsstillende i relative termer, når der sammenlignes med MSCI World Index. I absolutte termer har afkastet også været meget tilfredsstillende, da det er vores fokus at skabe positive afkast til investorerne. Afkastet år til dato 2005 er med 30,04 % meget tilfredsstillende, både relativt og absolut, når der sammenlignes med 20,16 % for MSCI World Index.

Nedenfor angives afkast for afdelingen i tredje kvartal 2005 og år til dato 2005 sammenlignet med forskellige aktiemarkedsindeks:

	3. kvartal 2005	YTD 2005
Sparinvest Value Aktier	11,98 %	30,04 %
MSCI World Index	7,58 %	20,16 %
MSCI World Value Index	7,17 %	20,46 %
MSCI World Small Cap Index	9,53 %	24,99 %
MSCI Europe	8,34 %	21,39 %
S&P 500	4,18 %	16,23 %
Nikkei 225	15,18 %	20,79 %
IFR Globale Fonde (median)	8,03 %	19,08 %

\*MSCI World Index, MSCI World Value Index, MSCI World Small Cap Index, MSCI Europe, S&P 500 og Nikkei 225 er indeks, som indeholder et bredt udsnit af større selskaber i henholdsvis verden, Europa, USA og Japan.

Ved en gennemgang af afkastet i Sparinvest Value Aktier på landeni-veau er det i 2005 vores tyske investeringer, der har været den største bidragsyder til det positive afkast. De udgør godt 18 % af de samlede investeringer i afdelingen men har bidraget med mere end 30 % af det samlede afkast i 2005.

#### Økonomien seneste kvartal



Verdens opmærksomhed er fortsat rettet mod udviklingen i USA, såvel politisk som økonomisk. USA's økonomi er og bliver af afgørende betydning for de globale aktiemarkeder, og derfor fokuseres der i voldsom grad på den. Det er således ekstremt vigtigt, hvorledes det økonomiske klima i USA og indtjeningen i virksomhederne samme sted vil udvikle sig det kommende kvartal.

Økonomien i USA er fortsat drevet af et voldsomt forbrugsboom af historiske dimensioner, hvor den gennemsnitlige amerikanske forbruger brugte 120 pct. af sin disponible indkomst ved udgangen af 2. kvartal 2005. Denne udvikling er fortsat, på trods af at FED har hævet renten i USA i flere omgange (fra 1 pct. til 3,75 pct.). De forventede fortsatte rentestigninger bør dog på længere sigt slå igennem og for alvor dæmpe den amerikanske forbrugers fortsatte gældsætning. Dette amerikanske "credit-boom" har således bredt sig som ringe i vandet i den globale økonomi og har derved også været med til at drive de globale aktiemarkeder i positiv retning de senere år.

De høje oliepriser presser til gengæld fortsat indtjeningen i de globale virksomheder (de fleste). Stigningen i olieprisen er i høj grad drevet af kortsigtede spekulationer om fortsat stigende global efterspørgsel, hvor verdensproduktionen ikke p.t. er gearet til at kunne matche disse forventninger.

I Japan, verdens næststørste økonomi, har der det seneste kvartal været fokus på valget til det japanske underhus. Baggrunden for valget er, at privatiseringen af det japanske postvæsen, der i praksis er verdens største finansielle virksomhed, blev blokeret af et veto fra oppositionen til premierminister Junichiro Koizumi. Kontroversen udløste et lynvalg den 11. september, hvorefter premierministeren vendte tilbage til magten med sit Liberale Demokratiske Parti (LDP) med øget flertal. Koizumis sejr og fremgang åbner op for yderligere reformer og deregulering af den japanske økonomi. Denne udvikling har fået forventningerne til de japanske aktiemarkeder til at stige, hvilket også er kommet til udtryk i kvartalet.

Væksten i Europa er fortsat lav, og det har afspejlet sig i en svag økonomisk udvikling, specielt i de store europæiske lande, der alle har brug for ændringer i form af nye reformer. I det seneste kvartal har Tyskland været i centrum for offentlighedens opmærksomhed grundet valg af ny kansler. Den tyske økonomi kan sammenlignes med en supertanker, som skal vendes, og det tager tid. Landet er stadig præget af en forholdsvis høj arbejdsløshed, hvilket helt naturligt har fået forbrugerne til at dæmpe forbruget. Valgresultatet afspejler en flok vælgere, der ikke har tillid til de to kanslerkandidater. De to store partier tabte nemlig begge - Schröders socialdemokrater en anelse mere end Merkels CDU - og efterfølgende har ingen af parterne kunnet finde flertal. Det uklare tyske valgresultat kan imidlertid skabe ny usikkerhed, i en tid hvor der er brug for at sætte fart på reformprocessen og fremme væksten.

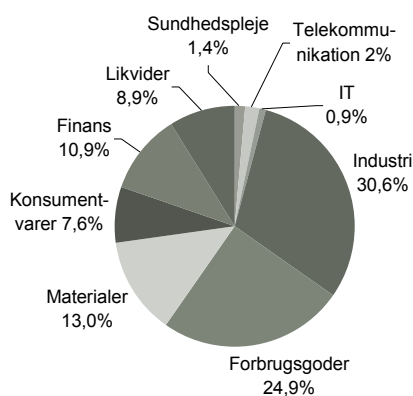
## Afdelingen netop nu

Hosiden Corporation og Nippon Telegraph & Telephone Corporation er nye selskaber i porteføljen.

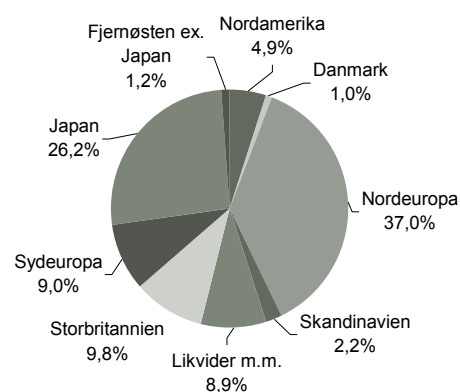


Ultimo 3. kvartal 2005 udgør likviditeten 8,9 % af den totale formue. Formuen er fordelt på 113 selskaber med følgende fordeling af kapitalen:

Sektorfordeling



Regional fordeling



De 10 største positioner udgør 26,62 % af formuen og er som følger:

Beholdning	Sektor	Andel
Salzgitter AG	Materialer	3,42 %
Volkswagen AG	Forbrugsgoder	2,97 %
MAN AG	Industri	2,68 %
Peugeot SA	Forbrugsgoderi	2,64 %
Mitsui Sumitomo Ins	Finans	2,62 %
Thomson SA	Forbrugsgoder	2,58 %
BAA Plc	Industri	2,56 %
Hochtief AG	Industri	2,47 %
Nipponkoa Ins. (8754)	Finans	2,42 %
AGFA Gevaert NV	Forbrugsgoder	2,26 %

I tredje kvartal er der løbende blevet investeret i 38 af aktierne i porteføljen, og der er købt to nye aktier til. De nye aktier i porteføljen er japanske Nippon Telegraph & Telephone Corporation (NTT)(Tele) og Hosiden Corporation (Elektronik).

Det har været stille på nyhedsfronten, med hensyn til faktiske eller potentielle virksomhedsovertagelser og anden forretningsmæssig aktivitet, i det seneste kvartal.

### **Bucher Industries**

Kurstarget nået



Bucher Industries er et schweizisk konglomerat med aktiviteter indenfor landbrugsmaskiner, autoindustrien, fødevarefremstilling, hydrauliske komponenter og maskiner til fremstilling af glas. Selskabet er et godt eksempel på en investering i en cyklisk aktie. Vi investerede i selskabet, mens markedet var præget af en generel afmatning i 2001-2002. Den cykliske afmatning havde stor indvirkning på selskabets omsætning og indtjening, men da flere af selskabets produkter var førende indenfor deres områder, var det vores overbevisning, at de gode resultater ville følge, når den generelle økonomi igen viste tegn på bedring. Vi investerede løbende i selskabet gennem krisen, mens selskabet var meget billigt prisen fastsat ud fra en række nøgletal, og hvor selskabet til trods for hårde tider havde en sund balance.

Efter at have præsenteret røde tal på bundlinjen i 2002, bl.a. som følge af store restruktureringsomkostninger, vendte selskabet som ventet tilbage mod en normalindtjening. Efterhånden som efterspørgslen er steget, er omsætning og indtjening som forventet fulgt efter, hvilket har afspejlet sig i markedsværdien. I starten af kvartalet valgte vi at sælge vores aktier, da kursen havde nået vores target. Vi har en gennemsnitlig købskurs på 33,04 og solgte fra omkring 81.

### **Pinguely-Haulotte**


Kurstarget nået



Det franske selskab Pinguely-Haulotte, som oprindeligt var to selskaber, blev stiftet hhv. 1881 og 1924 med speciale i maskinindustrien indenfor udvikling af gravemaskiner og kraner. I dag ligger Pinguely-Haulottes hovedkvarter i L'Horme i Frankrig, hvor selskabet stadig udvikler og producerer kraner og lifter.

Som følge af et EU direktiv i 1998 omhandlende strengere sikkerhedsregulativer var der mange udløjningsfirmaer, som overinvesterede i ovennævnte maskiner. Det førte til en krise med meget lav efterspørgsel i de efterfølgende år, hvor de mindst effektive aktører forsvandt fra markedet. Pinguely-Haulottes brugte kræfterne på at strømline produktionen og reducere omkostningerne, så de udnyttede krisen på markedet til at forstærke deres globale position fra nummer 13 til nummer 3 målt på omsætning.

Vi købte aktien første gang i sommeren 2003 i niveauet kurs 4, hvor aktien handlede billigt på en række nøgletal. Vores gennemsnitlige købskurs har været 4,77, og vi valgte for nyligt at sælge fra med en gennemsnitskurs på 15,7, da aktien havde nået vores kurstarget.

Fokus i den  
kommende tid 

De globale aktiemarkeder er gennem længere tid steget markant og i et højt tempo, som ikke kan forventes at fortsætte i al fremtid. Truslen mod den fortsatte "raske" fremgang på aktiemarkederne er primært drevet af økonomien i USA. Den har i de senere år været igennem en ekstrem vækstperiode med rekordlave renter, markante skattelettelser, højt forbrug og overdreven privat gældsætning. Efter en sådan periode med en amerikansk økonomi på "kosttilskud", må det forventes, at der vil komme en opbremsning i økonomien i takt med at rentestigerne slår igennem og appetitten og muligheden for overforbrug bliver mere begrænset. Aktiemarkederne er altid mere nervøse efter længere perioder med store stigninger, og det med rette.

Det er derfor vigtigt som investor altid at være disciplineret og følge sin investeringsfilosofi til enhver tid. Det vil sige, at vi kun fokuserer på virksomhedens forretningsmæssige værdi og ikke de kursmæssige udsving på kort sigt. Investering i aktier medfører altid en markedsrisiko, som ikke kan diversificeres væk. Omvendt kan den risiko, der relaterer sig til den enkelte virksomhed, minimeres gennem en grundig analyse og vurdering af selskaberne. Vi fokuserer derfor til stadighed på kravet til en stor sikkerhedsmargin i vores investeringer.

Vores investeringskriterier, at finde undervurderede og velkapitaliserede selskaber, forfølges til stadighed - også i perioder med markedstilstande, som vi har oplevet senest. Det var naturligvis lettere at finde billige aktier i 2002, da aktiemarkederne var ekstremt negative, og hvor aktier blev solgt, fordi de tilhørte aktivklassen aktier - uden skelen til den egentlige prissætning. Selv efter de seneste stigninger på aktiemarkederne er der fortsat en række undervurderede og velkonsoliderede selskaber i vores portefølje, og nye kommer til. Risikoen for permanent tab af kapital i porteføljen er begrænset og potentialet for værdiforøgelse tilfredsstillende. Vi ser fortsat positivt på potentialet i vores investeringer i fremtiden.

Med venlig hilsen

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S

Jens Moestrup Rasmussen  
Aktiechef og Lead Portfolio Manager  
21. oktober, 2005