

# Value Aktier

## Brev til investorerne

Q2/06

Afkast i 2. kvartal  
 på -5,12 %

### Kære investor

I andet kvartal fik Sparinvest Value Aktier et tab på 5,12 %. År til dato har afdelingen givet et afkast på 4,29 %. Selv om et enkelt kvartal er alt for kort en tidshorizont til at vurdere afkast og kvalitet, så er resultatet utilfredsstillende. Aktiemarkedene var generelt meget volatile, og verdensmarkedsindekset MSCI World Index fik et tab på 5,88 %, hvilket får vores resultat til at se knap så skuffende ud. Det vil dog altid være vores målsætning at skabe positive afkast uanset udviklingen for benchmarkindekset.

I nedenstående tabel er afdelingens afkast sammenlignet med en række forskellige aktiemarkedsindeks og median afkastet for globale danske investeringsforeninger.

| Sparinvest Value Aktier i forhold til indeks |         |          |        |
|--|---------|----------|--------|
|  | Q2 2006 | 2006 ÅtD | 2005   |
| Sparinvest Value Aktier                      | -5,12%  | 4,29%    | 32,48% |
| MSCI World Index                             | -5,88%  | -2,16%   | 26,51% |
| MSCI World Value Index                       | -4,67%  | -0,44%   | 26,59% |
| MSCI World Small Cap Index                   | -9,82%  | -1,80%   | 33,70% |
| MSCI Europe                                  | -3,00%  | 4,78%    | 26,43% |
| S&P 500                                      | -6,76%  | -5,25%   | 21,22% |
| Nikkei 225                                   | -11,25% | -8,33%   | 40,68% |
| IFR globale afdelinger (median)              | -5,84%  | -2,02%   | 25,85% |

\*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 Europa, USA og Japan. Alle afkast er i DKK.

### Økonomien

Investorerne fokuserer nu i endnu højere grad på den amerikanske økonomi og i særdeleshed inflationen, renteniveauet og den amerikanske centralbank. I løbet af kvartalet blev der holdt skarpt øje med 'Federal Reserve', alt imens nyhederne skiftede frem og tilbage mellem positiv og negativ i relation til nødvendigheden af yderligere renteforhøjelser. Det afledte et meget volatilt aktiemarked. Ved kvartalets udgang havde Federal Reserve hævet renten to gange, i midten af maj og i slutningen af juni, til et niveau på 5,25 %. Renteforhøjelsen i juni blev den 17. i træk i USA. I Europa hævede ECB kun styrenten en enkelt gang i første halvdel af juni med 25 basispunkter til 2,75 %.

April startede ellers godt, og flere toneangivende europæiske aktieindeks nåede det højeste niveau i fem år. Indtjeningen i de børsnoterede amerikanske selskaber var god og 72 % af virksomhederne i S&P 500 indekset kunne aflægge kvartalsregnskab, som overgik forventningerne. I Europa fremlagde 56 % af de store selskaber regnskab for første kvartal, som var bedre end ventet. I maj-udgaven af den amerikanske forbrugerprisstatistik, var inflationen højere end forventet, og det blev det første af en række dårlige økonomiske nøgletal. På aktiemarkedet, som ellers havde fortsat de

## Value Aktier

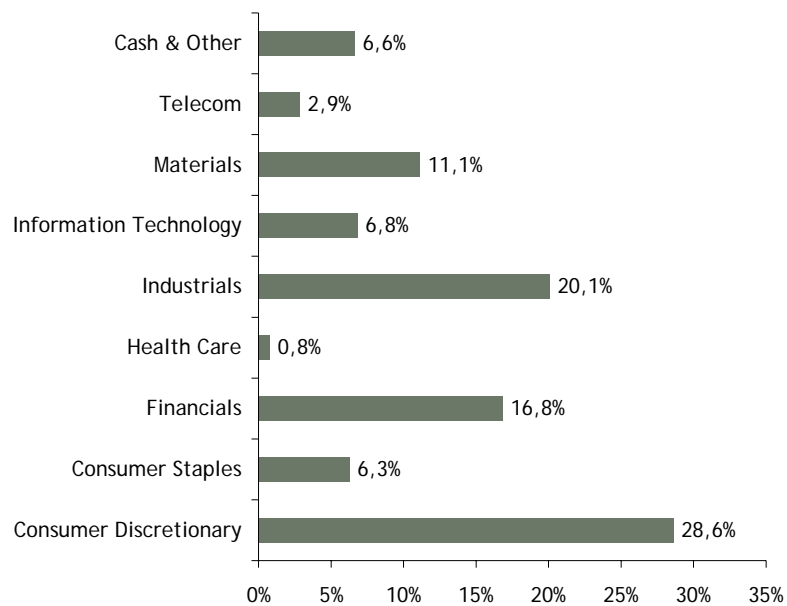
gode takter fra 2005, blev det ellers så pæne år-til-dato afkast elimineret på kun et par uger. I juni faldt der igen ro over markedet, og måneden sluttede med et marginalt fald i verdensmarkedsindekset.

I Japan oplevede Nikkei 225 indekset det største fald i fem år, efter at have nået rekordniveauet 17.500 i april. Japanske aktier tabte 8,5 %. På 'Emerging Markets' gik det endnu hårdere for sig. Rusland, Argentina, Indien og Polen tabte alle over 10 % af deres samlede værdi i Maj. ■

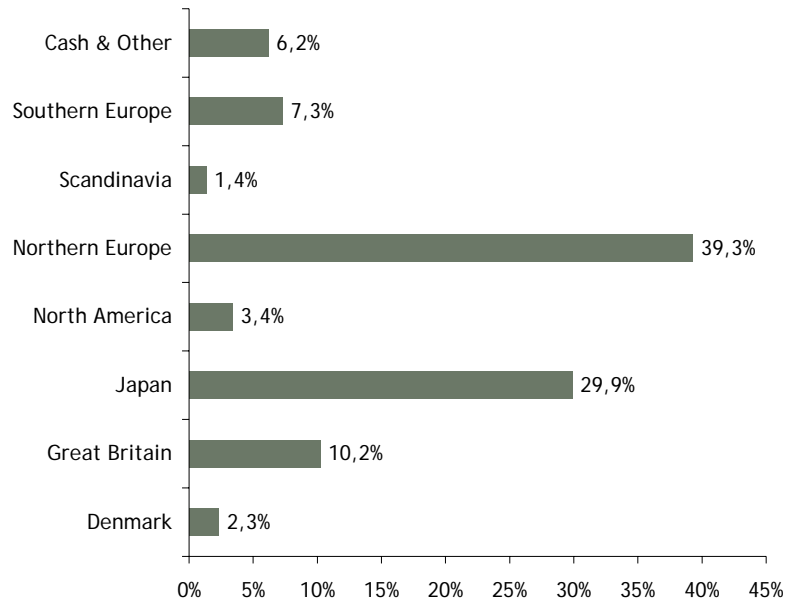
Afdelingen netop nu  
Tessenderlo Chemie og Fyffes Plc.  
er nye i porteføljen

Ved udgangen af andet kvartal udgjorde kontantandelen 6,6 % af de samlede aktiver. Afdelingen havde 115 selskaber i porteføljen med følgende branche- og landesammensætning:

Branchefordeling



Regional fordeling



I løbet af kvartalet har vi solgt vores beholdning af Syms Corp. aktier. Vi har foretaget yderligere investeringer i 41 selskaber, og vi har købt aktier i to nye selskaber. De nye i porteføljen er belgiske Tessenderlo Chemie og irske Fyffes Plc., som distribuerer frugt og grønt.

De 10 største beholdninger udgør 29,8 % af porteføljen og er som følger:

| Top 10 beholdninger    |                            |       |
|------------------------|----------------------------|-------|
| Selskab                | Branche                    | Andel |
| Salzgitter AG          | Materials                  | 3,40% |
| MAN AG                 | Industrials                | 3,35% |
| BAA Plc                | Industrials                | 3,32% |
| Volkswagen AG          | Consumer Discretionary     | 2,98% |
| Nipponkoa Insurance    | Financials                 | 2,92% |
| Nippon Tel & Tel Corp. | Telecommunication Services | 2,85% |
| Peugeot SA             | Consumer Discretionary     | 2,78% |
| AGFA Gevaert NV        | Consumer Discretionary     | 2,77% |
| Mitsui Sumitomo Ins    | Financials                 | 2,74% |
| Sainsbury Plc (J)      | Consumer Staples           | 2,73% |

I sidste kvartal kunne vi fortælle, at den engelske lufthavnsoperatør BAA havde modtaget et købstilbud på 810 pence per aktie fra den spanske entreprenørvirksomhed Gruppo Ferrovial. Til at starte med fejede ledelsen tilbuddet af bordet, da man mente at det lå langt under selskabets reelle værdi. Det satte gang i et budkapløb mellem Ferrovial og den velkendte amerikanske investeringsbank, Goldman

Sachs. BAA-ledelsen fik altså held med manøvren og endte med at acceptere et bud på 950 pence per aktie. Denne pris er i overensstemmelse med vores kurstarget for aktien, og vi har derfor besluttet at acceptere tilbuddet.

Rygterne om et købstilbud på den britiske hotel-kæde, De Vere Group, viste sig at være sande. Den hemmelige beundrer viste sig at være den engelske developer Richard Balfour-Lynn. Gennem sit hotel- og konferencfirma AHG Venice købte han for nylig konference-delen af Rentokil Initial Plc. Ved yderligere at købe De Vere's lange række af 4- og 5-stjernede hoteller, er det Balfour-Lynns ambition at blive markedsledende i det engelske luksushotel segment. Første bud lød på 825 pence per aktie. Men så blandede kapitalfonden Permira sig i sagerne med en opfordring til De Vere aktionærene om at holde på deres aktier. Det fik Balfour-Lynn til at hæve budet ad to omgange til 875 pence per aktie, og Permira til at meddele i begyndelsen af juli, at man ikke ønskede at byde højere, så vi forventer nu, at handlen vil blive en realitet.

Der er godt gang i de engelske virksomhedshandler. I midten af juni modtog endnu et af vore engelske selskaber et købstilbud. Bryggeri- og pub-selskabet Hardys & Hansons Plc. modtog et bud på 10,59 pence. Det giver selskabet en værdi på 270 millioner pund og giver køberen, den større konkurrent Greene King Plc., adgang til mere end 250 pubber primært i Østengland. Indtil videre har ingen andre købere meldt sig, og den nuværende ledelse mener, at budet giver selskabet en fair værdi. Investorer, der har haft Value Aktier siden 2004, kan muligvis huske, at vi solgte Burtonwood Brewery, da det blev overtaget af Wolverhampton & Dudley. De to handler ligner hinanden til forveksling.

Endelig kunne vi i sidste kvartal fortælle, at det engelske stormagasin House Of Fraser overvejede et købstilbud fra kapitalfonden APAX Partners. Siden da har den islandske Baugur Group, som købte danske Magasin i november 2004, lagt sig imellem med en bud-indikation i niveauet 148 pence per aktie. Det giver House Of Fraser, som er Englands tredjestørste kæde af stormagasiner, en værdi på 350 millioner pund. ■

#### Syms Corp. Kurstarget nået

Vi solgte i andet kvartal vores beholdning i Syms Corp. Selskabet driver tøjforretninger i den nordøstlige og midtatlantiske del af USA. Samlet ejer Syms 36 forretninger i 15 stater og beskæftiger knap 2000 ansatte. Syms er en såkaldt 'off-price' repræsentant for cirka 200 kendte mærkevareproducenter. Denne forretningsmodel er et alternativ til de såkaldte 'factory outlets'. Syms sælger de mærkevarer, som ikke længere er sæsonens mode eller alternativt har mindre fejl. Dermed kan man finde kendte designere som Ralph Lauren, Givenchy, Hugo Boss og Calvin Klein, når man går på indkøb hos Syms.

I 2001 handlede Syms aktien til en kurs/indre værdi på helt ned til 0,28 uden at have hverken gæld eller goodwill i balancen. Indtjeningen var ikke imponerende, og potentialet for en forbedret drift syntes begrænset. Det så ud til, at aktiemarkedet havde mistet interessen for aktien og Syms-familien, som var majoritetsaktionær og meget konservativ i driften af selskabet. Men på trods af, at selskabets indtjening ikke var voldsom, så var der en stabil pengestrøm fra driften år efter år.

Vi begyndte at investere i Syms i 1999 og har haft en gennemsnitlig købskurs på 5,76 amerikanske dollars.

### Fokus i den kommende tid

Mange investorer ville miste tålmodigheden med Syms. Fra 1999 og frem til 2005 var aktiekursen ikke bare i nærheden af den indre værdi per aktie. Nogle investorer vil i en sådan situation anse det for usandsynligt, at selskabets værdier og potentiale nogensinde ville afspejle sig i aktiekursen. Men så skete der noget. Syms begyndte i 2005 at betale et ikke ubetydeligt udbytte. Dernæst, i foråret 2006, annoncerede ledelsen, at man ville tilbagekøbe 20 % af selskabets aktier i intervallet 16-18 USD. Da selskabet dermed nåede vores kurstarget, og vi ikke var en ubetydelig aktionær, hvad størrelse angår, og eftersom selskabets aktie ikke hører til blandt markedets mest likvide, valgte vi at tage imod ledelsens tilbud og sælge vore aktier til kurs 18.

Vores gennemsnitlige årlige afkast blev på 25 %. I stedet for at give Syms prædikatet 'value-trap', så vil vi udnytte denne investering til endnu engang at understrege, at alle selskaber på et eller andet tidspunkt bliver indhentet af virkeligheden, så den sande forretningsmæssige kommer frem i lyset. ■

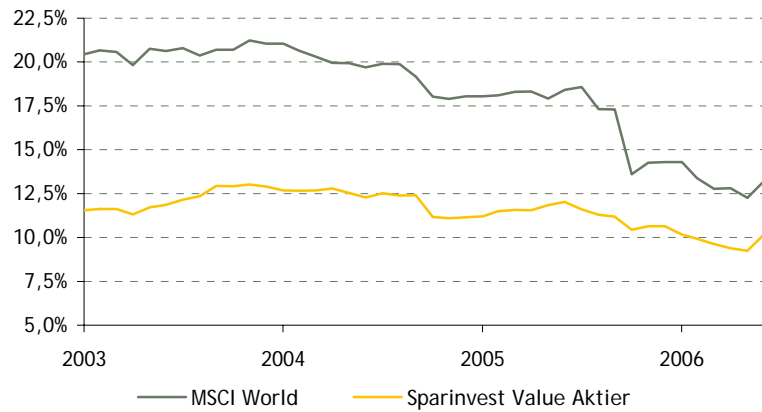
Frygten, for at yderligere renteforhøjelser fra centralbanker på tværs af regionerne kan spænde ben for den verdensøkonomiske vækst, vil fortsat påvirke aktiemarkederne, og 2. kvartal 2006 vil blive husket for de meget voldsomme aktiefald globalt. I en situation som denne, kommer investorer ofte til at sælge deres aktier uden skelen til den underliggende forretningsmæssige værdi.

De sidste tre år har været gavmilde ved aktieinvestorerne. Et kvartal med kurstab har fået investorerne til at overveje at reducere deres aktieinvestering og nogle taler om et regimeskift til en situation med generelt lavere aktieafkast. Vi er naturligvis aldrig særlig begejstrede, når investorer taber på deres aktieinvesteringer, men vi opfordrer alle til at bevare roen og fokusere på det lange sigt. Det er på tidspunkter som dette, man især skal stå fast ved sin strategi og fokusere på forretningsmæssige værdier og ikke kortsigtede udsving i markedsværdien af porteføljerne.

Hos Sparinvest er det uanset de volatile markeder 'business as usual'. Faktisk har vi i value teamet fået endnu mere travlt med at screene markedet efter billige selskaber. Historisk har vores investeringsmetode vist sig stærk - især i negative markeder - da vi har lettere ved at finde aktier, som opfylder vores krav om minimum 40 procent upside. Med andre ord, så lægger vi grobunden til fremtidig høje afkast, når markederne dykker og valueaktierne bliver endnu lavere prissat.

På grund af de stabilt stigende globale aktiemarkeder og et amerikansk marked, som har holdt sig nogenlunde i siden 2003, så er den generelle volatilitet (som giver et udtryk for risikoen) i markedet faldet markant det seneste år. Siden 1997 har Sparinvest Value Aktier haft en volatilitet på gennemsnitlig 12,8 procent, mens det generelle verdensmarked målt ved MSCI World har haft en noget højere risiko på 16,6 procent.

36 måneders volatilitet for Sparinvest Value i forhold til MSCI World



For nylig var volatiliteten i verdensmarkedsindekset ved at nå helt ned på det lave niveau for Sparinvest Value Aktier. Resterne af uroen efter IT-boblen er ved at være vasket ud af tallene, men med aktieuroen i maj og juni, kan denne trend vise sig midlertidig, så volatiliteten i verdensmarkedet igen lægger sig tættere på sit historiske niveau. ■

Med venlig hilsen

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S

Jens Moestrup Rasmussen  
Aktiechef og Chef Porteføljeforvalter  
10. juli, 2006