



Value Aktier

Indhold

- Et tilbageblik på 2010
- Muligheder
- Value- og vækstdefinitioner
- Konjunkturfølsomme aktier
- Fokus på forretningsmæssig værdi
- Valuta
- Direkte valutarisiko
- Indirekte valutarisiko
- Værdiansættelse og konklusion

Kære Investor

2010 var på mange måder et år med modsætninger. På globalt plan gav value-aktier – defineret som MSCI World Value-indekset – et dårligere afkast end vækstaktier, og alligevel opnåede vi i Sparinvest Value Aktier et afkast, der var højere end indeksene for både value- og vækstaktier. De europæiske markeder var plaget af frygt i forbindelse med gældskrisen. Vores selskaber i regionen klarede sig dog stærkt på den underliggende drift, men også på aktiemarkedet. Det skyldes først og fremmest, at vores value-afdelinger fokuserer på en kvalitativ udvælgelse af enkelte virksomheder. Vi forsøger ikke at kopiere afkastet af et indeks men at finde de investeringer, der giver det bedste absolutte afkast på lang sigt.

Set i det perspektiv var 2010 et stærkt år for vores value-afdelinger, der alle endte med afkast et godt stykke over 25 %. Der er flere faktorer bag afkastet i 2010 – blandt andet vores konjunkturfølsomme selskaber, vores gode afkast i Europa på trods af den græske/europæiske krise, samt stærke individuelle aktieafkast over hele linjen, især i USA. Det har været et år, hvor mange af principperne bag value-investering er blevet retfærdiggjort. Mere interessant er det måske, at vi kan se flere faktorer, der potentielt kan virke til vores fordel fremover. Det vigtigste for os som value-investorer er kvaliteten og prisfastsættelsen af vores nuværende investeringer – og de giver os stor tiltro til fremtiden. Vi investerer i en bred vifte af virksomheder, der er økonomiske sunde og som handler med stor rabat i forhold til deres forretningsmæssige værdi. Selvom aktiemarkederne skulle forsætte med at stige generelt, er vi overbeviste om, at vi med vores gennemtestede aktieudvælgelsesproces vil fortsætte med at finde oversete aktier, så vi løbende kan tilføje nye investeringer og bevare en stor sikkerhedsmargin og et stort potentiale i vores afdelinger.

Et tilbageblik på 2010

Man kan sige, at 2008 og 2009 var år, hvor makroøkonomi og top-down betragtninger udløste store bevægelser på de globale aktiemarkeder. Usikkerhed lagde generelt pres på markedet i 2008, og lettelse løftede alt i 2009. I 2010 oplevede vi flere regionale forskelle. Nervøsiteten for Grækenland førte til en mere udbredt frygt for nationale gældsforhold og euroens overlevelse. Hvis man sammenligner regionale indeks fra MSCI målt i euro, sluttede Europa året omkring 10 % efter USA og Japan. Alligevel har vores europæiske investeringer været gode. Måske ses det mest tydeligt på vores europæiske value-afdeling, der gav et afkast på 25,78 % sammenlignet med kun 11,26 % for MSCI Europa-indekset.

Det var imidlertid ikke uden betydning i hvilke europæiske lande, man investerede. Som vi ofte understreger, anvender vi ikke top-down beslutninger til at fastlægge vores fordeling på regioner og lande. I stedet vælger vi selskaber individuelt ud fra en fundamental bottom-up analyse, hvor vi indregner makroøkonomiske forhold i den enkelte analyse. I de senere år har denne fundamentale udvælgelsesproces simpelthen ikke ført os til mange investeringer i lande som Portugal, Grækenland, Irland og Spanien, hvilket naturligvis har været en fordel for os i 2010. Men lige så vigtigt var det, at vores udvalgte selskaber i de europæiske lande, hvor vi har investeret kraftigt – som Tyskland, Frankrig, Holland, de nordiske lande og England – gav flotte afkast i forhold til de generelle aktiemarkeder.

I Europa – men også i andre regioner som Japan og USA – har vores investeringer i konjunkturfølsomme sektorer som industri og forbrugsgoder generelt været gode. I løbet af de sidste par år har vi bemærket, at virksomhederne generelt har reduceret omkostningerne, foretaget omstruktureringer, og overordnet tilpasset deres forretningsmodeller til det skiftende økonomiske klima. Mange af vores virksomheder har sænket deres omsætningsnulpunkt – det niveau hvor omsætning er lig omkostninger og indtjeningen går i nul – så selv en beskedent forbedring i omsætninger fra nuværende niveau vil øge indtjeningen betydeligt. For nogle er aktiekursen allerede begyndt at afspejle denne positive udvikling. Men den generelle økonomiske situation – og derfor også virksomhedernes omsætning – har stadig noget at genvinde, og de reducerede omsætningsnulpunkter betyder, at nogle virksomheder fremover kan præsentere imponerende indtjening. I det lys ser vores konjunkturfølsomme selskaber fortsat billige ud. Lige så vigtigt er det, at mens den overordnede økonomiske situation forbedres, er vi overbeviste om, at vores proces vil fortsætte

med at afdække attraktive investeringsmuligheder inden for konjunkturfølsomme sektorer. Vi kigger nærmere på processen senere i dette brev.

Muligheder

Nordamerika har været et interessant marked for os i de sidste par år. Historisk set har vores globale afdelinger haft begrænset eksponering til USA og Canada. Globale indeks som MSCI World har typisk omkring 50 % vægtning i Nordamerika, men vores globale afdelinger har ofte vægtet under 5 % – omend lidt højere i den globale Small Cap Value-afdeling. Vi har ingen forbehold mod amerikanske aktier, men i lang tid har vi ganske enkelt ikke kunnet finde investeringer, der opfyldte vores strenge kriterier. I de seneste par år har vi imidlertid benyttet os af mulighederne under de vanskelige økonomiske forhold og lavet en række nye investeringer i Nordamerika. I skrivende stund har vores globale afdelinger omkring 12 % eksponering til Nordamerika – og den globale Small Cap Value-afdeling har omkring 25 %. Vi har allerede opnået gode afkast på flere af disse nye investeringer – AGCO, Volcom, Fossil og Columbia Sportswear er alle eksempler på amerikanske investeringer fra de senere år, der allerede er afhændet efter at de hurtigt har nået deres forretningsmæssige værdi. Andre af disse investeringer har, selv om de har klaret sig godt, imidlertid stadig masser af potentiale i forhold til deres forretningsmæssige værdi.

For at drage fordel af sådanne muligheder, må man være villig til at gå imod strømmen – kort sagt købe, når mange andre sælger. I den henseende er vi uden tvivl godt hjulpet af vores strenge investeringsproces med fokus på grundlæggende analyse og værdiansættelse af selskaberne frem for markedspræferencer. I løbet af de sidste par år er det bemærkelsesværdigt, at markedsforholdene har givet os mulighed for at investere i nogle meget store selskaber, som grundet høj værdiansættelse ofte er uinteressante for stringente value-investorer. På den baggrund har vi i det forløbne år tilføjet flere olie- og energirelaterede navne som Noble og Tidewater – ud over navne som Shell og ENI, som vi købte tidligere. Sådanne aktier har været i mediernes unåde for nylig, men det, der betyder noget for os, er den store rabat i forhold til forretningsmæssig værdi. Andre steder i vores porteføljer er der sektorer – som f.eks. finans og materialer – som ikke havde et særligt stærkt 2010. Som altid overvåger vi konsekvent vores eksisterende investeringer, og vi er fortsat overbevist om den grundlæggende styrke og de store rabatter i vores selskaber i disse sektorer. Vi er sikre på, at de bidrager med stærke afkast i fremtiden.

Value- og vækstdefinitioner

Som vi indledningsvist nævnte, blev 2010 et år, hvor value-aktier – i hvert fald som defineret ved MSCI Value indekset – var vækstaktier underlegne. Alligevel klarede vores afdelinger sig generelt bedre end både MSCI World Value og MSCI World Growth. Hvordan kan det forklares?

For det første har vi en aktiv udvælgelsesproces og er ikke knyttet til noget benchmark. Vi bruger aktieindeks som MSCI World som reference, men ser ikke på investering som et forsøg på at genskabe et afkast fra et indeks. Vi stræber efter gode langsigtede absolutte afkast. Det bekræftes af et blik på vores fordeling på regioner og sektorer, hvor vi gerne afviger betydeligt fra de almindelige fordelinger i et indeks, og derfor forventer vi heller ikke at vores afkast svarer til indeksafkast.

Derudover afhænger meget af, hvordan man definerer aktivklasserne "value" og "vækst". Det er en afgørende pointe, at et indeks' definitioner af begreber som "value" og "vækst" er nødt til at være kvantitative og derfor baseret på faste numeriske kriterier. Ellers ville det være umuligt at konstruere et indeks. For klassiske value-investorer, er "value" et mere kvalitativt koncept. For os er en value-aktie en virksomhed, der ifølge vores strenge grundlæggende analyse ser interessant ud, og hvor aktiekursen tilbyder en tilfredsstillende rabat i forhold til virksomhedens forretningsmæssige værdi. Det betyder, at vores definition af "value" langt fra er den samme, som man ser i et indeks.

I virkeligheden er der selskaber, vi anser for at være klare value-aktier, men som indgår i et indeks for vækstaktier. Lad os for eksempel kigge nærmere på de to indeks MSCI World Value og MSCI World Growth. Indtil 2003 blev disse indeks baseret på ét bestemt nøgletal – lavere kurs/indre værdi var value-aktier, og højere kurs/indre værdi var vækstaktier. Men i 2003 blev det mere kompliceret. I dag kan et selskab være billigt på en række nøgletal, men hvis det udviser indtjeningsvækst, kan det risikere at blive klassificeret som en vækst-aktie. Forestil dig en konjunkturfølsom aktie, der handler under indre værdi, og hvis indtjening er begyndt at stige fra de ekstremt lave niveauer i 2008. Den indtjeningsvækst kan skubbe aktien over i vækstindekset netop som aktiekursen er begyndt at stige, og det kan have en effekt på det relative afkast mellem vækst- og value-indeks. Derudover kan aktier indgå i både vækst- og value-indeks på samme tid. I vores afdelinger er virksomheder som Philips, Danske Bank, UPM-Kymmene, Fraport og Renault faktisk i MSCI World Growth-indekset – de tre sidstnævnte også i MSCI World Value-indekset.

Vi tror, at indeks som MSCI World Value på lang sigt giver en god indikation af aktivklassen value-aktier, så de er stadige nyttige referenceindeks. Forskellen mellem den kvantitative definition af value og vores kvalitative vurdering af value, forklarer imidlertid en stor del af det merafkast vi har lavet i forhold til MSCI World Value-indekset i 2010.

Konjunkturfølsomme aktier

Lad os tage et nærmere kig på de konjunkturfølsomme sektorer, og i særdeleshed industri og forbrugsgoder. De er begge mangfoldige sektorer. Inden for vores afdelinger dækker industri blandt andet over AP Møller-Mærsk (Danmark, shipping), Fraport (Tyskland, lufthavne), MAN (Tyskland, lastbiler), Hutchison Whampoa (Hong Kong, konglomerat), og Aida Engineering (Japan, produktionsudstyr). Under forbrugsgoder har vi Renault og Peugeot (Frankrig, biler), Millennium & Copthorne (England, hoteller), Tachi S (Japan, autokomponenter), Medion (Tyskland, elektronik), Columbia Sportswear (USA, beklædning) og Cabela's og Dillards (USA, detailhandel).

Hvordan skal man investere i sådanne selskaber, hvor indtjeningen kan stige og falde markant på baggrund af ændrede økonomiske forhold? Mange investorer forsøger at forudsige, hvornår specifikke økonomiske konjunkturer vil starte eller slutte, hvornår en bestemt sektor vil se en stigning i indtjeningen, eller sværest af alt, hvornår aktiemarkedet (andre investorer) vil begynde at favorisere en speciel sektor igen. Kort sagt prøver de at "time" markederne. Det gør vi ikke. Hvis man kan forudsige konjunkturudsving præcist år efter år, vil det være meget gavnligt for afkast – men det vil kræve en krystalkugle. Markedstiming ser kun let ud i bakspejlet. Vi mener, at der kun er få – om nogen – forvaltere, som virkelig kan hævde at være i stand til præcist at forudsige markedsudsving i det lange løb.

Der er masser af akademisk forskning, der har samme konklusion – men lad os tage et eksempel. I 1996, analyserede de to professorer Graham og Campbell 237 finansielle nyhedsbreve fra en række kilder fra perioden 1980 til 1992. I nyhedsbrevene havde forfatterne forsøgt at forudsige den kortsigtede retning på aktiemarkedet. Når man i nyhedsbrevene anbefalede øget vægt i aktier, var det gennemsnitlige årlige afkast (over den risikofrie rente) i de følgende seks måneder 12,7 %. Når man anbefalede at mindske aktieandelen, var det gennemsnitlige afkast 16,2 %. Med andre ord ville man have været bedre stillet hvis man købte aktier, når nyhedsbrevene anbefalede at sælge. I undersøgelsen fandt man således ikke beviser for, at man ved at følge råd om markedstiming ville have fået bedre investeringsafkast på længere sigt.

Vi anlægger et mere simpelt synspunkt. Hvis vi finder frem til, hvad en virksomhed er værd i det lange løb, som om vi rent faktisk køber hele virksomheden, så er det mindre vigtigt, om vi præcist kan forudsige næste udsving i de økonomiske indikatorer eller investorenes præferencer. I stedet sigter vi mod at købe virksomheden langt under, hvad den i virkeligheden er værd, og beholde den, indtil aktiekursen når et niveau, som afspejler virksomhedens værdi i vores øjne.

Fokus på forretningsmæssig værdi

Det betyder, at vi er nødt til at have tillid til vores vurdering af selskabernes forretningsmæssige værdi. Hvis indtjeningen er svag, kan vi så være sikre på, at den vil forbedre sig, eller er der risiko for, at nedgangen er permanent? Hvor længe kan virksomheden klare de barske økonomiske forhold? Det er her vores grundige fundamentalanalyse kommer til sin ret, hvor vi analyserer forretningsmodeller, omkostningsstrukturer, aktiver og passiver i og udenfor balancen, ledelseshistorik og så videre – alt sammen med det formål at afdække risikoen for tab og identificere selskabets forretningsmæssige værdi.

Risikoen for tab er et afgørende punkt, når man investerer. For en rigtig value-investor er der en stor forskel mellem en midlertidig nedgang i aktiekurserne og et permanent tab af kapital. Han ejer en andel af virksomheden. Når aktiekursen falder, fortæller aktiemarkedet ham, at selskabet er faldet i værdi, men en fundamental investor har sin egen mening baseret på de faktiske forhold i virksomheden og dens langsigtede potentiale. Hvis virksomhedens forretningsmæssige værdi er faldet, og aktiekursen ikke længere viser en rabat, skal man selvfølgelig sælge – og det er et permanent tab af kapital. Men hvis investeringsgrundlaget og forretningsmæssig værdi er intakt, skal man ikke kapitulere og sælge alene på grund af en midlertidig nedgang i aktiekursen.

Et eksempel kan være Columbia Sportswear, som vi netop har solgt fra vores globale afdelinger. I det meste af 2007 handlede Columbia til en kurs tæt på 70 USD. I løbet af 2008 var aktierne faldet til under 40 USD. Columbias omsætningsvækst var begyndt at falde, og det blev straffet af markedet. Vi følte, det var en overreaktion. Selv om Columbia faktisk stod over for øget konkurrence og måske stod over for en periode med faldende salg, var aktien alvorligt undervurderet, når man betragtede den langsigtede indtjeningsevne. Den stærke balance gav os stor tiltro til selskabet. Vi beregnede en stor rabat i forhold til den forretningsmæssige værdi og investerede.

Aktiekursen faldt yderligere og ramte 25 USD i marts 2009. Ifølge markedet var Columbias værdi faldet med 40 %, siden vi investerede. Igen undersøgte vi virksomheden. Selvfølgelig hjalp de økonomiske forhold ikke på indtjeningen, og der var ingen gennemsigtighed på kort sigt, men vi forblev overbeviste om, at den langsigtede

indtjeningsevne var intakt. På trods af det midlertidige fald i aktiekursen, så vi intet fald i den forretningsmæssige værdi. Kort sagt ville faldet i aktiekursen kun generere et permanent tab af kapital, såfremt vi havde valgt at sælge vores aktier. I stedet købte vi mere. I slutningen af 2010 solgte vi vores position i niveauet 60 USD.

Vores disciplinerede fokus på virksomhedens underliggende værdi er et nyttigt værktøj, som gennem årene har vist sig at være en særdeles effektiv måde at investere i konjunkturfølsomme selskaber på. Når der søges efter nye investeringer, giver det muligheden for at gå imod strømmen og udnytte, at andre kortsigtede investorer sælger fra. Samtidig sikrer det os, at vi ikke kapitulerer og sælger en ganske god eksisterende investering, bare fordi markedsprisen dikterer, at den er faldet i værdi. Mange af de ovennævnte selskaber fik tæsk på markederne i 2008. I vores brev til investorerne i 1. kvartal 2009, skrev vi: "I det kortsigtede marked er cykliske aktier ude i kulden lige nu, fordi ingen kender længden eller dybden af recessionen". Vores fokus på værdi sikrede imidlertid, at vi forblev investeret og endda opsøgte nye investeringer, og det har åbenlyst været en stor fordel for afdelingerne i de seneste år. Vi er sikre på, at vores proces, uanset hvordan aktiemarkederne opfører sig, vil fortsætte med at identificere gode investeringsmuligheder.

Valuta

Valutaeksponering er naturligvis et interessant emne for globale aktieafdelinger. Men selv i et år med ekstreme valutaudsving som 2010, blev effekten på vores afdelinger måske mindre, end man kunne forestille sig.

Direkte valutarisiko

Ser man på kursen på de enkelte aktier, kan valutaforhold naturligvis få stor betydning. Hvis for eksempel en afdeling udstedt i danske kroner køber en australsk aktie, og den australske dollar derefter falder i forhold til kronen, vil værdien af den pågældende investering målt i danske kroner falde – og det har en negativ indvirkning på afdelingen.

I en diversificeret portefølje vil udsving i forskellige valutaer i stort omfang typisk udligne hinanden på lang sigt. Vi kan tage Sparinvest Global Value udstedt i euro som et eksempel.

Sparinvest Global Value har eksponering til over ti forskellige valutaer. Lad os først se på ikke-euro valutaer såsom den japanske yen, amerikanske dollar, britiske pund og schweizerfranc. I 2010 styrkedes de fleste af disse skarpt over for euroen, og i absolutte tal bidrog det med omkring 6 procentpoint til afdelingens samlede afkast på 26,55 %.

Man skal også se på Global Values relative eksponering til euroen. Det er tydeligere, hvis vi sammenligner med et indeks som MSCI World-indekset. MSCI World har

omkring 50 % eksponering til den amerikanske dollar og 14 % til euro – og Global Value omtrent det modsatte. Så i 2010, mens MSCI World nød godt af sin store eksponering til den stærke amerikanske dollar, led Global Value på grund af sin store eksponering til den svage euro. Det betyder, at afdelingen i forhold til benchmark, ikke fik megen gavn af de valutaudsving vi så i 2010. Sparinvest Global Value lavede et merafkast på 6,84 % i forhold til verdensindekset, men mindre end 1 % heraf skyldtes valuta.

Den direkte valutaeksponering i en afdeling kan afdækkes, men det medfører ekstra omkostninger. Korrigerer man for disse, er det vores konklusion at afdækning af direkte valutaeksponering ikke ville have gjort en stor forskel for de langsigtede resultater af vores afdelinger.

Indirekte valutarisiko

Valutarisiko er ikke kun begrænset til den valuta, som et selskab er noteret i. Der er også betydelige indirekte påvirkninger fra valuta. Det er klart, at valutaudsving også påvirker driftsøkonomiske forhold, omsætnings-tal og balancerne i de virksomheder, vi investerer i. Følsomheden varierer betydeligt fra sektor til sektor og selskab til selskab, men når valutakurserne hopper og danser, er der meget få virksomheder, der ikke oplever en effekt i en eller anden form.

Lad os bruge en virksomhed med stor eksportandel som et oplagt eksempel. Japanske Panasonic genererer omkring halvdelen af sin omsætning uden for Japan. I årenes løb har selskabet øget den oversøiske produktion men er stadig følsom over for valutabevægelser – ikke mindst når den oversøiske indtjening måles i japanske yen. I løbet af de sidste par år er den japanske yen støt blevet styrket over for større valutaer, hvilket naturligvis har gjort ondt på Panasonics indtjening. I seneste regnskabsår påvirkede den styrkede yen alene resultatet af primær drift negativt med 42 milliarder JPY – næsten 400 mio. euro.

Ikke overraskende har det haft betydning for Panasonics aktiekurs, der i japanske yen faldt 11 % i løbet af 2010. Men husk, at mens den stærke yen gjorde ondt på indtjeningen, og dermed indirekte skadede aktiekursen, fik man faktisk en stigning på 6 %, når man ser på aktiekursen i euro.

Desuden sidder Panasonic ikke på hænderne og giver eksterne omstændigheder skylden for den svage indtjening. I stedet fortsætter de med at lave omstruktureringer og nedbringe deres omkostningsgrundlag, så de kan generere tilfredsstillende indtjening, selv hvis den japanske yen forbliver på nuværende niveauer. Det betyder imidlertid, at Panasonics overskud bliver større end før, hvis yennen falder tilbage til gamle niveauer. Bemærk at vores investering på ingen måde bygger på en

antagelse om en faldende yen. Vi ser bare en stor rabat i forhold til forretningsmæssig værdi selv med konservative antagelser.

Samspillet mellem direkte og indirekte valutaeffekt kombineret med virkningerne af spredning betyder, at valutakursrisiko ikke er et simpelt begreb. Man kan afdække direkte valutakursrisiko, men som nævnt havde det næppe gjort forskel på det langsigtede afkast i vores afdelinger. Omvendt kan man ikke afdække de indirekte effekter, som valuta har på de underliggende virksomheder. Det afhænger meget af den finansielle og driftsmæssige profil af de enkelte selskaber. Som med Panasonic holder vi et vågent øje med problemstillingen, og indregner konservative antagelser i hver enkelt analyse af vores investeringer.

Værdiansættelse og konklusion

I det forløbne år har mange af vores investeringer givet gode afkast, men det er mere afgørende, at vi ser betydeligt potentiale for fremtiden. Som altid har vi været disciplinerede og solgt aktier, der har nået vores estimerede værdi. Når en kurs stiger, kan det være fristende at forsøge at ride på bølgen og presse et par ekstra procent ud af en investering, men når aktiekursen overstiger vores estimerede værdi, begynder risikoen i investeringen at stige. Derfor sælger vi aktien, og geninvesterer i selskaber med stor rabat. Det betyder, at værdiansættelsen af porteføljen fortsat er meget attraktiv.

Tag Sparinvest Value Aktier som eksempel. Som en grov indikation af værdiansættelsen, samler vi alle selskaber til en stor teoretisk virksomhed. Dette imaginære selskab handler på en kurs/indre værdi på bare 1,07 gange, sammenlignet med 2,24 gange for MSCI World indekset. Ser man på indtjeningen baseret på multipler, kan vi se den operationelle gearing få betydning. Nøgletallet EV/EBITDA, hvilket er en nyttig indikator for prisen på virksomheder i forhold til deres rå driftsindtjening, er bare 5,3 gange mål på forventede tal for 2011, sammenlignet med 6,9 gange for MSCI World. Den samlede balance er stærk, med nettogæld i forhold til egenkapital på kun 26 % (mod 51 % for MSCI World).

Samtidig ser vi mange potentielle faktorer, der kan skabe værdistigninger i vores selskaber – uanset hvordan det økonomiske opsving forløber. Som nævnt ovenfor, har mange virksomheder sænket deres omkostninger dramatisk, hvilket skaber mulighed for imponerende indtjeningsvækst efterhånden som de makroøkonomiske forhold forbedres. Vores virksomheders stærke balancer, der har hjulpet dem sikkert igennem de magre år, kan gradvist sættes til at arbejde og udnytte en bedring i de økonomiske forhold. I 2010 oplevede vi ligeledes en gradvis stigning i antallet af virksomhedsovertagelser (M&A) – herunder nogle blandt vores investeringer – men M&A-aktiviteten kan stadig øges. Vi mener helt klart, at

der, som det har været tilfældet historisk, er væsentligt M&A-potentiale for vores selskaber, hvad enten det er som købere eller som mål for en overtagelse.

Ser man tilbage på 2010, har vores value-afdelinger generelt givet gode absolutte og relative afkast. Samtidig og måske lige så vigtigt er kvaliteten og rabatten intakt, hvilket får os til at se positivt på fremtiden. Måler man på vores nuværende portefølje, ser vi en rig mangfoldighed

af dybt undervurderede selskaber, som vi tror på kan skabe flotte langsigtede afkast.

Med venlig hilsen

Jens Moestrup Rasmussen

Chefporteføljeformand

12. januar 2011

Sparinvests value-team



Jens Moestrup Rasmussen
Chefporteføljeformand



Kasper Billy Jacobsen
Chefporteføljeformand



Per Kronborg Jensen
Seniorporteføljeformand



David Orr
Porteføljeformand



Jeroen Bresser
Aktieanalytiker



Morten Rønnow Tandrup
Aktieanalytiker



Trine Uggerhøj
Aktieanalytiker



Sparinvest har tilsluttet sig UN PRI og er medlem af Eurosif og Dansif.

UN PRI er et internationalt netværk i FN-regi for professionelle investorer, der bygger på seks principper for ansvarlig investering. Målet er at hjælpe investorerne med aktivt at vurdere miljø, sociale forhold og ledelse i deres investeringer.

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

I fjerde kvartal af 2010 opnåede Sparinvest Value Aktier et afkast på 12,47 %, hvilket gav et ÅTD-afkast på 27,34 %. Det generelle aktiemarked målt ved verdensindekset MSCI World steg med 10,87 % i løbet af kvartalet og gav et afkast for hele 2010 på 19,71 %. Det vil sige, at Sparinvest Value aktier endte året 7,64 % foran det generelle marked.

Derudover er det interessant at se, at Sparinvest Value Aktier gav et relativt godt afkast i 2010, set i forhold til MSCI World Value-indeks (16,77 %), der lå afkastmæssigt lavere end MSCI World Growth-indeks (22,64 %). Det kommer nok ikke som nogen overraskelse eftersom, at afdelingen er aktivt forvaltet og følger en kvalitativ value-strategi, der har til formål at generere gode absolutte afkast frem for at replikere MSCI World Value-indeks. Denne forskel er imidlertid interessant, og vi forklarer den yderligere i vores brev til investorer.

Sparinvest Value Aktier sammenlignet med indeks i %	Q4 2010	ÅTD
Sparinvest Value Aktier	12,47	27,34
MSCI World Index	10,87	19,71
MSCI World Value Index	9,67	16,77
MSCI World Growth Index	12,03	22,64
MSCI World Small Cap Index	16,30	35,09

Alle beregninger i DKK

Generelt har afdelingen opnået gode afkast på individuelle aktier. For eksempel var det generelle europæiske aktiemarked relativt svagt i 2010. MSCI Europe-indekset steg med 11,26 % for hele året, men vores beholdninger genererede afkast tættere på 25 %. Vi har nydt godt af vores mindre eksponering til lande som Grækenland,

Portugal og Spanien. Men vigtigere er det at nævne, at i de europæiske lande, hvor vi har en stor eksponering såsom Tyskland, Storbritannien og Holland, fik vi et afkast højere end aktiemarkedene generelt.

Både i Europa og i andre regioner såsom Nordamerika og Japan kom det meste af vores afkast fra konjunkturfølsomme sektorer som forbrugsgoder, industri og informationsteknologi. Disse sektorer gjorde det generelt godt på markederne, men vores beholdninger gjorde det specielt godt.

Vores nordamerikanske eksponering – der historisk har været under 10 % – er nu tæt på 13 %, og vi fortsætter med at finde attraktive investeringsmuligheder her. Nogle af vores amerikanske beholdninger, der er blevet købt inden for de sidste par år, har allerede genereret store afkast – Columbia Sportswear er diskuteret nedenfor – men vi har fortsat en lang række investeringer med stort afkastpotentiale.

Selvfølgeligt vil en diversificeret portefølje i en hvilken som helst given periode altid have nogle sektorer, regioner eller individuelle aktier, der ikke har givet lige så gode afkast som andre. I 2010 var materialesektoren i vores afdeling relativt svag, imens vores energiaktier også klarede sig forholdsvis dårligt. Japanske aktier har også haft et hårdt år, om end de hurtigt vandt fodfæste i de sidste par måneder. Den stærke yen har bestemt ikke hjulpet, hvilket vi også diskuterer i brev til investorerne. Som altid har vi holdt øje med de fundamentale udviklinger samt forretningsmæssige værdier i de regioner, sektorer og individuelle aktier, der har klaret sig mindre godt. Vores analyser har været meget opmuntrende, og vi er overbevist om, at disse aktier vil generere stærke afkast på lang sigt.

Porteføljesammensætning

Ved kvartalets udgang udgjorde kontantbeholdningen 2,1 % af den samlede formue. Porteføljen bestod af 103 positioner, hvoraf de 10 største udgjorde 28,83 %.

Siden den seneste opdatering har vi foretaget to nye investeringer. Vi har købt aktier i Inpex, et japansk olie- og gasselskab, og i Zurich Financial Services, som er et større forsikringselskab baseret i Schweiz.

Ved generel rebalancering af afdelingen har vi foretaget enkelte opkøb og frasalg. Derudover har vi netop solgt vores aktier i Société BIC, Daetwyler, Columbia Sportswear og Deutsche Postbank fra. Selskaberne beskrives nedenfor.

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

Porteføljens værdiansættelse

Det er således mange faktorer, der har været med til at generere porteføljens gode afkast i 2010, men som porteføljeforvaltere, synes vi, at det mest opmuntrende er at betragte potentialet for fremtidige afkast. Værdiansættelsen af porteføljen er stadig attraktiv. Som en grov indikation heraf har vi samlet alle vores selskaber til en stor teoretisk virksomhed.

Dette teoretiske selskab har således en kurs/indre værdi på blot 1,07 sammenlignet mod 2,27 for MSCI World. Selv på indtjeningsmultipler ser det også ganske lovende ud. Den høje operationelle gearing i mange af vores selskaber kan medføre en forbedret omsætning, så snart den overordnede økonomi styrkes, og dermed potentiale for højere indtjening. EV/EBITDA for porteføljen, som er et udtryk for prisen på selskabers driftsindtjening, er 8,0 gange indtjeningen (beregnet på tal for sidste regnskabsår), hvilket kan sammenlignes med 9,2 for MSCI World. Hvis man derudover ser på Bloombergs estimater for 2010 og 2011, så falder porteføljens EV/EBITDA til 5,8 og 5,3 set i forhold til 7,6 og 6,9 for MSCI World.

Den samlede balance er stærk med en nettogæld i forhold til egenkapital på blot 23 % (mod 51 % for MSCI World), og de immaterielle aktiver udgør kun 16 % af egenkapitalen (mod 51 % for indekset).

Sparinvest Value Aktier er en portefølje med meget undervurderede selskaber og med en solid aktivsammensætning, der er kombineret med en robust langsigtet indtjeningsevne. Vi er derfor overbeviste om, at porteføljen vil generere gode afkast i de kommende år.

Enkelte positioner

Societe BIC

Kursmål nået

BIC blev etableret og båret frem af dens succes med kuglepenne i 1950'erne, og selskabet har bevaret deres tilstedeværelse i dette forretningsområde, som også inkluderer mærker såsom Ballograf og Sheaffer. Men BIC producerer et bredt udvalg af produkter, der er opdelt i tre kerneområder: kontorartikler, lightere og barberskrabere. Produkterne sælges globalt, og selskabet har en førende markedsposition inden for næsten alle deres forretningsområder.

I slutningen af 2007 faldt BICs indtjening mere end markedet forventede. Først og fremmest på grund af den stærke konkurrence på barberskrabere, men også på grund af økonomiens negative påvirkning på salg af kontorartikler i Nordamerika. Som forventet kan defensive aktier, som BIC blive straffet af aktiemarkedet, når de offentliggør et skuffende indtjeningsresultat, og i midten af 2008 var aktiekursen faldet betydeligt. Men BIC havde en produktportefølje med kendte mærker og havde i flere

år haft en stærk balance med en stor kontantbeholdning, derfor følte vi også overbeviste om, at selskabets langsigtede indtjeningsevne var intakt. I juni 2008 investerede vi i BIC og købte aktier til kurs 33 EUR, hvor aktien handlede på 10 gange dens indtjening (P/E) og på en kurs/indre værdi på 1,4 korrigeret for immaterielle aktiver, hvilket vi anså som en sjældenhed.

Vi forsøger ikke at forudsige markedsudviklingen eller hvilke aktier og sektorer, der vil gøre det godt de næste kvartaler. Vi fokuserer derimod på fundamental analyse og værdiansættelse ved at købe aktier, når vi kan opnå en betydelig rabat i forhold til den forretningsmæssige værdi og dermed en stor sikkerhedsmargin. Dette fører os ofte til aktier, som set i bakspejlet, var lige ved bunden. Det var i hvert fald tilfældet med BIC. Aktiekursen steg stødt siden juni 2008, efter at markedet fik mere tillid til selskabets indtjening. Forventningerne til indtjeningen for 2010 og 2011 er i hvert fald rekordhøje. I oktober 2010 nåede aktien vores estimerede kursmål på 60 EUR, og vi solgte vores beholdning. Investeringen genererede et afkast inklusiv udbytter på over 90 % siden juni 2008.

Columbia Sportswear

Kursmål nået

Columbia Sportswear, producenten af fritidstøj, der konkurrerer med mærker som The North Face, har en ekstremt markant kvindelig bestyrelsesformand. Gertrude Boyle er 86 år. I november 2010 blev hun truet med en pistol af en mand, der forsøgte at kidnappe hende med henblik på at kræve løsepenge. Det lykkedes hende at alarmere politiet, der reddede hende. Men da den lokale politiinspektør besøgte hende i hendes hjem, bar han desværre en North Face-jakke. Han spurgte Gertrude, om hun var ok, og hun svarede med det samme: *"Jeg havde det fint, indtil jeg så den jakke"*.

Denne trodsige attitude går igen i virksomheden. Efter hun overtog ledelsen af selskabet i 1970, blev det klart for hende, at Columbia havde en stor gæld, og Gertrude besluttede sig for aldrig igen at blive afhængig af banker. Her fyre år senere er balancen ekstremt stærk med en betragtelig kontantbeholdning. I mellemtiden har Columbia støt opbygget styrken af deres brand og deres markedsandel, og salget voksede efterfølgende fra under 1 million USD i 1970 til over 1,3 milliarder USD i 2007.

Det blev imidlertid klart fra 2007, at denne vækst i omsætningen sandsynligvis ville aftage, og Columbias aktiekurs faldt markant. Vi mente, at dette var en overreaktion. Efter en sådan stigning i omsætningen er det ikke unaturligt med et fald, og samtidig med at der kom flere konkurrenter på banen, gav Columbias historiske udvikling samt deres stærke balance os en tro på den langsigtede fremtid. Vi så en betydelig rabat i forhold til den forretningsmæssige værdi, og i midten af 2008 købte vi aktier til omkring 42 USD, med kurs ift. indtjeningen (P/E) på ca. 10 gange og kurs/indre værdi på omkring 1,5.

Da så den globale krise kom, faldt Columbias omsætning yderligere, idet privatforbruget faldt. Men her gjorde den stærke balance, som vi kræver i alle vores investeringer, forskellen. Columbia øgede bevidst deres investeringer på bunden af det økonomiske konjunkturforløb og åbnede forretninger i USA og Europa, da billige lejemål var tilgængelige, samtidig med at de kørte flere reklamekampanjer, øgede deres forskning og udvikling samt sponserede et cykelhold i Tour de France. Kort sagt så havde Columbia styrken til at være aggressiv, imens konkurrenter kæmpede med krisen.

Dette betalte sig, og selvom Columbias omsætning stadig ikke har nået deres før-krise-niveau, så har deres ordrebog vist en markant bedring. Aktiekursen steg fra midten af 2009, og i slutningen af 2010 nåede den vores estimerede forretningsmæssige værdi. Vi solgte aktierne for 60 USD og opnåede et samlet afkast på over 50 % på vores oprindelige investering inklusiv udbytter.

Daetwyler Holding

Kursmål nået

Daetwyler Holding er en schweizisk virksomhed, der producerer et udvalg af industrielle komponenter, gummiprodukter samt emballage for farmaceutiske selskaber. På trods af denne diversitet har mange af selskabets produkter store markedsandele, og dette retfærdiggør virksomhedens beskrivelse af sig selv som et selskab med mange produkter inden for forskellige niches.

Daetwyler har været del af Sparinvests value-afdelinger i mange år og blev oprindeligt indkøbt til Value Aktier i 1997, hvor aktien blev handlet noget under kurs/indre værdi på omkring CHF 20 per aktie (justeret for efterfølgende aktiesplit). Aktien blev købt til European Value-porteføljen ved afdelingens begyndelse i slutningen af 2001 og endvidere til Ethical Global Value-porteføljen ved afdelingens begyndelse i midten af 2008.

Daetwylers produktsortiment betyder, at selskabet er underlagt konjunkturfølsomme udsving i indtjeningen på trods af, at emballage til farmaceutiske produkter er noget mindre påvirket af økonomiske udsving. Selskabets kabeldivision led naturligvis, da IT-boblen bristede ved årtusindeskiftet, og de fleste af divisionerne oplevede en nedgang i efterspørgslen under den globale økonomiske krise, der startede i 2008. Men både da vi investerede første gang og henover årene, har ledelsen haft fokus på en stærk balance med lav nettogæld. Vi kunne på trods af svære perioder se, at virksomhedens langsigtede indtjeningsevne på tværs af økonomiske konjunkturforløb forblev intakt, imens selskabets finansielle robusthed gav ro i sindet.

Gennem 2009 og 2010 blev potentialet for en hurtigt tilbagevenden til normale indtjeningsniveauer åbenlys, og aktiekursen reagerede derefter. I december 2010 opnåede aktien vores estimerede forretningsmæssige

værdi, og vi solgte vores position for CHF 75. Dette gav et stærkt afkast på den oprindelige investering inklusiv udbytter.

Deutsche Postbank

Overtaget af Deutsche Bank

Vi har i en årrække været langsigtede investorer i Deutsche Postbank, Tysklands største privatkundebank.

Postbank havde over fjorten millioner kunder, der blev betjent af et omfattende filialnet, hvilket udgjorde et attraktivt aktiv, som vi mente kunne være interessant i en eventuel virksomhedsovertagelse. Deres store indlånsadgang gav dem en stærk og forholdsvis stabil finansieringskilde, mens der samtidig var potentiale for at forbedre salgspotentialet i det omfattende filialnet.

I løbet af 2008 blev det klart, at Postbanks hovedaktionær, Deutsche Post, der havde en 70 % aktiepost – var på udkig efter en køber. Deutsche Bank trådte frem som køber, og i september 2008 vedtog Deutsche Post at sælge en indledende 30 procents andel på omkring 57 euro pr. aktie. Bankdagen efter gik Lehman Brothers imidlertid konkurs. Alle igangværende handler blev lagt på is, og finansielle aktier styrtdykkede – i 2009 nåede Deutsche Postbank bunden lige under 8 euro.

Efterhånden som markedsforholdene begyndte at normalisere sig, pustede Deutsche Bank nyt liv i overtagelsen i oktober 2010. Selskabet gav et købstilbud på samtlige aktier i Deutsche Postbank. Tilbuddet på 25 euro udgjorde en større præmie i forhold til lavpunktet i den panikdrevne finansielle krise, men det var alligevel et godt stykke under den drøftede pris i 2008. Det kom imidlertid frem, at Deutsche Post og Deutsche Bank havde lavet en ret speciel aftale. Deutsche Post var gået med til ikke at sælge deres store andel til 25 euro og havde i stedet aftalt at sælge andelen til Deutsche Bank i 2012 til en pris på omkring 40 euro pr. aktie.

Denne aftale var ret besynderlig og fik stor fokus i medierne. Deutsche Bank havde i praksis formået at give et overtagelsestilbud på 25 euro, mens man på samme tid havde lovet at betale storaktionærer betydeligt mere ude i fremtiden. I virksomhedsovertagelse forventer man normalt, at storaktionærer og mindretsaktionærer bliver tilbudt samme pris, og at tilsynsmyndigheder og lovgivning beskytter dette princip.

Om ikke andet mener vi, at denne struktur gik imod god corporate governance praksis og tilsidesatte ideen om ligestilling af alle aktionærer. Det blev dog godkendt af de tyske tilsynsmyndigheder, og efter at have gennemgået situationen grundigt, sad vi tilbage med to muligheder – at sælge vores aktier til 25 euro eller forblive aktionærer i håbet om at kunne få en væsentlig højere pris på et senere tidspunkt. Den anden mulighed ville betyde, at vi skulle forblive investorer i et selskab med potentiel meget lav omsættelighed og lange udsigter til en højere pris, hvis en sådan overhovedet ville blive tilbudt. Stillet over for denne usikkerhed synes vi, at midlerne ville være bedst tjent med at acceptere købstilbuddet og geninvestere provenuet andetsteds.

Selvom vores indledende idé med investeringen viste sig at være korrekt – altså at Deutsche Postbank aktiver udgjorde stor værdi og kunne tiltrække en overtagelse – kan vi ikke påstå, at vi er tilfredse med det endelige resultat. Omfanget af den finansielle krise spillede naturligvis sin rolle i forløbet, men det er dog skuffende, at lovgivningen ikke forhindrede, hvad man måske kunne opfatte som en todelt overtagelse, hvori hovedaktionæren får én pris og minoritetsaktionærene får en anden.

Jens Moestrup Rasmussen

Chefporteføljeformaler

12. januar 2011



Sparinvest har tilsluttet sig UN PRI og er medlem af Eurosif og Dansif.

UN PRI er et internationalt netværk i FN-regi for professionelle investorer, der bygger på seks principper for ansvarlig investering. Målet er at hjælpe investorerne med aktivt at vurdere miljø, sociale forhold og ledelse i deres investeringer.

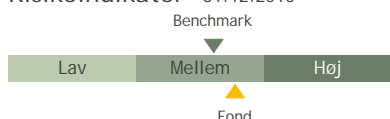
Dette materiale udgør ikke individuel investeringsrådgivning og kan ikke påberåbes som grundlag for en beslutning om køb eller salg (eller undladelse heraf) af Sparinvests produkter. Materialet er alene udarbejdet som orientering til dig og dit pengeinstitut og skal læses sammen med foreningernes gældende 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.

Beskrivelse

Investeringskoncept: Value

Afdelingen investerer i aktier globalt, dvs. amerikanske, europæiske, japanske, og andre østasiatiske aktier. Investeringerne i afdelingen foretages ud fra metoden "Value investing". En investeringsfilosofi der er baseret på, at der til enhver børstoteret virksomhed knytter sig to værdier, nemlig markedskursen og virksomhedens forretningsmæssige værdi. Efter en gennemgribende analyse af offentligt tilgængeligt materiale udvælges de selskaber, som kan købes væsentligt under deres reelle værdi. Investorer skal være forberedte på, at afdelingens beviser vil svinge i værdi på både kort og langt sigt i bestræbelserne på at opnå et afkast, som på langt sigt ligger højere end obligationsafkastet. Valutarisiko bliver ikke afdækket.

Risikoindikator - 31.12.2010



Stamoplysninger

ISIN	DK0010079631
Fondskode	1007963
Fondens startdato	30.04.1986
Afdelingens valuta	DKK
Udbyttetype	Udbyttebetalende
Foreningen	Sparinvest
Domicil	Danmark
Notering	InvesteringsForeningsBørsen
Formue (mio.) - 31.12.2010	12.152,37 DKK
Seneste udbytte - 30.03.2010	2,75
Rådgiver	Sparinvest Fondsmæglerelskab
Benchmark ¹	MSCI World
IFR kategori	Globale aktier
Morningstar Kategori™ ²	Globale Large Cap Value - Aktier
Seneste indre værdi - 31.12.2010	362,06 DKK
Maks. emissionstillæg	1,80 %
Maks. indløsningsfradrag	0,55 %
Seneste adm. omk. - 31.12.2009	1,85 %
Forventet adm. omk. - 2011	1,85 %
Årlig omk. i pct.	2,19 %

Afkast - Ultimo måned, dec-2010

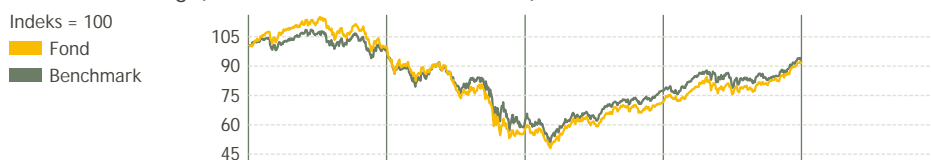
Afkast	Fond	Benchmark ¹	Diff.
ÅTD	27,34%	19,71%	7,64%
1 måned	5,97%	4,15%	1,81%
3 måneder	12,47%	10,87%	1,60%
1 år	27,34%	19,71%	7,64%
3 år ann.	-3,14%	-2,11%	-1,03%
5 år ann.	0,95%	-0,19%	1,14%

Risiko 3 år - Ultimo måned, dec-2010

Risiko	Fond	Benchmark ¹	Morningstar ²
Volatilitet	21,31%	18,52%	19,28%
Sharpe R.	-0,17	-	-0,24
Info ratio	-0,06	-	-

Morningstar Rating™ **★★★★**

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?) - 31.12.2010

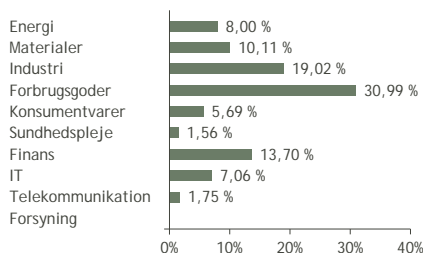


Afkast	2007	2008	2009	2010	-
Fond	0,28%	-42,73%	24,62%	27,34%	-
Benchmark	-1,63%	-37,75%	25,90%	19,71%	-
Morningstar Kategori™	-3,09%	-37,89%	27,02%	15,62%	-

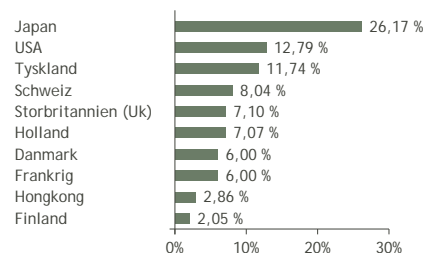
Aktivfordeling

Antal placeringer	Aktier	Obligationer	Andet	Kontant o. lign.
103	97,9%	0,0%	0,0%	2,1%

Sektorfordeling



Top 10 Lande



Portefølje (Top 10) - 31.12.2010

Navn	Sektor	Type	Land	Vægt
MS&AD Insur. Grp Hold. Inc	Finans	Aktier	Japan	3,85%
A.P. Møller-Mærsk B	Industri	Aktier	Danmark	3,17%
Koninklijke DSM	Materialer	Aktier	Holland	3,07%
Hutchison Whampoa Ltd	Industri	Aktier	Hongkong	2,86%
Hochtief Ag	Industri	Aktier	Tyskland	2,86%
Fraport AG	Industri	Aktier	Tyskland	2,78%
Dillard's Inc.	Forbrugsgoder	Aktier	USA	2,77%
Sainsbury Plc (J)	Konsumtvarer	Aktier	Storbritannien	2,75%
Philips Electronic NV	Forbrugsgoder	Aktier	Holland	2,40%
Millennium & Cophorne	Forbrugsgoder	Aktier	Storbritannien	2,32%

Afdelingen er velegnet til:

Frie midler, pensions- og børneopsparing.

Benchmark kommentar

-