



Value Aktier

Indhold

- Stadig tegn på bedring i økonomien
- Værdiansættelse
- Jordskælvet i Japan
- FN's principper for ansvarlige investeringer
- UN PRI og den analytiske proces
- UN PRI og aktivt ejerskab: Afstemning og dialog
- Konklusion

Kære Investor

Vellykket langsigtet investering går ud på at besinde sig og objektivt analysere sine eksisterende investeringer samt nye investeringsmuligheder.

Vi nævner dette, fordi det i de sidste par år nogle gange har føltes som om, at verden går direkte fra den ene krise til den anden. Først var der sub-prime krisen efterfulgt af Lehman Brothers' konkurs og derefter store bekymringer om Grækenlands og andre europæiske landes statsgæld. For nylig har vi været vidne til store omvæltninger og politisk uro i Mellemøsten og Nordafrika med deraf følgende stigende oliepriser, og i marts indtraf så den tragiske katastrofe i Japan. Sidstnævnte har vi afsat lidt plads til i dette brev – ikke kun fordi Value Aktier har en mærkbar eksponering til japanske aktier, men også fordi vi synes, det siger noget om de principper, der er afgørende for en vellykket investeringsproces – betydningen af besindighed i stedet for panik og fundamental analyse i stedet for spekulation.

Når man bombarderes af frygtelige overskrifter, kan det være nemt at fokusere på alt det negative. Som langsigtede investorer er det imidlertid afgørende at forblive rolige og analytiske og at fastholde et bredt og objektivt perspektiv – fordi det er det, der gør det muligt at generere gode afkast på længere sigt. Ud fra dette perspektiv mener vi, at udsigterne er lyse. Kort sagt er der en masse negative overskrifter i hele verden i øjeblikket, men det bør ikke overskygge det overordnede billede, vi ser i vores investeringer, hvilket er klart positivt. Vi ser en sund underliggende udvikling i selskaberne og en attraktiv værdiansættelse, som vi mener, bør give gode afkast over de kommende år.

Stadig tegn på bedring i økonomien

I betragtning af de begivenheder, der er nævnt ovenfor, er det måske forståeligt, at aktiemarkederne efter et

forholdsvist godt år i 2010 fik en forholdsvis mat start på 2011. Afdelingens afkast diskuteres yderligere i kvartalskommentaren, men den generelle modvind på aktiemarkedet havde også en effekt på vores afkast. Lad os se på det hele i en bredere sammenhæng.

Når man kigger på landene i vores investeringsunivers, er de økonomiske indikatorer som altid noget blandede, men generelt går det i den rigtige retning. I USA har vi set en fortsat forbedring i detailsalget og beskæftigelsen. Industriproduktionen synes at være på rette spor i både USA og Europa, hvor forbrugerpriserne også er stigende. Som altid skal vi understrege, at fokus i vores proces ikke er at træffe investeringsbeslutninger ud fra makroøkonomiske tendenser. I stedet har vi fokus på de virksomheder, vi investerer i – deres forretningsmodeller, indtjeningssevne og deres balancer. Hvert selskab har naturligvis individuelle karaktertræk, men over en bred kam ser vi fortsat tegn på øget omsætning, efterhånden som efterspørgslen stiger, og det giver også større indtjening på bundlinjen. Danske AP Møller-Mærsk er et ekstremt eksempel. Udviklingen i en virksomhed som Mærsk er et resultat af mange underliggende faktorer, men bundlinjeresultatet siger alt. Et år efter et annus horribilis med enorme tab, endte Mærsk 2010 med det bedste resultat nogensinde i firmaets historie.

Som vi beskrev midt i den finansielle krise, ville økonomien ikke vende fra den ene dag til den anden, men at det ville ske – og det overordnede billede, vi ser, når vi kigger på vores investeringer, er en gradvis, men fortsat bedring af økonomien.

Værdiansættelse

Desuden er vores investeringer stadig billige. Hvis vi smelter alle vores investeringer sammen til et samlet teoretisk selskab, får vi en indikation af værdiansættelsen. Dette imaginære selskab har en kurs/indre værdi på bare 1,02 sammenlignet med 2,17 for verdensindekset, MSCI World. Samtidig er balancen sund med en nettogæld i forhold til egenkapital på kun 20 % (mod 46 % for MSCI World-indekset).

Afdelingen har stor operationel gearing, hvor selv en lille fremgang i salget vil slå kraftigt igennem på bundlinjen, og forventningerne fra bankernes analytikere underbygger vores overordnede forventninger om stigende indtjening. Nøgletallet P/E, der fortæller hvor meget en investor skal betale for hver krone overskud i selskabet, er 16,9 målt på sidste regnskabsår, men det falder til 12,9 målt på analytikernes forventninger til indtjeningen i 2011, og til 10,9 gange målt på 2012-tal (sammenlignet med 11,9 gange for verdensindekset). EV/EBITDA, hvilket er en

nyttig indikator for prisen på virksomheder i forhold til deres rå driftsindtjening, er bare 4,8 gange målt på 2012 sammenlignet med 6,5 gange for verdensindekset. Jo lavere tallene er, des bedre, og det fremgår således, at afdelingen samlet set er billig, når man måler i forhold til indeks.

Jordskælv i Japan

Den 11. marts blev det nordlige Japan ramt af et større jordskælv og efterfølgende tsunami. Det forårsagede omfattende ødelæggelser, og de menneskelige omkostninger er katastrofale. Vores tanker og sympati går til det japanske folk i denne frygtelige tid. Vi har dyb respekt for den rolige måde, hvorpå japanerne har reageret og er ligesom dem overbeviste om, at landet og dets befolkning vil komme sig.

Der har selvfølgelig været stor bekymring over det beskadigede atomkraftværk, Fukushima. Det er klart, at situationen er alvorlig, og vi følger kampen med at løse problemerne. Vi er bestemt ikke eksperter i atomfysik, men vi har dog bemærket, at meget af mediedækningen – især i de første dage – var yderst spekulativ og havde tendens til at skabe panik i stedet for at være baseret på en nøgtern vurdering af de faktiske omstændigheder.

Denne panik sås også på aktiemarkedene. I dagene umiddelbart efter jordskælv, faldt det japanske aktiemarked som en sten. Nikkei-indekset faldt næsten 18 % inden for tre dage. Value Aktier har omkring en 25 % eksponering til japanske aktier, og størstedelen af vores japanske investeringer faldt naturligvis i værdi i disse dage. Baseret på de tilgængelige fakta virkede de kraftige fald i vores øjne overdrevne og ude af proportioner med katastrofens indflydelse på den langsigtede værdi af selskaberne. Den 31. marts havde Nikkei-indekset da også genvundet to tredjedele af sit oprindelige fald, og mange af vores investeringer oplevede samme kursstigninger. Vi lægger ikke stor vægt på kortsigtede sammenligninger med aktieindeks, men Sparinvests japanske selskaber sluttede kvartalet med et marginalt bedre resultat end det bredere japanske aktiemarked.

Under enhver krise er den største udfordring for en investor ikke at gå i panik. Man skal skelne mellem de kortsigtede reaktioner på aktiemarkedet og langsigtede indvirkninger på selskabernes forretningsmæssige værdi. I Sparinvest tager vi ikke investeringsbeslutninger på grundlag af kortsigtet spekulation, ligesom vi heller ikke lader os diktere af generelle markedsbevægelser. Vi er fortsat analytiske og fokuserer på den faktiske situation for de selskaber, vi investerer i. Vi sætter spørgsmålstegn ved, om kursudsving er berettigede. Vi overvejer nøje, om

nogen af de langsigtede forudsætninger i en investering har ændret sig, og om investeringen stadig opretholder en betydelig rabat i forhold til den forretningsmæssige værdi af selskabet. Hvis vi mener, at investeringen og dens forudsætninger er ændret, tøver vi ikke med at handle.

I løbet af de seneste uger har vi overvåget og gennemgået alle vores investeringer i Japan. For de fleste virksomheders vedkommende er der tydeligvis en effekt på kort sigt. Vi har imidlertid fået vores første indtryk bekræftet, nemlig at selskabernes forretningsmæssige værdier fortsat er intakte, og at vores japanske investeringer er særligt attraktivt værdiansatte og har masser af potentiale. Nedenfor gennemgår vi nogle generelle problemstillinger og følger af jordskælvet og ser derefter på, hvordan vi har reageret i forhold til vores investeringer.

Nogle generelle betragtninger

Med hensyn til den bredere japanske økonomi, vil der uundgåeligt være en kortsigtet negativ effekt, og økonomernes forventninger til BNP-væksten i 2011 er reduceret en del. Bagefter følger dog genopbygningen efter ødelæggelserne, hvilket har fået nogle til at øge deres forventninger til Japans BNP-vækst i 2012 og fremover. Vi vil ikke forsøge at lave egne økonomiske prognoser, men lad os alligevel kort se på nogle generelle faktorer som kan påvirke omfanget af katastrofens økonomiske konsekvenser samt hastigheden, hvormed Japan er i stand til at rejse sig ovenpå katastrofen.

Da jordskælvet ramte, havde japanske virksomheder ikke været igennem en periode med overflod, massive investeringer eller øgede omkostninger. Tværtimod – japanske virksomheder havde lige gennemgået nogle hårde år, med faldende efterspørgsel som følge af den finansielle krise og med en stærk yen, der gjorde livet surt for eksportvirksomheder. Erhvervslivet har således været tilbageholdende med investeringer, foretaget massive omstruktureringer, reduceret omkostningerne og sænket nulpunktsomsætningen for at tilpasse sig de hårde tider. Alt dette gør det helt sikkert nemmere at håndtere den aktuelle situation. Balancerne i japanske virksomheder er robuste – ligesom husholdningernes økonomi – og Japans private sektor er fortsat en af verdens største kreditorer.

Direkte og indirekte virkninger

Med hensyn til den direkte indvirkning på industrien, er det vigtigt at betragte Japans geografi. De mest alvorlige konsekvenser af jordskælvet og tsunamien er i regionen Tohoku – den nordøstlige del af hovedøen Honshu. Området genererer kun omkring 4 % af Japans BNP. Det udgør på ingen måde hjertet af japansk industri, der

ligger længere mod syd og vest med stor koncentration i nærheden af større byer som Tokyo, Nagoya, og Osaka.

Der er naturligvis indirekte effekter. Situationen ved atomkraftværket Fukushima betyder, at visse dele af Japan – dybest set Tokyo og yderligere nordpå – vil opleve planlagte strømafbrydelser i nogen tid. Det indebærer også, at nogle fabrikker ikke vil være i stand til at køre med optimal effektivitet. Det er imidlertid begrænset til visse regioner, og det betyder ikke, at fabrikker skal lukke helt ned, og i sidste ende vil strømsituationen blive løst. Det skal iøvrigt nævnes, at vi ikke har investeret i Tokyo Electric Power, elselskabet, der ejer Fukushima-anlægget.

Der er store bekymringer vedrørende forstyrrelser i forsyningskæden. Selv virksomheder, der ikke har lidt nogen direkte skade i katastrofen kan opleve mangel på visse komponenter. Det er set allerede, at forskellige virksomheder varsler begrænsninger i produktionen, eller at produktion standser helt på grund af problemer i forsyningskæden. Problemer af en sådan karakter har helt sikkert indvirkning på indtjeningen, og vi bør ikke blive overraskede, hvis virksomhederne nedjusterer forventningerne til årets resultat. Det er dog vigtigt ikke at blive alt for fokuseret på de kortsigtede konsekvenser og i stedet vurdere konsekvenserne på mellemlang og lang sigt.

Vi mener, at der er to afgørende punkter her. Det første er, at forsyningsproblemerne er et globalt og ikke bare et japansk fænomen. Vi har tidligere bemærket, at japanske virksomheder fortsat har store globale markedsandele inden for komponenter, der anvendes i så forskellige produkter som biler og fladskærms-tv. Så hvis japanske komponent-producenter er midlertidigt ude af stand til at levere deres produkter, vil det påvirke produktionen for virksomheder over hele verden, og altså ikke bare i Japan.

Det andet og mere beroligende punkt er, at en krise på udbudssiden er meget forskellig fra en krise på efterspørgselssiden. Når efterspørgslen falder brat som efter Lehman Brothers' konkurs, ved man, at efterspørgslen kommer tilbage, men det kan være svært at forudsige i hvilken grad og hvornår. Indtil efterspørgslen er tilbage, står virksomhederne over for mindre salg og lavere priser på deres produkter. I modsætning hertil forsvinder efterspørgslen ikke, når der opstår forsyningsafbrydelser, og priserne påvirkes ikke på samme måde. Folk vil stadig købe biler, og når komponenterne er til rådighed igen, bliver bilerne produceret og solgt. Når man vurderer den indirekte virkning af jordskælvet på virksomhedernes indtjening i Japan og andre steder i verden, mener vi, at denne skelnen er afgørende.

Japanske eksportører

Specielt for eksportører er valuta en vigtig faktor. Lige efter jordskælvet styrkedes den japanske yen kraftigt og nåede et rekordhøjt niveau i forhold til den amerikanske dollar. Der spekuleredes blandt andet i, at japanske selskaber ville købe yen i store mængder, når de fik behov for at hente penge hjem fra udlandet for at betale for genopbygningen. Sammen med alle de andre G7 centralbanker gjorde den japanske centralbank det dog klart, at de ville reagere mod den form for spekulation og intervenere i markederne for at fremme stabiliteten og forhindre en kunstig høj yen. I begyndelsen af april var yennen svækket markant igen. I vores sidste brev til investorerne kommenterede vi valutaeffekter i afdelingen, så vi vil ikke bruge for meget plads i dette brev. Vi understreger blot igen, at mange japanske eksportører, herunder flere af vores investeringer, har brugt de seneste år på at tilpasse omkostningerne, så de også kan tjene gode penge – selv med en stærk yen. Skulle yennen svækkes igen, er indtjeningspotentialt stort.

Vores japanske investeringer

Som altid har vores primære fokus været på, hvad der rent faktisk sker i hver enkelt investering i stedet for at kigge overordnet på økonomien. For hvert selskab har vi forsøgt at få et overblik over medarbejdernes sikkerhed, skader på anlæg, og potentiel påvirkning af indtjeningen. Det ser ud til, at ingen ansatte har mistet livet, og at der ikke er alvorlige skader, når man kigger på de selskaber, vi er investeret i.

Flere af vores investeringer har faciliteter i Tohoku-regionen, og nogle blev beskadiget under katastrofen. Men ingen af selskaberne er særligt lokalt orienteret. De fleste har et nationalt eller globalt netværk af produktionsfaciliteter og salgskontorer, så selv om visse fabrikker eller kontorer kan være midlertidigt lukkede, har de mindre betydning for selskabets totale produktion og indtjening. Desuden bør man ikke undervurdere japanske virksomheders evne til hurtigt at reparere bygninger og genoptage produktionen – det er netop, hvad vi ser i de af vores investeringer, der er påvirket af katastrofen.

Et eksempel: Toyo Seikan

Situationen kan bedst illustreres med et konkret eksempel, der har lidt direkte skade fra jordskælvet og tsunamien. Toyo Seikan er et selskab, vi er investeret i. De laver emballage af plast, metal og glas, for eksempel dåser og flasker. I dagene umiddelbart efter jordskælvet, meddelte virksomheden, at den havde lidt skade og standsede produktionen på otte af koncernens fabrikker.

De otte fabrikker skal dog ses i et større sammenhæng. Toyo Seikan's struktur omfatter moderselskabet og 64 datterselskaber. De servicerer et bredt udvalg af kunder og har produktionsfaciliteterne fordelt over hele landet. Moderselskabet alene har 16 fabrikker spredt over hele Japan, mens de 64 datterselskabers aktiviteter også er

spredt geografisk. De har også aktiviteter i Kina, Vietnam, Malaysia og Thailand.

I starten af april bekræftede Toyo Seikan, at man på syv af de otte ovennævnte fabrikker enten allerede havde genoptaget produktionen eller planlagde at genoptage den i midten af april. Indtil da var man i stand til at sikre levering til kunderne fra andre fabrikker. Pointen er ikke, at jordskælvet ikke har påvirket selskabet. Selvfølgelig vil produktionsforstyrrelser på kort sigt påvirke indtjeningen og reparation eller fornyelse af beskadigede fabrikker kræve investeringer. Her finder vi trøst i selskabets finansielle styrke: Toyo Seikan har likvider for 93 milliarder yen (800 mio. euro), svarende til en tredjedel af selskabets markedsværdi.

Vi fortsætter med at overvåge situationen i Toyo Seikan. Men vi forventer, at katastrofens påvirkning vil være relativt kortvarig, og selskabets geografiske spredning og finansielle styrke taget i betragtning, forventer vi ingen væsentlig ændring af den langsigtede indtjeningssevne eller forretningsmæssige værdi. Som en sidebemærkning, kan det nævnes, at aktiekursen i Toyo Seikan fra den 11. til den 15. marts faldt 28,5 %. Fra den 16. marts til 31. marts steg aktiekursen 36 %.

Japansk forsikring

Vores japanske investeringer omfatter en eksponering til skadesforsikring gennem selskaberne MS&AD, Tokio Marine og NKSJ. Det ville være oplagt at tænke, at forsikringsselskaberne vil lide meget som følge af jordskælvet, men i praksis er forsikringsselskabernes tab relativt begrænsede. Vi vil ikke gå i detaljer, men vil give et lille indblik i, hvordan jordskælvforsikring virker i Japan.

Jordskælv og skader som følge heraf er ikke dækket af en standardforsikring. En typisk bilforsikring dækker for eksempel ikke jordskælvs-skader. I virksomhedernes forsikringspolicer er der ingen fast regel. Det afhænger af den enkelte police, om den indeholder jordskælvsdækning eller ej – men de japanske forsikringsselskaber har tegnet genforsikring til at dække hovedparten af risikoen, hvilket mindsker deres egne tab betydeligt.

Indboforsikring omfatter heller ikke som udgangspunkt skader fra jordskælv. Der er en særlig jordskælvsforsikringsordning, arrangeret af myndighederne og forsikringsselskaberne, som gør det muligt at købe dækning mod jordskælv, som et særligt tillæg til indboforsikringen. Denne yderligere dækning er købt i under halvdelen af alle privatkunders policer, hvilket betyder at under 25 % af japanske husstande samlet set er dækket mod jordskælv. Desuden er ordningen konstrueret, så den begrænser risikoen for det enkelte forsikringsselskab. Den grundlæggende struktur er, at der er et loft over forpligtelserne, der betales efter et jordskælv. Inden for dette loft betales langt størstedelen af myndighederne, og af det resterende er halvdelen dækket af genforsikring

og resten af forsikringsselskaberne selv.

Desuden er forsikringsselskaberne særdeles velpolstrede med store katastrofereserver. Den finansielle styrke er for nylig styrket yderligere af en konsolidering i branchen. I betragtning af den relativt lave direkte risiko for forsikringsselskaberne, deres finansielle styrke og deres lave værdiansættelser, mener vi, at skadesforsikringsselskaber rummer et betydeligt potentiale.

FN's principper for ansvarlige investeringer

I december 2009 underskrev Sparinvest FN's principper for ansvarlige investeringer (UN PRI), som adresserer begrebet ansvarlige investeringer. Det centrale fokus er en større integration af miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige faktorer (ofte kaldet "ESG faktorer") i investeringsprocessen og tilskyndelsen af mere aktivt ejerskab.

Der er nogle, der opfatter sådanne principper som værende gode til at opmuntre til positive forandringer i verden, men ikke særlig nyttige til at opnå gode afkast. Det er imidlertid ikke sådan, vi ser det – vi tror på, at disse principper kan tilføje værdi for investorerne. UN PRI opfordrer til større hensyntagen til miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige faktorer, men understreger, at den primære opgave altid er at handle i investorernes interesse. Vi ser derfor UN PRI som en måde, hvorpå vi kan forbedre vores analyse af den forretningsmæssige værdi og potentielt medvirke til at skabe værdi på længere sigt.

UN PRI og den analytiske proces

I vores selskabsanalyse er det overordnede princip at overveje risiko før afkastpotentiale. Det betyder, at vi gennemgår både nye og eksisterende investeringer med en tættekam for potentielle risikofaktorer. Faktorerne omfatter i sagens natur miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige (ESG) faktorer. Et oplagt eksempel kunne være en virksomhed med igangværende retssager relateret til asbest. Uden at lyde koldblodige ser vi på disse spørgsmål alene ud fra et investeringsperspektiv. Vi analyserer værdien af selskaberne og indregner eventuelle risici.

I den sammenhæng er UN PRI en mulighed for at forbedre både struktur og dybde i vores analyse af de ovennævnte ESG-faktorer. Som en del af opmærksomheden omkring UN PRI er mængden og kvaliteten af uafhængig analyse af ESG-faktorer forbedret betydeligt. Vi har altid selv lavet vores analyser, men for at forstærke vores ESG-analyse, har vi indgået en aftale med en international anerkendt udbyder, der tilbyder dybdegående analyse inden for disse faktorer.

UN PRI og aktivt ejerskab: Afstemning og dialog

UN PRI omfatter også en forpligtelse til at udøve aktivt ejerskab. Det er heller ikke nyt i Sparinvest. Vi har aldrig tøvet med at kontakte ledelsen i vores investeringer for at få større indsigt i fundamentale forhold eller til at udtrykke vores mening om centrale spørgsmål. Vi har også udøvet stemmeret på vegne af vores investorer i spørgsmål, der kan påvirke den langsigtede værdi af virksomheden. Under UN PRI fortsætter vi med at gøre dette – blot med en mere systematisk tilgang.

Det betyder, at vi, mens vi fortsætter vores kommunikation med selskaberne, implementerer et fokuseret spørgeskema om ESG-faktorer. Uanset emnet er vores primære hensyn altid den langsigtede værdi af virksomheden. Med hensyn til ESG-forhold er det målet at opmuntre virksomhederne til højere standarder, fordi vi tror, at det i det lange løb skaber værdi, og derfor kan bidrage til et højere langsigtet afkast. Vi er ikke interesserede i en dialog alene for dialogens skyld. Vi mener, at det skal være en ægte konstruktiv dialog, der bygger på gensidig respekt, fordi det giver de bedste resultater på lang sigt. Vi vil heller ikke gå ind i en dialog med hvert enkelt selskab om hvert enkelt potentielt problem. I stedet vil vi fokusere på udvalgte virksomheder, hvor vi mener, at det kan give resultater for investorerne.

Med til aktivt ejerskab hører udnyttelse af stemmeret på generalforsamlingen. Vi er forpligtet til aktivt at udøve stemmeret på selskabernes generalforsamlinger på vegne af vores investorer – igen med henblik på at sikre de bedste langsigtede afkast. For at få uafhængig rådgivning herom har vi indgået en aftale med en ekstern udbyder af rådgivning i forbindelse med afstemning på generalforsamlinger. Den endelige beslutning om, hvordan der skal stemmes, afgøres dog af os som forvaltere.

Samlet set mener vi, at implementeringen af FN's principper for ansvarlige investeringer giver en glimrende mulighed for at formalisere og forbedre eksisterende dele af vores investeringsproces. Det giver os større indsigt i potentielle risici ved en investering, når vi styrker vores analyse af miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige faktorer. Når vi går i tættere dialog med selskaberne og aktivt udøver vores stemmeret, er vi overbeviste om, at vi har gode muligheder for at yde positiv indflydelse på vores investeringer på længere sigt og bidrage til et bedre langsigtet afkast for vores investorer.

Konklusion

De tragiske hændelser i Japan og uroen i Mellemøsten og Nordafrika er alvorlige emner. Vores reaktion er imidlertid den samme som i enhver krise. Vi forsøger altid at undgå uberettiget optimisme eller pessimisme og i stedet holde fokus på fakta og analyse. I Japan er vi investeret i en bred vifte af selskaber med solide forretningsmodeller og stor finansiel styrke. Vi fortsætter med at overvåge hver enkelt virksomhed nøje, men vi er overbevist om, at vores japanske investeringer hurtigt vil rejse sig igen efter jordskælvet, og vi mener, at deres forretningsmæssige værdier fortsat er undervurderede. Selv det bredere japanske aktiemarked ser påfaldende billigt ud, og det er interessant at bemærke, at i ugen efter jordskælvet så man på Tokyo-børsen en enorm tilstrømning af kapital fra udenlandske investorer – faktisk det næsthøjeste ugentlige tilstrømning nogensinde.

Politisk uro i Mellemøsten har presset olieprisen kraftigt op. For mange selskaber betyder det, at omkostningerne stiger, men vi skal huske på, at oliepriserne før har været over 100 dollar, og udover de generelle besparelser i de sidste par år, har man overalt arbejdet på at øge produktionseffektiviteten. Samtidig er det værd at bemærke, at vi har en rimelig eksponering til energisektoren, der nyder godt af den stigende oliepris.

2010 var et stærkt år for aktiemarkederne generelt og ikke mindst for Value Aktier. 2011 er kommet lidt dårligere fra start, men vi tror, de generelle udsigter for aktieinvestorer fortsat er positive. For vores investeringer er det de samme positive ting, vi fokuserer på, som vi tidligere har beskrevet. Antallet af virksomhedsovertagelser stiger fortsat. Indtjeningen i selskaberne ligeså. Selskaberne har en stor rabat i forhold til deres forretningsmæssige værdi. Sparinvest Value Aktier har stadig en stor sikkerhedsmargin i investeringerne og et stort potentiale for gode langsigtede afkast.

Med venlig hilsen

Jens Moestrup Rasmussen

Chefporteføljeformaler

11. april 2011

Sparinvests value-team



Jens Moestrup Rasmussen
Chefporteføljeformaler



Kasper Billy Jacobsen
Chefporteføljeformaler



Per Kronborg Jensen
Seniorporteføljeformaler



Karsten Løngaard
Seniorporteføljeformaler



David Orr
Porteføljeformaler



Jeroen Bresser
Porteføljeformaler



Trine Uggerhøj
Porteføljeformaler



Lisbeth Søgaard Nielsen
Porteføljeformaler



Morten Rønnow Tandrup
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

Sparinvest Value Aktier tabte 2,17 % i 1. kvartal af 2011. Afdelingen blev ramt af de kraftige fald på aktiemarkedene i marts, hvor afdelingen faldt 4,84 %. De primære årsager til faldet var de tragiske begivenheder i Japan og den fortsatte politiske uro i Mellemøsten. Det brede aktiemarked målt ved indekset MSCI World faldt 3,63 %. På året er afdelingen 1,29 % efter sit benchmark.

Det er imidlertid interessant at konstatere, at value-aktier klarede sig bedre end vækstaktier i årets første kvartal, når man sammenligner de to indeks MSCI World Value (en stigning på 0,17 %) og MSCI World Growth (et fald på 1,90 %). Til sammenligning klarede value-aktier sig generelt dårligere i 2010 end vækstaktier, mens vores afdelinger klarede sig betydeligt bedre – et emne, som vi også har berørt i tidligere nyhedsbreve.

Sparinvest Value Aktier sammenlignet med indeks i %	Q1 2011	2010
Sparinvest Value Aktier	-2,17	27,09
MSCI World Index	-0,88	19,71
MSCI World Value Index	0,17	16,77
MSCI World Growth Index	-1,90	22,64
MSCI World Small Cap Index	0,47	35,09

Alle beregninger i DKK

I brevet til investorerne for 1. kvartal berører vi de forskellige kriser, verden har oplevet igennem de seneste par år, og her kommer vi også nærmere ind på situationen i Japan. Samtidig understreger vi, hvor vigtigt det er for den langsigtede investor ikke at lade sig gribe af panikken og i stedet forholde sig roligt og fokusere på fakta og fundamentalanalysen af de enkelte investeringer. Vi overvåger grundigt vores japanske investeringer, og

vi er fortsat overbeviste om, at de i kraft af deres lave værdiansættelser og store potentiale stadig er stærke investeringer.

I Europa har der været stor afkastmæssig spredning på de enkelte regioner. I Sydeuropa, som vi kun har begrænset eksponering til, har markederne oplevet mindre stigninger oven på et svagt 2010. I Tyskland, hvor vi har relativt mange investeringer, har vores selskaber klaret sig godt i forhold til markedet, mens vi i Storbritannien har klaret os dårligere relativt til indekset.

Vores eksponering mod Nordamerika øges fortsat, hvilket primært skyldes stærke afkast – både på relativ og absolut basis. Et godt eksempel på dette er den amerikanske detailkæde Cabela's, som vi solgte i januar efter blot syv måneder i porteføljen.

På sektorniveau var det ikke overraskende energisektoren, der skabte de bedste afkast, og vores investeringer klarede sig relativt set bedre end sektoren generelt. Inden for konsumentvarer faldt afdelingen relativt meget, hvilket især skyldes eksponeringen mod Japan.

Vi er ikke tilfredse med vores afkast i kvartalet, hverken på relativ eller absolut basis, trods de ekstraordinære begivenheder der har fundet sted. Men vores fokus er på de underliggende fundamentale faktorer, og her ser vi fortsat opmuntrende tegn på bedring oven på den finansielle krise, og vi ser især positive tendenser i kursudviklingen på vores investeringer. Vi koncentrerer os om at skabe solide, langsigtede afkast på absolut basis, og vi mener, at vores portefølje rummer et stort potentiale for fremtiden.

Porteføljesammensætning

Ved kvartalets udgang udgjorde kontantandelen i porteføljen 1,3 % af den samlede formue. Afdelingen havde 103 investeringer, hvoraf de ti største udgjorde 28,84 % af den samlede portefølje. Siden sidst har vi foretaget én ny investering. Vi har købt aktier i Yamaha, som er en japansk musikudstudsproducent.

Ved generel rebalancering af afdelingen har vi foretaget enkelte opkøb og frasalg. Vi har i januar solgt vores aktier i Cabela's, som beskrives yderligere nedenfor.

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

Porteføljens værdiansættelse

Der er en række faktorer, der har bidraget til afdelingens stærke afkast i 2010. Som porteføljeforvaltere er det interessante for os imidlertid også, hvordan afkastpotentialet for fremtiden tegner sig, og her ser værdiansættelserne fortsat lovende ud.

Hvis vi samler alle vores investeringer i ét fiktivt selskab, kan vi lave et groft overslag på værdiansættelsen. Dette fiktive selskab vil i så fald handle på en kurs/indre værdi på blot 1,02 gange, hvilket skal sammenlignes med et tilsvarende tal for det brede indeks MSCI World på 2,17. Balancen er ligeledes sund med et forhold mellem gæld og egenkapital på blot 20 % (sammenlignet med 46 % for MSCI World).

Porteføljen har en stærk operationel gearing, og de indtjeningsbaserede multipler peger mod bedring i de realiserede resultater, som det påpeges ovenfor. P/E-forholdet var 16,9 for det seneste regnskabsår, men falder ifølge Bloombergs estimer for 2011-indtjeningen til 12,9, mens tallet i 2012 vil være 10,9 (sammenlignet med 11,9 for MSCI World). EV/EBITDA for porteføljen, som er et udtryk for prisen på selskabers driftsindtjening, er på blot 4,8 gange indtjeningen ifølge Bloombergs estimer for 2012, sammenlignet med 6,5 for MSCI World.

Porteføljen består med andre ord af dybt undervurderede selskaber med stor sikkerhed i selskabernes stærke aktiver og med en solid langsigtet indtjeningsevne. Vi er overbeviste om, at porteføljen vil generere stærke afkast i de kommende år.

Enkelte positioner

Cabela's

Kursmål nået

Cabela's er en amerikansk detailkæde med hovedkvarter i Nebraska og butikker over hele landet. Den sælger friluftsudstyr- og beklædning til eksempelvis jagt, fiskeri og camping. De enkelte butikker lægger stor vægt på at tiltrække kunderne, og meningen er, at butikkerne skal være kundens tur værd. Cabela's har derudover en stærk distributionskanal for direkte salg gennem kataloger og internet, som genererer godt halvdelen af indtjeningen. Derudover har selskabet kreditkortaktiviteter med mere end 1 mio. kortholdere.

Vi investerede i selskabet i juli 2010, og selvom selskabet naturligvis mærkede virkningen af den finansielle krise, var indtjeningen stabil, og vi mente, at indtjeningsevnen og selskabets stærke brandnavn var intakt. En række af konkurrenterne kæmpede med svage balancer, og Cabela's stærke finansielle position gav dem en konkurrencemæssig fordel. Derudover taltale den konservative styring af kreditkortforretningen os, og selskabets kortholdere havde bemærkelsesværdigt gode kreditvurderinger. Derfor oplevede selskabet også væsentlig færre misligholdelser af tilbagebetalingen end andre lignende selskaber.

Værdiansættelsen var lav, og selskabet handlede omkring indre værdi med et P/E-forhold på ca. 10. Både hvad angik aktiver og indtjening, så vi derfor en god mulighed for at foretage et billigt kvalitetskøb. Efter vores køb steg aktien stødt mod den beregnende forretningsmæssige værdi. Cabela's illustrerer, at der ikke altid er en bestemt udløsende faktor bag stigende kurser. Ofte handler det bare om veldrevne kvalitetsselskaber, der er forkert priset, og langsomt retter sig mod deres sande værdi. Efter at have købt aktien til en kurs på 14,70 dollar i juli 2010, solgte vi den igen i januar i år til en kurs på lige over 24 dollar.

Jens Moestrup Rasmussen

Chefporteføljeformaler

11. april 2011



Sparinvest har tilsluttet sig UNPRI 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.

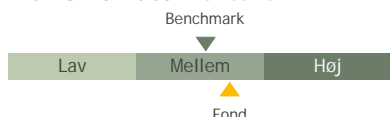
Dette materiale udgør ikke individuel investeringsrådgivning og kan ikke påberåbes som grundlag for en beslutning om køb eller salg (eller undladelse heraf) af Sparinvests produkter. Materialet er alene udarbejdet som orientering til dig og dit pengeinstitut og skal læses sammen med foreningernes gældende 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 børseroteret 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 - 31.03.2011



Stamoplysninger

ISIN	DK0010079631
Fondskode	1007963
Fondens startdato	30.04.1986
Afdelingens valuta	DKK
Udbyttetype	Udbyttebetalende
Foreningen	Sparinvest
Domicil	Danmark
Notering	InvesteringsForeningsBørsen
Formue (mio.) - 31.03.2011	11.790,85 DKK
Seneste udbytte - 31.03.2011	1,00
Rådgiver	Sparinvest Fondsmæglerelskab
Benchmark ¹	MSCI World
IFR kategori	Globale aktier
Morningstar Kategori ²	Aktier - Globale Large Cap Value
Seneste indre værdi - 31.03.2011	352,50 DKK
Maks. emissionstillæg	1,80 %
Maks. indløsningsfradrag	0,55 %
Seneste adm. omk. - 31.12.2010	1,86 %
Forventet adm. omk. - 2011	1,85 %
Årlig omk. i pct.	2,20 %

Afkast - Ultimo måned, mar-2011

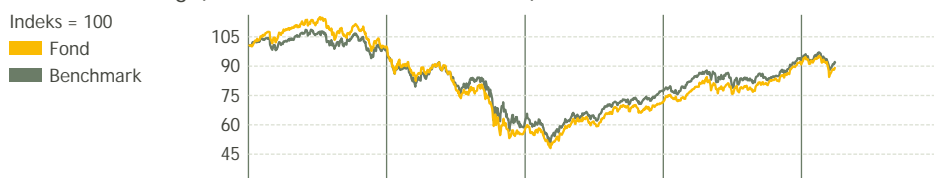
Afkast	Fond	Benchmark ¹	Diff.
ÅTD	-2,17%	-0,88%	-1,29%
1 måned	-4,84%	-3,63%	-1,22%
3 måneder	-2,17%	-0,88%	-1,29%
1 år	11,80%	8,34%	3,47%
3 år ann.	1,05%	3,48%	-2,43%
5 år ann.	-1,41%	-1,14%	-0,27%

Risiko 3 år - Ultimo måned, mar-2011

Risiko	Fond	Benchmark ¹	Morningstar ²
Volatilitet	20,68%	17,59%	18,24%
Sharpe R.	0,03	-	0,03
Info ratio	-0,21	-	-

Morningstar Rating™ **★★★★**

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?) - 31.03.2011

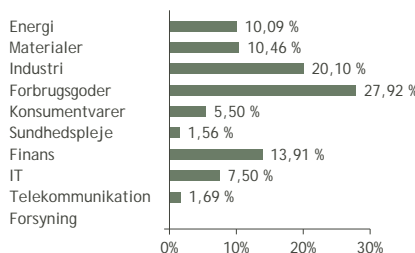


Afkast	2007	2008	2009	2010	03-2011
Fond	0,28%	-42,73%	24,62%	27,09%	-2,17%
Benchmark	-1,63%	-37,75%	25,90%	19,71%	-0,88%
Morningstar Kategori™	-3,09%	-37,89%	27,02%	15,62%	-0,97%

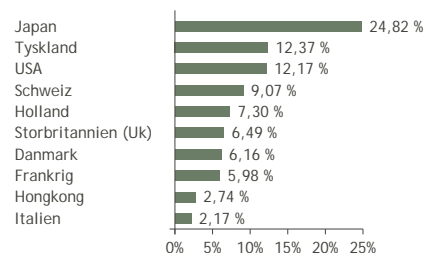
Aktivfordeling

Antal placeringer	Aktier	Obligationer	Andet	Kontant o. lign.
103	98,7%	0,0%	0,0%	1,3%

Sektorfordeling



Top 10 Lande



Portefølje (Top 10) - 31.03.2011

Navn	Sektor	Type	Land	Vægt
Hochtief Ag	Industri	Aktier	Tyskland	3,51%
MS&AD Insur. Grp Hold.Inc	Finans	Aktier	Japan	3,41%
Koninklijke DSM	Materialer	Aktier	Holland	3,22%
A.P. Møller-Mærsk B	Industri	Aktier	Danmark	3,20%
Fraport AG	Industri	Aktier	Tyskland	3,14%
Hutchison Whampoa Ltd	Industri	Aktier	Hongkong	2,74%
Sainsbury Plc (J)	Konsumentvarer	Aktier	Storbritannien	2,45%
Philips Electronic NV	Forbrugsgoder	Aktier	Holland	2,43%
Banque Cantonale Vaudoise	Finans	Aktier	Schweiz	2,43%
Peugeot SA	Forbrugsgoder	Aktier	Frankrig	2,31%

Afdelingen er velegnet til:

Frie midler, pensions- og børneopsparing.

Benchmark kommentar

-

Tidligere performance er ikke nogen garanti for fremtidige afkast. Investorer er ikke garanteret at kunne bevare det fulde beløb, der er blevet investeret. Investeringer kan medføre valutarisici. Den viste performance er udregnet ud fra den samlede formue i afdelingen og inkluderer ikke gebyrer i forbindelse med emission og indløsning. For yderligere information henviser vi til vedtægter, prospekter samt års- og halvårsrapporten for foreningen, som kan rekvireres gratis hos ID-Sparinvest A/S eller hos samarbejdende distributører af Sparinvests investeringsprodukter. Investeringer foretages udelukkende på baggrund af disse dokumenter. Kilder: ID-Sparinvest A/S, Morningstar