

# Value Aktier

## Brev til investorerne

Q3/06

3. kvartals afkast: 4,77 %

Kære investor,

Aktiemarkedet gav et godt afkast i 3. kvartal af 2006. For investorerne i Sparinvest Value Aktier blev det til 4,77 %, mens år-til-dato afkastet har været 9,26 %. MSCI's Verdensindeks gav et afkast på 5,42 % i kvartalet, hvilket får vores ellers tilfredsstillende afkast til at fremstå knap så godt - relativt set. Dog bør man fokusere på det absolutte afkast - og år til dato er vi med de 9,26 % fortsat pænt foran indeksets på 3,15 %.

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

Sparinvest Value Aktier i forhold til indeks			
	Q3 2006	2006 ÅtD	2005
Sparinvest Value Aktier	4,77%	9,26%	32,48%
MSCI World Index	5,42%	3,15%	26,51%
MSCI World Value Index	7,13%	6,66%	26,59%
MSCI World Small Cap Index	1,15%	-0,67%	33,70%
MSCI Europe	6,59%	11,68%	26,43%
S&P 500	6,63%	1,03%	21,22%
Nikkei 225	1,63%	-6,84%	40,68%
IFR globale afdelinger (median)	4,65%	2,99%	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.

### Økonomi

Efter en rekord på 17 rentestigninger i træk satte den amerikanske centralbank, Federal Reserve, endelig en stopper for sin stramme pengepolitik i august. Centralbanken argumenterede for, at den økonomiske vækst var aftagende fra sit høje niveau tidligere på året. De henviste samtidig til faldende priser på boligmarkedet, den forsinkede effekt af renteforhøjelserne tidligere på året og de faldende energipriser. Også ved mødet i september undlod FOMC-komiteen at hæve renten.

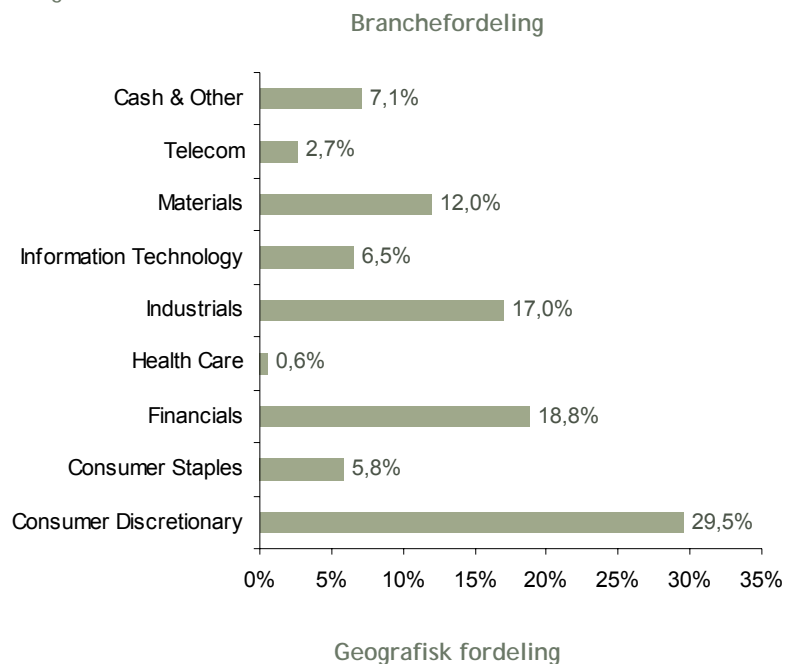
Nu er markedet til gengæld kommet i tvivl om retningen for den næste renteændring fra Federal Reserve. Prominente banker som Morgan Stanley og JP Morgan Chase mener, at renten vil stige igen inden nytår, hvorimod både Goldman Sachs og Merrill Lynch forventer, at FED vil have sænket renten med en halv procent inden juni næste år. I gennemsnit, afslører kurserne på de såkaldte rente-futures, at markedet finder det mest sandsynligt, at der bliver tale om en rentesænkning.

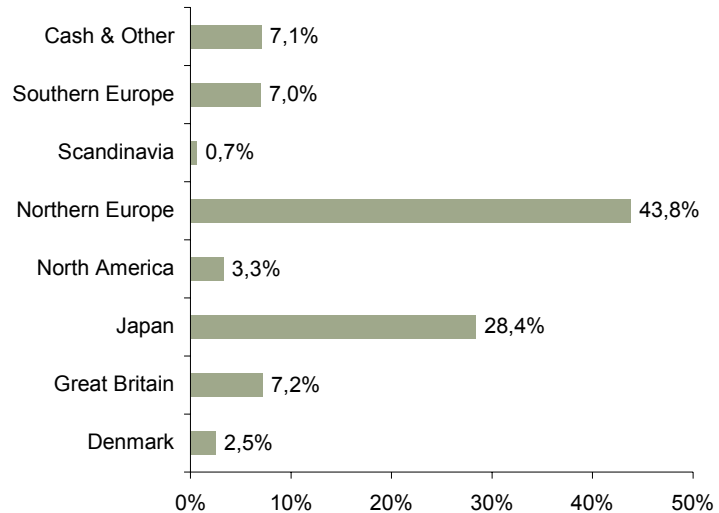
I Europa, lod ECB ligeledes renten være uændret ved sit møde i juli. Men efterfølgende blev renten hævet med 25 basispunkter til 3,0 % i begyndelsen af august. Umiddelbart efter kvartalets afslutning hævdede ECB endnu en gang renten med 0,25 %. På trods af, at vi i kvartalet har set de første tegn på stigende europæiske arbejdsløshedstal siden 2003, forventes ECB at hæve renten yderligere 0,25 % inden nytår.

I juli hævdede Bank of Japan sin styrente for første gang i seks år, men på trods af et år-til-dato handelsbalanceoverskud på 970 mia. kr. ved udgangen af juli, fortsatte den japanske yen med at falde overfor EUR og USD. Bank of Japan's såkaldte Tankan rapport, der blev offentliggjort første uge af oktober viste, at de japanske virksomheder forventer at øge deres forbrug med den største stigningstakt set i 16 år, og at forbrugertilliden ligeledes er på det højeste niveau de seneste to år. Finansminister Koji Omi annoncerede efterfølgende, at han så Japans seks år med deflation som værende et overstået kapitel. Markedet finder det nu sandsynligt, at de japanske renter vil blive hævet yderligere. ■

Afdelingen netop nu  
 Philips og Depfa Bank  
 nye i porteføljen

Ved udgangen af 2. kvartal udgjorde kontantandelen 7,1 % af de samlede aktiver. Afdelingen havde 103 selskaber i porteføljen med følgende branche- og landesammensætning:





Der har været meget aktivitet i porteføljen i 3. kvartal. I løbet af kvartalet har vi solgt vores beholdninger i BAA, De Vere, Hardys & Hanson, Bunka Shutter, Nihon Kohden, Nagase & Co., Kesko Oyj, Metall Zug og Kimball.

Vi har foretaget yderligere investeringer i 40 papirer, og der er kommet to nye selskaber til. De nye er den velkendte hollandske producent af forbrugerelektronik, belysning, medicinaludstyr og semi-conductors, Philips, og den tyske bank Depfa, som er specialiseret i finansiering af offentlige anlægsprojekter.

De 10 største beholdninger udgjorde ved udgangen af september 29,0 % af porteføljen og bestod af følgende selskaber:

Top 10 beholdninger		
Selskab	Branche	Andel
MAN AG	Industrial Machinery	3,61%
Volkswagen AG	Automobile Manufacturers	3,54%
Sainsbury Plc (J)	Food Retail	2,87%
Hochtief Ag	Construction & Engineering	2,86%
Salzgitter AG	Steel	2,81%
Mitsui Sumitomo Ins	Property & Casualty Insurance	2,73%
Nipponkoa Insurance	Property & Casualty Insurance	2,70%
Nippon Tel & Tel Corp.	Integrated Telecommunication S	2,69%
Peugeot SA	Automobile Manufacturers	2,67%
AGFA Gevaert NV	Photographic Products	2,51%

I løbet af andet kvartal modtog vi købstilbud på fire af vore engelske selskaber. I tredje kvartal accepterede lufthavnsoperatøren BAA endelig budet fra den spanske entreprenørvirksomhed Grupo Ferrovial. Bryggeri- og pub-virksomheden Hardys & Hansons blev overtaget af den større konkurrent, Greene King Plc. Hotelvirksomheden De

BAA  
Opkøbt

Vere accepterede et bud fra entreprenøren Richard Balfour Lynn, og endelig afventer den islandske Baugur Group en godkendelse af sit køb af varehuskæden House of Fraser. ■

I juli modtog vi betaling for vores aktier i den engelske lufthavsoperatør British Airport Authorities (BAA). Virksomheden var på det tidspunkt vores største enkeltinvestering og blev købt af den spanske entreprenørvirksomhed Grupo Ferrovial efter, at BAA ligeledes var i forhandlinger med en rivaliserende gruppe investorer med Goldman Sachs i spidsen.

BAA er verdens største operatør af lufthavne og ejer en hel række lufthavne i Storbritannien, hvoraf de mest kendte er Heathrow, Gatwick og Stansted i London-området. De mindre kendte besiddelser inkluderer Glasgow, Edinburgh, Aberdeen og Southampton såvel som ejerandele i lufthavne i Ungarn og Australien. BAA får sin indtjening fra at servicere flyselskaber, men også fra aktiviteter som restaurationsdrift, tax free butikker og parkeringsafgifter.

I 2003 handlede BAA-aktierne langt under deres indre værdi. Samtidig var selskabet i stand til at genere en positiv og stabil pengestrøm fra driften og havde en stærk balance i form af materielle aktiver og skjulte værdier. Vi købte de første aktier i oktober 2003 ved en kurs på GBP 4,71 og opbyggede vores samlede position til en gennemsnitskurs på GBP 6,26.

I slutningen af vinteren 2006 blev BAA kontaktet af Grupo Ferrovial med et købstilbud. I første omgang afviste BAA tilbuddet med henvisning til, at det ikke var en fair værdisætning af selskabet. Så viste en gruppe investorer anført af den amerikanske investeringsbank Goldman Sachs interesse for handlen, og Grupo Ferrovial blev nødt til at hæve købstilbuddet af flere omgange. Til slut var det Goldman Sachs, som bød højest, men BAAs bestyrelse foretrak buddet på GBP 9,50 fra Ferrovial. Siden budkrigen startede den 7. februar var værdien af BAA steget med 45 % til 115 mia. kr., og historien viser med al tydelighed gevinstmulighederne, når bestyrelsen gør et godt stykke arbejde med at sælge selskabet og invitere andre investorer til at byde.

Inklusiv geninvesteret udbytte har investeringen i BAA haft et årligt afkast på 33,7 % fra vi købte de første aktier til handlen faldt på plads i sommer.

De Vere  
Opkøbt

Vi modtog ligeledes betaling for vores aktier i engelske De Vere Group. Selskabet ejer og driver en række hoteller og fitness faciliteter i England og beskæftiger mere end 6.000 ansatte.

Ved udgangen af 2001 handlede De Vere aktierne til en kurs/indre værdi på kun 0,5. Selskabet havde en positiv pengestrøm, udbetalte udbytte og havde begrænset gæld på trods af, at de ikke havde ubetydelige ejendomsbesiddelser. Desuden havde ledelsen tidligere vist, at man var villig til at udbetale en ekstraordinær dividende ved et frasalg. I 2004 afslog De Vere et købstilbud, men i 2005 annoncerede selskabet et 2 mia. kr. salg af 'The Belfry', som er kendt for at have arrangeret fire Ryder Cup turneringer. Selskabet udbetalte efterfølgende hele provenuet som dividende - præcist som ledelsen havde gjort det fem år tidligere.

Vi begyndte at investere i De Vere i sommeren 2002 ved en kurs på GBP 3,76, og vi opbyggede efterfølgende en større position til en gennemsnitskurs på GBP 4,24. I juni 2006 accepterede selskabet et købstilbud fra den engelske entreprenør Richard Balfour-Lynn, som værdisatte selskabet til 875 pence per aktie.

Siden vores første investering, har De Vere givet et årligt afkast på 27,6 % inkl. geninvestering af udbytte.

**Hardys & Hanson**  
Opkøbt

Greene Kings købstilbud på Hardys & Hanson blev gennemført efter planen, og vi modtog betaling i midten af september. Hardys & Hansons med hovedkvarter i Nottingham ejer både bryggeriaktiviteter og en kæde af pubber i Østengland. Vi har været investeret i selskabet siden 1998. Greene King kontaktede Hardys i begyndelsen af juni med et tilbud på GBP 10,59 - cirka 48 % over den gennemsnitlige lukkekurs de seks foregående måneder og cirka 10 gange virksomhedens driftindtjening.

Vi købte vores første aktier i marts 1998, da aktien handlede i 2,14 og cirka 41 % af den indre værdi. Selskabet havde en meget stærk balance uden hverken gæld eller goodwill. Samtidig havde indtjeningen været stabil og positiv siden 1980'erne.

I vores ejerskabsperiode har aktien givet et årligt afkast på 39,7 % inkl. geninvestering af udbytte.

**Bunka Shutter, Nihon Kohden,  
Nagase & Co., Kimball, Kesko,  
Fimalc og Metall-Zug**  
Pristarget nået

Vi har i løbet af kvartalet solgt tre japanske aktier. Vi har haft Bunka Shutter, en Tokyo producent af vinduesskodder, skydedøre og porte i porteføljen siden maj 1998. Aktien har været stabilt stigende og haft en stærk balance - og alligevel handlet et godt stykke under den indre værdi i næsten et årti. Aktien har haft et årligt afkast i lokal valuta på 16,5 % inkl. udbytte, siden vi foretog vores første investering i virksomheden.

Nihon Kohden er endnu en japansk aktie, som vi kunne købe billigt i 1998. Virksomheden producerer hospitalsudstyr og var i en turn-around situation i slutningen af halvfemserne. Siden da er driften blevet væsentlig forbedret, selv om det tog lang tid, før det afspejlede sig i aktiekursen. I 1998 handlede selskabets aktier til kun 0,56 gange indre værdi, hvilket er usædvanligt lavt for et selskab i denne branche. Siden vores første køb er aktien steget fra kurs 403 til 1815. Det svarer til et årligt afkast i yen på 32,7 % inkl. udbytte.

Ligeledes i Japan har vi solgt Nagase & Co., som producerer elektronik, kemikalier og skønhedsprodukter. Også her var der tale om et selskab, som var solidt både hvad angår kvaliteten af balance og indtjening. Nagase handlede længe under den indre værdi, men aktien begyndte for alvor at røre på sig i 2003, hvor værdierne begyndte at afspejle sig i kursen. Fra vores første køb til vi solgte aktien i juli og august, har Nagase & Co. givet et årligt afkast på 12,8 %.

På trods af at vi er langsigtede investorer og har en gennemsnitlig ejertid på næsten fire år i vores selskaber, gik der meget kort tid fra vores første investering i den amerikanske møbel- og elektronikproducent Kimball i december 2005, til vi solgte aktierne i juli. Det er kun med til at understrege, at vi ikke er i stand til at forudsige, hvornår

vores investeringer når vores target for den forretningsmæssige værdi - der kan være tale om få uger eller om flere år. Kimball skød i vejret umiddelbart efter vores første investering til USD 10,40. Syv måneder senere begyndte vi frasalget til kurs 18,3. I perioden havde Kimball givet et afkast på 75 %.

Kesko har en lang række aktiviteter relateret til fødevarer og detailhandel i Finland. Vi har været aktionær i selskabet siden efteråret 2001, hvor aktierne handlede under indre værdi. Selskabet genererede dengang en stærk positiv pengestrøm og udbetalte højt udbytte. I dette kvartal nåede aktierne vores pristarget, og vi solgte i niveauet EUR 32-33. Med en pris på 8,54 i august 2001 har aktien givet cirka 42,8 % i årligt afkast.

Vi har i en længere årrække været investeret i det franske konglomerat, Fimalac, som oprindeligt havde et meget bredt sæt af aktiviteter inden for bl.a. kredit-rating, værktøjsproduktion, designermøbler og kemi. Siden da har Fimalac solgt hovedparten af sine forretningsområder fra og koncentrerer sig i dag om kredit-rating og risikostyring. Aktien har siden 1998 haft et årligt afkast på 37,4 %.

Endelig har vi i august solgt vores aktier i det schweiziske selskab Metall-Zug - ligeledes et konglomerat, som har interesser i husholdningsprodukter, varmesystemer, plastikbeholdere, industriel rengøring og ejendomsmarkedet. Vi har været investeret i Metall-Zug siden marts 1999. Dengang handlede selskabets aktier under den indre værdi, balancen var meget stærk med en kassebeholdning på CHF 220 millioner, begrænset gæld og ingen goodwill. Da markedsværdien samtidig lød på CHF 270 millioner, anså vi risikoen for at være begrænset. Desuden havde selskabet en så sund indtjening, at aktierne handlede til under tre gange driftsindtjeningen. Kombinationen af en stærk balance og meget stærk indtjening gav da også pote i form af et afkast på 34,0 % om året. ■

#### Fremtiden

Over de seneste år er euro og dermed danske kroner blevet styrket overfor amerikanske dollars og japanske yen. I en investeringsportefølje, som ikke er valutasekret, vil det alt andet lige medføre, at afkastet bliver påvirket i en global aktieafdeling. Vi afholder os fra at gætte på fremtidige valutakurser. Faktisk tillader vores investeringskoncept og vores fokus på selve virksomheden, at vi kan lede efter de bedste value aktier på tværs af regionerne. Vi bekymrer os ikke over, at vores regionale vægte adskiller sig væsentligt fra vores benchmark. Med andre ord har vi ikke købt flere japanske aktier og færre amerikanske, fordi vi mener, at JPY er undervurderet og, at USD er overvurderet. Vi har investeret i de japanske virksomheder på grund af selskabernes kvaliteter - og ikke på grund af makroøkonomi og valutakurser.

Selvom vi har opnået fremragende afkast på vores japanske investeringer - som det tydeligt fremgår af afsnittet ovenfor - så har afkastet i danske kroner lidt under devalueringen af yennen. År til dato er yen i forhold til euro faldet med mere end 7 %. Vi bliver ofte spurgt om vores holdning til udviklingen i de toneangivende valutaer. Selvom det er vores job at finde de bedste aktier, så er det rimeligt at nævne, at den japanske økonomi først nu er ved at komme i gang efter en længere periode med lavkonjunktur. Desuden har Japan i årets første syv måneder haft et overskud på han-

delsbalancen på 970 mia. kr., og den japanske centralbank er først lige begyndt at hæve renten, hvilket gør det mere attraktivt at holde valutaen. I USA havde man derimod i juli et rekordunderskud på 320 mia. kr. på handelsbalancen, hvilket har fået år-til-dato underskuddet op på 2.700 mia. kr. Det til trods forventer vi ikke hverken bedre eller dårligere afkast på grund af vores valutaeksponering – og det bør man heller ikke som investor. På langt sigt vil valutaeffekten være neutral i en veldiversificeret global aktieportefølje.

I 3. kvartal kom de globale aktiemarkeder godt igen efter faldene i maj og juni, og den gennemsnitlige aktieinvestor fik 5 % eller mere i afkast. Der er imidlertid stadig meget usikkerhed om den globale økonomiske udvikling, og aktiemarkedet er fortsat skrøbeligt og desuden blevet mere volatilt i 2006. Vi har stadig stærk tiltro til kvaliteten af vores eksisterende portefølje. Risikoen for permanent tab af kapital i Sparinvest Value Aktier er begrænset, og afkastpotentialet er fortsat tilfredsstillende. Vi ser positivt på fremtidspotentialet i vores investeringer. ■

Med venlig hilsen

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S

Jens Moestrup Rasmussen  
Aktiechef og Chefporteføljeformaler  
11. oktober, 2006