



Value Aktier

Indhold

- Krisen i 2008 sammenlignet med nu
- Virksomhederne
- Afkast
- Tilbage på niveauerne fra marts 2009
- Konklusion

Kære investor

Value-investering fungerer bedst i perioder, hvor aktiemarkedene er drevet af interesse i virksomhedernes fundamentale forhold som indtjening og aktiver. I perioder som nu, hvor det er "sentiment" (følelser som uvished, panik og frygt), der driver aktiemarkedene, bliver der ikke skelet til forretningsmodeller og finansiell styrke. I disse perioder lider vores investeringsstil og afkast. Dette har også været tilfældet i 2011. Kigger vi tilbage i historien, har der været perioder, hvor aktiemarkedene har været styret af følelser, senest i forbindelse med finanskrisen i 2008 og før denne i forbindelse med IT-boblen sidst i 90'erne. Det er vigtigt at huske på, at fokus altid vender tilbage til de fundamentale forhold i virksomhederne, og her ligger vores investeringer godt til.

Nervøsiteten på aktiemarkedene har i det seneste kvartal været stærkt stigende og i et omfang, der først må beskrives som panik og senere som frygt for det uvisse. Vi forsøger på ingen måde at negligere de kæmpe udfordringer, som økonomierne og politikerne i euroland står over for i den kommende tid. Herefter vil der sandsynligvis komme en økonomisk afmatning i kølvandet på krisen, der er udtrykt ved frygten for euroens sammenbrud og følgeeffekterne heraf. Det er endnu et kapitel i gældsnedbringelsen i den udviklede del af verden og desværre en uundgåelig del af den nødvendige fordøjelse af kreditkrisen. På den helt korte bane virker det dog som om, alvoren er ved at gå op for de europæiske ledere (Tyskland, Frankrig). Tidligere har en generel følelse af politisk vakuum i Europa været med til yderligere at forstærke frygten på aktiemarkedene. Men det ser ud til, at de europæiske ledere nu er blevet klar over, at der skal mere gennemgribende og radikale tiltag til for at genoprette tilliden til euroen.

Det virker som om, at frygten bliver yderligere forstærket af det faktum, at krisen tager afsæt i den finansielle sektor i Europa. Store dele af sektoren er præget af uvished om konsekvenserne af øget regulering og nedskrivninger

samt faldende indtjening og eventuelle afskedigelser til følge. Det er selvfølgelig ikke noget, der giver det bedste afsæt til et mere optimistisk verdensbillede.

Krisen i 2008 sammenlignet med nu

Finanskrisen er stadig dybt forankret i vores bevidsthed og det med rette. Men vi mener ikke, at den nuværende situation helt kan sidestilles med det, vi oplevede i slutningen af 2008. Op til krisen i 2008 kørte de fleste virksomheder på fuld kapacitet og havde ekspanderet igennem en lang årrække. Så da krisen ramte, blev opbremsningen tilsvarende voldsom. Der var selskaber, der mistede op imod 50 % af deres omsætning i enkelte divisioner i de følgende kvartaler, og uvisheden om omsætningen og indtjeningen var historisk høj. I de følgende år frem til i dag har de fleste virksomheder benyttet den økonomiske situation til at omstrukturere, trimme omkostninger og nedbringe lagre og gæld, og mange virksomheder er kommet stærkere ud på den anden side af krisen i 2008. I dag har mange virksomheder tilpasset sig det faktiske økonomiske verdensbillede efter finanskrisen og har øget profitabiliteten og styrket balancen. Derfor mener vi ikke, at denne krise kan sidestilles med det, vi oplevede, i 2008.

Virksomhederne

I de 15 år jeg har arbejdet med aktieinvestering, har jeg ikke oplevet et så stort spænd mellem det, virksomhederne melder ud om fremtidige forventninger, og den måde udmeldingerne påvirker aktiemarkedene på. Det er fair at antage, at der kommer en afmatning af væksten i Europa og måske også andre steder i verden som følge af den store usikkerhed, som de finansielle systemer i den udviklede del af verden gennemlever i denne tid. Kigger man på aktiemarkedene, ser det ud til, at denne usikkerhed i meget høj grad allerede er blevet "priset ind". Det er specielt de europæiske virksomheder, eller mere præcist virksomhederne, der befinder sig i eurozonen, der har stået for skud. Dette i en sådan grad, at det bærer præg af panik. I kvartalet har der været afkastforskelle på op imod 20 % i år til dato mellem S&P 500 og flere europæiske aktieindeks. Dette er sket uden skelen til de underliggende selskabers reelle eksponering til forskellige markeder rundt i verden. Globale selskaber er populært sagt blevet "priset ned" uden skelen til de fundamentale forhold, men blot på grund af det forhold, at de har postadresse i eurozonen og intet andet. Dette er i vores verden udtryk for panik.

Et simpelt eksempel på dette, som vi ved flere lejligheder har brugt til at illustrere denne skævvridning af aktiemarkedene, er selskabet Heineken (som vi ikke investerer i). Heineken har stort set samme eksponering til lavvækst-ølmarkedene i Europa og USA, som sine nærmeste nordamerikanske konkurrenter, men derudover har

selskabet også højere eksponering til de mere attraktive højvækst-ølmarkedet i emerging markets. Trods denne gunstige eksponering er Heineken faldet 20 % mere end sine nærmeste nordamerikanske konkurrenter. Det sker alene, fordi markedet er så bange for alt europæisk eller eurorelateret. Et andet godt eksempel er Hochtief (som vi investerer i), der omsætningsmæssigt kun har ca. 13 % eksponering til eurozonen, men forsat bliver "priset" identisk med rent "europæisk" omsættende selskaber. Det er udtryk for den panik, der hersker på aktiemarkedene, som selvfølgelig er negativt for afkastet på den korte bane, men for rigtige value-investorer skaber det investeringsmuligheder, der især findes lige nu på de europæiske aktiemarkeder.

For mindre end 2 uger siden deltog vi i en investorkonference i München og mødte ved denne lejlighed 9 forskellige tyske virksomheder (flere industrivirksomheder), hvor 8 ud af de 9 havde svært ved at genkende den seneste tids krisestemning på aktiemarkedene, når de kiggede på udvikling i og forventninger til omsætning og indtjening. Den sidste virksomhed var påvirket af forhold, der ikke pegede direkte i retning af generel økonomisk afmatning, men derimod en kinesisk togulykke, der havde fået regeringen til at standse yderligere investeringsprogrammer i højhastighedstog indtil videre. Der var flere af virksomhedslederne ved de forskellige præsentationer, der direkte fremhævede den meget negative stemning blandt investorer og finansanalytikerne med vendinger som "*når vi driver virksomhed, forholder vi os til fundamentale forhold på vores markeder og lader os ikke styre af stemningen på finansmarkedene*" og "*det er ikke den virkelighed, vi ser på vores markeder, og i de næste 2 år ser det godt ud*".

Afkast

Ser vi på afkastet på vores investeringer for indeværende år, har det været negativt som nævnt tidligere. Først var det uro i Nordafrika/Mellemøsten, siden begivenhederne i Japan og senest det nye kapitel af gældskrisen i eurozonen. Det er grunden til, at det er vores europæiske investeringer, der har stået for skud i tredje kvartal, hvilket bliver yderligere forstærket af frygten for afmatning med en recession til følge. Dette rammer vores eksponering til mere økonomisk sensitive selskaber (industri og cykliske forbrugsgoder). Vi er på ingen måde tilfredse med negative afkast, men som altid stiller vi spørgsmålstegn ved, om reaktionerne i markederne reelt reflekterer fundamentale ændringer i den forretningsmæssige værdi. Svaret er kategorisk "nej".

Trods alle dommedagsoverskrifterne i den seneste tid er der stadig rigelig grund til at se lyst på fremtiden for vores selskaber. Tag nu for eksempel Japan: I slutningen af marts lige efter jordskælvet faldt aktiekurserne drastisk, og aviserne bugnede af artikler, der spredte forfærdelse

og angst. Vi kontaktede vores selskaber og blev forsikrede om deres situation. Siden første kvartal har japanerne og japanske selskaber været imponerende hurtige til at komme sig. Vores japanske investeringer har endda gjort det relativt godt i løbet af de seneste måneder. Selv på år til dato-niveau. Hvis man medregner den stærke yen, har vores investeringer i Japan været blandt de mest robuste i 2011. Dette er blot et eksempel for at vise, hvor vigtigt det er at forholde sig til den fundamentale analyse frem for at blive styret af den panik, der findes på markederne. Derudover skal det nævnes, at ser man på tværs af vores afdelinger, så står selskaberne i en gunstig situation, da de har benyttet lejligheden til at effektivisere og vil kunne drage fordel af et kommende opsving uanset forløbet. Når der er kortsigtet svaghed i markedet, giver det ofte en god mulighed for at finde nye interessante investeringsmuligheder eller at tilføje til eksisterende beholdninger. Specifikke ændringer i vores porteføljer beskrives i kvartalskommentaren.

Tilbage på niveauerne fra marts 2009

Vores konservative value-proces har altid resulteret i en portefølje med aktier, der har en god indtjeningsevne, robuste balancer og en lav værdiansættelse. Som altid mener vi, at et blik på værdiansættelsen i form af finansielle nøgletal for de underlæggende selskaber giver en god indikation af porteføljernes kvalitet. Kigger vi på prissætningen på vores fond i et historisk perspektiv, er vi tilbage på de lave niveauer, vi så efter finanskrisen i marts 2009. Det var, da vi var tættere på en "nedsmeltning" af det finansielle system, end man bryder sig om at tænke på. Målt ved det man betaler for driftsindtjeningen i vores virksomheder, er der ikke nogen tvivl om, at de er meget billige. Selv hele markedet er billigt, når man kigger på forventet indtjening (EV/EBITDA) for 2011 og 2012 (analytikerens konsensus). Hvis vi ser på Sparinvest Value Aktier som et enkelt selskab (akkumulerede data), handler afdelingen på en kurs/indre værdi på 0,77 (mod 1,52 for MSCI World Index). Samlet set er balancen stærk og robust med en nettogæld i forhold til egenkapital på kun 5 % (mod 29 % for MSCI World Index) og en begrænset risiko for nedskrivninger pga. blandt andet en lav goodwill-andel.

Ses der på driftsresultatet før afskrivninger for vores selskaber netop nu, betales der kun 3,7 gange den estimerede driftsindtjening for 2011 og 3,1 for den estimerede indtjening for 2012, sammenlignet med 5,9 og 5,2 for MSCI World Index.

Prisen, der betales for driftsindtjening i aktiemarkedet i dag, indikerer, at der er et godt potentiale for fremtidig aktivitet inden for selskabsovertagelser. Hvis man for eksempel sammenligner EV/EBITDA multipler med, hvad man typisk vil betale for selskaber i overtagelsessituationer, ser den implicite gevinst signifikant ud både for

hele markedet, men især også for vores afdeling. Man kan tale om den direkte effekt, hvilket svarer til kursen et selskab bliver budt på, og den indirekte, som udtrykker sig i en generel ny prisfastsættelse af en given sektor på et højere niveau. Det er svært at måle den direkte effekt af dette på porteføljen, men vi kan sige, at det vil være positivt for afkastet. Vi ser stadig selskabsovertagelser, for eksempel blev Granitifiandre, en italiensk fliseproducent, som lå i vores Global Small Cap-afdeling, overtaget tidligere på året. Vores selskaber er eksponerede til virksomhedsovertagelser, og vi forventer således også at se flere i de kommende år.

Konklusion

Aktiemarkedet har været præget af panik i kortere perioder i løbet af de seneste måneder. En lang række aktier og specielt europæiske aktier er i dag så undervurderede, at det nærmest har karakter af brandudsalg. Vores fond er i dag prissat på samme niveau, som vi så i marts 2009 efter finanskrisen til trods for, at vi i fonden finder mange virksomheder, som er kommet styrket ud af krisen i 2008, og som derfor er bedre stillet nu, end de var for 3-4 år siden. Men det forhold gør ikke den store forskel i et aktiemarked, der er drevet af frygt og pessimisme. Den nuværende krise kan ikke sidestilles med det, vi så i forbindelse med finanskrisen i 2008.

Sammenlignet med krisen for tre år siden er det altså overordnet nogle stærkere selskaber, vi ser i dag, og fremadrettet vil virksomhedernes kvalitet blive et endnu mere centralt element, især fordi vi ikke længere kan regne med, at politikerne er i stand til at komme svage selskaber til undsætning i form af øget likviditet. De stærke selskaber vil blive stærkere, og de svage vil blive svagere. Derfor vil virksomheder, der har en stærk balance og en robust forretningsmodel, stå bedst.

Den globale økonomi vokser samlet set dog under pres og i et lavere tempo end, hvad man kunne håbe på. Hvad kan selskaberne gøre i en sådan situation? De sunde og stærke selskaber vil kunne kompensere for denne "manglende" vækst ved at foretage opkøb og konsolidere deres brancher og derved løfte deres langsigtede driftsindtjening. Vi er således overbevist om styrken i vores portefølje og ser meget fortrøstningsfuldt på det fremtidige afkastpotentiale. Det har været en ekstrem periode på det seneste, hvor det ikke har drejet sig ret meget om de fundamentale forhold i virksomhederne, men omvendt bringer disse perioder altid nye investeringsmuligheder med sig.

Det tiltagende kortsigtede fokus i aktiemarkedet er ikke centralt for den langsigtede investor. Det er derimod med til at skabe mulighederne for langsigtede investorer og value-investorer generelt, fordi sunde og solide virksomheder bliver priset ned, når fokus fra de fundamentale

forhold er væk. Value-investering drejer sig ikke om at have en god historie, der er nem at kommunikere, fordi den passer med markedets konsensus og den generelle nyhedsstrøm. Tværtimod handler det i vores verden om reelle værdier og værdiansættelse, om at købe indtjeningsevne, stærke balancer og aktiver med en rabat, og sidst men ikke mindst og sværest af alt handler det om tålmodighed.

Med venlig hilsen

Jens Moestrup Rasmussen
 Chefporteføljeforvalter
 11. oktober 2011

Sparinvests value-team



Jens Moestrup Rasmussen
 Lead Portfolio Manager



Kasper Billy Jacobsen
 Lead Portfolio Manager



Per Kronborg Jensen
 Senior Portfolio Manager



Karsten Løngård
 Senior Portfolio Manager



David Orr
 Portfolio Manager



Jeroen Bresser
 Portfolio Manager



Trine Uggerhøj
 Portfolio Manager



Lisbeth Søgaard Nielsen
 Portfolio Manager



Morten Rønnow Tandrup
 Equity Analyst



Mikael Søgaard
 Equity Analyst



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	Høj (6)
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 tredje kvartal af 2011 tabte Sparinvest Value Aktier 15,58 %. I løbet af samme periode faldt det brede aktiemarked, målt ved MSCI World Index, med 10,11 %, mens value-aktier generelt, målt ved MSCI World Value Index faldt med 10,58 %. Den primære årsag til det negative afkast i både absolutte og relative termer er afdelingens relativt store eksponering til europæiske, konjunkturfølsomme og small cap-selskaber. Det europæiske indeks, MSCI Europe Index, faldt 16,57 % i løbet af kvartalet, mens MSCI World Small Cap Index faldt med 14,24 %.

Sparinvest Value Aktier sammenlignet med indeks i %	Q3 2011	ÅTD
Sparinvest Value Aktier	-15,58	-19,45
MSCI World Index	-10,11	-12,34
MSCI World Value Index	-10,58	-12,40
MSCI World Growth Index	-9,64	-12,29
MSCI World Small Cap Index	-14,24	-16,10

Alle beregninger er i DKK

Det betyder, at Sparinvest Value Aktier i årets første tre kvartaler er faldet med 19,45 % sammenlignet med 12,34 % for det brede verdensindeks. Gennem det første halve år led afdelingen som følge af jordskælvet i Japan, men i årets tredje kvartal har vores japanske eksponering været relativt stabil og robust. Japanerne har været imponerende hurtige til at komme sig efter ulykken, og hvis man medregner den stærke yen, har vores japanske investeringer været blandt de bedste i afdelingen, når man måler på årets første ni måneder.

Det er åbenlyst, at det er krisen i Europa og bekymringerne om lavere global økonomisk vækst, eller endda recession, der har været skyld i afkastet. Aktiemarkedene har primært været drevet af frygt. Det har naturligvis givet store udfordringer for en afdeling som Sparinvest Value

Aktier med en relativt stor eksponering til europæiske selskaber om end primært nordeuropæiske selskaber. Nogle gange har det virket som om en aktie er blevet priset ned, alene fordi selskabet blot havde postadresse i Europa. Samtidig har afdelingen en relativt stor eksponering til sektorer som forbrugsgoder, industri og materialer, der er blevet hårdest ramt af alle under kvartalets aktienedtur. Det gælder både for Europa, USA og Japan.

Det er naturligvis ikke tilfredsstillende at se så stort et kursfald i kvartalet. Det er vigtigt at understrege, at de ekstreme kursudsving ikke er berettigede ud fra den underliggende udvikling, vi ser i selskaberne. Samtidig giver de irrationelle kursudsving mulighed for, at vi kan finde nye investeringer. Således har vi investeret i otte nye selskaber i kvartalet.

Der er store problemer, der skal løses – specielt i Europa. Det er afgørende, at vi kommer til at se politisk beslutningskompetence. Som vi har sagt længe, kan man ikke komme sig over en kreditkrise på en nem og hurtig måde. Vi vil ikke forsøge at forudse, hvilken økonomisk udvikling vi står overfor, men situationen er helt anderledes i dag, end den var i 2008. I 2008 kom opbremsningen for mange som en pludselig overraskelse. Her i slutningen af 2011 kan virksomhederne stadig ikke se nedturen i tallene: ordreindgang og indtjening rapporteres på niveau med det forventede i langt de fleste af vores selskaber. Men selv hvis en opbremsning kommer, er selskaberne i dag bedre forberedt end for tre år siden. Virksomheder verden over har benyttet den økonomiske situation til at omstrukturere, trimme omkostningerne, nedbringe lagre og gæld, og mange virksomheder er kommet stærkere ud på den anden side af krisen i 2008. De har altså øget profitabiliteten, styrket balancen og fremstår mere trimmede, end de har gjort længe. Derfor mener vi ikke, at denne krise kan sammenlignes med det, vi oplevede i 2008.

Så mens vi deler bekymringerne om situationen i Europa og sagtens kan se risikoen for lav global økonomisk vækst i den kommende tid, synes vi, aktiemarkederne er dybt irrationelle. Værdiansættelsen i afdelingen gennemgås nedenfor, men vi er ikke i tvivl om, at uanset hvordan økonomien udvikler sig, har investeringerne i vores afdeling masser af rabat i forhold til de forretningsmæssige værdier, og det vil give et godt afkast i de kommende år.

Porteføljesammensætning

Ved kvartalets udgang udgjorde kontantandelen i porteføljen 1,9 % af den samlede formue. Afdelingen havde 112 investeringer, hvoraf de ti største udgjorde 25,16 % af den samlede portefølje.

I løbet af kvartalet har vi foretaget otte nye investeringer. Vi har købt aktier i BlueScope Steel (Australien, stål), Nokia (Finland, mobiltelefon), Clariant (Schweiz, kemikalier) og Nyrstar (Belgien, zink). I Japan har vi investeret i Nintendo (spil) og Mitsui OSK (shipping). Derudover har vi investeret i to producenter af husholdningsapparater, nemlig Whirlpool (USA) og Electrolux (Sverige).

Vi bør måske bemærke, at vi fra tid til anden får et nyt selskab ind eller ud af porteføljen, når selskaber fusionerer eller spaltes. I de seneste kvartaler har det givet små bevægelser på beholdningsoversigten. I sådanne situationer analyserer vi det nye selskab og vurderer, hvorvidt der er en tilfredsstillende sikkerhedsmargin i selskabet eller ej, før vi beslutter, om det skal beholdes eller frasælges.

Ved generel rebalancering af afdelingen har vi naturligvis foretaget enkelte opkøb og frasalg i eksisterende investeringer.

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

Porteføljens værdiansættelse

Aktier generelt handler i dag på interessante niveauer, men priserne på vores investeringer ser ud til at være ekstremt lave. 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 0,77 sammenlignet med 1,52 for MSCI World Index. Den samlede balance er stærk med en nettogæld i forhold til egenkapital på blot 3,9 % (mod 30 % for MSCI World Index).

Også på indtjeningsmultipler ser afdelingen attraktiv ud. P/E-forholdet var 9,8 for det seneste regnskabsår, mens det ifølge estimater for 2011-indtjeningen er 10,1 og 8,9 for 2012 (sammenlignet med 11,2 for MSCI World Index og med 10,8 og 9,7 for henholdsvis estimater for 2011 og 2012).

EV/EBITDA for porteføljen, som er et udtryk for prisen på selskabers driftsindtjening, er på blot 3,2 gange indtjeningen ifølge Bloombergs estimater for 2012, sammenlignet med 5,2 for MSCI World Index.

Sparinvest Value Aktier er investeret i en række selskaber med stærke balancer og en stærk indtjeningsevne. På trods af de store markedsudsving er de underliggende værdier intakte, og vi er overbevist om, at afdelingen vil generere stærke afkast i de kommende år.

Enkelte positioner

Dillard's

Kursmål nået

Dillard's driver en kæde af varehuse i USA's sydvest-, sydøst-, og midtvest-regioner. Selskabet blev grundlagt i 1938 af faderen af den nuværende administrerende direktør, og virksomheden er stadig familiekontrolleret. Da vi kiggede på Dillard's i løbet af sommeren 2007, havde selskabet været gennem en længere periode med både faldende salg og indtjening, og i et marked med hård konkurrence var Dillard's ikke imponerende i forhold til konkurrenterne.

Selvom aktien handlede til 0,75 gange bogført værdi, så Dillard's ikke billig ud, når man målte i forhold til indtjening, og aktien var meget upopulær blandt analytikere. For os, var der imidlertid mere i det. Dillard's ejede langt de fleste af sine butikker, som så ud til at gemme på store værdier – større end de værdier, der var angivet i regnskabet – og vi mente, at ejendomsværdierne alene udgjorde en vis mindsteværdi, selv hvis tingene gik galt. Samtidig kunne vi se et stort potentiale for at forbedre selskabets indtjening. Det var vi ikke alene om. I sommeren 2007 forsøgte Barington Capital, en hedge fond, at få et møde med ledelsen, hvor de opfordrede dem til at lukke urentable butikker, foretage et såkaldt

sale-and-lease-back på selskabets ejendomme og styre butikkerne og varelagene mere optimalt. Vi værdisatte Dillard's ud fra en konservativ vurdering af deres ejendomsaktiver og anvendte en lav multipel på den potentielle indtjeningsevne, og vi så en betydelig rabat. Vi købte således vores første aktier i Dillard's i august 2007 til 26 dollar pr. aktie.

Kort efter vores investering blev Dillard's ligesom resten af branchen ramt af den økonomiske afmatning. På trods af Dillard's faldende aktiekurs, havde vi stadig stor tillid til vores investering. Under krisen blev Dillard's handlet til under 3 dollar pr. aktie, men det, der betød noget for os, var den underliggende investering, som rent faktisk forbedredes under krisen. Bestyrelsens struktur blev ændret i løbet af 2008, og en officiel strategi for kapitalanvendelse, omkostningsbesparelser og maksimering af shareholder value blev kommunikeret. Som et eksempel solgte Dillard's et fly, deres "corporate jet", og brugte provenuet til at tilbagekøbe aktier.

På vej ud af krisen begyndte Dillard's at drive butikkerne bedre, og de vendte et frit cash flow pr. aktie fra minus 1 dollar i 2007 til over 6 dollar pr. aktie i 2009. Senere, i januar 2011, meddelte Dillard's, at man havde intentioner om at oprette et ejendomsinvesteringsselskab, der kunne frigøre de betydelige ejendomsværdier. Aktiekursen steg til 55 dollar i juli 2011, og vi solgte vores aktier, da prisen nåede vores estimerede forretningsmæssige værdi. Det var et tilfredsstillende afkast, og Dillard's er et fint eksempel på, hvordan markedsuro midlertidigt kan få en investering til at se dårlig ud, på trods af en solid forretningsmæssig værdi baseret på en stærk balance med værdifulde aktiver og et godt indtjeningspotentiale.

Jens Moestrup Rasmussen

Chefporteføljeformaler

11. oktober 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 børnoteret 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.

Risiko- og afkastprofil



Stamoplysninger

ISIN	DK0010079631
Fondskode	1007963
Fondens startdato	30.04.1986
Afdelingens valuta	DKK
Udbyttetype	Udbyttebetalende
Foreningen	Sparinvest
Domicil	Danmark
Notering	InvesteringsForeningsBørsen
Formue (mio.) - 30.09.2011	9.594,53 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 - 30.09.2011	290,24 DKK
Maks. emissionstillæg	1,80 %
Maks. indløsningsfradrag	0,55 %
Seneste adm. omk. - 31.12.2010	1,86 %
Forventet adm. omk. - 2011	1,86 %
Årlig omk. i pct. (ÅOP)	2,20 %
Risikomærkning	Gul

Afkast - Ultimo måned, sep-2011

Afkast	Fond	Benchmark ¹	Diff.
ÅTD	-19,45%	-12,34%	-7,11%
1 måned	-3,64%	-2,06%	-1,58%
3 måneder	-15,58%	-10,11%	-5,47%
1 år	-9,59%	-2,81%	-6,77%
3 år ann.	0,96%	1,37%	-0,42%
5 år ann.	-5,06%	-3,39%	-1,67%
10 år ann.	5,09%	-0,16%	5,25%

Risiko 3 år - Ultimo måned, sep-2011

Risiko	Fond	Benchmark ¹	Morningstar ²
Volatilitet	19,34%	16,06%	16,86%
Sharpe R.	0,04	-	0,02
Info ratio	0,02	-	-

Morningstar Rating™ **★★★★★**

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?) - 30.09.2011

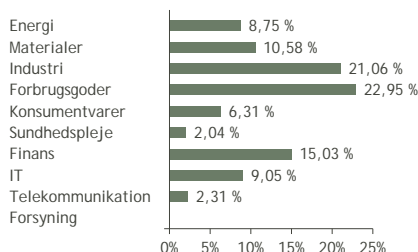


Afkast	2007	2008	2009	2010	09-2011
Fond	0,28%	-42,73%	24,62%	27,07%	-19,45%
Benchmark	-1,63%	-37,75%	25,90%	19,71%	-12,34%
Morningstar Kategori™	-3,09%	-37,89%	27,02%	15,62%	-12,82%

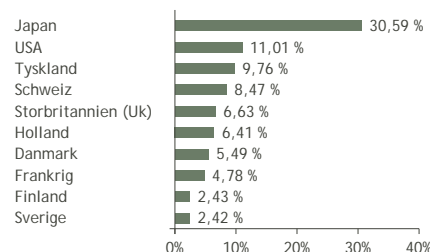
Aktivfordeling

Antal placeringer	Aktier	Obligationer	Andet	Kontant o. lign.
112	98,1%	0,0%	0,0%	1,9%

Sektorfordeling



Top 10 Lande



Portefølje (Top 10) - 30.09.2011

Navn	Sektor	Type	Land	Vægt
MS&AD Insur. Grp Hold. Inc	Finans	Aktier	Japan	3,20%
Fraport AG	Industri	Aktier	Tyskland	2,77%
Hochtief Ag	Industri	Aktier	Tyskland	2,69%
Koninklijke DSM	Materialer	Aktier	Holland	2,65%
A.P. Møller-Mærsk B	Industri	Aktier	Danmark	2,63%
Sainsbury Plc (J)	Konsumentvarer	Aktier	Storbritannien	2,44%
Nippon Tel & Tel Corp.	Telekommunikation	Aktier	Japan	2,31%
Hutchison Whampoa Ltd	Industri	Aktier	Hongkong	2,27%
Banque Cantonale Vaudoise	Finans	Aktier	Schweiz	2,15%
Toyota Industries Corp	Forbrugsgoder	Aktier	Japan	2,05%

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 valutarisiko. 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