

Value Aktier

Brev til investorerne

Q4/06

4. kvartals afkast: 5,32 %

Kære investor

Sparinvest Value Aktier gav et afkast på 5,32 % i fjerde kvartal 2006. Det samlede afkast for hele 2006 blev på 15,07 %. Aktiemarkedet målt ved MSCI Verdensindekset gav et afkast på 4,06 % i fjerde kvartal og 7,34 % for hele året. Dermed er vores afkast tilfredsstillende både i absolut og relativt perspektiv, selvom det fortsat er vores fokus at skabe langsigtede stabile og positive afkast i alle slags markeder.

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			
	Q4 2006	2006	2005
Sparinvest Value Aktier	5,32%	15,07%	32,48%
MSCI World Index	4,06%	7,34%	26,51%
MSCI World Value Index	4,84%	11,82%	26,59%
MSCI World Small Cap Index	5,48%	4,78%	33,70%
MSCI Europe	7,04%	19,54%	26,43%
S&P 500	2,46%	3,52%	21,22%
Nikkei 225	1,63%	-5,32%	40,68%
IFR globale afdelinger (median)	4,54%	6,91%	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

Med det sædvanlige fokus på udviklingen i den amerikanske økonomi, blev 2006 et år hvor handels- og valutakurs ubalancerne voksede sig større. De dominerende olieeksporterende lande i Mellemøsten fortsætter med at binde deres valuta til den amerikanske dollar, hvorimod kineserne ser ud til endelig at give slip på deres dollarbinding. De har tilladt den kinesiske yuan at revaluere med henholdsvis 3,2 % og 2,6 % i 2006 og 2005 - meget små ændringer i forhold til den revaluering, som er ventet af økonomerne, hvis Beijing-styret skulle vælge at lade valutaen flyde frit. Så de kinesiske varer er forblevet uhyre billige for de amerikanske forbrugere, hvilket har tilladt dem at forbruge endnu mere, før inflationspresset har indfundet sig. Olieprisen er faldet med 25 % fra rekordhøje USD 78 per tønde i august, hvilket yderligere har mindsket inflationsrisikoen. Alt i alt har det tilladt den amerikanske forbundsbank at fastholde renteniveauet gennem hele fjerde kvartal. Det amerikanske 12 måneders betalingsbalanceunderskud nåede op på ekstreme 880,3 milliarder USD ved udgangen af 3. kvartal (underskuddet for hele 2006 er endnu ikke opgjort), og Kina råder nu over verdens største dollarreserver. Det er usikkert, hvor store dollarreserver, som ligger gemt i investeringsfonde i den arabiske region. USA fortsætter dog med at lægge pres på Kina for at få dem til at revaluere deres valuta. I december rejste både

finansminister Henry Paulsen og centralbankchef Ben Bernanke til Beijing for at overtale kineserne til at opgive dollarbindingen. Men, det er langt fra hele det amerikanske betalingsbalanceunderskud, som ender i kinesiske lommer. Kinas overskud er i øjeblikket på 200 milliarder USD årligt, mens de olieeksporterende lande forventes at have et overskud på hele 500 milliarder i 2006, og dermed redegør de for hovedparten af det amerikanske underskud, der skal til for at skabe balance i verdensøkonomien. Rusland havde et 100 milliarder USD 12 måneders betalingsbalanceoverskud ved udgangen af 3. kvartal og fuldender dermed billedet af en verdensøkonomi, som bliver drevet af amerikansk forbrug i udviklingsmarkeder, der har opnået enorme overskud.

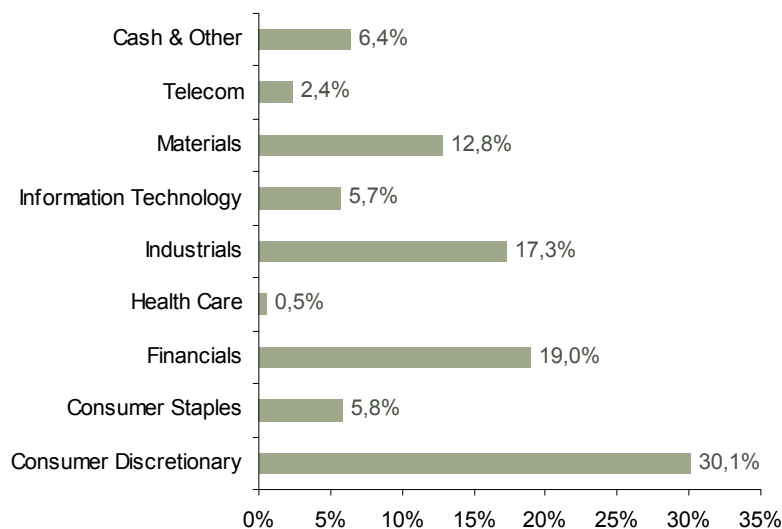
Bank of Japan undlod at hæve renten ved sit møde i december. Centralbankchefen, Toshihiko Fukui, er på den ene side sårbar overfor kritik om, at han kan komme til at hæve renten for tidligt og dermed kvæle det spæde japanske opsving. Det har taget tid at genopbygge bankens omdømme, efter den i 2000 kom til at hæve renten fra nul til 0,25 % for kun seks måneder senere at sænke renten igen, da depressionen blev forværret. På den anden side kan de fleste i den japanske banksektor tydeligt huske, hvordan den økonomiske boble, himmelflugten på ejendoms- og aktiemarkedet samt massiv overinvestering blev skabt på grund af adgangen til billig finansiering, og centralbankchefen vil meget gerne undgå at havne i samme situation igen. Indtil videre fastholder centralbanken sin styrenten på 0,25 %, så der er stadig uhyre billig adgang til at låne penge, hvilket har fået japanske virksomheder til at øge deres investeringer til et meget højt niveau. Med et amerikansk renteniveau på 5,25 % og den Europæiske Centralbanks primære rente på 3,5 % bliver yennen fortsat brugt til såkaldte 'carry trades', hvor investorer låner i Japan, veksler pengene og investerer i andre markeder hvor renten er højere, hvilket medfører et yderligere nedadgående pres på yennen.

I Europa har den Europæiske Central Bank hævet renten seks gange i løbet af 2006, og det forventes, at tendensen fortsætter i foråret 2007. Senest har flere af de europæiske økonomier udvist begyndende svaghedstegn. Kun i Tyskland fortsatte hovedparten af de økonomiske indikatorer de gode takter i løbet af kvartalet, mens MOMS-forhøjelsen ved årsskiftet fra 16 til 19 % forventes at ville lægge en lille dæmper på forbrugertilliden. Om vi ser en europæisk renteforhøjelse i marts kommer igen til at afhænge af USA. Hvis den amerikanske økonomi får en hård landing, og Federal Reserve bliver tvunget til sænke renten, behøver ECB muligvis ikke at stramme pengepolitikken alligevel. ■

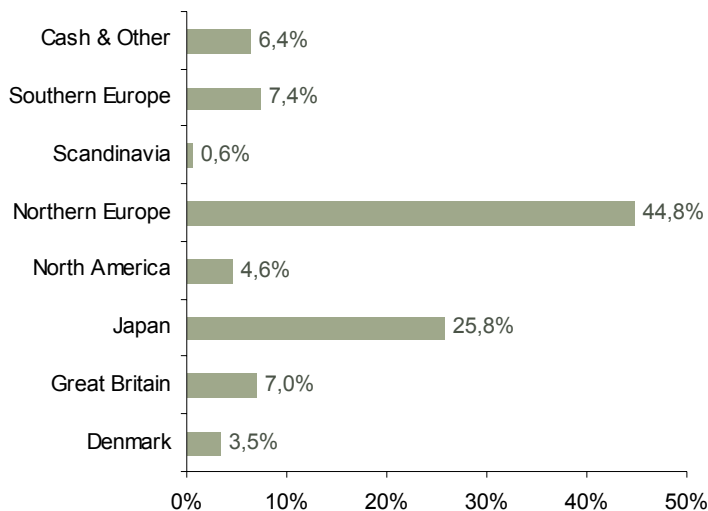
Afdelingen netop nu
Dexia er ny i porteføljen

Ved udgangen af andet kvartal udgjorde kontantandelen 6,4 % af de samlede aktiver. Afdelingen havde 106 selskaber i porteføljen med følgende branche- og landesammensætning:

Branchefordeling



Geografisk fordeling



Handelsaktiviteten har været begrænset i kvartalet, som er gået. Grundet balancering af porteføljen har vi handlet i cirka 80 af de eksisterende selskaber, men kun et enkelt nyt papir, Dexia, har fundet vej til porteføljen. Dette belgiske selskab driver bank-, forsikrings-, børsrådgiver-, kapitalforvaltning og offentlig finansieringsvirksomhed, og selskabet har aktiviteter i det meste af verden.

Vi fortalte sidste kvartal, at den engelske kæde af stormagasiner, House of Fraser, var ved at blive afnoteret af den Islandske investeringsgruppe Baugur. Vi modtog i november betaling for vore aktier.

De 10 største beholdninger udgjorde ved udgangen af september 29,31 % af porteføljen og bestod af følgende selskaber:

Top 10 beholdninger		
Selskab	Branche	Andel
Volkswagen AG	Automobile Manufacturers	4,10%
Salzgitter AG	Steel	3,43%
MAN AG	Industrial Machinery	3,37%
Hochtief Ag	Construction & Engineering	2,95%
Sainsbury Plc (J)	Food Retail	2,88%
Peugeot SA	Automobile Manufacturers	2,75%
Nipponkoa Insurance	Property & Casualty Insurance	2,52%
Fuji Film Holdings Corp.	Photographic Products	2,48%
Deutsche Postbank Ag	Diversified Banks	2,43%
Nippon Tel & Tel Corp.	Integrated Telecommunication S	2,40%

Vi har ikke haft nogen overtagelsestilbud i porteføljen i løbet af fjerde kvartal, men der har været spekulationer, som har involveret Volkswagen, MAN, Boskalis, Stork, Thomson og Kuoni Reisen. ■

Europæisk lastbilsindustri
 Opkøbslagsmål

I Europa har to af vore selskaber været involveret i opkøbsforhandlinger. Det begyndte som rygter i midten af september, selve købstilbuddet så dagens lys i oktober og til slut har det udviklet sig til en cocktail af beskyldninger og rygter. Den tyske lastbilsproducent MAN er overbevist om, at den kan købe sin svenske konkurrent Scania. Slår de selskaberne sammen, vil resultatet blive Europas største og verdens tredjestørste producent af lastbiler og busser. MAN lagde ud med et tilbud bestående af aktier og kontanter, som værdisatte Scania til 9,6 milliarder euro. Scantias bestyrelse afslog det 'fjendtlige' overtagelsestilbud med det samme, med begrundelsen at det var for lavt.

Volkswagen, vores største position i Value Aktier, ejer 18,7 % af Scania. VW afslog ligeledes tilbuddet, men denne gang var begrundelsen, at et salg ikke var foreneligt med strategiske målsætning. For at gøre sagen ekstra kompliceret, så er MANs administrerende direktør, Håkan Samuelson, svensker og desuden tidligere mangeårig direktør i Scania. Desuden er Volkswagens direktør Bernd Pishetsrieder bestyrelsesformand for Scania, så konflikter blandt topcheferne kan stå i vejen for en fornuftig løsning til gavn for mindretalsaktionærer som Sparinvest Value Aktier.

I oktober sagde rygtebørsen, at Volkswagen planlagde et købstilbud på MAN for at sammenlægge selskabet med VWs brasilianske lastbilsaktiviteter. Volkswagen viste sig ganske rigtigt at have været i markedet og havde sammenlagt akkumuleret en post på 15 % af MAN. Men igen sagde CEO Pishetrieder, at opkøbet var sket af strategiske grunde og ikke med en fuld overtagelse for øje. Anden uge af oktober sagde VWs bestyrelsesformand det stik modsatte - nu var planen at slå både MAN og Scania sammen med VW's lastbilsdel.

På det tidspunkt havde MAN opnået 14 % af Scania aktierne i markedet, men både Volkswagen og Sveriges Wallenberg-kontrollerede Investor AB kunne stadig blokere for overtagelsen. Scantias direktør Leif Östling forberedte sig på at betale et særudbytte og påstod desuden at potentielle fordele ved at slå de to selskaber sammen ville være minimale i forhold til hans forventninger om nedgang i salget, og at MAN ville blive tvunget til at fyre mindst 5000 ansatte.

I midten af november opstod et rygte om, at Scania forberedte sig på et bud på MAN. Imens kørte Scania helsidesannoncer i svenske aviser, som advarede Scania aktionærer mod at sælge til MAN. I begyndelsen af december sammenlignede Östling MAN's for-handlingsstil som 'Blitzkrieg' og måtte senere undskylde offentligt for sin kommentar.

EU Kommissionen har godkendt en eventuel fusion og vurderet, at den ikke vil skade konkurrencen på det europæiske lastbils- og busmarked. MAN har ladet sit tilbud til Scania-aktionærerne stå ved magt indtil udgangen af januar, så sagaen fortsætter i 2007. Bundlinjen for 2006 blev, at Scantias aktier er steget med 35 % i forhold til niveauet før købstilbuddet og cirka 70 % for hele 2006. MAN aktierne er steget med 17 %, siden forhandlingerne begyndte og 55 % for året. ■

Det har været et travlt kvartal for den irske frugt og grøntsagsdistributør Fyffes. Vi begyndte at investere i selskabet i juni 2006. Forinden havde selskabet flyttet sine ejendomsbesiddelser over i et separat børsnoteret selskab ved navn Blackrock. Fyffes beholdt 40 % af Blackrock-aktierne og udloddede de resterende til sine aktionærer.

I tidligere udgaver af vores 'brev til investorerne' har vi understreget vigtigheden af en aktionærvenlig ledelse, som vælger at frasælge forretningsområder, der falder udenfor virksomhedens kompetencer, og som vælger at udlodde overskydende likviditet i form af dividender - når det ikke er muligt at geninvestere inden for virksomhedens kerneområder og få et tilfredsstillende afkast.

I september annoncerede Fyffes endnu en opsplitning af selskabet. Ledelsen forventede at grøntsagsdelen af virksomheden ville få en højere værdiansættelse som selvstændigt selskab end som en del af Fyffes. De argumenterede for, at en 'sum-of-the-parts' analyse af virksomheden ville give en højere pris end den daværende aktiekurs. Med kun to forretningsområder var behovet for at opsplitte selskabet ikke umiddelbart oplagt. Langt de fleste professionelle investorer kan godt selv foretage en sådan 'sum-of-the-parts' analyse af den indtjeningsmæssigt stærkere frugtdel og svagere grøntsagsdel. Alligevel gav strategien pote, værdien af de to nye selskaber - frugtdelen hedder stadig Fyffes og grøntsagsdelen 'Total Produce' - er i dag cirka 17 % højere end prisen på Fyffes forud for opsplitningen. ■

På mange måder blev 2006 et gennemsnitligt år for Sparinvest Value Aktier. Afkastet på 15,07 % er kun marginalt lavere end det årlige afkast på 15,90 % siden ultimo 1997, men det tilfredsstillende vores langsigtede ambition om at skabe et årligt afkast på 12 % eller mere. Og man skal huske på, at investorer skal forvente et langsigtet gennemsnitligt aktieafkast på 8-12 % afhængigt af kapitalforvalterens evner.

Valutamarkedene fortsatte med at være ufordelagtige for europæiske investorer, som har placeret midler uden for euro-regionen. I fjerde kvartal fortsatte dollaren sit fald i forhold til euro - 3,5 % i fjerde kvartal og omkring 10 % for hele året. Dollarens devaluering kommer ikke som en overraskelse givet de enorme betalingsbalanceunderskud. Da Sparinvest Value Aktier har meget lille eksponering mod USA - i øjeblikket er det mindre end 3 % af porteføljen - bliver vore investorer ikke påvirket. Men for japanske yen er situationen en anden. Vores eksponering mod det japanske aktiemarked lød på 26 % ved årets udgang, og yennen tabte 4,7 % i løbet af fjerde kvartal. For helåret 2006 tabte yennen 11,3 %.

I Japan ser det ud til, at økonomien langsomt men sikkert forbedres. Aktiemarkedets prissætning af de japanske selskaber er lav, og virksomhederne har solide indtjening. I året, som er gået, har de japanske aktier haft et moderat afkast, men vi ejer og finder stadig mange valueselskaber i Japan. Det vil i dette tilfælde sige velkapitaliserede og veldrevne virksomheder, med stort potentiale.

De amerikanske og europæiske markeder har i de senere år oplevet et sandt boom i antallet af fusioner og virksomhedsovertagelser. Det har ikke rigtig været tilfældet i Japan. M&A aktiviteten er dog stigende, og der eksisterer et godt potentiale for flere fusioner og overtagelser i de kommende år. Vi har en stærk eksponering til typiske opkøbsmål i Value Aktier porteføljen. I løbet af kvartalet rejste vi til Japan for at besøge virksomheder og tale med deres ledelser. Turen bekræftede os i vores positive indstilling til at investere i Japan, men den bekræftede også, at den generelle opfattelse af konceptet shareholder value i Japan er på et meget tidligt stadie i forhold til Europa og USA.

Som altid, har vi en stærk tiltro til kvaliteten af selskaberne i vores eksisterende portefølje. Japanske såvel som ikke-japanske. Risikoen for permanent tab af kapital i Sparinvest Value Aktier er begrænset, og afkastpotentialet er fortsat tilfredsstillende. Vi ser positivt på fremtidspotentialet i vore investeringer. ■

Med venlig hilsen

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S

Jens Moestrup Rasmussen
Aktiechef og Chefporteføljevalter
5. januar, 2007