

Value Aktier

Brev til investorerne

Q1/07

1. kvartals afkast: 7,41 %

Kære investor

Sparinvest Value Aktier gav et afkast på 7,41 % i første kvartal 2007. Det er meget tilfredsstillende både i absolut og relativt perspektiv, da verdensindekset MSCI World gav et afkast på blot 1,49 %.

I nedenstående tabel er afdelingens afkast for kvartalet samt afkastet for hele 2005 og 2006 sammenlignet med en række forskellige aktiemarkedsindeks og medianafkastet for globale danske investeringsforeninger.

Sparinvest Value Aktier i forhold til indeks			
	Q1 2007	2006	2005
Sparinvest Value Aktier	7,41%	15,06%	32,48%
MSCI World Index	1,49%	7,34%	26,51%
MSCI World Value Index	1,11%	11,82%	26,59%
MSCI World Small Cap Index	4,11%	4,78%	33,70%
MSCI Europe	2,84%	19,54%	26,43%
S&P 500	-0,35%	3,52%	21,22%
Nikkei 225	0,28%	-5,32%	40,68%
IFR globale afdelinger (median)	1,13%	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

‘Sub-prime lending’ var et meget diskuteret emne gennem første kvartal 2007. Aktiemarkedet startede stærkt og verdensindekset, MSCI World, havde præsteret et årtil-dato afkast på mere end 4 % i midten af februar. Derefter tog frygten for at sub-prime markedet kunne starte en større krise med kreditstramninger over, og sendte aktiemarkedet på en rutschetur på mere end 6 % på kun én uge.

‘Sub-prime lending’ er ikke særlig veldefineret, og der er delte meninger om, hvorvidt begrebet er en reel trussel mod USA og dermed verdensøkonomien eller ej. Ikke desto mindre har ‘sub-prime lending’ været en stor indtægtskilde for amerikanske finansielle selskaber med nem adgang til finansiering gennem det kraftigt stigende amerikanske boligmarked. Begrebet ‘sub-prime’ dækker over risikable højrente lån udstedt til låntagere med ringere kreditværdighed. Med andre ord er deres kredithistorik eller deres indkomster så ringe, at det forhindrer dem i at få lån med lav rente. Det er blot en lille del af befolkningen, og derfor skulle det ikke være af så stor betydning, at det kan ryste verdens aktiemarkeder.

Ikke desto mindre har begrebet spredt sig i låne- og boligmarkedet. Truslen er i virkeligheden et resultat af lemfældig finansiering på boligmarkedet, som for eksempel nye

kreative låneformer og dårlig kreditværdighed. I dag har 7 % af de amerikanske husejere negativ friværdi i deres huse og 40 % har mindre end 30 % friværdi. Denne ekstreme gearing er opstået i år, hvor fast ejendom i USA er steget, og derfor er den gennemsnitlige amerikanske husejer meget følsom over for det fremtidige arbejdsmarked og renteutvikling. Set i dette lys, er det næppe nogen overraskelse, at den amerikanske centralbank bevarede renterne uændrede på deres møder i både januar og marts.

I Europa hævede Den Europæiske Centralbank i marts renten for syvende gang siden udgangen af 2005 til 3,75 %. Samtidig udmeldte man, at det højst sandsynligt ikke vil blive den sidste af slagsen.

Bekymringer om den tyske økonomi, som følge af momsforhøjelsen i januar, viste sig at være for pessimistiske. Både produktion, erhvervstillid og eksport stiger fortsat, hvilket er endnu et bevis på, at erhvervsklimaet i Tyskland er dikteret af eksport og ikke det hjemlige forbrug. Ikke desto mindre tror de tyske detailhandlere på, at de ikke vil blive hårdt ramt af momsforhøjelsen. Arbejdsløsheden er faldet til 9,3 %, hvilket stadig er et højt niveau, der kan virke som en stødpude mod vækst, når man sammenligner med de omkringliggende europæiske økonomier.

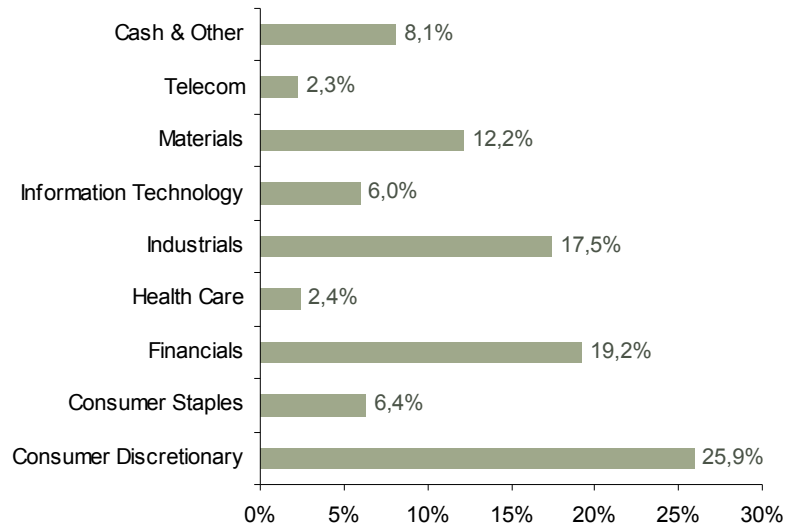
Arbejdsløsheden i Europa faldt til 7,3 % i februar, hvilket er det laveste niveau, siden man begyndte at registrere disse data i 1993. Som følge af højere lønninger og en stigende oliepris forventes Den Europæiske Centralbank at sætte renten op til 4 % på deres næste møde i juni.

Den japanske økonomi voksede i sidste kvartal af 2006 hurtigere, end den hidtil har gjort i de sidste tre år. De fleste økonomer er enige om, at væksten er drevet af en rekordhøj eksport samt de japanske virksomheders investeringer. Yennen er på sit laveste niveau siden 1985, hvilket har hjulpet eksporten, og selv om den japanske centralbank fordoblede renten til 0,5 %, er investeringsklimaet fortsat gunstigt. Privatforbruget, som udgør den anden halvdel af det japanske BNP voksede med 1,3 % målt på årlig basis i februar, hvilket er et sundt tegn, hvis en global opbremsning skulle skade den japanske eksport. ■

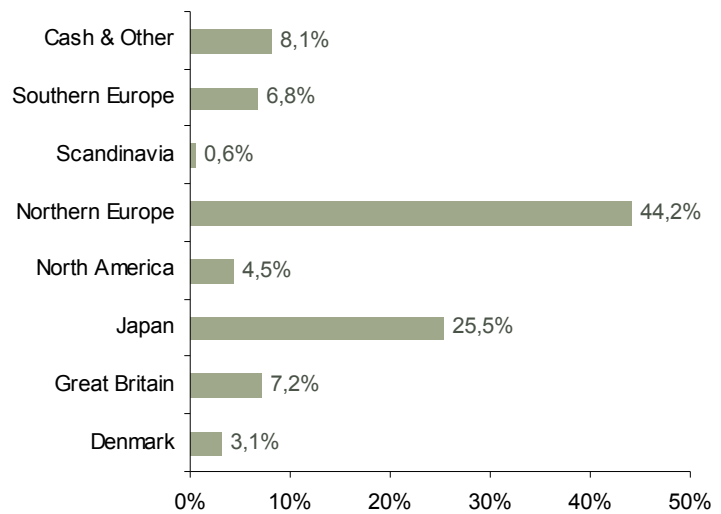
Afdelingen netop nu
Tre selskaber ud og ét ind

Ved udgangen af kvartalet udgjorde kontantandelen 8,1 % af de samlede aktiver. Afdelingen havde 101 selskaber i porteføljen med følgende branche- og landesammensætning:

Branchefordeling



Geografisk fordeling



Handelsaktiviteten har været begrænset i kvartalet, som er gået. Vi har solgt vores aktier i den tyske pumpe- og ventilproducent KSB og det danske forsikringsselskab Codan samt nogle mindre beholdninger, som udgjorde omkring 0,01 % af porteføljen. Vi er begyndt at købe aktier i en fransk supermarkeds kæde, Guyenne & Gascogne, og vi har handlet i cirka 80 af de eksisterende selskaber i forbindelse med balancering.

De 10 største beholdninger udgjorde ved udgangen af marts 30,4 % af porteføljen og bestod af følgende selskaber:

Top 10 beholdninger		
Selskab	Branche	Andel
Volkswagen AG	Automobile Manufacturers	4,93%
MAN AG	Industrial Machinery	3,89%
Hochtief Ag	Construction & Engineering	3,56%
Sainsbury Plc (J)	Food Retail	3,46%
Peugeot SA	Automobile Manufacturers	2,60%
Salzgitter AG	Steel	2,56%
Mitsui Sumitomo Ins	Property & Casualty Insurance	2,44%
A.P. Møller-Mærsk B	Marine	2,34%
Nippon Tel & Tel Corp.	Integrated Telecommunication S	2,32%
Nipponkoa Insurance	Property & Casualty Insurance	2,30%

Vi har ikke haft nogen overtagelser i porteføljen i løbet af første kvartal, men der har været overtagelsesbud i to af vores største positioner, nemlig Volkswagen og Sainsbury. ■

KSB
 Target nået

KSB er en af Europas største producenter af pumper og ventiler. Selskabet er stiftet i 1871, har hovedsæde i Frankenthal, Tyskland, og beskæftiger omkring 13.000 medarbejdere fordelt på 19 lande.

I 2001 var branchen ramt af overkapacitet og meget hård konkurrence. KSB var imidlertid ikke i problemer. Virksomheden havde faktisk været profitabel hvert år siden 1996 og udbetalte dividende på 4,25 %.

Derudover havde KSB en meget stærk balance med 110 millioner euro i kassebeholdning, 291 millioner i materielle anlægsaktiver og en arbejdskapital større end 300 millioner euro. Kombineret med 77 millioner i gæld og kun 17 millioner euro i goodwill var beskyttelsen mod tab i investeringen stor. Sidst men ikke mindst handlede selskabet under tre gange driftsindtjeningen, så potentialet i investeringen var meget attraktivt.

Vi købte vore første aktier i KSB i vinteren 2001/2002, da aktien handlede omkring 87 euro. I februar solgte vi på kurs 401,5 euro, da selskabet havde nået sin forretningsmæssige værdi. Det årlige afkast inklusive dividende har været på 37,9 %. ■

Codan
Target nået

Codan er det tredjestørste forsikringselskab i Danmark. Med aktiviteter inden for både liv- og skadeforsikring har Codan både private og virksomheder som kunder. Codan har 400.000 danske kunder og ejer andele af andre store nordiske forsikringselskaber.

Gennem anden halvdel af halvfemserne var forsikringsbranchen blot endnu en branche, der var dømt uden for interesse i de teknologi-fikserede investeringskredse. Codan handlede i niveauet 0,5-0,8 målt på kurs/indre værdi. Selskabet var meget profitabelt, og P/E-niveauet var så lavt som mellem 3 og 7 på daværende tidspunkt. I december 1999 blev Danmark ramt af en stor storm, og de fleste forsikringselskaber gik en knap så favorabel fremtid i møde på grund af de store skadesanmeldelser. Codans langsigtede indtjeningsevne var dog stadig intakt and man kunne købe selskabet til omkring halvdelen af den bogførte værdi.

Vi købte op i Codan-aktien på det tidspunkt, hvor aktien handlede omkring 130 kroner. Efter tab i 2001 og 2002 fik Codan atter sorte tal på bundlinjen i 2003. Siden da har de præsenteret rekordoverskud, og aktiekursen er mere end tredoblet.

Vi solgte vore Codan-aktier i februar, da aktiekursen havde nået vores beregnede forretningsmæssige værdi. Den gennemsnitlige salgspris var 513, hvilket svarer til et årligt afkast på omkring 32 % inkl. dividende. ■

VW og Sainsbury
Take-over

I England blev landets tredjestørste supermarkedskæde, Sainsbury, kontaktet af en række private equity fonde i løbet af kvartalet. Prisen på aktien hoppede fra 440 til over 500 pence, hvilket værdifastsatte selskabet til næsten 9 milliarder pund. Efter velkendte private equity giganter som Blackstone, KKR og CVC Capital Partners afslørede deres interesse, har også Marks & Spencer annonceret, at de overvejer et bud på selskabet. Derudover har en anden private equity gruppe anført af Bain Capital meldt sig på banen, og et specielt UK Takeover panel har bestemt, at Blackstone/KKR/CVC-gruppen har indtil den 13. april, hvor de skal have afgivet et bud. Aktien steg til 550 pence, og dermed blev vores position i Sainsbury til den fjerdestørste position i fonden ved kvartalets slutning.

I Tyskland kom Porsche med et bud på Volkswagen. Det var ikke nogen stor overraskelse, da tysk lovgivning kræver, at en investor skal give et bud på hele selskabet, hvis man erhverver mere end 30 % af aktierne.

Porsches bud skulle mindst være prisen, hvortil de havde købt de seneste aktier, eller en tre måneders gennemsnitspris. Da Porsche påstår, at investeringen i VW er af strategiske grunde - VW er Porsches største leverandør, og man vil beskytte VW fra tilnærmelser fra hedgefonde og private equity fonde - indeholdt buddet ikke nogen præmie i forhold til den samtidige aktiekurs. Porsche betalte 100,92 euro pr. aktie for de 3,2 %, der bragte dem over 30 % 's ejerskab. Det er samtidig det officielle bud for de resterende aktier, på trods af at aktien handlede på 112 euro ved kvartalets udgang. ■

Fremtiden

I de forrige kvartaler har vi gjort opmærksom på, at man som investor ikke skal forvente, at aktier skal performe lige så godt, som de globale markeder har gjort gennem

de sidste tre år. Vi afholder os generelt fra at give skøn om fremtiden til vore investorer, og vi forsøger aldrig at opstille kortsigtede mål. Når det er sagt, er vi selvfølgelig glade for udviklingen i første kvartal, men vi finder det usandsynligt, at dette tempo kan opretholdes og at en sådan performance vil forsætte i de kommende kvartaler.

Frygten for at den amerikanske økonomi er stagnerende, og at det vil sprede sig og bremse verdensøkonomien, bliver ved med at påvirke aktiemarkedet, og første kvartal i 2007 vil også blive husket for en 14-dages periode med nervøse aktiemarkeder. Vi er naturligvis aldrig særlig begejstrede, når investorer taber på deres aktieinvesteringer, men vi opfordrer alle til at bevare roen og fokusere på det lange sigt. Det er på tidspunkter som dette, man især skal stå fast ved sin strategi og fokusere på forretningsmæssige værdier og ikke kortsigtede udsving i markedsværdien af porteføljerne.

Hos Sparinvest er det uanset de volatile markeder 'business as usual'. Faktisk har vi i value teamet fået endnu mere travlt med at screene markedet efter billige selskaber. Historisk har vores investeringsmetode vist sig stærk - især i negative markeder - da vi har lettere ved at finde aktier, som opfylder vores krav om minimum 40 procent discount. Med andre ord så lægger vi grobunden til fremtidig høje afkast, når markederne dykker, og value-aktierne bliver endnu lavere prissat.

Vi forbliver disciplinerede og fokuserer til stadighed på risiko før afkast. Vi foretrækker selskaber med en stor sikkerhedsmargin i form af bagvedliggende værdier som eksempelvis grunde og bygninger, og på samme tid kræver vi, at virksomhederne har et langsigtet stabilt indtjeningspotentiale. Vi finder fortsat gode og undervurderede selskaber rundt omkring i verden. I slutningen af kvartalet havde vores portefølje en gennemsnitlig kurs/indre værdi på omkring 1,6 sammenlignet med 3,7 før verdensindekset, MSCI World.

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
Underdirektør og Chefporteføljeformaler
18. april, 2007