

# Value Aktier

## Brev til investorerne

Q2/07

2. kvartals afkast: 4,74 %

Kære investor

Sparinvest Value Aktier gav et afkast på 4,74 % i andet kvartal af 2007, hvilket bringer afkastet år til dato op på 12,50 %. Benchmarkindekset MSCI Verden gav et afkast på 4,84 % i andet kvartal og 6,41 % år til dato. Dermed var kvartalet en smule skuffende relativt set, men det har så afgjort været et tilfredsstillende år, hvad angår absolut afkast.

I nedenstående tabel er afdelingens afkast for henholdsvis 2. kvartal, afkastet i første halvår og afkastet i 2006 sammenlignet med en række forskellige aktiemarkedsindeks og medianafkastet for de globale danske investeringsforeninger.

Sparinvest Value Aktier i forhold til indeks			
	Q2 2007	H1 2007	2006
Sparinvest Value Aktier	4.74%	12.50%	15.06%
MSCI World Index	4.84%	6.41%	7.34%
MSCI World Value Index	4.37%	5.53%	11.82%
MSCI World Small Cap Index	3.43%	7.68%	4.78%
MSCI Europe	6.62%	9.65%	19.54%
S&P 500	4.62%	4.25%	3.52%
Nikkei 225	-1.25%	-0.97%	-5.32%
IFR globale afdelinger (median)	5.57%	6.59%	6.78%

\*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

Nye tal fra International Monetary Fund (IMF) peger i retning af, at 2007 vil blive det femte år i træk, hvor verdensøkonomien vokser med mere end 4 %. Både IMF og Bank for International Settlements (BIS) forudser, at mange centralbanker vil være nødt til at hæve renten yderligere inden udgangen af 2007. BIS pointerede desuden, at den amerikanske dollar er meget sårbar over for et fald i udlandets investeringer i amerikansk økonomi, som skal modvirke de enorme amerikanske betalingsbalanceunderskud.

Den amerikanske vækst er begyndt at aftage, og de seneste tal peger på en årlig vækst i amerikansk økonomi på 1,9 %. Der er tiltagende usikkerhed om, hvilken retning den næste renteændring vil få. Inflationen har hidtil kunnet holdes i ave af den tiltagende globalisering og de billigere varer fra Asien, hvorimod prisen på olie og andre råvarer har skubbet i den modsatte retning. De seneste data for forbrugerpriser indikerer, at inflationen ligger på 2,7 %. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve (FED), har nu holdt renten uændret i et år, og i sidste kvartal forventede markedsdeltagerne, at FED ville begynde at sænke den igen, da forward-renterne pegede i retning af en rentesækning i september og igen i december. Men nu er forventningen, at renten forbliver uændret i resten af 2007.

Det amerikanske boligmarked er stadig centrum for mange økonomers opmærksomhed. Men fokus er skiftet fra de såkaldte 'sub-prime' realkreditlån af meget lav kvalitet til den fuldstændige mangel på handelsaktivitet. Udbuddet slog alle rekorder, da der var 4,2 millioner ejerboliger til salg i maj, hvor antallet af handler med både nybyggeri og eksisterende boliger faldt til det laveste niveau i fire år. Kombineres det med den høje pris på benzin og andre råvarer, frygter mange økonomer, at det amerikanske forbrug omsider vil begynde at vise svagheder.

Den amerikanske 'sub-prime' lånekrise, som sendte aktierne i styrtdyk i februar, har efterladt nogle store ofre. Den største redningsaktion for en hedge fond, siden en række amerikanske investeringsbanker måtte stimle sammen for at redde Long Term Capital Management i 1998, er iværksat, efter at to hedge fonde, som drives af børsrådgiverfirmaet Bear Stearns, kom i alvorlige problemer. Begge fonde har deltaget i gearede investeringer i de såkaldte CDO'er, hvor det var netop 'sub-prime' realkreditlån af meget lav kvalitet, som udgjorde sikkerheden. Moderselskabet Bear Stearns valgte at kautionere for investorerne i den største og ældste af de to fonde, da investorerne flygtede fra høj kreditrisiko til lav kreditrisiko og skabte den stejleste rentekurve for amerikanske skattekammerbeviser siden 2005. Der er dog stadig ikke udsigt til, at den lemfældige långivning på det amerikanske boligmarked vil smitte af på resten af økonomien.

I Europa hævede centralbanken ECB i begyndelsen af juni renten for ottende gang på blot 18 måneder. Også her er økonomerne uenige, om der er flere stigninger på vej. Inflationen opfylder ECB's krav om at være under 2 %, og den tyske økonomi viser så småt tegn på en mere afdæmpet vækst. Detailsalget faldt med næsten to % i maj, mens erhvervsklimaindikatoren fra IFO-instituttet faldt mere end forventet. Forbrugertilliden er til gengæld stadig stærk, og den tyske arbejdsløshed faldt til det laveste niveau i 12 år. Med 9,1 % arbejdsløse er der imidlertid stadig masser af plads til yderligere vækst. I Frankrig er forbrugertilliden ligeledes høj, selvom den økonomiske vækst er blandt de laveste og ledigheden blandt de højeste i euroregionen. Den nye præsident, Nicolas Sarkozy, planlægger en række skattelettelser for at hjælpe væksten på vej, men mange økonomer frygter, at det vil skade det offentlige budgetunderskud mere, end det vil hjælpe væksten. I England var væksten med 3 % i første kvartal stadig stærk, selv om Bank of England har hævet renten fire gange siden juni sidste år. Flertallet af økonomer forventer, at BoE må fortsætte med at sætte renten op.

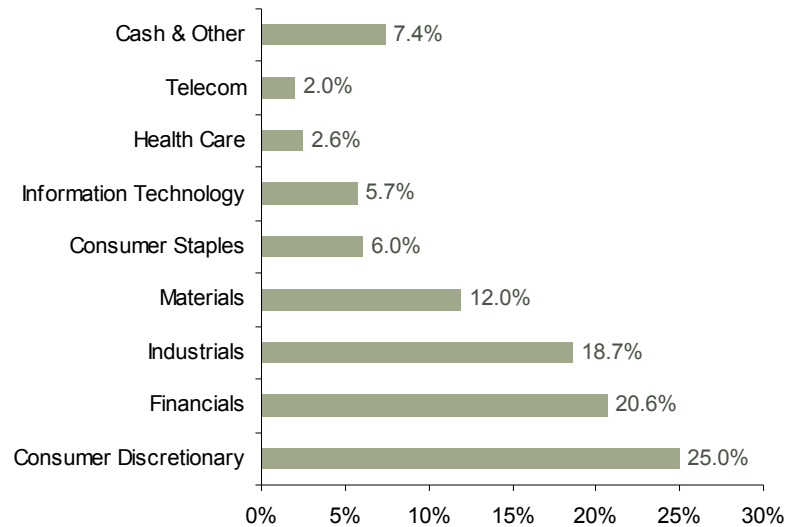
Det japanske detailsalg steg for første gang i otte måneder, og mange økonomer forventer nu, at Bank of Japan vil hæve sin rente i løbet af august. BNP-væksten er nået op på 2,3 % årligt, selvom industriens produktion viste tegn på svagheder i maj. Den japanske yen fortsatte alligevel sit fald over for dollar og euro, og det skubbede den japanske eksportvækst op på hele 15 % i april. Tidligere på året udtalte kinesiske embedsmænd, at man ville etablere en fond, som skulle forbedre afkastet på kinesernes valutareserve. Nu vil også Japan etablere en sådan fond, og da de to lande råder over verdens to største reserver af dollars og amerikanske skattekammerbeviser, kan diversificeringen over mod andre valutaer bringe dollaren under pres. ■

Ved kvartalets udgang udgjorde kontantandelen 7,4 % af de samlede aktiver. Afdelingen havde investeret i 102 selskaber med følgende branche- og landefordeling:

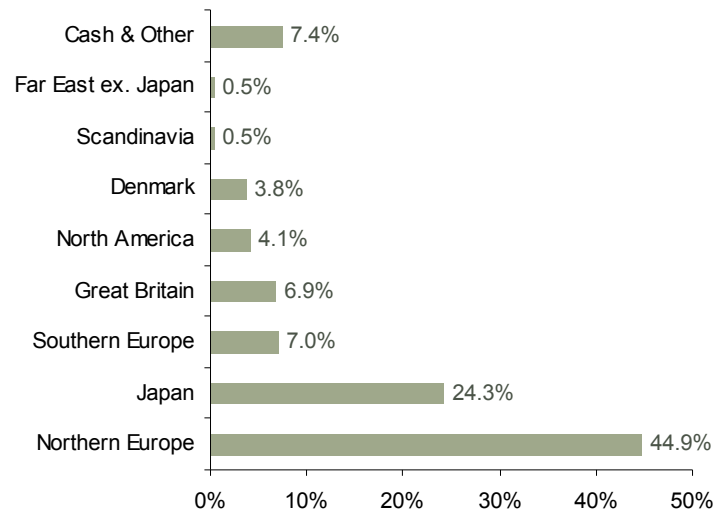
Afdelingen netop nu  
To nye selskaber i porteføljen og

opkøbstilbud på vej i tre

Branchefordeling



Geografisk fordeling



Handelsaktiviteten var relativt begrænset i kvartalet. Vi påbegyndte investering i Gunma Bank og i Hutchison Whampoa, og vi foretog yderligere investering i 60 af vore eksisterende selskaber. Gunma er en japansk regionalbank, mens Hutchison Whampoa er et Hong Kong-baseret konglomerat med aktiviteter inden for havnedrift, hoteller, detailsalg og telekommunikation.

De 10 største beholdninger udgjorde ved udgangen af juni 30,3 % af porteføljen og bestod af følgende selskaber:

Top 10 beholdninger		
Selskab	Branche	Andel
MAN AG	Industrial Machinery	4.27%
Volkswagen AG	Automobile Manufacturers	3.58%
Hochtief Ag	Construction & Engineering	3.47%
Sainsbury Plc (J)	Food Retail	3.34%
A.P. Møller-Mærsk B	Marine	3.01%
Peugeot SA	Automobile Manufacturers	2.74%
Nipponkoa Insurance	Property & Casualty Insurance	2.56%
Philips Electronic NV	Consumer Electronics	2.56%
Mitsui Sumitomo Ins	Property & Casualty Insurance	2.46%
Dexia	Diversified Banks	2.29%

Vi har ikke haft nogen frasalg i porteføljen, men der er afgivet købstilbud på det belgiske kobberstøberi Cumerio og det hollandske industrikonglomerat Stork. Endelig er der fornyet interesse for den engelske supermarkeds kæde Sainsbury. ■

**Cumerio**  
 Købstilbud

Cumerio er en belgisk producent af kobberør og andre forarbejdede kobberprodukter. Ud over de belgiske aktiviteter har selskabet fabrikker i Bulgarien, Italien og Schweiz. Cumerio har 1.450 ansatte og en årlig omsætning på 25 mia. kroner.

Den 22. juni blev handlen med Cumerios aktier suspenderet på Euronext børsen i Bruxelles, da der var en vigtig nyhed på vej. To dage senere viste køberen sig at være den større tyske konkurrent Norddeutsche Affinerie, som var gået med til at købe Cumerio for 777 millioner euro, og aktien steg med 20 % i kølvandet af nyheden. Tilbuddet er betinget af, at Norddeutsche Affinerie opnår godkendelse fra EU og andre konkurrencemyndigheder, og det vil i så fald gøre det fortsættende selskab til Europas største kobbervirksomhed med en omsætning på næsten 70 mia. kroner og 4.600 ansatte.

Vi modtog vore aktier i Cumerio i 2005, efter at virksomheden var blevet udskilt fra et af vore andre belgiske selskaber, Umicore. Handlen i det separate børsnoterede selskab påbegyndtes i april 2005 ved en kurs på 10,5 euro. Med Norddeutsches købstilbud på 30 euro svarer det til et årligt afkast på 68 % siden april 2005. Overtagelsen bliver højst sandsynligt en realitet, da Cumerios bestyrelse anbefaler aktionæerne at sige ja tak. ■

**Stork**  
 Aktionæraktivister  
 og købstilbud

Den hollandske industrivirksomhed Stork har aktiviteter inden for produktion af reservedele til fly, maskiner til fødevarerindustrien, tekstilprint og teknisk service. Firmaet beskæftiger 12.700 medarbejdere og havde en nettoomsætning på 13 milliarder kroner i 2006.

Historien om Stork har udviklet sig til lidt af et drama. I februar 2006 annoncerede ledelsen, at man med støtte fra en gruppe af større aktionærer overvejede at afnotere selskabets aktier. Kursen steg 20 % på meddelelsen, men fire måneder senere måtte ledel-

sen fortælle investorerne, at det ikke var muligt at finde en interesseret køber. Aktien faldt tilbage til niveauet i midten af 30'erne, og de to hedge fonde, Centaurus og Paulson, som var en del af den gruppe, der oprindeligt havde støttet en afnotering, var pludselig stærkt utilfredse med ledelsen.

Nu fulgte en konflikt mellem Stork-ledelsen og hedge fondene. Fondene indkaldte til en ekstraordinær generalforsamling for at stemme om et forslag til ny strategi, som bestod i at sælge alle Storks aktiviteter bortset fra flyvirksomheden. Ledelsen var imod forslaget og mente, at samtlige divisioner var i topform og ville stå sig godt ved fremtidig konsolidering i deres respektive brancher. Pludselig annoncerede hedge fondene, at de repræsenterede næsten 33 % af stemmerettighederne uden på noget forudgående tidspunkt at have meldt en ejerandel på over 5 %, og Stork ledelsen besluttede sig derfor til at slæbe hedge fondene i retten. I mellemtiden meldte den islandske virksomhed Marel sig som køber af Storks fødevarerdivision. Marel producerer selv maskiner til fiskeri- og fødevarerforarbejdning, men Stork svarede igen med, at det var mere oplagt, at Stork købte islændingenes aktiviteter.

På et investormøde i oktober fik hedge fondene overbevist andre aktionærer om, at det var en god idé, at Stork udelukkende fokuserede på flyproduktion. Fondene fortalte blandt andet de andre investorer, at Stork aktien var mindst 60 euro værd. Ledelsen valgte at ignorere hedge fondenes strategiforslag og erklærede afstemningen for ugyldig. Centaurus og Paulsen svarede igen ved at indkalde til en afstemning om at stille mistillidsvotum til ledelsen. Nu gik selv de hollandske fagforeninger ind i krigen under påskud af at ville forsvare hollandske arbejdspladser.

Sagen tog yderligere en drejning, da Stichting Stork, en fondsstiftelse, som var blevet etableret i 1970'erne for at beskytte den langsigtede drift af Stork, udnyttede en option, som fonden var blevet tildelt på Storks generalforsamling i 1990, til at øge sin stemmeandel til 50 %. Umiddelbart så slaget nu ud til at være tabt for hedge fondene, der imidlertid bad det hollandske retssystem om at annullere de nye uventede stemmerettigheder. Dommeren valgte at give hedge fondene medhold, og retten udpegede desuden tre uafhængige bestyrelsesmedlemmer til at vurdere, om aktionærerne skulle have lov til at stemme om ledelsens afskedigelse. Udnævnelsen af de tre nye bestyrelsesmedlemmer gav efterfølgende Stork en smule arbejdsro, og hedge fondene skabte ikke yderligere problemer, da de stemte for en godkendelse af årsregnskabet for 2006.

I et par måneder var der intet nyt fra hverken Stork eller hedge fondene, men den 19. juni - inden den nye bestyrelse var kommet med sin anbefaling - annoncerede Stork ledelsen et købstilbud på 47 euro fra den engelske kapitalfond Candover. Kort efter fortalte Marel, at man havde opnået en ejerandel på 16,5 % af Stork, og nu forventer nogle analytikere, at islændingene har et højere bud i ærmet.

Vi investerede første gang i Stork i 1999, hvor aktien handlede i niveauet 14, og vi udbyggede efterfølgende positionen, da aktien faldt i 2001 og 2002 så vores gennemsnitlige købskurs er en smule lavere. Bliver selskabet handlet til det nuværende købstilbud fra Candover, vil vores årlige afkast være i størrelsesordenen 25 %. ■

Sainsbury  
Fornyet spekulation  
om købstilbud

Vi fortalte i sidste kvartal, at en gruppe kapitalfonde overvejede at afgive købstilbud på den engelske supermarkeds kæde Sainsbury. Fondene, som blev anført af CVC Capital Partners, fik af UK Takeover Panel besked på at tilkendegive deres hensigter og afgive et bud senest den 13. april. Kapitalfondene bød i første omgang 562 pence, som skal ses i forhold til, at Sainsbury aktierne handlede i 440, inden planerne om købstilbuddet nåede til offentlighedens kendskab. I mellemtiden fik storaktionæren David Sainsbury, hvis familie stadig ejer knap 20 % af selskabet, underrettet bestyrelsen om, at man slet ikke ville overveje et bud på mindre end 6 pund. Det fik efterfølgende kapitalfondene til at trække deres bud tilbage.

I kulissen havde den engelske mangemilliardær og ejendomsinvestor Robert Tchenguiz samtidig øget sin ejerandel i Sainsbury til over 5 %. Ifølge engelske medier skulle Tchenguiz have foreslået bestyrelsen, at sælge supermarkeds kædens ejendomme til ham, så Sainsbury kan forblive et børsnoteret selskab i stedet for at blive opkøbt af kapitalfonde.

I slutningen af april var der pludselig en blok på 250 millioner aktier, som skiftede hænder til kurs 575 svarende til 1,4 milliarder pund. Køberen viste sig at være Delta, en ejendomsfond som investerer penge for Quatars finansministerium og premierminister Sheikh Hamad bin Jassim bin Jaber Al Thani.

I juli øgede Delta sin ejerandel til 25 % ved at købe yderligere 7,1 % af selskabet til kurs 595 pence per aktie, hvorefter medierne meldte om, at Delta har hyret Dresdner Bank og Credit Suisse til at finansiere en eventuel fuldbyrdet overtagelse. Sainsbury's aktier sluttede kvartalet i kurs 577. ■

Fremtiden

Aktionæraktivisme eller 'shareholder activism' er i øjeblikket et meget omtalt emne rundt om på de globale aktiemarkeder. Det er imidlertid langt fra et nyt fænomen. Ansvarsfulde og aktive aktionærer har i mange år udnyttet deres stemmerettigheder og udfordret ledelsen i de børsnoterede selskaber for at få dem til at foretage sunde langsigtede aktionærvenlige beslutninger.

For nyligt er aktieinvestorer imidlertid stødt på en ny form for aktionæraktivisme. Hedge fonde er blevet meget aggressive over for ledelsen på selskabernes generalforsamlinger. Typisk forsøger aktionæraktivisterne - med blandede resultater - at få ledelsen til at frigøre kapital og øge udbyttebetalingerne eller tilbagekøbe egne aktier ved at sælge dele af virksomheden fra eller ved at optage mere gæld.

Ved at købe en signifikant ejerandel men forblive mindretalsaktionær - typisk vil det sige en ejerandel på 10 til 30 % - kan aktionæraktivisterne kræve indflydelse og måske endda bestyrelsesposter. Men ved at forblive mindretalsaktionær får aktionæraktivisten ikke de samme forpligtelser som eksempelvis en industriel køber eller en kapitalfond, der afgiver et købstilbud på hele virksomheden og efterfølgende hyrer juridisk bistand, konsulentrådgivning i forbindelse med værdiansættelsen og forbereder et eventuelt fremtidigt salg af virksomheden. Med andre ord kan relativt små aktionæraktivister opnå næsten samme magt over ledelsen i et børsnoteret selskab - og samme afkastmuligheder som en industriel køber eller kapitalfond - uden at man afgiver købstilbud til de andre aktionærer og påtager sig det fulde ansvar og ejerskab.

Selskaber i flere lande gør sig store anstrengelser for at beskytte sig mod aktionæraktiviteter. I Holland gav retsinstanserne som nævnt ovenfor for nylig aktivisterne en hjælpende hånd ved at annullere en såkaldt 'poison pill', som skulle beskytte industrivirksomheden Stork fra fjendtlig overtagelse, hvorimod Tokyos distriktsdomstol valgte at hjælpe den japanske virksomhed Bull-Dog Sauce, da selskabet på seneste generalforsamling vedtog nye regler, som beskytter ledelsens magt. Selv i Japan er der dog nye tider på vej, og virksomhederne begynder at føle kravet om højere afkast fra både udenlandske og indenlandske investorer. Brancheforeningen for de japanske pensionselskaber har således proklameret, at man vil insistere på større udbyttebetalinger og stemme imod bestyrelsesmedlemmer, som genopstiller i virksomheder, der i tre år ikke har kunnet præstere en egenkapitalforrentning på 8 %.

Tiden vil indhente både investorer og virksomhedsledelser. Kun en ting er sikkert: Et slagsmål vil fjerne ledelsens opmærksomhed fra det, som burde være den primære målsætning - at drive virksomheden ansvarligt og skabe værdi for aktionærene. Børsnoterede selskaber er nødt til at lytte til aktionærene og implementere sunde langsigtede ledelsesprincipper. Hvad angår selskaberne i Sparinvest Value Aktier, så har vi ikke umiddelbart nogen plan om blive aktionæraktivister. Generelt støtter vi ledelsen i de virksomheder, vi har investeret i. Ellers ville vi ikke have investeret i dem i første omgang. Når det er sagt, så fortsætter vi naturligvis kommunikationen med virksomhederne i vores portefølje, og vi stemmer imod implementeringen af regler, som stiller aktionærene ringere.

Vores primære ekspertise er som bekendt at identificere, udvælge, analysere og investere i value aktier. Hvad angår disse bestræbelser, forbliver vi disciplinerede og fokuserer til stadighed på risiko før afkast. Vi foretrækker selskaber med en stor sikkerhedsmargin i form af bagvedliggende aktiver 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 1,6 sammenlignet med 3,7 for verdensindekset, MSCI World.

Som altid, har vi en stærk tiltro til kvaliteten af selskaberne i vores portefølje. 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 Chefporteføljeforvalter  
6. juli 2007