



Investering med omtanke...

# Sparinvest Value Aktier

## brev til investorerne Q1/06

### Kære investor

#### Afkast første kvartal 2006

Sparinvest Value  
Aktier steg med  
9,92 %



I første kvartal 2006 gav Sparinvest Value Aktier et afkast på 9,92 %. Det skal sammenholdes med et afkast på 3,96 % for MSCI World Index, og det må derfor betegnes som tilfredsstillende i både relative og absolutte termer.

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

	1. kvartal 2006	2005
Sparinvest Value Aktier	9,92 %	32,45 %
MSCI World Index	3,96 %	26,51 %
MSCI World Value Index	4,39 %	26,59 %
MSCI World Small Cap Index	8,84 %	33,70 %
MSCI Europe	8,02 %	26,43 %
S&P 500	1,62 %	21,22 %
Nikkei 225	3,29 %	40,74 %
IFR Globale Fonde (median)	4,46 %	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.

#### Økonomien seneste kvartal



I kvartalet oplevede vi igen pengepolitiske stramninger fra den amerikanske centralbank, Federal Reserve. Den nye bestyrelsesformand Ben Bernanke valgte at fortsætte den hårde linje - som hans forgænger Alain Greenspan lagde for dagen - med yderligere en renteforhøjelse efter FOMC mødet i marts. I Europa hævede ECB renten en enkelt gang i februar med 0.25 %. I analytiker kredse tvivlede man på nødvendigheden af dette indgreb og frygtede, at for stram en politik kunne bringe opsvinget i fare. Men kort efter blev ECB bekræftet af den økonomiske udvikling, da flere ledende indikatorer inklusive det tyske Ifo-indeks i marts udviste rekordhøj vækst.

Den amerikanske udvikling vil fortsat stå øverst på den makroøkonomiske agenda i 2006. Den seneste handels- og betalingsbalancestatistik peger i retning af det største underskud nogensinde. 7 % af bruttonationalproduktet er hvad amerikanerne lånte i udlandet i 4. kvartal af 2005. Naturligvis er et så stort overforbrug ikke holdbart i længden, men alligevel stiller

markedet spørgsmålstejn ved, om vi vil se flere amerikanske stramninger i løbet af 2006.

Samlet set, er det økonomiske klima stadig gunstigt for virksomhederne. Globaliseringen har fået fat, og de fleste lande ser ud til at kunne opnå relativt højere vækst uden at inflationen får overtaget. Det medfører, at renten kan holdes på et lavere niveau, end det historisk har været tilfældet, hvilket giver adgang til finansiering for både virksomheder, privatforbrug og boligmarked.

Eneste malurt i bægeret er den høje oliepris. Da Iran viser militære muskler og insisterer på at udvikle evne til at berige uran til energiproduktion - på trods af at landet har verdens næststørste oliereserver - så er der ikke meget grund til at forvente mindre konflikt og lavere oliepris i Mellemløbet i den nærmeste fremtid.

På den lyse side, er den Japanske økonomi fortsat på rette spor, og desuden er der tegn på, at væksten er drevet af indenlandsk privat efterspørgsel. Industriproduktion og forbrugertillid er ligeledes stærk.

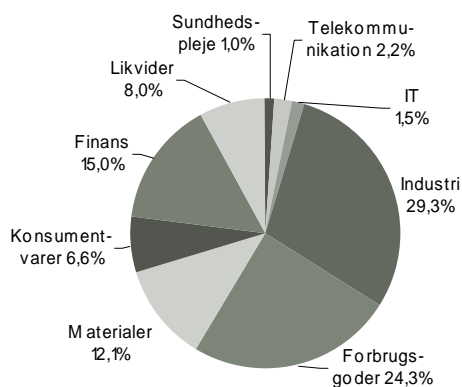
#### Afdelingen netop nu

Micronas, AP  
Møller Mærsk og  
Banque Cantonale  
Vaudoise er nye i  
porteføljen

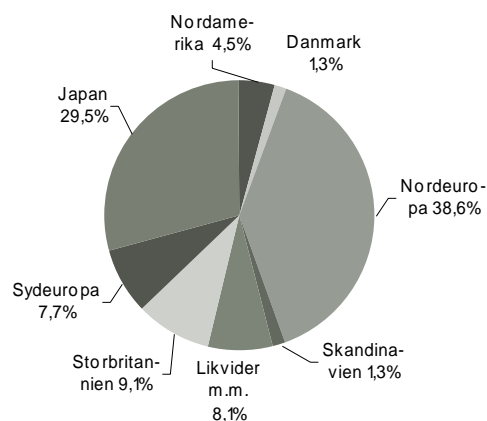


Ultimo 1. kvartal 2006 udgjorde likviditeten 8,0 % af de samlede aktiver. Formuen er placeret i 114 selskaber med følgende fordeling af kapitalen:

Sektorfordeling



Regional fordeling



De 10 største positioner udgør 28,88 % af formuen og er som følger:

Beholdning	Sektor	Andel
Volkswagen AG	Forbrugsgoder	3,32 %
Salzgitter AG	Materialer	3,12 %
Man AG	Industri	3,09 %
BAA Plc	Industri	2,95 %
Fraport AG	Industri	2,94 %
Hochtief AG	Industri	2,80 %
Mitsui Sumitomo Ins	Finans	2,77 %
Nipponkoa Insurance	Finans	2,71 %
Peugeot SA	Forbrugsgoder	2,61 %
Sainsbury Plc	Konsumentvarer	2,57 %

I kvartalet har vi solgt vore aktier i japanske Hitachi-Koki og SAS. Vi foretog yderligere investeringer i 65 selskaber, hvoraf 3 var nye i porteføljen. De nye er den schweiziske fabrikant af halvledere til fladskærmsfjernsyn Micronas, danske AP Møller Mærsk og schweiziske Banque Cantonale Vaudoise.

Der er optræk til købstilbud eller fusion i seks af vore selskaber, heraf tre af de engelske. Den spanske entreprenørvirksomhed Grupo Ferrovial bød 810 pence per aktie i det britiske lufthavnsselskab BAA i februar. BAA er mest kendt for ejerskabet af en af verdens største og travleste lufthavne, Heathrow i London. BAA's bestyrelse afslog med det samme tilbuddet under påskud af, at det ikke var bare i nærheden aktiens forretningsmæssige værdi. Nu står kapitalfondene i stedet klar på sidelinjen. Australiske Macquarie, som for nyligt købte Københavns Lufthavne, var regnet som en af de mest sandsynlige købere af BAA, men selskabet besluttede i stedet for at slå sig sammen med Ferrovial som rådgiver på projektet. En stor gruppe BAA aktionærer har overfor Ferrovial imidlertid indikeret, at buddet skal op over 900 pence for at være interessant.

Et andet af vore engelske selskaber, De Vere Group, som ejer en række luksushoteller blev kontaktet angående salg af virksomheden. Selskabet ville ikke afsløre køberens identitet, men analytikerne er enige om, at spanske NV Hoteles SA er den mest sandsynlige køber. Kapitalfonden Blackstone er også med i kapløbet og skulle have budt den største aktionær 800 pence for en post på 13 % af aktiekapitalen. En af konkurrenterne, Permira Advisors, kontaktede De Vere allerede i december for at foreslå en afnotering.

Også House of Fraser blev sat i forbindelse med en kapitalfond, denne gang Apax Partners, som tilbød at finansiere en management buyout. I midten af marts annoncerede House of Fraser, som ejer engelske stormagasiner, at forhandlingerne var faldet til jorden. Aktiekursen genfandt efterfølgende niveauet fra før købstilbudet.

Hos det hollandske industrikonglomerat, Stork, annoncerede direktøren i februar, at man undersøger mulighederne for en afnotering. Ved selskabets generalforsamling i marts understregede repræsentanter for de to største aktionærer, at de var for en afnotering, da det ville hjælpe Stork med at indfri sit fulde indtjeningspotentiale.

Endelig, rapporterede pressen for to uger siden, at franske Thomson SA, som er verdens største producent af de såkaldte set-top boxes til kabel- og satellit-TV, at en gruppe banker arbejdede på et bud på over 37 mia. kroner for hele koncernen. Samme uge steg det schweiziske rejsebureau Kuoni Reisen 15 % på forbedret salg og en endnu ikke bekræftet spekulation i fusion eller købstilbud.

**Hitachi Koki**  
Kurstartget nået



Det japanske selskab Hitachi Koki har to separate forretningsområder. El-værktøj og instrumenter til medicinalindustrien. Dermed er der høje indgangsbarrierer for potentielle konkurrenter, og Hitachi Koki er desuden markedsførende og har mere end 50 års erfaring med produktion til branchen. I 1998 var selskabets balance særdeles stærk, og vi vurderede, at det langsigtede indtjeningspotential ligeledes var gunstigt. Da selskabets indtjening efterfølgende skuffede, fik vi mulighed for at udbygge positionen til et en kursniveau svarende til blot halvdelen af selskabets indre værdi. Ledelsen fokuserede efterfølgende på at strømline organisationen og slanke omkostningssiden.

Vi købte Hitachi Koki aktier første gang i midten af 1998 og supplerede senere i aktien, så vi endte med en gennemsnitlig købskurs på 379 Yen. Siden 2003 er Hitachi Koki steget støt, og vi valgte i januar at sælge vores ejerandel, da selskabet havde nået vores mål for den forretningsmæssige værdi. Vi solgte til en gennemsnitlig kurs af 2.040 Yen, hvilket svarer til et nominelt afkast på 438 % og et vægtet årligt afkast på 52 %.

**SAS**  
Kurstartget nået



SAS er det største flyselskab i Norden. Selskabet er aktivt på ruter til og fra de større skandinaviske byer og transporterer både passagerer og cargo. Selskabet er desuden delejer af en række mindre lokale flyselskaber og er medlem af Star Alliance, så SAS dermed har destinationer globalt. Som de fleste andre luftfartselskaber har SAS været i problemer efter 11. september 2001. En rekordhøj olie og dermed brændstofpris har absolut ikke hjulpet på situationen.

Det til trods, har ledelsen haft en klar strategi i retning af besparelser og fokus på kernekompetencer, der skulle hjælpe til med at genskabe de sorte tal på bundlinjen. Desuden var ledelsen villig til at frasælge dele af for-

retningen og gennemføre en hård runde af fyringer. SAS præsenterede Plan 2005 og vi købte vore første aktier i efteråret 2001 og har senere suppleret, så vores gennemsnitlige købskurs endte på 50,5 kroner. Vi solgte i slutningen af januar til gennemsnitlig kurs af 82,9 kroner. Afkastet var nominelt 64,2 % svarende til et vægtet årligt afkast på 13,6 %.

**Fokus i den  
kommende  
tid**



I sidste kvartal understregede vi, at investorerne ikke fremadrettet skal forvente så høje afkast, som de globale aktiemarkeder har givet de senest tre år. Generelt afholder vi os fra at udtale os om fremtiden, og vi udtaler os aldrig om fremtidige afkast. Når det er sagt, så er vi naturligvis tilfredse med afkastet i første kvartal, men vi finder det samtidig meget lidt sandsynligt, at så høje afkastniveauer vil kunne fastholdes i de kommende kvartaler.

Vi forbliver disciplinerede og fokuserer til stadighed på risiko før afkast. Vi foretrækker selskaber med en stor sikkerhedsmargin i form af underliggende værdier som eksempelvis grunde og bygninger, og på samme tid kræver vi, at virksomhederne har et langsigtet stabilt indtjeningspotentiale. At vi er meget konservative value investorer vidner værdisætningen af selskaberne i vores portefølje om. Ved udgangen af 1. kvartal havde vores portefølje en gennemsnitlig price-book ratio på 1,47 (den pris vi betaler for en krones egenkapital). Det tilsvarende nøgletal for verdensmarkedsindekset MSCI World Index er 3,83.

Value investering er ligesom så meget andet et subjektivt begreb med mange forskellige fortolkningsmuligheder, og i den sammenhæng må Sparinvest Value Aktier betegnes som en meget konservativ afdeling indenfor genren. Den vedvarende disciplin i investeringsprocessen medfører imidlertid, at man i kortere perioder må acceptere afkast, der ikke vil kunne matche det generelle aktiemarked for på langt sigt at opnå et afkast, som er højere end det generelle marked. Risikoen for permanent tab af kapital i porteføljen er begrænset og potentialet for værdiforøgelse tilfredsstillende. Vi ser fortsat positivt på potentialet i vores investeringer i fremtiden.

Med venlig hilsen

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S

Jens Moestrup Rasmussen  
Aktiechef og Chef Porteføljeforvalter  
4. april, 2006