

Value Aktier

Brev til investorerne

Q3/07

3. kvartals afkast: -4,23 %

Kære investor,

Sparinvest Value Aktier havde et skuffende 3. kvartal i 2007. Afdelingen tabte 4,23 % sammenlignet med MSCI World Indeks, som kun mistede 2,64 %. I både absolutte og relative termer skiller dette kvartal sig ud som et af de værre kvartaler for fonden. Afkastet år-til-dato ser dog bedre ud med 7,73 % i forhold til 3,60 % for benchmark.

I nedenstående tabel er afdelingens afkast for henholdsvis 3. kvartal, afkastet år-til-dato og afkastet for hele 2006 sammenlignet med en række forskellige aktiemarkedsindeks og medianafkastet for de globale danske investeringsforeninger.

Sparinvest Value Aktier i forhold til indeks			
	Q3 2007	ÅTD 2007	2006
Sparinvest Value Aktier	-4,23%	7,73%	15,06%
MSCI World Index	-2,64%	3,60%	7,34%
MSCI World Value Index	-4,60%	0,68%	11,82%
MSCI World Small Cap Index	-8,82%	-1,82%	4,78%
MSCI Europe	-3,27%	6,06%	19,54%
S&P 500	-2,95%	1,18%	3,52%
Nikkei 225	-5,48%	-6,40%	-5,32%
IFR globale afdelinger (median)	-2,02%	4,27%	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

De globale aktiemarkeder blev hårdt ramt af sub-prime krisen i løbet af kvartalet. Under den tidligere markedskorrektion i maj frygtede man, at sub-prime lån kunne påvirke den globale økonomi. Denne fare er nu blevet en realitet. Sub-prime lån - lån udstedt til amerikanske boligejere med begrænset eller lav kreditværdighed - har tydeligvis spredt sig til resten af verden efter at være blevet ompakket og solgt som strukturerede kreditprodukter. Andre argumenterer for, at ratingbureauer som Standard & Poor's og Moody's har været generøse med ratings inden for sub-prime, hvilket gav investorer en falsk følelse af sikkerhed.

Højt gearede hedge fonde led under et stigende antal fallitter tidligere på året, mens der i juli opstod en vigtig indikator for den aktuelle størrelse af krisen. Det skete, da tyske IKB Deutsche Industrie Bank annoncerede, at de havde seriøse problemer med at refinansiere deres lån på den såkaldte Rhineland Funding conduit - et investeringsselskab der ikke figurerede i selskabets balance, og som udstedte kortsigtede lån og købte højtforrentede aktiver for provenuet. Ligesom andre banker tjener IKB gebyrer ved at konstruere og administrere sådanne conduits, men de oplevede vanskeligheder, da likviditeten forsvandt.

Manglen på gennemsigthed med hensyn til, hvem der egentlig sad inde med sub-prime lån, skabte så meget usikkerhed og mangel på likviditet - ofte omtalt som kreditkrise - at den Europæiske Central Bank (ECB) sammen med den amerikanske centralbank (FED) og andre centralbanker besluttede at skyde adskillige hundrede milliarder euro i markedet for at hindre, at krisen spredtes. FED satte endda renten ned med overraskende 50 basispunkter fra 5,25 % til 4,75 %, mens ECB og den japanske centralbank beholdt deres renter uændrede. I midten af august var MSCI World indekset faldet med 11 % på en måned. Nogle markeder har indhentet deres niveauer fra før krisen, hvilket antyder, at de amerikanske rentenedsættelser har beroliget nogle investorer.

I USA faldt væksten til 1,8 % årligt, og FED brugte især vækstbekymringer og strammere kreditbetingelser som motivation for rentenedsættelsen med 50 basispoint i mod de forventede 25 basispoint. Inflationen i landet synes at være under kontrol, selvom septembers rekordhøje oliepris på 83 \$ pr. tønde vil kunne øge priserne og bringe privatforbruget og den amerikanske vækst yderligere i fare.

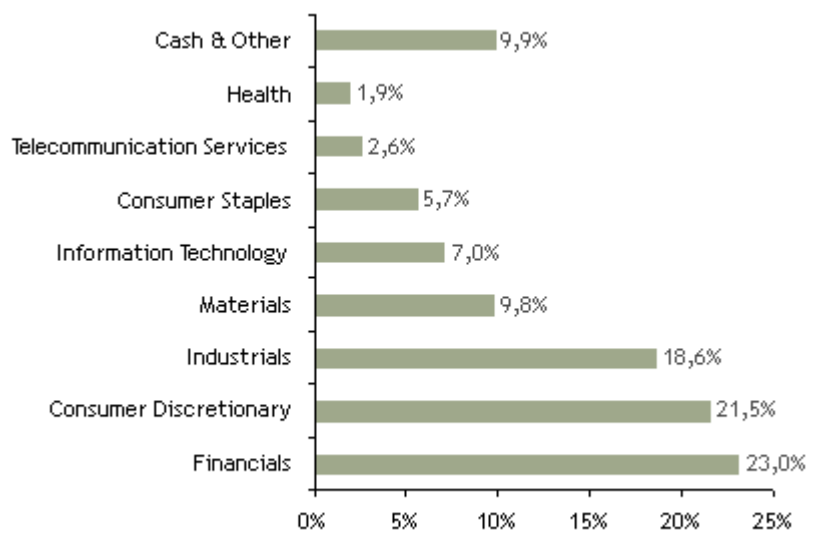
I Eurozonen synes den makroøkonomiske situation også at være under kontrol med en årlig vækst på 2,5 % efter andet kvartal, en inflation på 1,7 % og en arbejdsløshed på 6,9 %. Væksten er primært drevet af Tyskland, Storbritannien og en række andre mindre lande, hvor Frankrig og Italien ligger under gennemsnittet. Inflationen synes ikke at være noget problem - lige på nær i Tyskland hvor forbrugerprisindekset i september steg med 2,5 % p.a.

På grund af en række skandaler trak den japanske premierminister, Shinzo Abe, sig i september efter kun et år som regeringsleder. De mest fremtrædende skandaler har været afsløringer af bortkomne pensionsdokumenter i statens arkiver vedrørende adskillige millioner i erstatningskrav samt en sag om underslæb for over 300 millioner yen over de seneste årtier. Den japanske BNP-vækst er i øjeblikket på 1,6 % p.a., og renten forbliver på de meget lave 0,5 %. I august faldt forbrugerpriserne med 0,2 % på året, men de månedlige lønninger steg samtidig med 0,1 %, hvilket er den første stigning i ni måneder og en potentiel opmuntring til de fremtidige forbrugerpristendenser. ■

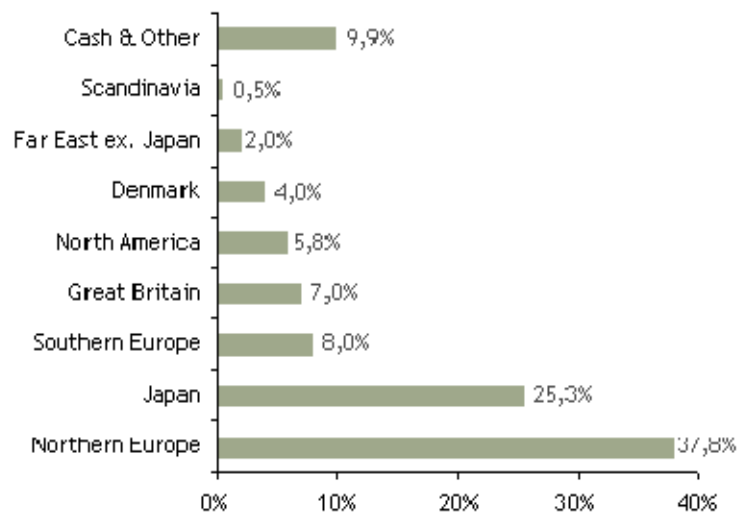
Afdelingen netop nu
 Fire nye selskaber i porteføljen
 og tre frasalg

Ved kvartalets udgang udgjorde kontantandelen 9,9 % af de samlede aktiver. Afdelingen havde investeret i 101 selskaber med følgende branche- og landefordeling:

Branchefordeling



Geografisk fordeling



Handelsaktiviteten steg i løbet af kvartalet, idet sub-prime uroen skabte nye value muligheder. Vi startede med at købe aktier i Fred's, Dillard's, Renault og Millennium & Copthorne Hotels, og vi investerede yderligere i 35 af vores eksisterende beholdninger.

Fred's Inc. er en amerikansk kæde af discount-supermarkeder, mens Dillard's ejer og driver varehuse i USA. Renault producerer personbiler og lettere køretøjer, og Millennium & Copthorne Hotels ejer og driver hoteller i 17 forskellige lande. I løbet af kvartalet solgte vi vores aktier i Volkswagen, Boskalis Westminster og Umicore.

De 10 største beholdninger udgjorde ved udgangen af september 30,35 % af porteføljen og bestod af følgende selskaber:

Top 10 beholdninger		
Selskab	Branche	Andel
MAN AG	Industrial Machinery	4,12%
Hochtief Ag	Construction & Engineering	3,67%
A.P. Møller-Mærsk B	Marine	3,25%
Sainsbury Plc (J)	Food Retail	3,18%
Philips Electronic NV	Consumer Electronics	2,90%
Peugeot SA	Automobile Manufacturers	2,85%
Dexia	Diversified Banks	2,77%
Nippon Tel & Tel Corp.	Integrated Telecommunication S	2,60%
Nipponkoa Insurance	Property & Casualty Insurance	2,54%
Depfa Bank	Diversified Banks	2,49%

Volkswagen
 Kurstarget nået

Volkswagen er den største bilproducent i Europa. Med hovedsæde i Wolfsburg, Tyskland, producerer koncernen biler rangerende fra Skoda og Seat i det lavere prissegment over Volkswagen og Audi i det mellem til eksklusive segment til Bentley, Lamborghini og Bugatti inden for luksus- og sportsbiler.

I 2003 og 2004 havde Volkswagen store problemer på grund af et gammelt modelsortiment, høje fejlratere og store tab i USA, hvor salget faldt fra 435.000 i 2001 til 265.000 biler i 2004. Audi-segmentet var trods alt profitabelt, og overordnet tjente Volkswagen stadig penge. Men aktierne handlede til halvdelen af den bogførte værdi.

Siden da har Volkswagen formået at vende indtjeningen i de fleste af forretningsområderne. I 2004 var lønomkostningerne 20 % højere end branchen i gennemsnit, men ledelsen har siden lavet aftaler med den stærke fagforening IG Metal og er begyndt at reducere omkostningerne. Selskabet solgte også nogle divisioner, som ikke var direkte relaterede til bilproduktion - bl.a. biludlejningsfirmaet Europcar. Det globale salg af gruppens forskellige brands er resultatet i ganske pæne vækstrater. Efter 2006 var Volkswagens indtjening firedoblet i forhold til 2004, og der var stadig muligheder for forbedringer.

Vi købte vores Volkswagen aktier i marts og april 2005, da de handlede i intervallet 33-38 euro. Dengang betragtede vi vores VW investering som havende en meget begrænset risiko og et fantastisk afkastpotentiale - uanset om vi anskuede casen som en sum-of-the-parts (hvor divisionerne prifsatsættes hver for sig) eller en indtjenings-/turnaround case.

Selvom vi hævder, at timing er ekstremt svært og nærmest usandsynligt, var vi bestemt heldige i timingen af vores køb af Volkswagen. Aktien steg næsten lige efter, og den nåede op på 100 euro tidligere i år, da bilproducenten Porsche begyndte at opbygge en strategisk position, som senere passerede 30 %, hvilket udløste et obligatorisk take-over bud ifølge tysk lovgivning.

Vi solgte vores beholdning i august til en gennemsnitspris på 145 euro. Siden da er kursen steget yderligere 10 % - et eksempel på at disciplin og ikke timing er vores primære evne. Ikke desto mindre har det årlige afkast på Volkswagen investeringen været mere end 75 %. ■

Boskalis Westminster
Kurstartget nået

Det hollandske selskab Boskalis Westminster er et entreprenørselskab specialiseret i havnebyggeri, kanaler og kystsikring. Boskalis opererer globalt, har en indtjening på 1,3 mia. euro og cirka 8.000 ansatte.

Boskalis befandt sig i en nedadgående cyklus i 2003 og 2004 med faldende omsætning og forringet indtjening. Selskabet var stadig profitabelt og handlede på en gennemsnitlig price/earning i intervallet 5 til 10 i løbet af 2004. Boskalis betalte stadig udbytte på ca. 4 % og havde ingen gæld eller immaterielle aktiver på balancen. Med andre ord var selskabet billigt i forhold til indtjening og bogført værdi, mens markedet betragtede selskabet som værende i en turnaround situation.

Vi købte vores første aktier den 19. september 2004 til 21 euro. Siden da er Boskalis' omsætning vokset med 15 % p.a., og indtjeningen er tredoblet siden 2004. Solidt ordreindtag har hjulpet med at presse kursen yderligere, og vi solgte i løbet af september på et niveau mellem 31 og 32 euro. Selskabet fuldførte et 1 til 3 aktiesplit i maj 2007, hvilket betød, at vores årlige afkast har været 71 % siden den første investering i 2004. ■

Umicore
Kurstartget nået

Det belgiske selskab Umicore er specialiseret i metaller og har fire forretningsområder: Avancerede materialer, Ædelmetal produkter og katalysatorer, Ædelmetal services og Zink specialiteter. Umicore har mere end 10.000 ansatte og en omsætning på 8,8 mia. euro. Umicores produkter bliver brugt inden for mange forskellige brancher såsom bilkatalysatorer, genopladelige batterier til mobiltelefoner og bærbare computere, halvledere og solceller.

En anden af vores belgiske beholdninger, kobberproducenten Cumerio, har været en del af Umicore. Denne fik vi i form af et spin-off i 2005 som led i Umicores strategi om at bevæge sig væk fra de rene råvarer.

I løbet af 2004 blev Umicore handlet under bogført værdi til trods for en solid balance med begrænset goodwill og gæld. På samme tid havde Umicore en sund indtjening, som voksede hurtigt, efter at opkøbet af PMG i 2003 gav selskabet en tilstedeværelse i auto-

Købstilbud
Depfa, Sainsbury, Stork
og Cumerio

mobilssektoren. Vi købte vores første aktier til 63 euro den 8. oktober 2004. Vi solgte i løbet af september til et niveau på mellem 160 og 170 euro. Vores årlige afkast har været på 48 % siden første investering. ■

Vi havde ingen nye take-over bud i løbet af kvartalet. Hypo Real Estates bud på Depfa Bank blev accepteret af flertallet af aktionærerne. Generelt foretrækker vi kontanter frem for aktier. Alligevel blev buddet på 6,8 euro og 0,189 Hypo-aktie for hver Depfa-aktie accepteret af flertallet af aktionærerne, og vi vil få dem udbetalt i løbet af oktober.

Frygten for at den Qatar-støttede Delta fonds bud på 600 pence for den engelske supermarkedskæde, Sainsbury, var på vej til at blive trukket tilbage, fik aktiekursen til at falde til 510 i august. Delta fortsatte dog og startede en due diligence proces samt en søgen efter finansiering for handlen. Så vi betragter stadig en overtagelse som sandsynligt. Ved slutningen af kvartalet nåede Sainsburys kurs tilbage på niveau 580.

Det hollandske konglomerat Stork har modtaget et bud fra den engelske private equity fond, Candover. Men islandske Marel, som er interesseret i Storks fødevarersegment har akkumuleret 30 % af aktierne, og Marel blokerede handlen. De to parter synes at forhandle om en løsning med hensyn til fødevarerheden.

Cumerio, den belgiske kobberproducent, der var et spin-off fra Umicore i 2005, befinder sig i en tilsvarende situation. Norddeutsche Affinerie, en Hamburg-baseret konkurrent, har indgået en aftale om at købe Cumerio, hvilket vi anser for en venlig overtagelse. A-Tec Industries, en østrigsk ingeniørvirksomhed, har forhøjet sin ejerandel i Cumerio til 25 %, hvilket gør det muligt at blokere en handel. A-Tec er samtidig en stor aktionær i Norddeutsche Affinerie, og tyskerne forventer stadig et succesfuldt bud. ■

Fremtiden

Hvad skete der egentlig i kvartalet, siden vores ellers stabile value strategi kunne præsentere et tab på mere end 4 procent?

Den såkaldte kreditkrise, der blev udløst af de amerikanske sub-prime lån, har medført en alvorlig mangel på likviditet. Långiverne holdte igen og tilbød ikke finansiering. Derfor tog flere centralbanker det temmelig drastiske skridt og stillede milliarder til rådighed til pengemarkedet.

Der var flere mekanismer i spil. Gearede investorer, hedge fonde og bank conduits specielt kom i problemer, da de ikke kunne refinansiere deres kortsigtede finansiering. Derfor var de tvunget til at sælge ud af deres langsigtede beholdninger. Alt andet lige sætter det aktierne under pres, hvilket udløser yderligere margin calls, når de underliggende aktier, der er stillet til sikkerhed, falder i værdi.

Mange af vores beholdninger i Sparinvest Value Aktier tabte tocifrede procentsatser i kvartalet, selvom selskaberne ikke havde meddelt nogen nyheder overhovedet. Selv selskaber, der præsenterede gode regnskabstal og forhøjede forventninger blev straffet. Vi reagerede ved at bruge mere tid på at screene aktiemarkedet og finde nye undervurdere aktier. Ud af de fire nye selskaber kendte vi de tre i forvejen. Vi har holdt øje med Dillard's siden efteråret 2005, mens både Millennium Copthorne Hotels og Renault blev analyseret tidligere på året, hvor vi ikke kunne finde tilstrækkelig discount. Under sub-

prime tumulten handlede de tre aktier pludseligt henholdsvis 40 %, 35 % og 25 % lavere end deres niveau fra andet kvartal. Da vi allerede havde analyseret aktierne, betragter vi ikke dette som en timing strategi, men snarere en validering af vores disciplinerede tilgang. Vi havde sat aktierne under overvågning på grund af mangel på discount, men de tvungne salg, som fulgte i kølvandet på kreditkrisen i august, gjorde, at de nu opfyldte vores kriterium om 40 % discount.

Vores primære ekspertise er fortsat at identificere, udvælge, analysere og investere i value-aktier. Volatile markeder, som dem vi har oplevet i kvartalet, forbedrer vores muligheder for at finde undervurderede selskaber over hele verden, og vi har i kvartalet lavet vigtige investeringer, der vil hjælpe os med at opretholde fremtidige afkast for vores fond. I slutningen af tredje kvartal havde vores portefølje en gennemsnitlig kurs/indre værdi på 1,5 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 vores investeringer.

Med venlig hilsen

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S

Jens Moestrup Rasmussen
Underdirektør og Chefporteføljeforvalter
3. oktober 2007