

Value Aktier

Brev til investorerne

Q4 2007

4. kvartals afkast -6,78 %
 2007 afkast 0,28 %

Kære Investor

2007 blev et kedeligt år for aktieinvestorer i al almindelighed - også investorerne i Sparinvest Value Aktier. Resultatet i 4. kvartal blev et tab på 6,78 %, hvilket skubbede årets samlede afkast ned på 0,28 %.

Til sammenligning gav verdensmarkedsindekset MSCI World et tab på 1,63 %, mens MSCI World Value og MSCI World Small Cap gav et tab på henholdsvis 7,35 % og 9,07 %. Set i dette lys blev 2007 et fornuftigt år for Sparinvest Value Aktier, og vi formåede at give et afkast, som var bedre end både det generelle aktiemarked og indekset bestående af den type value-virksomheder, vi investerer i hos Sparinvest.

I nedenstående tabel er afdelingens afkast for henholdsvis 4. kvartal, afkastet år-til-dato og afkastet for hele 2006 sammenlignet med en række forskellige aktiemarkedsindeks og afkastet for de globale danske investeringsforeninger. ■

Sparinvest Value Aktier i forhold til indeks			
	Q4 2007	2007	2006
Sparinvest Value Aktier	-6,78%	0,28%	15,06%
MSCI World Index	-5,05%	-1,63%	7,34%
MSCI World Value Index	-7,35%	-6,71%	11,82%
MSCI World Growth Index	-2,84%	3,54%	3,00%
MSCI World Small Cap Index	-7,39%	-9,07%	4,78%
MSCI Europe	-3,15%	2,72%	19,54%
S&P 500	-5,94%	-4,83%	3,52%
Nikkei 225	-8,64%	-14,49%	-5,32%
IFR globale afdelinger (median)	-4,50%	0,39%	6,78%

Økonomi

Historien gentog sig i 2007. Det er langt fra første gang, at overbelåning på ejendomsmarkedet har skabt problemer, som efterfølgende spredte sig til værdipapirmarkedene. Subprime krisen er tilmed det synlige bevis på, at globaliseringen og integrationen af de internationale finansmarkeder har ændret de finansielle spilleregler det seneste årti. Situationen kan nemlig på mange måder sammenlignes med krisen på det japanske marked for erhvervsjendomme i slutningen af 1980'erne. Men her blev tabene primært isoleret hos japanske virksomheder og investorer. Selv om også de amerikanske banker har lidt enorme tab, så har ofrene for den amerikanske boligoverbelåning vist sig at dukke op i både Tyskland, Japan og andre mindre afkroge af verdensøkonomien.

De større centralbanker forsøgte både med individuelle rentesænkninger og i samlet flok at hjælpe finansmarkederne, hvor aktørerne ikke turde give kredit til hinanden af frygt for, at låneren skulle vise sig at have sub-prime eksponering. I første omgang sænkede den amerikanske centralbank ellers renten med 0,5 % i september og senere med 0,25 % i november. Men da kreditkrisen fortsatte sin hærgen i slutningen af november og begyndelsen af de-

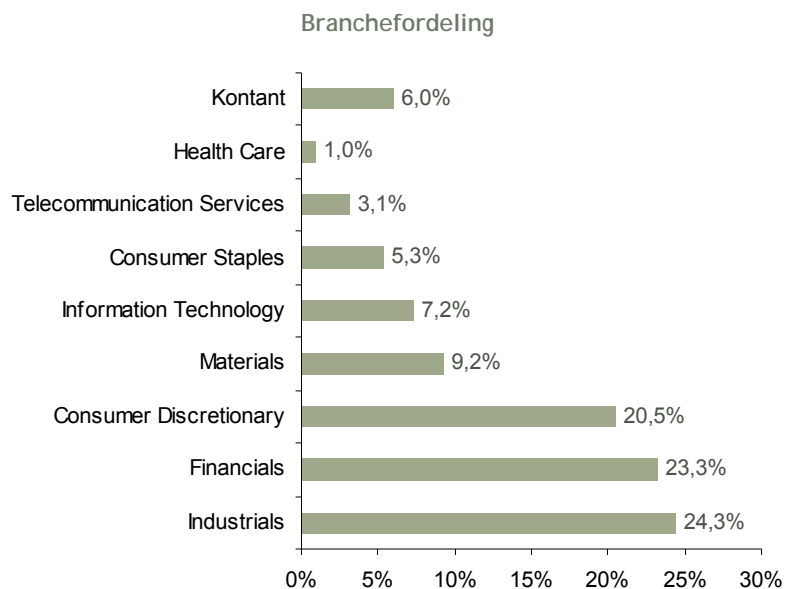
ember, havde markedsdeltagerne igen set frem til en 0,5 % lettelse den 12. december, Kursfaldene fik imidlertid ny styrke, da FED nøjedes med at sænke renten med kun 0,25 %. Dagen efter kom den største fælles koordinerede centralbankaktion siden terroristangrebene i 2001. Her deltog ud over FED også ECB, den canadiske, den engelske samt den schweiziske centralbank, da der skulle strikkes en likviditetspakke sammen.

Ud over sub-prime krisens effekt på aktiekurserne verden over, kom der også pres på dollar-kursen. USD faldt til et rekordlavt niveau i forhold til euro. Det var især Kinas forventede udskiftning af USD med bl.a. EUR i landets 7.300 milliarder kr. store reserve af fremmedvaluta, som skabte bekymring. Dollaren er nu næsten halveret i forhold til euroen, når man sammenligner med niveauet i 2001.

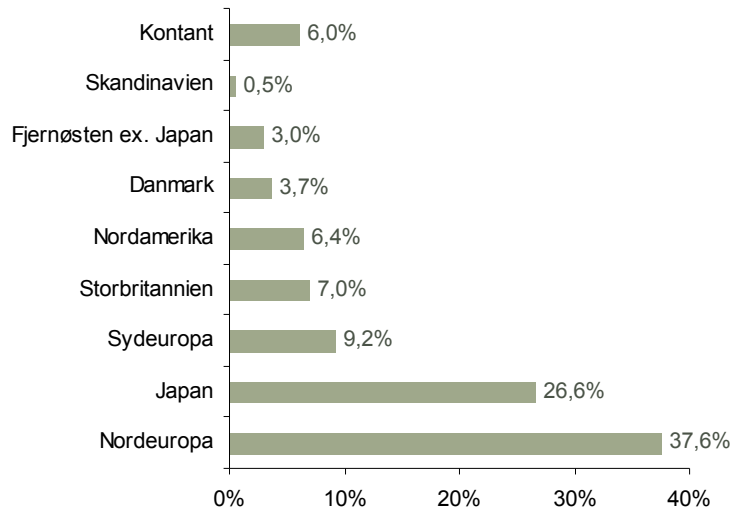
Udsigterne for både inflation og vækst i de vestlige lande blev forværret markant i 2007. Japan er den eneste reelle undtagelse, hvor væksten endelig er ved at snige sig op i nærheden af 2 %, men landet har fortsat alvorlige økonomiske vanskeligheder. Olieprisen har ikke afhjulpert den økonomiske situation, da den er steget støt og satte rekord på rekord i december. Først i det nye år har prisen endda rundet USD 100 per tønde, hvilket skabte yderligere kursfald på aktiemarkedene. ■

Afdelingen netop nu
 Intet frasalg, 3 nye
 selskaber i porteføljen

Ved kvartalets udgang udgjorde kontantandelen 6,0 % af de samlede aktiver. Afdelingen havde investeret i 105 selskaber med følgende branche- og landefordeling.



Geografisk fordeling



Handelsaktiviteten var moderat ved årets udgang. Da de fleste aktiemarkeder havde et meget svært 4. kvartal, var der ingen af vores selskaber, som endte med at nå deres kurstarget.

Til gengæld har kursfaldene gjort, at langt flere selskaber er blevet billigt prissat og opfylder vores konservative value-kriterier. Vi investerede således i tre nye selskaber i kvartalet. Der er tale om det amerikanske transportfirma Werner Enterprises, den japanske elektronikproducent Funai Electric og den ligeledes japanske trykkerivirksomhed Dai Nippon Printing. Vi foretog desuden yderligere investeringer i 23 af vore eksisterende selskaber.

De 10 største beholdninger udgjorde ved udgangen af september 32,83 % af porteføljen og bestod af følgende selskaber:

Top 10 beholdninger		
Selskab	Branche	Andel
MAN AG	Industrials	4,78%
Hochtief Ag	Industrials	4,10%
Nippon Tel & Tel Corp.	Telecommunication Services	3,12%
Deutsche Postbank Ag	Financials	3,10%
Dexia	Financials	3,05%
Philips Electronic NV	Industrials	3,04%
Hutchison Whampoa Ltd	Industrials	3,02%
A.P. Møller-Mærsk B	Industrials	2,91%
Peugeot SA	Consumer Discretionary	2,88%
Renault	Consumer Discretionary	2,82%

Value Aktier
Brev til investorerne

Opkøbsaktivitet sat på hold
Købstilbud på Sainsbury
trukket tilbage

I Sparinvest Value aktier porteføljen har vi de seneste 10 år oplevet et højt antal virksomhedsovertagelser blandt de selskaber, som afdelingen investerer i. Faktisk har cirka en tredjedel af de aktier, vi har solgt, været i forbindelse med en overtagelse og afnotering af selskabets aktier. Køberne har ofte været de såkaldte private equity fonde - også kaldet kapitalfonde. Grunden til at kapitalfondene køber netop de selskaber, som Sparinvest Value Aktier investerer i, er, at kapitalfondene fokuserer på samme kriterier, som Sparinvests value team, såsom stabil langsigtet indtjening og stærke balancer.

Sub-prime krisen har imidlertid betydet, at det er blevet væsentlig dyrere for kapitalfondene at låne penge til virksomhedsovertagelser. Desuden har flere af de helt store investeringsbanker haft alvorlige vanskeligheder med at videresælge de lån, de allerede inden sub-prime krisen havde nået at stille garanti for. Det har givet markante tab på de seneste store virksomhedsovertagelser fra foråret og sommeren 2007.

De ændrede låneforhold fik også konsekvenser for vores portefølje, da købstilbuddet på engelske Sainsbury, som ved kvartalets start var vores fjerdestørste position, desværre faldt til jorden. Delta Two fonden, som administrerer oliemilliarderne for den lille golfstat Qatar, valgte at droppe sit købstilbud på den engelske supermarkedskæde. ■

Alfred McAlpine
Nyt købstilbud

Når kapitalfondene får vanskeligheder med at fortsætte de aggressive opkøb, så er der til gengæld mulighed for, at industrielle købere - virksomheder som køber andre virksomheder i samme eller beslægtede brancher - vil udnytte de store kursfald til at købe konkurrenten til en billig pris. Carillion, Englands næststørste entreprenørvirksomhed, viste i oktober interesse for at købe ingeniørvirksomheden Alfred McAlpine, som har været en del af value-porteføljen siden 1999. I første omgang afslog McAlpine ledelsen købstilbuddet som værende for lavt, men da aktiemarkedene styrtdykkede i 4. kvartal, var McAlpine pludselig interesserede, selvom Carillion i mellemtiden havde sænket sit bud.

Købstilbuddet består af både aktier og kontanter, og derfor er vi som udgangspunkt modstander af betalingsmodellen. Desuden stiller vi os undrende over for ledelsens reaktion på det første bud, og den efterfølgende accept af et lavere bud. ■

Fremtiden

2007 har med al tydelighed ikke været et år for value-investorer. Og begyndelsen af 2008 viser desværre lignende tendenser. Det er der flere årsager til.

Sub-prime problemerne i USA udløste krisen, som siden har spredt sig som ringe i vandet til resten af verden. Krisen har rystet den finansielle sektor voldsomt, og i den seneste tid har der hersket ekstrem usikkerhed om, hvilke finansielle selskaber, som ville blive hårdt ramt, og hvilke der ville klare sig igennem uden tab.

Japan har i de senere år udviklet sig til et uønsket barn blandt internationale investorer. Den japanske yen er desuden blevet presset af sin popularitet som finansieringskilde i de såkaldte 'carry-trades'. Med et 2007 tab på 13,6 % målt i danske kr., er Japan dermed et af de aktiemarkeder, som er hårdest ramt. Men vi oplevede ikke nogen forringelse af de japanske selskaber i vores portefølje, og vi er derfor - som altid - fortrøstningsfulde, hvad angår vores japanske eksponering. Desuden har vi i året, der gik, set tegn på strukturelle ændringer, som vi håber kan være med til at sætte gang i den fremtidige M&A aktivitet.

En stor del af vores selskaber er industrielle, finansielle eller forbrugsrelaterede. Disse brancher er blevet ramt ekstra hårdt af den negative udvikling på aktiemarkedene i 2007. På selskabsniveau har vi imidlertid kunnet konstatere, at hovedparten af vores virksomheder har leveret pæne resultater i 2007 med fornuftig indtjening og stærke balancer. Med andre ord er de fundamentale forhold i virksomhederne intakte, mens det modsatte desværre er blevet reflekteret af kursudviklingen. Således er den gennemsnitlige kurs/indre værdi i porteføljens aktier i skrivende stund på 1,3, mens den operationelle indtjening i forhold til enterprise value er på 4,9. Samtidig er nettogælden i vores selskaber begrænset til kun 4,7 % af egenkapitalen.

Man vil som value-investor opleve perioder, hvor man fremstår som 'klassens dumme dreng', når der sammenlignes med omverdenen. Det har vi prøvet før, og det kommer vi muligvis til igen. Det er især på disse tidspunkter, det er vigtigt at forblive disciplineret og forfølge sin investeringsstrategi. Det vil sige, at vi stadig fokuserer på virksomhedernes forretningsmæssige værdi og ikke kortsigtede udsving i aktiekursen. Investering i aktier medfører altid, at man påtager sig en markedsrisiko, som ikke kan diversificeres væk. Omvendt kan den risiko, der relaterer sig til den enkelte virksomhed, minimeres gennem grundig analyse.

Selvom vi har oplevet meget volatile aktiemarkeder og en ekstrem grad af usikkerhed i kvartalet, der gik, og der samtidig er meget få tegn på forbedring på kort sigt, så ser vi - på grund af kvaliteten af selskaberne i vores portefølje - fortsat positivt på fremtidspotentialet i vores investeringer.

Med venlig hilsen

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S

Jens Moestrup Rasmussen
Underdirektør og Chefporteføljeformaler
9. januar 2008