

# Value Aktier

## Brev til investorerne

### 1. kvartal 2008

#### Afkast i kvartalet

Kære Investorer

Det 1.kvartal af 2008 blev endnu et udfordrende kvartal for de globale aktiemarkeder, og Sparinvest Value Aktier fik et negativt afkast på 14,01 %. Vi er naturligvis meget skuffede med denne udvikling, men det beroliger os samtidig, at den fundamentale økonomiske tilstand i de virksomheder, som vi har investeret i, i høj grad har været upåvirket af recessionsfrygt og markedsturbulens. De rapporterer fortsat om sund indtjening og stærke balancer.

Det generelle aktiemarked målt ved MSCI World-indekset tabte 16,06 % i kvartalet, mens MSCI World Value og MSCI World Small Cap fik tab på henholdsvis 16,33 % og 15,22 %. Vækstaktierne fik et lidt bedre kvartal end value-aktierne og tabte kun 15,83 %. Derved lå Value Aktier trods det utilfredsstillende afkast foran alle tre indeks.

I den nedenstående tabel er afdelingens afkast for henholdsvis 1. kvartal 2008, hele 2007 og hele 2006 sammenlignet med en række forskellige aktiemarkedsindeks og det gennemsnitlige afkastet for sammenlignelige globale aktieafdelinger i danske investeringsforeninger. ■

Sparinvest Value Aktier i forhold til indeks			
	Q1 2008	2007	2006
Sparinvest Value Aktier	-14,01%	0,28%	15,06%
MSCI World Index	-16,08%	-5,05%	7,34%
MSCI World Value Index	-16,33%	-7,35%	11,82%
MSCI World Growth Index	-15,83%	-2,84%	3,00%
MSCI World Small Cap Index	-15,22%	-7,39%	4,78%
MSCI Europe	-15,67%	-3,15%	19,54%
S&P 500	-16,44%	-5,94%	3,52%
Nikkei 225	-15,25%	-8,64%	-5,32%
IFR globale afdelinger (median)	-15,00%	0,39%	6,78%

#### Den økonomiske udvikling

1. kvartal af 2008 blev igen domineret af tab på investeringer i sub-prime lån og den afledte kreditkrise og bekymringer om recession i den amerikanske økonomi. Centralbankerne - især den amerikanske (Federal Reserve), ECB, og bankerne i England, Canada og Schweiz - fortsatte deres koordinerede indsats for at lette likviditetsbehovet. Federal Reserve gjorde stor brug af rentelettelse ved først at nedsætte renten med 100 basispunkter i 4. kvartal, hvorefter valgte man efter et ekstraordinært møde den 22. januar at annoncere endnu en stor 75 basispunkters-rentenesættelse. Kun otte dage senere fulgte man ved et ordinært møde op med yderligere 50 basispunkter.

Mange har frygtet, at likviditetskrisen på et tidspunkt ville tage en amerikansk storbank med sig i faldet. Den 17. marts kom nyheden om, at Bear Stearns måtte kaste håndklædet i ringen og lade JPMorgan Chase overtage sine aktiviteter i en redningsmanøvre, som involverede en betydelig finansieringsbyrde for Federal Reserve. Den følgende dag gav yderligere en 0,75 % rentelettelse og opløftende nyheder om god indtjening hos Lehman Brothers og Goldman Sachs lidt luft til aktiemarkedet. Senere i marts præsenterede den amerikanske finansminister Henry Paulson en plan om at omstrukturere den offentlige regulering af finansielle virksomheder, som bl.a. vil betyde en større rolle for centralbanken.

I Japan gik centralbankchef Fukui som planlagt af, men forhandlingerne mellem regeringspartiet Liberal Democrats og oppositionen Democratic Party of Japan er foreløbig gået i hårdknude. Det ser efter kvartalets udløb ud til, at man endelig er nået frem til et kompromis i form af Masaaki Shirakawa, den tidligere vicedirektør.

Den amerikanske dollar er faldet markant i værdi i løbet af kvartalet, så kursen kom i midten af marts ned under 4,75 i forhold til den danske krone - og henholdsvis 1,6 og 95 i forhold til EUR og JPY. Det nedadgående pres på dollaren ser dog ud til at være aftaget de seneste par uger. Ikke overraskende har en stigende oliepris udover dollarrens vanskeligheder, bidraget til yderligere pres på markedet. Efter rekordpriserne omkring nytår faldt olieprisen ned under USD 90 pr. tønde, men så tog den fart igen i februar, hvorefter den satte ny rekord og lød på USD 110 i midten af marts. Guldpriisen er steget i næsten samme tempo.

Der er opmuntrende nyheder fra Japan, hvor de foreløbige estimater for BNP-væksten i 4. kvartal lyder på 3,7 % vækst i forhold til året før, og forbrugerprisindekset for februar steg 1,0 %, hvilket er den største vækst i 15 år.

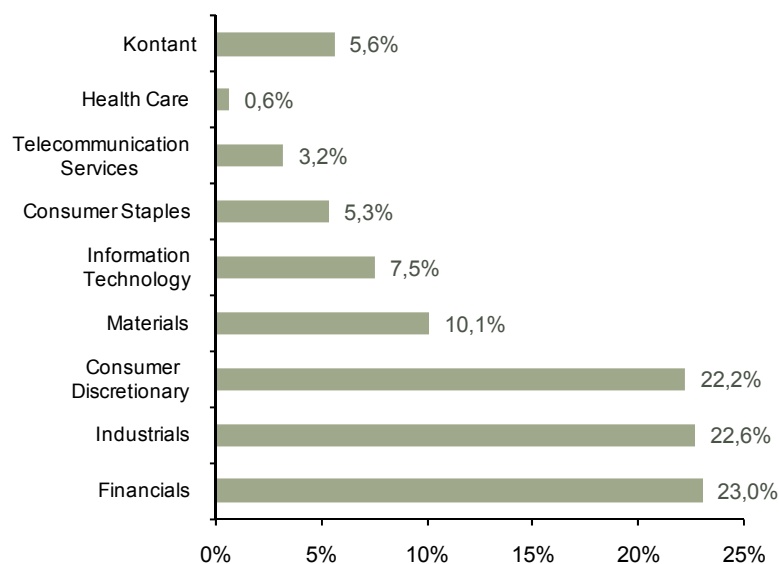
I USA steg salget af eksisterende boliger for første gang i syv måneder, men forbrugertilliden var samtidig den laveste i fem år. I begyndelsen af april sagde centralbankchef Ben Bernanke i sin beretning til kongressen, at der er risiko for negativ vækst i den amerikanske økonomi i først halvdel af 2008. Ved starten på 2. kvartal er der så småt tegn på stabilisering, men uroen på de finansielle markeder kan vise sig at vare længe endnu.

I euroregionen blev der d. 9. april offentliggjort tal for væksten i 4. kvartal 2007, og her blev bekymringerne om en opbremsning i væksten bekræftet, da BNP-væksten var faldet fra 2,7 % til 2,3 %. ■

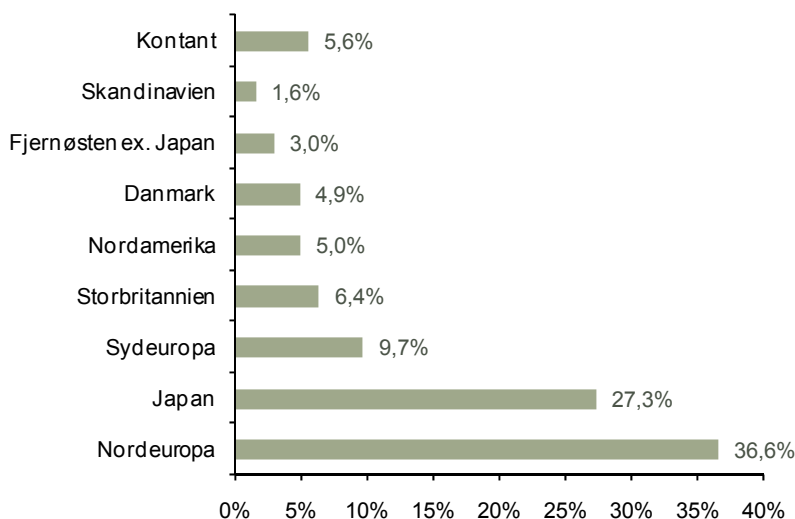
Afdelingen netop nu

Ved kvartalets udgang var porteføljens kontantandel på 5,6 %, og afdelingen havde 100 positioner med følgende branche- og regionalfordeling:

Branchefordeling



Geografisk fordeling



I 1. kvartal har vi investeret i to nye selskaber. I januar fandt den svenske producent af bl.a. telefonudstyr, LM Ericsson, vej til porteføljen. Og i marts foretog vi den første investering i den japanske medicinalvirksomhed Takeda Pharmaceutical. Vi foretog desuden yderligere investering i 34 af de eksisterende selskaber i porteføljen.

Ved kvartalets slutning udgjorde de 10 største positioner 33,4 % af den samlede kapital under forvaltning.

Top 10 beholdninger			
Selskab	Branche	Land	Andel
Dexia	Commercial Banks	Belgien	4,07%
Deutsche Postbank AG	Commercial Banks	Tyskland	3,93%
A.P. Møller-Mærsk B	Marine	Danmark	3,91%
Peugeot SA	Automobiles	Frankrig	3,47%
Philips Electronic NV	Industrial Conglomerates	Holland	3,17%
Nippon Tel & Tel Corp.	Diversified Telecommunicatio	Japan	3,16%
MAN AG	Machinery	Tyskland	3,04%
Hutchison Whampoa Ltd	Industrial Conglomerates	Hongkong	2,96%
Renault	Automobiles	Frankrig	2,92%
Fraport AG	Transportation Infrastructur	Tyskland	2,74%

**Rayonier**  
 Kurstarget nået

Amerikanske Rayonier er en international trævarevirksomhed med tre forretningsområder: Tømmer, fast ejendom og performance fibre. Selskabet har store ejendomsbesiddelser med lidt mere end 1 mio. hektar skovarealer i USA og New Zealand.

Vi købte første gang aktier i selskabet i december 2000 til en pris på USD 37,5, men med et efterfølgende aktiesplit svarer det til USD 14.

Rayonier havde en stabil omsætning, indtjening og udbytter. Selskabet genererede en stabil pengestrøm år efter år, og både aktiver og indtjening var lavt prissat. Siden 2000 har Rayonier kunne fastholde en sund udvikling, og selskabet har desuden været i stand til at forbedre sin indtjeningsmarginal og forbedre resultaterne. I januar 2004 skete der en markant ændring, da selskabet lod sig omdanne til en REIT (Real Estate Investment Trust). Ændringen betød en reduceret skattebetaling, hvilket bidrog til en bedre bundlinje og dermed forbedret forrentning af egenkapitalen.

De forbedrede resultater har afspejlet sig i aktiekursen, som er steget støt. Vi solgte vores beholdning i løbet af marts til en gennemsnitlig kurs på USD 40,7, hvilket svarer til et årligt afkast på 25,2 % efter udbytte. ■

**Hosiden**  
 Kurstarget nået

Hosiden er en japansk elektronikvirksomhed, der producerer en lang række komponenter til elektronik som f.eks. kabler, bøsninger, jack stik, batteriopladere, afbrydere, LCD skærme til mobiltelefoner og fjernbetjeninger for bare at nævne nogle få. Desuden er Hosiden storleverandør og producent af spillekonsoller til det verdenskendte Nintendo.

Vi købte de første aktier i Hosiden i september 2005 i niveauet JPY 1140. Selskabets aktier handlede efter en periode med middelmådige resultater til indre værdi. Imidlertid havde Hosiden et veldiversificeret udbud i flere forskellige lovende produktkategorier og et solidt langvarigt forhold til sin største kunde, Nintendo. Desuden havde selskabet en stærk balance med en stor kontantbeholdning.

Siden har Hosiden opnået en imponerende vækst, særligt pga. den succes, som Nintendos spillekonsoler, Wii, og den håndholdte, DS, har opnået. Både omsætningen og indtjeningen så i marts 2008 ud til at blive 50 % højere end niveauet i 2005. Aktien handler nu tæt på to gange indre værdi, og selskabet har brugt en stor del af sin kontantbeholdning på aktietilbagekøb og investeringer. Hosiden er desuden blevet endnu mere afhængig af sin største kunde, og således valgte vi at sælge vores beholdning i begyndelsen af året. Vi opnåede en gennemsnitlig salgspris på JPY 1,630, hvilket svarer til et årligt afkast på 17 %. ■

#### Sompo Japan Insurance

Sompo Japan er et af Japans førende skadesforsikringselskaber med den næststørste markedsandel inden for indbo- og ulykkesforsikring.

Sompo Japan er resultatet af forskellige fusioner gennem tiden, men det oprindelige selskab har været i porteføljen siden start. Både præmieindtægterne og omsætningen er steget støt, og resultatet er næsten femdoblet over de seneste 10 år.

De seneste måneder er japanske forsikringselskaber - ligesom finansielle virksomheder i resten af verden - blevet kigget grundigt efter i sømmene for at se, om de havde eksponering mod det amerikanske boligmarked og sub-prime lån. Selvom den japanske involvering ikke kan betegnes som stor, har også japanerne haft lidt penge i klemme i amerikanske boliglån. I Sompos' tilfælde havde selskabet ikke investeret direkte i sub-prime, men til gengæld stillet garanti for nogle kreditderivater, som i kølvandet på krisen er kommet til at koste nedskrivninger.

Selvom vi vurderede, at selskabets balance på ingen måde har lidt alvorlig skade, valgte vi at sælge vores mindre beholdning af Sompo-aktier, da markedsforholdene har bragt en lang række mere attraktive selskaber ind i vores investeringsunivers. Vi solgte vores position i februar 2008 til en gennemsnitlig pris på JPY 878, hvilket resulterede i et beskedent årligt afkast på 5,4 %. ■

#### Agfa Gevaert Frasolgt med tab

Agfa Gevaert NV er en belgisk producent af både analoge og digitale billed- og grafikprodukter, som sælges til bl.a. den grafiske samt health care industrien. Selskabet har en omsætning på cirka 25 mia. kr. og beskæftiger 1.400 ansatte.

Vi købte første gang aktier i Agfa i marts 2004. Dengang handlede aktien til en kurs/indre værdi på under 1,7, og da selskabet havde begrænset gæld og meget få immaterielle aktiver havde vi begrænset risiko. Aktieinvestorerne havde straffet Agfa for den faldende omsætning i selskabets fotodivision, forårsaget af forbrugernes skift fra analoge film til digitale kameraer. Det betød, at aktien handlede til en P/E-værdi under 10 og EV/EBITDA i niveauet 4 til 5, og vi anså dermed afkastpotentialet for sundt.

Agfa var i færd med at sælge fotodelen af virksomheden for at fokusere mere på den hurtigt voksende grafiske og health care del. Planen var, at selskabet ville få en fornuftig drift, når det havde skilt sig af med den tabsgivende fotoforretning. Agfa havde annonceret en række strategiske opkøb, som fandt sted i de følgende år. Men desværre udeblev den forventede forbedring af indtjeningen. Balancen blev til gengæld langsomt svagere, og vi bekymrede os for, om selskabet som følge af den udeblevne ind-

tjening kunne komme i alvorlige vanskeligheder såsom voksende gæld, goodwill og pensionsforpligtelser.

Investorerne begyndte at blive utålmodige pga. de manglende resultater, da bestyrelsen i august 2007 annoncerede en plan om at splitte Agfa op i tre uafhængige selskaber - Agfa Graphics, Agfa Health Care og Agfa Materials - inden udgangen af 2007. Det kunne have afhjulpet nogle af problemerne, men i slutningen af året stod det klart, at opsplitningen ikke ville blive gennemført foreløbigt. Pga. bekymringer over balancen og manglende tegn på operationelle forbedringer, besluttede vi derfor at sælge vores aktier.

Vi solgte den sidste del af beholdningen i januar til kurs EUR 7,46. Med en oprindelig købskurs på EUR 20,28 svarer det til et tab på 59 % efter udbytte eller et årligt tab i perioden på 20,5 %. ■

Cumerio and Alfred McAlpine  
Modtaget betaling

I tidligere udgaver af dette brev har vi beskrevet købstilbuddet på den belgiske kobbervirksomhed Cumerio fra den større Hamborg-baserede konkurrent Norddeutsche Affinerie. Forhandlingerne var gået i hårdknude, da den østrigske ingeniørvirksomhed A-Tec Industries kontrollerede 25 % af aktierne i Cumerio og dermed var i stand til at forhindre overtagelsen. Men d. 12. februar annoncerede A-Tec, at man havde accepteret købstilbuddet på EUR 30 pr. aktie.

Vi modtog oprindeligt vores Cumerio-aktier i 2004, da selskabet blev udskilt fra Umicore. Det nye selskab havde en sund indtjening og en stærk balance, og med et prisskilt på EUR 10,5 blev aktien prissat lige omkring den indre værdi. Med købstilbuddet på EUR 30 viste det sig at give en årligt afkast på 48 %.

Købstilbuddet på et andet af vores selskaber, den engelske entreprenørvirksomhed Alfred McAlpine, blev ligeledes gennemført i kvartalet. Selvom vi havde takket nej til tilbuddet fra den større konkurrent Carillion, der oprindeligt havde tilbudt en højere pris for McAlpine uden ledelsens støtte, blev handlen en realitet. Vi modtog betaling både i form af Carillion-aktier og kontanter, og vi satte aktierne til salg, da selskabet ikke opfyldte vores value-kriterier.

Vi købte Alfred McAlpine-aktier til porteføljen i Value Aktier i februar 2003 til 249 pence. Købstilbuddet og et årligt udbytte på 2-4 % årligt resulterede i et årligt afkast på ca. 21,9 %. ■

Fremtiden

Aktiemarkedene havde et ualmindeligt dårligt 1. kvartal i 2008 pga. en intensivering af kreditkrisen, som startede i sommeren 2007. Vi er nu vidner til de vidtgående konsekvenser af en kreditboble, som er opbygget over 3-4 år, hvor det i bund og grund blev for let at låne penge. Hvis den lette adgang til finansiering gav mulighed for at holde fest, så lider vi til gengæld i øjeblikket af alvorlige tømmermænd.

De seneste kursfald har været alvorlige - selv i et historisk perspektiv - men historien viser også, at aktiemarkedet kommer igen. I perioder som nu sælger investorerne deres aktiebeholdninger uden særlig skelen til den fundamentale værdisætning af de individuelle aktier. Markedsværdien afspejler dermed selskabets nuværende værdi på

børsmarkedet. I modsætning til denne værdi står selskabets 'sande' forretningsmæssige værdi baseret på selskabets indtjeningssevne og nettoaktiver, som vil være den gældende værdi, hvis selskabets samlede aktier blev handlet i en overtagelsessituation eller fusion. Ofte svarer børsværdien nogenlunde til selskabets operationelle værdi, men i langt de fleste tilfælde ligger aktiekursen enten over eller under. Den nuværende markedssituation betyder, at et voksende antal selskaber har en børsværdi, der ligger under deres forretningsmæssige værdi, og det øger samtidig antallet af emner i vores investeringsunivers - nemlig selskaber, som opfylder vores value-kriterier. På dette tidspunkt hvor stemningen på aktiemarkedet er på et meget lavt niveau, anser vi investeringsmulighederne som værende særdeles positive.

Ser vi fremad mod de kommende kvartaler, er der mange ubesvarede spørgsmål. Hvad er risikoen for flere dårlige nyheder fra finanssektoren, størrelsen af recessionen i USA, og hvordan vil den påvirke virksomhedernes indtjening og den økonomiske vækst rundt om i verden? Økonomerne diskuterer, om det bliver en hård eller en blød landing, men uanset hvad der skal ske, er der behov for, at den globale banksektor igen kommer på fode, før vi kan se lys for enden af tunnelen.

Perioder med ekstrem usikkerhed på aktiemarkedet er ikke gunstige for nogen langsigtet investeringsstrategi, som ønsker at skabe positive afkast. Men her er det vigtigt at huske, at investering har meget med tålmodighed at gøre, og det særligt er i kvartaler som det netop overståede, at man bør have en langsigtet investeringsstrategi som den, der ligger til grund for Sparinvest Value Aktier.

Ser man på porteføljen i dag, vil vi argumentere for, at lavkonjunkturen allerede er afspejlet i prisen på de fleste af selskaberne i vores portefølje. Dette understøttes af, at den gennemsnitlige værdisætning af selskaberne i Sparinvest Value Aktier i dag lyder på en kurs/indre værdi på 1,1, en EV/EBITDA på 4,5 og en nettogæld på kun 10 % af egenkapitalen. Denne værdisætning svarer til den, vi så i 2003 umiddelbart efter de store kursfald i 2002.

Vi er sat i verden for at skabe positive afkast til investorerne, og derfor kan vi på ingen måde være tilfredse efter en periode med negativt afkast. Men vi er overbeviste om styrken i vores portefølje og om, at risikoen for permanent tab af kapital er begrænset. Kursfaldene i det generelle marked afspejler på ingen måde den fundamentale kvalitet i vores investeringer, og derfor ser vi fortrøstningsfuldt på det fremtidige afkastpotentiale for vores selskaber og den samlede portefølje som helhed.

Med venlig hilsen

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S

Jens Moestrup Rasmussen  
Underdirektør og Chefporteføljeformaler  
9. april 2008