



## Indhold

- Hvor dyre er aktier?
- Value-aktier og konjunkturer
- Value-aktier og renter
- Flere værdier frem i lyset
- Japan - politisk dynamik tilbage
- Yamaha Corp
- Positive udsigter for 2014

## Value Aktier

### Kære investor

Afkastet i vores value-afdelinger har generelt været godt i første kvartal, og vi er stadig optimistiske omkring resten af året både hvad angår den økonomiske udvikling og aktiemarkedene. Selv efter de solide afkast i 2013 mener vi stadig, at aktier er en meget attraktiv aktivklasse, og at aktieallokeringen for mange investorer vil øges i 2014. Det mest opmuntrende er, at vi stadig ser lav værdiansættelse og høj kvalitet i vores afdelinger. Aktier i almindelighed virker hverken specielt dyre eller billige, men på de nuværende niveauer er der helt sikkert nogle områder af aktiemarkedet, der virker mindre attraktive end andre - eller ligefrem dyre.

### Hvor dyre er aktier?

I de seneste fem år har vi set investorer klumpe sig sammen i det samme begrænsede område af aktiemarkedene. Drevet af usikkerhed opsøgte investorerne det, de opfattede som 'sikre aktier', hvilket vil sige såkaldte kvalitetsaktier, aktier med høj egenkapitalforrentning, stabil indtjening og store vækstaktier. Det fik priserne på den slags aktier til at nå nye højder. Mens usikkerheden herskede, var investorerne på udkig efter de virksomheder, der mest lignede obligationer – altså dem der tilbød en stabil og voksende indtjening uanset økonomiske forventninger. Den øgede efterspørgsel efter den slags aktier fik priserne til at stige, og mange professionelle investorer begyndte at reducere risikopræmien på den type aktier for at retfærdiggøre den relativt høje værdiansættelse.

Mine mange års erfaring som porteføljeforvalter siger mig, at det ikke er et sundhedstegn, når investorer flokkes om det samme hjørne af aktiemarkedet. Til en vis grad minder det os om, hvordan det var at være value-investor i slutningen af halvfemserne under IT-boblen. Omvendt må man acceptere, at denne adfærd har ført til gode afkast

over de seneste fem år, hvis man havde fulgt med flokken. Af den grund har det været et meget godt miljø for investorer i såkaldte mega-cap aktier. Havde man købt de største og mest likvide navne for år tilbage, ville man have gjort det godt i perioden. Indeksinvestorer, der jo automatisk får en god eksponering til de samme store virksomheder, har således også haft gode tider.

Situationen har dog ført til de store uligheder i værdiansættelse, som vi har nævnt flere gange tidligere. Disse store prisforskelle mellem billige og dyre aktier findes i de fleste aktieindeks og giver derfor gode investeringsmuligheder verden over - også i USA, hvor aktier samlet set skiller sig ud som mindre attraktivt værdiansat i forhold til andre steder i verden. Ser vi således nærmere på ekstremerne af det amerikanske marked (for aktier over en mia. dollars i markedsværdi), kan vi se, at det billigste segment målt på kurs/indre værdi faktisk er billigere i dag end før den finansielle krise. Omvendt er den dyreste del af det amerikanske aktiemarked væsentligt højere prissat end før krisen. Således handler de 5 % dyreste aktier nu til 12,4 gange indre værdi mod 10,7 før krisen, mens de 20 % billigste aktier i markedet i dag kan fås for 1,2 gange indre værdi mod 1,5 før krisen. Tilsvarende resultater ser vi i Europa og Japan.

Det er netop denne kløft mellem dyre og billige aktier, der langsomt begyndte at indsnævres sidste år og medvirkede til vores gode afkast. Vi tror, at hullet vil fortsætte med at lukke sig til yderligere gavn for value-investorer, der fokuserer på billige aktier og holder sig fra de dyre. Vi er klar over, at et mål som kurs/indre værdi er en meget enkel måde at dele aktiemarkedet op på, og der er selvfølgelig mange flere faktorer, vi kigger på, når vi går på jagt efter value-aktier.

## Value-aktier og konjunkturer

Vi har før sammenlignet value- og vækstaktier og diskuteret afkast. Vi mener, at der er tilstrækkelige data, der understøtter ideen om, at value-aktier giver et merafkast på sigt. Der er dog tidspunkter, hvor strategien ikke virker, og siden krisens indtog har value-aktier klaret sig dårligere end aktiemarkedet generelt. Det har fået mange investorer til at forsøge at identificere et mønster, de kan anvende til timingen af deres eksponering for value-aktier.

Der er mange holdninger til, hvornår det er bedst at have value-aktier, og de er ofte bakket op af logiske forklaringer. Nogen tror eksempelvis, at value-aktier har en

tendens til at klare sig bedre end vækstaktier, når økonomien går i recession. Ræsonnementet er, at de på grund af deres i forvejen lave værdiansættelse (P/E og kurs/indre værdi etc.) allerede er forholdsvis undervurderet, og at de derfor bør falde mindre end vækstaktier under en recession. Når økonomien begynder at komme sig, vil vækstaktier fange mere af opsvinget, fordi de har højere vækstrater og geninvesterer deres overskud. Denne teori kan understøttes i nogle historiske scenarier, men ikke i andre. (Selvom et argument giver mening rent intuitivt, kan det ikke nødvendigvis blive bakket op af beviser). Omvendt har vi i Sparinvest tidligere argumenteret for, at value-aktier ofte taber mere på vej ind i en recession og giver et merafkast, når økonomien igen vokser. Den væsentligste årsag er, at når recessionen rammer, har value-aktier tendens til at være dårligere i stand til at tilpasse sig fordi de typisk har flere faste omkostninger og ligger inde med mere ubenyttet kapital i dårlige tider. Således opfattes value-aktier som mere risikofyldte i dårlige tider, men som økonomien vokser, vil den ubenyttede kapital i stedet blive en fordel og udnyttelsesgrad og indtjening vil stige, mens investorer belønner den svindende risiko. Uanset hvilken forklaring man synes giver mest mening, synes ingen alligevel at være i stand til at forudsige, hvornår et konjunkturforløb vil begynde og slutte.

## Value-aktier og renter

En anden vinkel, vi har diskuteret med mange på det seneste, tager udgangspunkt i en ti år gammel teori, der forklarer value-præmien (merafkastet på value-aktier) ud fra et varighedsbegreb. Der tages udgangspunkt i traditionel renteteori, hvor varighed udtrykker følsomheden i pris ved en given renteændring. Litteraturen konkluderer, at value-aktier har en kortere løbetid på sine pengestrømme, mens vækstaktier har en forholdsvis stor del af deres pengestrømme i en fjern fremtid. Således er value-aktier mere sårbare overfor en forværring af pengestrømme her og nu, mens vækstaktier er mere følsomme over for ændringer i den lange rente. Den diskonteringsrente, man anvender til værdiansættelse af aktier, består selvfølgelig af både et renteelement og en risikopræmie, men det er altså muligt at finde en sammenhæng alene mellem de lange renter og value-aktiers merafkast i forskellige perioder. Det, at vi ser på de lange renter, passer godt sammen med den langsigtede perspektiv, der er i en virksomheds pengestrømme og dermed aktieinvesteringer i almindelighed.

I de senere år har der været en klar sammenhæng mellem de lange renter og hvordan value-aktier og

vækstaktier har klaret sig indbyrdes. I både Europa og USA har vi set en tendens til, at value-aktier har klaret sig værst, mens de lange renter er faldet, hvilket har været en fordel for vækstaktier med den længere varighed. I dag er renten på et lavt niveau og den vil sandsynligvis på den længere bane bevæge sig i retningen af en mere normal adfærd, specielt i USA, hvis man kigger på centralbankens stramningssignaler. Hvis eller når det sker, forventer vi, at value-aktier igen vil give et merafkast, og vi er overbeviste om, at mange investorer helt overser den ikke uvæsentlige renterisiko, der er i vækstaktier.

I betragtning af ovennævnte udvidede prisdifference mellem dyr og billig, og denne varighedsbaserede forklaring på value-aktiers merafkast over tid, vurderer vi, at dele af aktiemarkedet ikke bare ser ud til at være overkøbt og overvurderet, men også indeholder stor følsomhed over for ændringer i de lange renter.

## Flere værdier frem i lyset

Gennem årene har vi flere gange i nyhedsbrevene diskuteret, hvordan virksomhedshandler er med til at give os gode resultater. I de seneste skriv har vi også fortalt, hvordan virksomheder kan få værdier frem i lyset ved eksempelvis frasalg af aktiviteter. Canadian Tire, Oil States International, Nokia, Noble og Mærsk er nogle af de eksempler, vi har nævnt i den forbindelse. Dette tema er fortsat i 2014.

Hutchison Whampoa er et Hong Kong-baseret konglomerat med aktiviteter inden for havne, telekommunikation, ejendom og hoteller, detailhandel, energi og infrastruktur. De er stærkt tilstede i seks af de ti største havne i verden, 3-telefonien opererer i 11 lande, mens detail-aktiviteterne omfatter mere end 10.000 butikker rundt om i verden. For nyligt annoncerede Hutchison salget af en 25 procents aktiepost i sin detailforretning til Temasek for 5,7 mia. US dollars. Begge parter har til hensigt at få virksomheden til at vokse videre og at børsnotere selskabet inden for to til tre år. Ved at foretage denne transaktion har investorerne fået bedre indblik i den reelle værdi af dette forretningsben, hvilket betyder, at de værdier investorerne har tilknyttet enheden er forøget. Transaktionsværdien er således mere end dobbelt så stor som den værdi, vi havde sat på enheden. Størstedelen af provent vil blive distribueret til aktionærene gennem et særligt udbytte, hvilket normalt modtages pænt af investorerne. Vi mener, at der er flere af den slags transaktioner på bedding i porteføljen, hvilket lover godt for afkastet.

## Japan - politisk dynamik tilbage

Det merafkast, man kan opnå ved at investere i value-aktier, eksisterer også på landeniveau. Hvis man køber aktier i 'undervurderede' lande kan man altså forøge sine langsigtede afkast. Uanset om man kigger på en enkelt virksomhed, en branche eller et helt land, skal man dog altid spørge sig selv, hvorfor noget er billigt. Value-investorer ender ofte i selskaber, der er billige, fordi indtjeningen har været under normalt niveau, men hvor der er gode muligheder for at indtjeningen kan forbedres igen. Denne tilbagevenden til normalen eller gennemsnittet i indtjening kan derefter føre til endda meget attraktive kursstigninger.

Tilsvarende er det, når et helt land ser ud til at være undervurderet. Det er netop ofte fordi, det gennem en periode har klaret sig dårligere end normalt. Japan er sådan et eksempel. I sidste ende investerer vi i virksomheder og ikke lande, så det, der interesserer os, er aktiverne og indtjeningen de enkelte virksomheder. Men hvis vi ser på Japan på landeniveau, er en af de langvarige frustrationer, at landet grundet politisk lammelse ikke har udnyttet sit potentiale, hvilket har ført til lave kurser på japanske aktier. Der har dog været lyspunkter for investorer i japanske aktier, for eksempel fra 2001 til 2006 hvor man også gennemførte en række økonomiske reformer, men efter den daværende premierminister, Koizumi, trådte tilbage i 2006 er der ikke opnået det store rent politisk, og aktieafkast har været skuffende.

Alt dette ændrede sig drastisk med den nuværende premierminister, Shinzo Abe, og hans tre økonomiske 'pile'. De to første er de penge- og finanspolitiske stimuli, og her er der allerede fremskridt at spore. I april stiger den japanske forbrugsskat (momsen) fra 5 % til 8 %, mens regeringen for at forhindre, at det afsporer det økonomiske opsving, indfører en vækstpakke og samtidig presser på hos virksomhederne for at få dem til at hæve lønningerne. I de seneste uger har de årlige lønforhandlinger bragt opmuntrende resultater med store virksomheder som Toyota, Nissan og Honda, der alle har hævet grundlønnen for første gang i mange år. Hvis det spreder sig til små og mellemstore virksomheder, kan effekten være betydelig.

Det er dog den tredje pil - reformerne - der er den mest interessante og desværre også den, der er sværest at forstå. Shinzo Abe vil gøre op med fortidens bestemmelser, der beskytter interesser på tværs af en række industrier lige fra landbrug til medicin. Premierministeren har allerede udfordret de stærke særinteresser, da han gik ind i forhandlingerne om en frihandelsaftale for Stillehavsområdet (TTP), som de facto

vil udløse reformer af de tidligere beskyttede sektorer. I sin tale ved World Economic Forums årsmøde i Davos lovede Shinzo Abe at fortsætte kursen. Han vil lette selskabsskatteprocenten (en af verdens højeste), hvilket bør øge japanske virksomheders evne til at konkurrere internationalt. Offentlige pensionsordninger skal reformeres, og i lyset af Japans demografiske udsigter, tales der frimodigt om at åbne landet op for mere udenlandsk arbejdskraft. For eksempel nævner han udenlandsk arbejdskraft til at understøtte husligt arbejde og pleje af de ældre, hvilket kunne være med til at få flere af Japans kvinder på arbejdsmarkedet.

Selvfølgelig møder så store planer modstand, og vi vil holde nøje øje med udviklingen i de kommende måneder. Det er imidlertid opmuntrende at se, at offentlighedens støtte stadig er forholdsvis stærk. Vores investeringer i Japan er ikke baseret på rosenrøde forventninger til de nuværende reformer, men snarere på vurderinger af de enkelte virksomheder, der investeres i. Der er dog ingen tvivl om, at den tilbagevendte politiske dynamik i Japan giver ilt til landets aktiemarkeder og henleder opmærksomheden på, at der kan findes en masse værdifulde investeringer.

## Yamaha Corp

I alle regioner og sektorer er vores investeringsbeslutninger baseret på, hvor stor sikkerhedsmargin vi kan finde mellem aktiekursen og den forretningsmæssige værdi af selskabet. Den makroøkonomiske udvikling og aktiemarkedets reaktioner herpå er blot med til at give os muligheder for at købe undervurderede aktier - eller sælge aktier, hvor kursen har nået den forretningsmæssige værdi. Efterhånden som det japanske aktiemarked har reageret på 'Abenomics', har vi selvfølgelig taget profit, hvor det gav mening. Et eksempel er Yamaha Corp, som er steget fra 1000 yen i begyndelsen af 2011 til 1550 yen i november 2013.

Yamaha Corp er globalt førende inden for musikinstrumenter med en markedsandel på 20 %. På mange måder er det en måde at få eksponering til emerging markets, takket være stigende kinesisk efterspørgsel på produkterne. Vi investerede i begyndelsen af 2011 efter en svag kursudvikling på grund af træg efterspørgsel og store omkostninger i forbindelse med en omstrukturering af selskabet. Den store markedsandel beroligede os, og vi forventede at Yamaha ville nyde godt af en general stigning i efterspørgslen efter musikinstrumenter. Derudover viste omstruktureringen ledelsens vilje til at vende tingene rundt. Efter at have fremstillet klaverer i Japan i over hundrede år, flyttede man

produktionen til udlandet, så den lokale produktion matchede efterspørgslen.

Vi købte aktier i 2011 på omkring 0,75 gange indre værdi, hvor den stærke balance indeholdt en stor kontantpost. Selskabet havde vist vilje til at bruge disse kontanter i form af særlige udbytter, ekspansion i udlandet eller opkøb og omstruktureringer. I 2013 begyndte indtjeningen at vende, da efterspørgslen begyndte at normalisere sig og yennen svækkedes. Vi solgte, da aktiekursen nåede vores kursmål.

## Positive udsigter for 2014

Vi har længe haft positive forventninger til aktier generelt. Vores konsekvente positive syn på globale aktier er blevet fulgt af store afkast til investorerne. Med fem års årlige afkast på MSCI World indekset på over 17 %, kan dette ikke forventes at fortsætte. Som nævnt ovenfor, ser nogle aktieindeks mindre undervurderede ud i dag, og nogle dele af markedet er ligefrem dyre. Det betyder ikke, at aktieinvestorerne er fortabte. Selv i et fair prissat marked vil der være et fornuftigt afkast til aktieinvestorer. Og for value-investorer på jagt efter gode tilbud, er der altid yderligere muligheder.

Vi mener, at den globale økonomi stadig er i bedring, og vi ser potentiale for yderligere bedring i økonomien og øget indtjening i mange virksomheder. Netop indtjeningsvæksten forventes at være en drivkraft for de globale aktiemarkeder i 2014, og i den henseende finder vi mere potentiale for positive overraskelser i Europa og Japan. Vores positive syn på den globale økonomiske vækst vil også favorisere de mere økonomisk følsomme aktier. Med vores eksponering til netop den type virksomheder vil det have en positiv effekt på en masse af vores investeringer og dermed det samlede afkast. Vi vil ikke forsøge at forudsige renteutviklingen, men hvis den økonomiske vækst fortsætter, som vi forventer, kan vi forestille os, at renten vil stige i en nær fremtid. I det scenarie vil value-investorer, som vi har beskrevet ovenfor, klare sig relativt godt.

Vores fortsatte begejstring for value-aktier må ikke forveksles med en naiv tro på, at der ikke er nogen risici. Der er altid historier, der vil gøre investorerne nervøse og forårsage en vis volatilitet i markederne. Situationen i Ukraine og stigende spekulationer om kinesisk vækst kan give udsving på markederne, men som value-investorer fastholder vi en langsigtet investeringshorisont. Value-investering handler nemlig om at være konsekvent: at forblive rolig og holde fast i det langsigtede perspektiv,

uanset om verden omkring os drukner i negativitet eller bugner af optimisme.

Med venlig hilsen

**Jens Moestrup Rasmussen**  
Chefporteføljeformaler

Den 29. april 2014



Sparinvest Value Team

## Øverst fra venstre til højre:

David Orr  
Seniorporteføljevalter  
Lisbeth Søgaard Nielsen  
Porteføljevalter  
Jeroen Bresser  
Porteføljevalter  
Per Kronborg Jensen  
Seniorporteføljevalter  
Morten Rønnow Tandrup  
Aktieanalytiker

## Nederst fra venstre til højre:

Karsten Løngaard  
Seniorporteføljevalter  
Jens Moestrup Rasmussen  
Chef for teamet/ Chefporteføljevalter  
Trine Uggerhøj  
Porteføljevalter  
Kasper Billy Jacobsen  
Chefporteføljevalter

Sparinvest har tilsluttet sig UN PRI og er medlem af Eurosif og Dansif. UN PRI er et internationalt netværk i FN-regi for professionelle investorer, der bygger på seks principper for ansvarlig investering. Målet er at hjælpe investorerne med aktivt at vurdere miljø, sociale forhold og ledelse i deres investeringer.

Signatory of:



Dette materiale udgør ikke individuel investeringsrådgivning og kan ikke påberåbes som grundlag for en beslutning om køb eller salg (eller undladelse heraf) af Sparinvests produkter. Materialet er alene udarbejdet som orientering til dig og dit pengeinstitut og skal læses sammen med foreningernes gældende prospekter og de senest offentliggjorte års- og delårsrapporter. Investering er altid forbundet med risiko for tab, og historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Derfor kan Sparinvest-koncernen og foreningerne ikke påtage sig noget ansvar for den rådgivning, der ydes og dispositioner, der foretages, eller undlades, i forlængelse af dette materiale. Der tages forbehold for trykfejl, beregningsfejl og eventuelle øvrige fejl i materialet.