



## Brev til investorerne – Value Aktier

4. kvartal 2015

Kære investor

Årets sidste kvartal endte med at blive godt. Markederne steg således kraftigt efter nedturen i sensommeren. Set over hele året, var der gode aktieafkast i den udviklede del af verden, mens emerging markets-aktier gav negative afkast. De fleste af vores afdelinger leverede relativt solide afkast. Den globale afdeling, Sparinvest Value Aktier, steg 13,21 % mod et afkast på 10,66% for sammenligningsindekset, MSCI World.

Gennem hele 2015 var der få ting, der tiltrak sig større opmærksomhed end den amerikanske centralbank og normaliseringen af den amerikanske pengepolitik. Efter flere møder uden ændringer, skred centralbanken til handling i december og hævede renten - den første stigning i næsten et årti. Det blev set som en tillidserklæring til økonomien, og udsigten til yderligere forsigtige stigninger fremover bør lette bekymringerne for, om satserne vil hæves for hurtigt og dermed kvæle udviklingen i den amerikanske økonomi.

Et andet væsentlig emne i vores seneste brev var Kina. Kinas ændring i de seneste årtier har været dramatisk. Fra en fortid som landbrugssamfund har reformer banet vejen for masser af boliger, fabrikker, dæmninger, veje, jernbaner og meget andet. Som følge af den bølge af urbanisering og industrialisering blev Kina til det, der ofte kaldtes 'verdens fabrik'. Investorerne var euforiske og oplevede to cifrede årlige afkast, og Kinas efterspørgsel efter materialer var med til at drive et råvare-boom, som andre vækstøkonomier også nød godt af. Som følge af den massive vækst har Kina i dag så stor en økonomi, at det er ganske naturligt, at tempoet i væksten vil aftage i løbet af årene. I nogle år har det også været klart, at Kina ikke har monopol på titlen som verdens fabrik. Der er konkurrence ikke blot fra andre nye markeder, men også fra visse udviklede lande, hvor produktion hentes hjem. Det er ikke nødvendigvis negativt. Som vi skrev for nylig, er Kina i gang med ændre sin

økonomiske model fra investering til forbrug, fra eksport til indenlandsk forbrug og fra fremstilling og over til viden og service. Men denne omstilling vil ikke være uden problemer - der vil være bump på vejen.

I andet halvår og igen i den første uge af 2016 så vi, hvordan investorerne blev urolige, og de kinesiske aktiemarkeder faldt kraftigt, specielt det lukkede marked for kinesiske A-aktier. Det er vigtigt ikke at overreagere på dette. I nogen tid har vi ment, at A-aktier var temmeligt dyre sammenlignet med de kinesiske aktier, der handles i Hongkong (H-aktier), så en korrektion i A-aktierne er ikke nødvendigvis jordens undergang. Den kinesiske valuta er imidlertid også blevet svækket, og selv om det er en fordel for eksportører, vil det være betryggende med en mere stabil valuta fremadrettet. Alle følger stadig de kinesiske nøgletal, og 2016 starter med generel frygt for, at den globale vækst kan komme under pres, hvis Kina vækster mindre end ventet.

Svagere kinesisk efterspørgsel er en af de faktorer, der påvirker priserne på råvarer og energi, og disse fortsatte med at falde i løbet af kvartalet. Vi har aldrig kunnet forudsige energi- og råvarepriser på kort sigt, og sigtbarheden er særlig dårlig lige nu, hvor markedet fordøjer de mange dynamikker, herunder lavere kinesisk vækst, OPEC's eventuelle reaktion, amerikanske produktion og olielagre samt volatile valutaer. På mellemlang sigt vil mere stabile priser være til gavn for den globale økonomi. Set i et langsigtet perspektiv er der tydeligvis et skifte i retning af mere vedvarende energi, men vi ser også en strukturel efterspørgsel efter olie i nogen tid endnu. En ting, vi har lært, i årenes løb er, at det er normalt en fejl at antage at de nuværende forhold vil gælde i al fremtid.

De svækkede råvarepriser havde stor indvirkning på visse af de råvarerelaterede eksportører i emerging markets. I kombi-

nation med usikkerheden om den amerikanske renteforhøjelses indvirkning på valutamarkedet, førte det til et volatilt år for emerging markets-aktier. Selvom fjerde kvartal var noget bedre, holdede de efter resten af aktiemarkedet og MSCI Emerging Markets-indekset med et tab på omkring 5%. Vi mener dog, at langt de fleste af disse lande er bedre rustet til at håndtere de stigende amerikanske renter, end de var for et par år siden, og fra et mellemlangt til langt perspektiv ser vi gode muligheder i disse markeder.

Endelig markerede andet halvår afslutningen på de begrænsede kursudsving, som mange investorer netop var begyndt at vænne sig til, og vi så hvordan store kursudsving hen over dagen begyndte at forekomme mere hyppigt. Måske er det naturligt, når vi efter en periode med stimuli rundt om i verden, nu ser divergens mellem centralbankerne. Det fører naturligvis til en vis usikkerhed og dermed også mere volatile markeder. Derudover er der en række faktorer såsom geopolitiske spændinger, situationen i Syrien, flygtningekrisen, en britisk folkeafstemning om EU samt et amerikansk præsidentvalg for bare at nævne nogle af de ting, der skaber usikkerhed i 2016. Vi finder grundlæggende de amerikanske renteforhøjelser opmuntrende, da de afspejler, at økonomien er i bedring, men at det er vigtigt, at tempoet er rigtigt. De europæiske nøgletal har været rimelig opløftende på det seneste, og den svækkede euro fortsætter med at styrke virksomhedernes overskud. Med marginer, der stadig ligger under niveauet fra for otte år siden, vil øget indtjening kunne skabe et fordelagtigt miljø for europæiske aktier.

### Udviklingen i porteføljen

De globale afdelinger, Value Aktier og Cumulus Value, gav solide afkast i 2015, hvilket var bredt funderet med positivt bidrag fra alle regioner. Vi slog markedsafkastet i både Europa og Japan, hvor eksponeringen til små og mellemstore selskaber arbejdede i vores favør. Ser man på sektorniveau, klarede afdelingerne sig bedre end benchmark i alle sektorer undtagen én – informationsteknologi, hvor vi holdede 4 % efter. Det er værd at bemærke, at vi udkonkurrerede benchmark inden for energi og materialer, to sektorer der er blevet ramt af de faldende olie-, gas- og råvarepriser.

Mange af vores investeringer har skabt overskrifter i kvartalet blandt andet i forbindelse med virksomhedsoverdragelser (M&A-aktivitet) - en faktor, der har været med til at skabe merafkast for os historisk. I andet kvartal nævnte vi Delhaize - den belgiske supermarkeds kæde der indgår i en fusion med Ahold - og i fjerde kvartal, blev aktiekursen belønnet for de

gode fremskridt med fusionen, mens man samtidig præsenterede stærke kvartalsresultater. Aktien var blandt afdelingernes største bidragydere til kvartalsafkastet. I november annoncerede den amerikanske medicinalvirksomhed Pfizer sin plan om at købe botox-producenten Allergan i den største medicinalhandel i historien. I midten af december annoncerede den japanske IT-virksomhed TDK et købstilbud på en af vores schweiziske investeringer, Micronas. Igennem længere tid har vi haft drøftelser med Micronas' ledelse om den undervurderede aktiekurs og den betydelige værdi af virksomhedens kontantbeholdning. Vi var glade for at se ledelsen anbefale købstilbuddet, der med en pris på 7,50 schweizerfranc sendte aktiekursen op med omkring 60%. Micronas var således også blandt de største bidragsydere i kvartalet.

Et par dage senere var det en anden japansk virksomhed, der bød på et af vores small-cap-selskaber, hollandske USG People, hvilket sendte kursen op med 30%. Vi vil gentage alle de pointer, vi tidligere har nævnt om ændringer i japansk ledelsesskik, men disse to eksempler fra vores porteføljer er blot to af mange opkøb, der for tiden foretages af japanske virksomheder. Presset på at hæve egenkapitalforrentningen og udnytte overskydende likviditet har altså ikke blot ført til øgede udbytter og aktietilbagekøb, men har også fået flere japanere til at sætte pengene til at arbejde uden for landet.

Det giver os medvind på to måder. For det første har vi en overvægt i velpolstrede japanske virksomheder, der handler med markante rabatter på grund af det, mange opfatter som dårlig allokering af kapital. Den stigende appetit for opkøb er sammen med aktietilbagekøb og udbytter med til at få andre investorer til at indse potentialet i vores japanske investeringer. For det andet er målene for de japanske oversøiske opkøb – virksomheder med attraktive forretningsmodeller og undervurderede aktiver – netop den slags aktier, der ligger i vores porteføljer, hvorfor vi forventer at se yderligere virksomhedsovertagelser i fremtiden.

### Aktiv eller passiv investering

Mens vores afdelinger generelt gav pæne relative resultater, oplevede mange aktive forvaltere 2015 som et skuffende år, og aktive forvaltere fravælges da også i et vist omfang til fordel for passive strategier, der stadig viser stærk vækst. Ved første øjekast ser det ud til at give mening, da mange aktive forvaltere har klaret sig dårligere end passive afdelinger i årene efter den globale finanskrisen. Vi er dog stadig overbevist om, at forvaltere, der udvælger aktier ved hjælp af fundamentalanalyse kan slå passiv investering i det lange løb, og det er der stadig

masser af akademisk forskning, der støtter. Det er imidlertid sådan, at de tårnhøje årlige afkast siden aktierne bundede ud i marts 2009 har fået mange investorer til at tro, at man lige så godt bare kan købe en markedseksposering så billigt som muligt (også kaldet beta-eksponering) i stedet for at forsøge at finde en forvalter, der ud fra analyse og udvælgelse forsøger at skabe et merafkast (også kaldet alpha). Med tårnhøje aktiemarkedsafkast vil selv de aktive forvaltere, der har været i stand til at navigere korrekt og skabt alpha, indse at størstedelen af det samlede afkast stammer fra markedseksposering, beta. Med andre ord har det været en periode, hvor tidevandet så at sige har løftet alle både.

Men før vores læsere bliver passive indeks-investorer, minder vi om, at efter flere år med solide tocifrede afkast, vil aktiemarkedet sandsynligvis levere lavere afkast fremadrettet og måske endda ende med tab i visse perioder. Aktiemarkedet er ikke så attraktivt prisfastsat, som de var for år tilbage, og væksten i virksomhedernes indtjening forventes at være moderat på kortere sigt. Hvis aktiemarkedet forventes at levere lavere afkast, vil investorerne være nødt til at kigge efter alpha-muligheder for at forøge deres afkast. Derfor kan de kommende år vise sig at blive interessante for aktive forvaltere, for mens beta-risikoen er stigende (høj prissætning), er der stadig mange alpha-muligheder (undervurderede aktier) derude.

### Value-investering og risiko

Et oplagt sted at lede efter investeringsmuligheder er inden for universet af value-aktier. I mere end 18 år har vi arbejdet hårdt på at levere konkurrencedygtige afkast ved at fokusere på at investere i billig prissatte aktier. Det har tjent os godt over den lange periode, hvor Sparinvest Value Aktier har givet omkring 3,8% i årligt merafkast siden 1997. Men det skal bemærkes, at value-aktier siden den globale finanskrisen har været udfordret, og MSCI World Value-indekset har tabt terræn syv år i træk. Som vi har nævnt et par gange tidligere, er der en vis sammenhæng med renteutviklingen, og de stigende renter de kommende år forventer vi vil gøre det nemmere at være value-investor igen. Derudover er højere renter tilsyneladende også gode nyheder for aktive forvaltere generelt. Tidligere i 2015 præsenterede den japanske bank Nomura en undersøgelse, der viser, at der har været en stærk korrelation mellem stigende renter og aktive forvalteres merafkast i de sidste 50 år. Forklaringen bag dette fænomen er, at når renterne stiger, har små og mellemstore virksomheder en tendens til at klare sig bedre end resten af markedet, og aktive forvaltere, især value-investorer, har en tendens til i højere grad at have eksponering til disse. Omvendt har vi på det seneste set, hvordan

det er de største virksomheder, som passive investorer og markedsværdivægtede indeks i sagens natur er eksponeret til, der har givet de bedste afkast i et faldende rente-miljø.

Vi investerer fortsat efter en value-strategi. Vi mener at vores aktive tilgang kan skabe merafkast selv i år (ligesom i 2015), hvor value-aktier målt på indeksniveau har det svært, og vi tror potentialet er stort i den nærmeste fremtid. Vi er fortsat disciplinerede og metodiske, og vi udvælger aktier ud fra deres attraktive værdiansættelse. Vi tror på, at udviklingen i virksomhedernes indtjening i sidste ende bør afspejles i bedre aktiekurser, og at aktie-investorer, der er i stand til at udholde de nuværende volatile markeder sandsynligvis, vil blive godt belønnet.

Tidligt i 2015 drøftede vi, hvordan makro- og geopolitiske begivenheder i de senere år har haft store konsekvenser for aktive forvalteres afkast, herunder også os selv. Vi erkendte, at selv langsigtede value-investorer måles på relative resultater og ofte inden for korte tidshorisoner, og vi sagde dengang, at vi vil være mere opmærksom på lande- og sektorsammensætning fremadrettet. Således går vi ind i 2016 med en risiko-profil, der giver os lavere risiko i forhold til afdelingernes benchmark. Vi opretholder åbenlyse risikoeksponeringer – value-tilt og flere små og mellemstore aktier – men vi har justeret fordelingen af vores risiko: Risikoen stammer derfor i dag i mindre grad end tidligere fra lande- og sektorsammensætning (geopolitisk risiko).

### Todeling af markedet

Den mest markante ændring i de globale afdelinger er, at vi har tilføjet endnu en håndfuld amerikanske aktier i fjerde kvartal. Målt i dollars lå det amerikanske aktiemarked mere eller mindre fladt i 2015, med et samlet afkast på MSCI USA på ca. 0,7%. Men hvis det ikke havde været for nogle få aktier kunne det endda have været negativt. En gruppe af populære internetaktier var nemlig med til at løfte det samlede indeks i plus. Der er en tradition for at give øgenavne til populære aktier. Tilbage i 1960'erne var aktiemarkedet domineret og drevet af 50 populære aktier, man kaldte "The Nifty Fifty" – aktier alle købte uden at sætte spørgsmålstejn ved værdiansættelsen. I dag taler man "The Nifty Nine". Eller FANTA: Facebook, Amazon, Netflix, Tesla, Alfabet (det nye navn for Google). Eller FANG: Facebook, Amazon, Netflix, Google. De fire sidstnævnte FANG-aktier gav i gennemsnit et afkast på 20% i fjerde kvartal og fantastiske 70% set over hele året. Flotte afkast for disse aktier, der nu udgør omkring 5% af indekset. Men hvad så med de

resterende 95% af markedet? Ifølge vores beregninger gav de i gennemsnit et afkast på minus 2%.

I Sparinvest er vi stadig overbeviste om at vejen til gode langsigtede afkast er at investere i undervurderede og upopulære aktier. Vi er dog klar over, at aktiekurser på kort sigt er et spørgsmål om udbud og efterspørgsel. Nogle af de populære aktier nævnt ovenfor er ganske vist ved at ændre verden, og vi spår gode fremtidsudsigter for mange af dem. Men efterspørgslen på deres aktier er også høj, og vi bemærker, at mange af dem handler på ekstreme indtjeningsmultipler, og der er således store forventninger til indtjeningsvæksten. I en verden, hvor der er stagnation i virksomheders omsætning og bekymringer for den globale økonomi, flokkes mange om de få virksomheder, der kan vise en stærk vækst i omsætningen - uanset værdiansættelsen. Med fare for at gentage os selv, mener vi, at forskellen i prissætningen på populære internetaktier og upopulære value-aktier samt det stigende rentescenarie taler for, at efterspørgslen på et tidspunkt vil ændre sig, og at de attraktivt prissatte value-aktier vil give et merafkast igen.

## Konklusion

Som altid vil vi afstå fra at forsøge at forudsige kortsigtede afkast. Med begrænsede forventninger til de samlede markedsafkast i 2016, forventer vi blot, at aktieudvælgelse bliver et vigtigt emne i den nærmeste fremtid, og vi agter at udnytte den forventede øgede volatilitet til at tilføje til interessante investeringer til attraktive priser.

Efter syv år i træk, hvor value-aktier målt ved MSCI's globale indeks har ligget under for vækst-aktier, ved vi, hvor frustrerende det kan være at skille sig ud fra flokken og lejlighedsvis have afkast der halter efter. I endnu et år har det været udfordrende at følge en value-filosofi, men i år overvandt vores aktieudvælgelse modvinden og gjorde det muligt for os at præsentere meget tilfredsstillende resultater for både kvartalet og for året på langt de fleste afdelinger.

Vi er sikre på, at value-tilgangen har sin berettigelse, og vi ser frem til den længe ventede medvind. Uanset hvad der sker i det kommende år, mener vi, at vores opmærksomhed på virksomhedernes fundamentale forhold hjælper os med at styre porteføljerisici i de volatile markeder. Det burde lægge grunden til langsigtet værditilvækst for vores kunder. Som altid takker vi jer for jeres støtte, og vi ser frem til at dele perspektiver med jer i 2016.

Redaktionen er afsluttet den 20. januar 2016.

## Sparinvest Value Team

*Øverst fra venstre til højre:***David Orr***Seniorporteføljeformaler***Lisbeth Søgaard Nielsen***Porteføljeformaler***Jeroen Bresser***Porteføljeformaler***Per Kronborg Jensen***Seniorporteføljeformaler***Morten Rønnow Tandrup***Aktieanalytiker**Nederst fra venstre til højre:***Karsten Løngaard***Seniorporteføljeformaler***Jens Møestrup Rasmussen***Chef for teamet/ Chefporteføljeformaler***Trine Uggerhøj***Porteføljeformaler***Kasper Billy Jacobsen***Chefporteføljeformaler*

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.