



Brev till fondspararna – Värdeaktier

1:a kvartalet 2015

Bästa investerare!

Årets första kvartal har visat sig vara ett av de bästa någonsin för Sparinvests globala fonder. Till skillnad från tidigare kvartal, då det blev dyrt att ha mindre exponering mot amerikanska aktier och valuta, ser marknaden i USA nu ut att kylas ner lite. Med den amerikanska marknaden nästan stillastående mätt i dollar är det uteslutande valutavolatilitet som har gett avkastning på amerikanska aktier. Å andra sidan har den europeiska och japanska marknaden stigit bra mot bakgrund av förnyad optimism i förhållande till en europeisk uppsving med bra stöd av Super Marios (Draghi) uppköp av obligationer, lågt oljepris, låga räntor, svag euro och allmänna vinstförbättringar. I Japan har Nikkei-indexet nått nya höjder sedan finanskrisen, vilket mer eller mindre drivs av samma faktorer: Abenomics, lågt oljepris, valuta, ökad lönsamhet och en ny acceptans av och fokus på bra företagsstyrning.

Efter två kvartal då de globala fonderna har haltat efter jämförelseindex främst på grund geografiska skillnader skrev vi vid årets utgång lite om vår fortsatta tro på europeiska och japanska företag. Vi förväntade oss en bra vinsttillväxt i Japan och trodde att en gradvis uppsving i den europeiska ekonomin skulle ge bra avkastning på europeiska aktier, som var billiga i pris. Därför förväntade vi oss att de två regionerna skulle driva avkastningen från fonderna framåt. Det är klart att vi är nöjda med hur saker och ting visade sig att falla ut till vår fördel under det första kvartalet, men trots medvinden tror vi att vi har mer att vänta.

Fortsatta möjligheter trots högre värderingar

Den geografiska fördelningen i fonderna är ungefär densamma som för tre månader sedan. Därmed är vi fortsatt överviktade i Europa och Japan på bekostnad av den amerikanska exponeringen. Däremot har vi under perioden lagt till ett par nya amerikanska aktier i portföljerna.

Värdeinvestorare väljer ofta aktier i områden av världen som är tillfälligt impopulära. Under det senaste året uppfattades vi som motvallskärningar på grund av vår geografiska exponering, men nu har det skett en ändring. I dag delar ett stigande antal investerare vår syn på var man kan hitta intressanta investeringar. Fler och fler strateger rekommenderar i ökande grad icke-amerikansk exponering, och data över handelsflow in och ut ur regioner visar hur investerarna tycks följa detta råd.

Den senaste tiden har vi sett en tendens med stärkta europeiska data över hela linjen: arbetslöshet, konsumentförtroende, bilförsäljning, PMI och så vidare. I likhet med många andra anser vi att utsikterna för den europeiska ekonomin alltjämt är positiva och att de troligen kommer att avspeglas i företagens vinster den närmaste framtiden. Med många starka europeiska företag som hela tiden handlas billigt jämfört med sina globala konkurrenter ser vi bra argument för att hålla fast vid europeiska aktier.

Den amerikanska marknaden befinner sig dock i en annan situation. Svagare ekonomiska data och en stark dollar börjar synas i företagens vinster, medan värderingen av aktier stadigt befinner sig på en hög nivå sett ur ett historiskt perspektiv. Kombinationen av högt korrelerade aktier, låg volatilitet, starkt momentum och det faktum att stora likvida aktier klarar sig bäst påminner oss om något som vi har sett förut. Som vi har sagt förr anser vi att dagens amerikanska marknad har vissa

likheter med den i slutet av 90-talet, även om värderingen inte ligger på samma extrema nivåer. Därför anser vi att den nuvarande marknaden kan vara början på en miljö där fundamental aktieanalys och värdeinvestering återigen kommer att göra skillnad och där det kan bli mycket dyrt att följa aktieindex blint med stor exponering mot aktier i sektorer och länder som har gjort det framgångsrikt de senaste åren.

Aktiv eller passiv investering

Det för oss till ett av de ämnen som har fått stor uppmärksamhet nyligen, nämligen debatten om aktiv eller passiv investering. Nya data från Morningstar visar hur investerarna verkar föredra så kallade passivt förvaltade fonder som efterliknar index och som har haft högre inflöde än aktivt förvaltade aktier. Det är klart att det finns fördelar och nackdelar med både passiv och aktiv investering, och vi försöker att inte rekommendera varken den ena eller den andra. Faktum är att passiv investering och aktiv investering är beroende av varandra. Passiv investering kan därför bara vara bra i en värld med aktiva investerare som väljer och vrakar. Annars kommer aktieavkastningen enbart att drivas av inflöden till aktiemarknaden. Skillnaderna mellan de två kan lite grovt sammanfattas med att passiv förvaltning är tillgänglig till en bråkdel av priset för en typisk aktiv förvaltare, medan man omvänt ger avkall på möjligheten att slå marknaden. Den senaste tidens nedslående avkastning för många aktiva förvaltare har fått fler investerare att gå mot passivt förvaltade fonder.

Under en rad år har det varit stor efterfrågan på de mest likvida blue-chip-aktierna i världen, och samma aktier har typiskt sett haft betydande vikter i aktieindex. På så sätt har en köpare av breda index erhållit bra avkastning, och dessa perfekta ramar för passiv investering har gjort det svårt för aktiva investerare att slå ett index. De senaste åren och framför allt det senaste året har vi, precis som andra aktiva förvaltare världen över, därför haft svårt att konkurrera ut vårt jämförelseindex av olika skäl, vilket vi också har skrivit om tidigare.

Undersökningar har ganska tydligt visat att det är svårt för aktiva förvaltare att konsekvent slå sina jämförelseindex, och eftersom 2014 var ett år då de flesta aktiva förvaltarna haltade efter jämförelseindex har det gett mer bränsle till debatten. Som alltid understryker vi att man aldrig ska låta kortsiktiga resultat diktera sina investeringsbeslut – det gäller också valet mellan passiv eller aktiv förvaltning. Faktum är att det är mycket svårt att värdera en förvaltare på kortsiktiga resultat och bestämma huruvida han eller hon har tur eller är duktig. För det behöver man en längre tidshorisont; det tar tid att bli

en framgångsrik värdeinvestor och det uppstår ofta volatilitet längs vägen innan aktiekursen når sitt verkliga värde. Det medför avvikelser från jämförelseindex, och det är just det som idag har blivit en mycket viktigare parameter för de flesta investerare. Faktum är att vi sedan finanskrisen bröt ut har sett att fler och fler investerare väljer passiva strategier, helt enkelt för att de anser dem vara mindre riskabla.

Risk är mer än bara en siffra

I de senaste kvartalsbrev har vi berört skillnaderna mellan fundamental absolut risk i en investering och risk mätt relativt i förhållande till ett jämförelseindex. Passiva fonder har haft stor medvind de senaste fem åren, inte bara för att de har varit billigare än aktivt förvaltade fonder, utan också för att de anses ha mycket begränsad risk då de ligger nära ett jämförelseindex. Om ett företag i ett index går i konkurs betraktas det faktiskt inte som en risk, så länge man inte är överviktad i aktien. För fundamentala investerare som oss är det struntprat: Det är den största investeringsrisken av dem alla – förlust av investerat kapital som man inte kan få tillbaka. Investerarnas syn på risk är emellertid en naturlig konsekvens av allt prat om passiv investering, indexering och risk sett i förhållande till ett index till skillnad från fundamental investeringsrisk.

Det finns därmed många skäl till att passiv investering för tillfället betraktas som mycket attraktivt. Det är kanske också på grund av de senaste årens avkastning och ändrade riskperspektiv som man ser många från den akademiska världen kommentera fondernas kostnader och den påstådda bristande skickligheten hos aktiva förvaltare. I många akademikers ögon är marknaderna effektiva, risk är ett tal i förhållande till ett jämförelseindex och privata investerare ska endast köpa passiva indexbaserade fonder. Vad de tenderar att glömma är att aktiva förvaltare kan utnyttja möjligheterna när de uppstår och samtidigt undvika högtflygande, överprisade delar av aktiemarknaden. Det tar oss tillbaka till avsnittet ovan, där vi kommenterade några aktuella likheter med marknaden i slutet av 90-talet. Den gången var en indexfond utan jämförelseindexrisk tungt exponerad mot IT-företag som handlade med extrema multipler, medan många aktiva värdeinvestorare var underviktade i precis samma aktier för att de inte kunde se det fundamentala värdet i dem. Vi vet alla vad som hände sen. Efter IT-bubblan upplevde man ett "förlorat årtionde" för aktier under 00-talet, då MSCI World Index gav 0 % i avkastning mätt i USD, medan många aktiva förvaltare klarade sig mycket bättre. Sparinvest värdeaktier gav till exempel mer än 170 % under samma period. Även om det är lätt för akademiker att kritisera aktiva förvaltare och deras avgifter när det går dåligt

för dem på de nuvarande marknaderna är vi säkra på att investerarna kan gå tillbaka i historien och inse att indexinvestering inte alltid är utan risk.

ESG-risk – risken många inte talar om

Vi ska inte diskutera alla fördelar och nackdelar med aktiv och passiv investering, men vi vill gärna lyfta fram ett annat område där aktiva förvaltare kan göra skillnad. Vi har alltid ansett att icke-finansiella överväganden kring områden som miljö, sociala förhållanden och bra företagsstyrning (ESG) kan skapa eller förstöra ett långsiktigt värde för aktieägarna i de företag som vi investerar i. År 2009 skrev Sparinvest därför under FN:s principer för ansvarsfulla investeringar, UNPRI. Förr i tiden kopplades värderingen av ESG-information ofta samman med så kallade etiska eller socialt ansvarsfulla investerar som sätter personliga eller institutionella principer framför vinst. Många olika och överlappande namn har genom tiderna använts för att beskriva sådana investerar, och ofta råder det viss förvirring kring den rätta betydelsen av detta förfarande. Det finns minst två sätt att se på det: Det finansiella förhållningssättet, där ESG-förhållanden tas i betraktelse eftersom de kan ha stor ekonomisk inverkan, och det mer sociala förhållningssättet, där ett ämne behandlas mer utifrån om det är socialt acceptabelt och där det inte nödvändigtvis har någon inverkan på den potentiella investeringsavkastningen. Ibland beskriver vi därför ESG-analys som något som handlar mer om "värde" och etisk investering som något som handlar om "värden" (som varierar från person till person). För några år sedan när vi var på ett möte med en av de största pensionsrådgivarna i världen berättade vi begejstrat om vår helintegrerade ESG-setup. De tittade bara på varandra och sade: "Vi har ett särskilt team som tittar på etiska fonder". De såg alltså bara den sociala sidan och förstod därför inte att ESG-förhållanden också kan medföra en investeringsmässig risk som kan jämföras med en dålig affärsmodell eller hög skuldsättning.

Ett bra exempel på hur svårt det är att skilja mellan ett finansiellt och socialt förhållningssätt till ESG är tobaksindustrin, eftersom det i ökande grad betraktas som socialt oacceptabelt att röka. En del investerar har redan valt att utesluta tobaksföretag, och det finns en ökande tendens till att andra kommer att följa efter. Rökning ökar stadigt i många utvecklingsländer där regleringen är begränsad, och det är speciellt alarmerande när fler och flera barn i utvecklingsländerna börjar röka. I ett socialt ESG-sammanhang är det uppenbart att en del vill undvika en sådan bransch eftersom man är rädd om sitt anseende och inte vill associeras med sådant. Å andra sidan kan det visa

sig på längre sikt vara en väsentlig finansiell risk om regleringen ändras i utvecklingsländerna framöver och hela affärsmodellen hamnar under press. Exemplet visar hur de två olika förhållningssätten till ESG-förhållanden ofta hänger samman. Det har gått bra för tobaksaktier i många år, och det är naturligtvis fortfarande lagligt och mycket lönsamt att sälja produkter som betraktas som vanebildande och anses orsaka allvarliga hälsoproblem. Inte desto mindre så är de en del av ett aktieindex och därmed en del av det som passiva investerare köper.

Det är något som tyder på att vi för tillfället ser en ändring i sättet som företag och investerar ser på ESG. Vi ser att investerar i ökande grad är uppmärksamma på att det nu finns många icke-finansiella faktorer som kan påverka ett företags prestation. Ett ökande antal stora aktiva aktieförvaltare använder ESG-analys för att bedöma risker, medan ESG-risken ignoreras i indexfonder.

Sedan vi skrev under på UNPRI har den här aspekten av riskstyrning formaliserats i Sparinvest och stärkts genom ytterligare extern analys. Det ger oss en ännu klarare bild av långsiktiga tendenser och risker. Vi anser att inte adresserade ESG-faktorer kan öka risken för permanent förlust av kapital, medan en förbättring i ett företags ESG-faktorer kan tillföra värde i investeringen. Det är det sistnämnda som vi siktar på genom aktivt ägarskap. Som förvaltare röstar vi utifrån ansvarsfulla principer på bolagsstämmorna i de företag som vi har aktier i, och vi för en respektfull dialog med företagsledning världen över. Syftet är alltid att skapa värde för våra investerar.

Super Mario

I samband med det vill vi gärna lyfta fram Nintendo, en aktie som vi har investerat i sedan hösten 2011 och där vi har haft en dialog med ledningen genom åren. Företaget har en fantastisk portfölj av datorspel. Mario Brothers, Pokémon, Donkey Kong och Zelda har varit välkända namn i årtionden. Precis som med Walt Disney var vi övertygade om att Nintendo skulle fortsätta hitta sätt att tjäna pengar på med dessa rättigheter. När vi köpte de första aktierna hade kursen fallit med mer än 80 %, då man befann sig i slutet av en extremt lyckad produktcykel med Wii-konsolen och handhållna DS, som blev globala hits. Vi trodde aldrig att Nintendo skulle kunna upprepa dessa framgångar och var medvetna om de utmaningar som väntade Nintendo i framtiden. Affärsmodellen, som påminner lite om "Gillette-typen", där man nästan ger bort hårdvaran till kunderna och hävar in nästan hela förtjänsten på mjukvara, utmanades i allt högre grad av den snabba migreringen till

spel på sk smarta telefoner. Risken var dock inte så stor då vi inte förväntade oss några stora omstruktureringar, eftersom produktionen outsourcades. Dessutom har Nintendo en solid likvid reserv på ca 60 % av företagets marknadsvärde.

När vi investerade var vi på det klara med att Nintendo aldrig hade varit bland de bästa när det gäller bra företagsstyrning. Vi visste också att förbättringar när det gäller bra företagsstyrning kan bidra till att skapa värde. Våra respektfulla dryftningar med Nintendo genom åren har därför fokuserat på två saker: Att lyfta fram värden i deras figurer från spelen och att få dem att utöva bra företagsstyrning. Inför den ordinarie bolagsstämman 2013 diskuterade vi till exempel det bristande oberoendet i styrelsen. Vi accepterade att Nintendo hade uppvisat fina resultat trots sin 100 % manliga och icke oberoende styrelse. Vi argumenterade dock för att det finns fördelar med både oberoende och mångfald. Det blev ännu mer brådskande när nya affärsmodeller spirade fram i Silicon Valley och blev en seriös utmaning för Nintendo på ganska kort tid. Dessutom hade mer än 80 % av de 100 främsta företagen i Japan redan minst en direktör utifrån, så i det avseendet var Nintendo ett svart får i Japan.

Denna form av dialog förändrar inte saker och ting från en dag till en annan, men vi var glada att se att Nintendo tog rätt steg genom att utse en extern styrelsemedlem 2014. Utnämningen i sig ökade dock inte företagets värde. För det måste vi vänta till mars 2015, då Nintendo slutligen annonserade att de vill samarbeta med DeNA om att skapa Nintendo-spel till alla mobila plattformar. Det är ett stort strategiskt skifte och kom som en mycket stor överraskning för marknaden. En del källor säger att Nintendos ledning var rädda för att avsättas på bolagsstämman om det inte hade hänt något stort innan dess. Vi kommer aldrig att få veta om det var anledningen till beslutet, men vi vet att en femtedel av aktieägarna röstade emot ledningen redan 2014. Till följd av beslutet nådde aktien vårt kursmål, även om vinsten ännu inte har följt efter. Därför bestämde vi oss för att sälja våra aktier.

Förväntningar

Det är en skrämmande uppgift att försöka förutse framtida avkastningar. Man kan alltid hitta en strateg som förutsäger att marknaden kommer att gå upp, medan en annan förutsäger

det motsatta. Vi avstår från att försöka förutse avkastningar för resten av året, men vi vill påminna våra investerare om att man med enkla metoder kan bedöma marknaden. Aktieavkastning kan därmed enkelt delas upp i tre faktorer: Vinststillväxt, utdelning och utveckling i värderingsmultiplar.

Den amerikanska vinststillväxten ser ut att falla under det första kvartalet till följd av de svaga oljepriserna och en kraftigt stigande dollar kombinerat med en aktuell utdelning på omkring 2 % på den amerikanska marknaden. Man kan således inte förvänta sig mycket av dessa två faktorer. Under tiden har utsikterna för de europeiska företagens vinst antligen blivit ljusare tack vare en svag euro och penningpolitiska stimulanser, och med en högre utdelning på mer än 3 % finns det kanske mer att komma när det gäller europeiska aktier. Om vi ser på den tredje faktorn bör investerarna inte förvänta sig någon stor utveckling i multipler med tanke på den nuvarande värderingen. Priset på amerikanska aktier ser därmed ut att ligga lite över ett historiskt genomsnitt, medan aktier i Europa och Japan ser lite bättre ut i ett historiskt perspektiv. Efter ett starkt första kvartal vill vi gärna poängtera att normaliserade långsiktiga avkastningar baserat på tillväxt i vinst samt utdelningar är mer ödmjuka än det vi just sett. Under mer beskedliga aktieår tror vi att ett förnuftigt aktieval baserat på fundamentalanalys kan göra stor skillnad för den typiska investeraren.

Under tiden fortsätter vi söka efter investeringsmöjligheter i impopulära och undervärderade delar av aktiemarknaderna. Vår primära uppgift är att genom omsorgsfull analys välja ut de bästa av de mest undervärderade aktierna. Vi är övertygade om att ett sådant aktivt förhållningssätt kommer att ge våra kunder bästa långsiktiga avkastning.

Skrivet den 17 april 2015

Sparinvests värdeteam

*Överst från vänster till höger:***David Orr***Senior portföljförvaltare***Lisbeth Sögaard Nielsen***Portföljförvaltare***Jeroen Bresser***Portföljförvaltare***Per Kronborg Jensen***Senior portföljförvaltare***Morten Rönnow Tandrup***Aktieanalytiker**Underst från vänster till höger:***Karsten Lønggaard***Senior portföljförvaltare***Jens Moestrup Rasmussen***Chef för teamet/chefsportföljförvaltare***Trine Uggerhøj***Portföljförvaltare***Kasper Billy Jacobsen***Chefsportföljförvaltare*

Sparinvest har anslutit sig till UN PRI och är medlem av Eurosif och Dansif.

Det FN-ledda initiativet UN PRI är ett internationellt nätverk för investerare som bygger på sex principer för ansvarsfulla investeringar. Målet är att hjälpa investerarna att aktivt utvärdera miljöfrågor, sociala förhållanden och bolagsstyrning i de berörda företagen.

Signatory of:



Detta material är ingen individuell investeringsrådgivning och kan inte åberopas som underlag för beslut om att köpa eller sälja (eller underlåta att köpa eller sälja) någon av Sparinvests produkter. Materialet har tagits fram enbart för att fungera som information till dig och ditt förvaltningsinstitut. Det ska läsas tillsammans med fondernas gällande prospekt och senast publicerade års- och delårsrapporter. Investeringar är alltid förenade med risk för förluster och historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Därför kan Sparinvestkoncernen och fonderna inte ta på sig något ansvar för rådgivning eller beslut mot bakgrund av detta material. Vi reserverar oss för eventuella tryckfel, räknefel eller andra fel i materialet.