

# FORMUE MAGASIN

A K T I O N Æ R O R I E N T E R I N G   J U L I   2 0 0 3



## Evolution eller revolution

Kampen mod deflation er indledt.



## Linedans

Kan den amerikanske centralbank holde balancen?



## Stærk euro stjæler omsætning

Indtjening og konkurrenceevne i europæiske virksomheder lider.

FORMUEPLEJE

S E L S K A B E R N E

## 18. årgang juli 2003

Redaktion og kursopdatering er afsluttet 20. juni 2003

**Tænk langsigtet**

Der er stadig udsigt til, at aktier giver et bedre afkast de næste 2-5 år.

side 3

**Evolution eller revolution**

Kampen mod deflation er indledt.

side 4-5

**Euro stjæler omsætning**

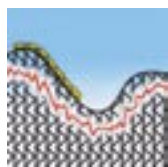
Indtjening og konkurrenceevne i europæiske virksomheder lider.

side 6-7

**Linedans**

Kan den amerikanske centralbank holde balancen?

side 8-9

**Det forrygende forår**

Er aktier stadig billige? Efter kraftige kursstigninger kan tvivlen melde sig.

side 10-11

**Den amerikanske drøm**

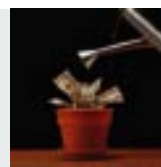
Med politisk opbakning har USD indledt en ny æra.

side 12

**Centralbankens magt**

Centralbanken i Schweiz har taget skeen i den anden hånd.

side 13

**Formueplejeselskaberne**

Indre værdier på højeste niveau.

side 14

**Formuepleje Pareto A/S**

Omlægning og fortsat lav rentefølsomhed.

side 15

**Formuepleje Safe A/S**

Markant outperformance i 1. halvår.

side 16

**Formuepleje Epikur A/S**

Aktierevance giver comeback i 2. kvartal.

side 17

**Formuepleje Penta A/S**

Succesfuld aktietegning på kr. 208 mio.

side 18

**Formuepleje Merkur A/S**

Target ændres mod aktier.

side 19

**Formuemagasinet**

Magasinet henvender sig til aktionærer i Formueplejeselskaberne, langsigtede investorer samt revisorer og advokater.

Udkommer fire gange årligt, 2. uge i kvartalet.

Oplag: 1.100 eksemplarer.

**Magasinets formål er:**

- at orientere om udviklingen i Formueplejeselskaberne
- at vurdere investeringsprodukter og -faldgruber
- at vurdere finansmarkederne og fremlægge investeringsstrategier
- at informere om ny viden og lovgivning om formuepleje i Danmark.

**Redaktion**

Direktør Erik Møller (ansvarshavende)  
Direktør Brian Leander, Formuepleje A/S  
Kapitalforvalter Søren Astrup, Formuepleje A/S

**Produktion**

Grafisk design: DeForm, Århus C  
Offsettryk: Delta Grafisk A/S, Århus V

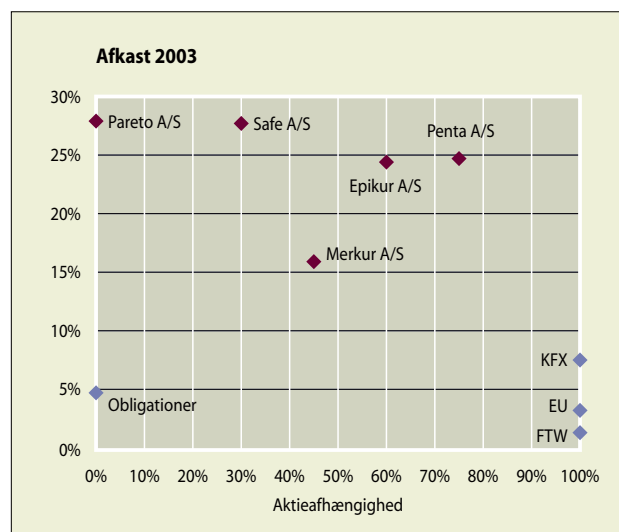
## ”Tænk langsigtet ... ... både om investeringer og livet!”

### Tænk langsigtet

I sidste nummer af Formuemagasinet blev aktiers historiske afkastmønstre gennemgået med det formål at vise aktiers tendens til at søge mod de langsigtede gennemsnit. Budskabet var dengang, at aktier med stor sandsynlighed ville stige mere end normalt de kommende 2-5 år. Det budskab er stadig gældende, og efter vores mening styrket med de markante vækstinitiativer, der er og vil blive iværksat i både USA og Europa. Vi har allerede set starten på opturen, idet aktier siden Irak-krigens start den 11. marts er steget **26%** i snit. Der hersker ingen tvivl om, at den skelsættende historiske afslutning på regimet og krigen i Irak har givet et lettelsens suk, og at aktier efter mere end 3 års nedtur var stærkt oversolgte. Nu mangler blot den økonomiske opblomstring, og som det fremgår af de efterfølgende artikler, er alle forudsætninger for øget vækst bragt på plads.

### All-Time-High

Første halvdel af 2003 har været yderst givtig med afkast på helt op til 28% i indre værdi. Det globale aktieindeks, omregnet til DKK, har til sammenligning givet et afkast på et rundt 0%, mens det danske obligationsindeks har givet et positivt afkast på 4,7%.



*Sir John Templeton, stifter af en af verdens største og mest succesfulde Investment Funds.*

Det er ikke kun på kort sigt, at Formueplejeselskaberne har givet et godt afkast – på side 14 kan De læse mere om de historiske afkast.

På nær Formuepleje Penta A/S, som er det mest aktiebaserede selskab, handler alle selskaber på all-time-high. Dog mangler Penta kun ganske få procenter i at nå rekorden fra september 2000.

### Nye navne – samme selskaber

Alle fem Formueplejeselskaber: Safe, Epikur, Penta, Merkur og Pareto har nu fået strømlinet deres selskabsnavne. Selskabernes startord ”Plan-” er nemlig udskiftet med ”Formuepleje”, hvilket giver genkendelighed og strømlining. Der er flere fordele ved de foretagne navneskift. Dels sender det et klart signal til omverdenen om, at der er tale om selskaber med investering som hovedtema. Ordet ”Plan” gav tit anledning til misforståelser og var i bund og grund intetsigende om selskabernes aktiviteter. Dels er der større genkendelighed til selskabernes rådgiver – Formuepleje A/S – som i tidens løb har stået som udbyder/manager af selskaberne og deres investeringskoncepter.

Selvom selskabsnavnene er ændret, er formålet stadig det samme, nemlig at levere konkurrencedygtige langsigtede afkast som indfrier - og helst overgår - Deres forventninger.

*Med ønsket om en god sommer...*

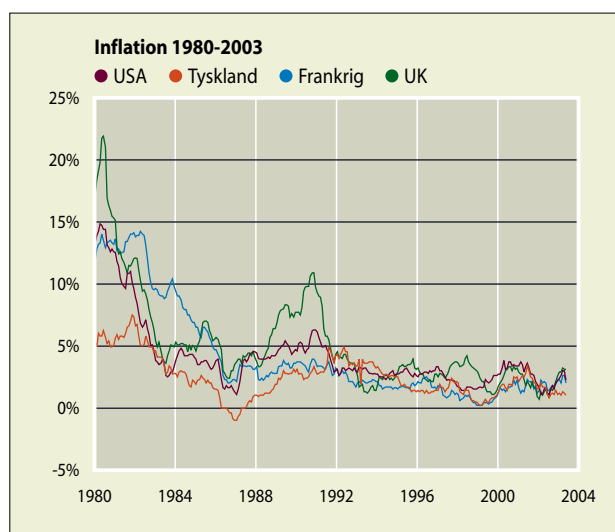
Brian Leander, Direktør  
Formuepleje A/S





## Fra 22% til 1½%

Siden oliekrisernes hærgen i 1970'erne har de vestlige centralbanker stået i spidsen for en konsekvent anti inflationskampagne - og med stor succes, idet de lavere inflationsrater har dannet baggrund for over 20 års faldende renteniveau. Men nu varsles der nye tider - tredive års altoverskyggende fokus på nedbringelse af inflationen er ved sin afslutning. Det er ikke længere inflation som er akilleshælen men derimod frygten for deflation.



Som det ses, er inflationen i perioden faldet fra 22% til de nuværende 1½%, hvilket ikke er langt fra nulstrengen. Hvis nogen er i tvivl om hvad der sker, når der ikke længere er inflation men deflation, kan man nøjes med at se på Japan, hvor priserne er faldet flere år i træk. Konsekvensen har været en totalt lammet økonomisk struktur. Ingen ved helt nøjagtigt, hvad der skal til for at skabe inflation og økonomisk vækst i Japan. Sikkert er det dog, at der skal trækkes i mange tråde på én gang, herunder:

- En meget lempelig finanspolitik - eks. skattelettelser.
- En velvillig centralbank med lyst til at bruge sedeldressen.
- En løsning af banksektorens bjerg af udestående dårlige lån, som aldrig bliver betalt tilbage.
- En grundlæggende accept af restruktureringer, herunder afskaffelse af livstidsansættelser.
- En regering som evner at gennemføre reformer og løsne landets stive strukturer op.

Vi ved fra Japans tilfælde, at når deflationsspiralen er startet, vil de faldende priser udskyde nyanskaffelser og investeringer. Privates gæld tynger mere og låneeffterspørgslen vil falde drastisk. Derfor er *deflation mere farlig end inflation*, og skal af samme årsag undgås for enhver pris. Og der er heldigvis flere eksempler på, at USA og Europa **IKKE** havner i samme kedelige situation som Japan.

## Fagre nye verden

Centralbankernes fokus bør ændres fra *inflation-bekæmpelse* til *inflationbevarelse*. Skridtet skal mere ses som en naturlig evolution fremfor en dramatisk revolution. Men det er nemmere sagt end gjort, for alle centralbankdirektører har gennem de sidste mange årtier bekræftet hinanden i, at inflation er noget skidt, og at deres vigtigste opgave er stabil inflation. Selv i Japan har centralbanken indtil for nylig været bange for inflation! Men det begynder så småt at gry - men det kræver nytænkning.

Og de første spæde tegn på nytænkning er dukket op i USA. Flere medlemmer af den amerikanske centralbank har nemlig luftet muligheden for ligefrem at fastsætte et *inflationsmål*. Det skaber dog nogen splittelse blandt de lærde økonomer og såmænd også i centralbanken, om de fordele og ulemper en sådan politik vil medføre. I USA er det nemlig fastsat ved lov, at centralbanken skal søge stabile priser, maksimum beskæftigelse og moderate lange renter. En inflationsskabende politik kan give konfrontationer, men ikke desto mindre er ideen født.

Selv i den stive europæiske centralbank vejrer man nye tider. Siden centralbankens tilblivelse i 1998 har Wim Duisenberg stædigt fastholdt målet om en maksimal inflation på 2% i Euroland, men på sidste rådsmøde blev målsætningen om prisstabilitet ændret til, at man ønsker en inflation *tæt på 2%*. Lidt er bedre end ingenting, og det er et skridt i den rigtige retning.



Centralbankdirektør i ECB  
Wim Duisenberg

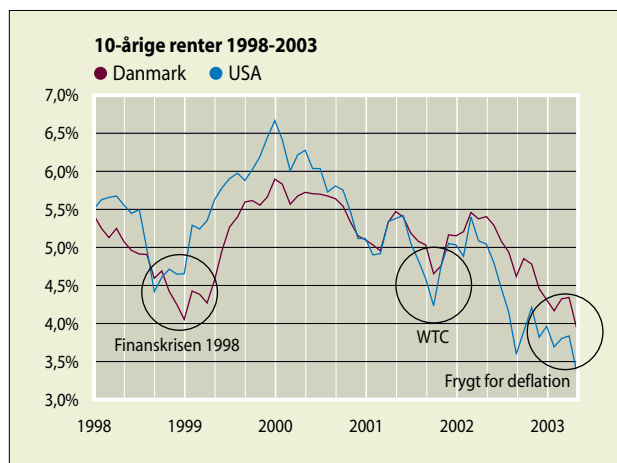
**Konklusion: Centralbankerne sætter inflationsmål - positivt for økonomierne.**

## Fra ord til handling

For at sætte gang i den økonomiske vækst og dermed også indirekte inflationsforventningerne, kan der skrues på flere haner alt afhængig af, hvem der har ansvaret:

- *Staten* har mulighed for at øge udgifterne, nedsætte skatten eller omfordele budgettet med det ene formål at øge privatforbruget og dermed sætte gang i økonomien.
- *Centralbanken* kan nedsætte renten og regulere pengemængden, herunder finansiere et statsunderskud ved at købe statsobligationer og dermed lade seddelpressen køre.

USA har klart været foregangsland for rentenedsættelserne i den vestlige verden. På 3 år er den officielle rentesats i USA faldet fra 6,5% til nu 1,25%.



Som det ses har vi meget lave centralbanksatser - oven i købet de laveste i flere årtier. Centralbankerne fører med andre ord en *meget* lempelig pengepolitik.

**Konklusion: Centralbankerne støtter økonomierne med de laveste lånerenter i flere årtier.**

Centralbankerne i de vestlige lande er private selvejende institutioner med hver deres egen historiske tilblivelse og lovgivning. For eksempel blev Danmarks Nationalbank oprettet i 1818 for at bringe orden i pengevæsenet efter statsbankerotten i 1813. Først i 1936 blev den en selvejende institution og dermed uafhængig af folketing og regering i udformningen af pengepolitikken. I Danmark fastlægger loven om Nationalbanken blandt andet, at formålet er at opretholde et sikkert pengevæsen og at lette og regulere pengeomsætning og kreditgivning.

## Vesteuropa ligner ikke Japan

Det er ikke rimeligt at sammenligne situationen i USA og Europa med den japanske. Dertil er forskellene mere udtalte end lighederne. Især er der tre væsentlige grundlæggende områder, som adskiller Vesten fra Japan:

- I USA og Europa har man *IKKE* en kriseramt finanssektor som slæber rundt på bjerge af lån, der aldrig bliver betalt tilbage.
- Både i USA og i Europa er man positivt indstillet overfor reformer. I Japan er det politiske landskab derimod fastlåst i gamle og meget traditionsbundne magtstrukturer, hvor reformer nærmest er umulige at få gennemført.
- I den private sektor er begrebet livstidsansættelser et fuldstændig ukendt begreb i USA og Europa. Mens Japan gennem årtier har garanteret medarbejderne ansættelse på livstid og gerne med ret til at succedere til familiens næste generation, er den øvrige verden gået den anden vej og har liberaliseret arbejdsmarkedet.

**Konklusion: Politisk fokus på reformer sikrer økonomisk vækst.**

## Positivt for rentearbitragen

Centralbankerne i USA og Europa har klart meldt ud, at de er parate til nytænkning for at imødegå risikoen for deflation. Med andre ord er de villige til at indføre inflationsmål (i niveauet 2-3%), hvilket vil fastholde centralbankernes officielle rentesatser på rekordlave niveauer i lang tid fremover. De officielle rentesatser kan oven i købet forventes nedsat endnu et hak i både USA og Europa til gavn for formueplejeselskabernes rentearbitrage. Centralbankerne vil under alle omstændigheder *ikke* hæve rentesatserne, før deflationsfaren endeligt er begravet og:

- den økonomiske vækst viser en langtidsholdbar styrke.
- kapacitetsudnyttelsen i industrien vender markant.
- arbejdsløshedskurven knækker og viser tendens til fald.
- inflationen stiger mere end de (u)officielle målsætninger på 2-3%.

**Konklusion: Rentearbitragen styrkes med lave og faldende lånerenter.**

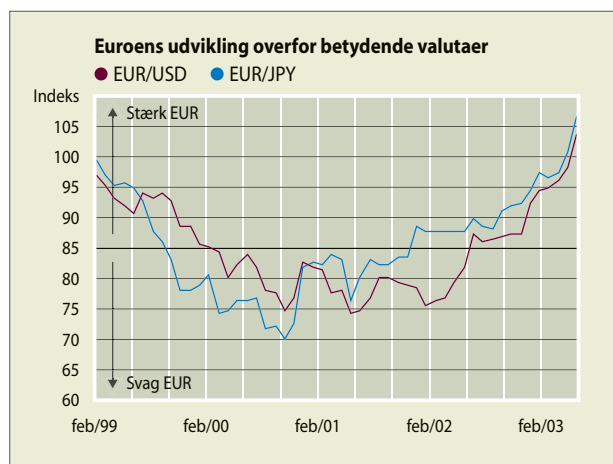




## Euroen har fået muskler

Siden januar 2002 er euroen (EUR) styrket med knap 27% overfor amerikanske dollar (USD). Direkte investeringer i USA uden afdækning af valutarisici har derfor været en kedelig oplevelse for mange investorer.

EUR's himmelflugt overfor USD og Yen (JPY) er også én - blandt flere - årsager til, at omsætningen for Europas 500 største selskaber faldt med ca. 3% i 2002 sammenlignet med året forinden. At EUR løbende er styrket yderligere gennem 1. halvår af 2003, giver derfor stadig nervøse trækninger hos mange europæiske virksomhedsledere og investorer.



Tag eksempelvis tyske Adidas-Salomon, der sælger sportsudstyr til hele verden - herunder USA, hvor ca. 30% af salget foregår. Ved det sidst aflagte kvartalsregnskab kunne Adidas meddele, at omsætningen voksede med ca. 4% på det amerikanske marked - vel at mærke målt i USD. Målt i EUR blev væksten i USA reduceret til en tilbagegang på 15%!

For mange europæiske selskaber er den stærke EUR et tveægget sværd, for udover at omsætningen og indtjeningen fra USA falder, når der omregnes til EUR, begynder mange amerikanske forbrugere at se sig om efter alternativer til de nu dyrere importvarer fra Euroland.

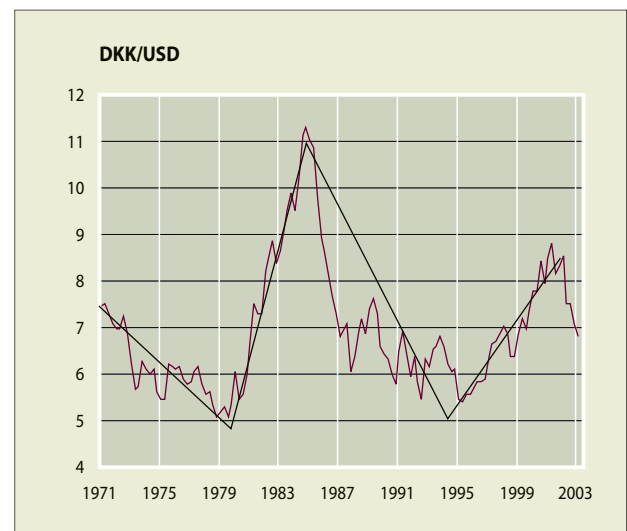
## Dollaren var da for dyr! Ikke?

Blandt store finanshuse bruges der mange kræfter på at udvikle modeller og analysere en mængde data i håbet om at kunne forudsige udviklingen på valutamarke-derne. Ofte med ringe succes. Talrige undersøgelser viser nemlig, at valutakurser bedst kan »forudsiges« udfra den naive forestilling om, at valutakursen i morgen = valutakursen i dag. Modeller som inddrager

diverse teoretiske sammenhænge som købekrafts- eller rentepariteter, viser sig at være elendige til at forudsige valutakursudviklinger.

To forhold bør dog påkalde sig lidt opmærksomhed:

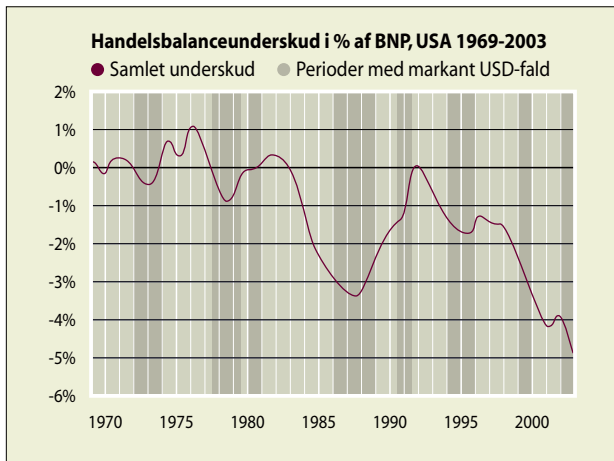
**Punkt 1)** Valutakurser bevæger sig typisk i trendmønstre og har således en tendens til at bevæge sig langt væk fra et langsigtet gennemsnit i både positiv og negativ retning.



En del af forklaringen på dette er, at virksomheder og investorer forsøger at afdække sig mod valutakursudsving. Når eksempelvis USD begynder at falde, bliver flere og flere investorer nervøse for deres USD-positioner. De begynder at købe put-optioner eller forsøger at minimere deres eksponering mod USD på anden vis. USD kan på den baggrund falde yderligere, hvilket vil få flere og flere til at reducere deres USD-eksponering. Resultat: en selvforstærkende »sneboldeffekt«.

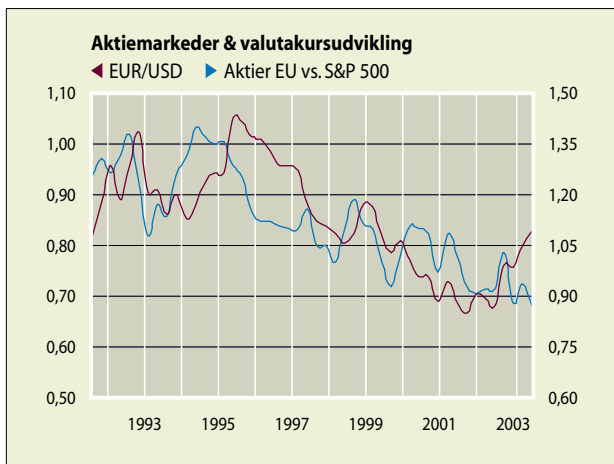
**Punkt 2)** Sammenhæng mellem valutakursudsving og handelsbalancer.

Har et land store ubalancer, eksempelvis et stort handelsunderskud, kan der rettes op på dette på to måder. Enten skal priserne på varerne i landet tilpasse sig eller også skal valutakursen. Tag igen USA, hvor handelsbalanceunderskuddet i dag udgør ca. 5% af landets BNP. Historien viser, hvordan perioder med en svag USD har kunnet forbedre handelsbalanceunderskuddet, jf. figuren. Dette er en af årsagerne til, at mange valutaanalytikere forventer, at USD vil falde yderligere. Se også artiklen »Den amerikanske drøm«, side 12.



## Aktiemarkeder og valutakurser

Der skal typisk meget store valutakursbevægelser til, før aktiemarkedet reagerer betydeligt. I figuren herunder viser vi kursudviklingen for europæiske aktier (målt i USD) sat i forhold til S&P 500 samt udviklingen mellem EUR og USD. Det ses her, at faldet i USD stort set svarer til udviklingen i forholdet mellem de to aktiemarkeder. Med andre ord: over en længere periode svarer den relative performance mellem aktiemarkederne stort set til omregningsfaktoren for valutakurserne.



På kortere sigt ser vi dog ikke noget entydigt billede. Her spiller mange faktorer ind. Så selvom perioder med en stærk EUR betyder, at de europæiske virksomheders indtjening fra USA bliver mindre værd, forplantes denne effekt sig ikke nødvendigvis direkte til aktiekursudviklingen. En stærk EUR er således også en konsekvens af stor EUR-efterspørgsel. Dvs. der tilflyder Euroland kapital, hvoraf en del bliver investeret i aktiemarkederne, hvilket understøtter aktiekurserne.

## Der er forskel på fisk - og virksomheder!

En virksomheds indtjening påvirkes forskelligt af valutakursudsving, alt efter om der er forskelle i valutaeksponeringen mellem omkostninger, nettogæld og omsætning i virksomheden. Olie- og shippingindustrien er et eksempel på en branche, hvor en meget stor del af omsætningen afregnes i USD. Men det samme kan siges om omkostningerne, så nettoeffekten kan ikke opgøres entydigt.

Man kan dog konstatere, at i en europæisk virksomhed, hvor 100% af omsætningen genereres i USD, alle omkostninger betales i USD og hvor gælden kun er i USD, bør aktiekursen påvirkes 1:1 af udsving i USD, fordi pengestrømmene kun relaterer sig til USD. På den baggrund bør indtjeningen hos danske A.P. Møller således falde ca. 7%, hver gang USD falder 10% overfor EUR - i teorien. Tilsvarende vil et selskab som SAS være den store vinder af et USD-fald, da en stor del af omkostningerne (bl.a. til brændstof) afregnes i USD.

I praksis er det dog altafgørende, om virksomheden afdækker sine valutarisici. Og her er der store forskelle. Novo Nordisk afdækker således sine pengestrømme i USD ca. 18 måneder frem i tiden og B&O ca. 12 måneder frem. Typisk forholder det sig sådan, at jo større følsomhed en virksomhed har over for valutakursudsving, des længere ud i fremtiden vil man forsøge at afdække sig.

Konklusionen er, at den samlede nettoeffekt på de europæiske virksomheders indtjening af udsving i USD i praksis nærmest er umulig at opgøre. Man kan dog konstatere, at mange europæiske virksomheder med en stor eksport til USA, p.t. lider under den stærke EUR. Vores vurdering er dog, at størstedelen af dette EUR-handicap allerede er priset ind i aktiekurserne.

Men hvorfor så ikke købe amerikanske selskaber med stor eksport til Europa? Svaret er ligetil: Det gør vi også! - men vi husker at afdække vores USD-eksponering.



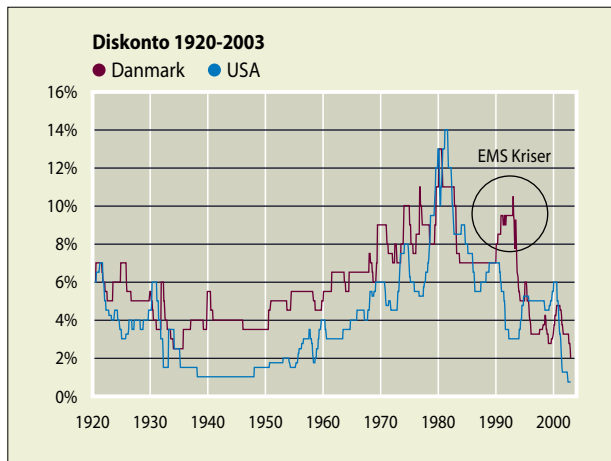


”He who controls the past commands the future”

*George Orwell, 1903-1950, Britisk forfatter.*

### Fremtidens gentagelse

De lange 10-årige toneangivende renter er i flere år faldet, og befinder sig nu på det laveste niveau i flere årtier. Spørgsmålet er, om vi står midt i en obligationsboble, hvor renten på de lange obligationer er kommet for langt ned. Finansmarkedet er delt i to lejre: dem som tror på deflation og en økonomisk deroute à la Japan, og dem som tror på stabilisering og stigende økonomisk aktivitet.



Stilles der skarpt på perioden 2000 til dags dato, har obligationsmarkedet været påvirket af en række særlige forhold, som aldrig tidligere er set i historien:

- I perioden 2000 til foråret 2003 har de globale aktiemarkeder mistet over 50% i værdi - det hidtil største formuetab nogensinde.
- De faldende aktiemarkeder har tvunget pensions- og forsikringssektoren til at sælge aktier og købe obligationer pga. de fastsatte soliditetskrav.
- Efter de gyldne senhalvfemsere, har økonomierne fået det ene chok efter det andet, bl.a. dot-com massakren, WTC, krigen i Afghanistan og Irak.

Efter så usikre år har søgningen mod det sikre afkast med andre ord været ENORM. Investeringsmantraet har været *sikkerhed fremfor alt* - men konsekvensen er, at en 10-årig dansk statsobligation nu kun giver 3,7% i rente! Det er den laveste rente i flere årtier og faktisk endnu mindre hvis elementer som skat og inflation regnes med.

### Balancegang

Centralbankerne i den vestlige verden har mulighed for at fastsætte den helt korte pengemarkedsrente, dvs. ind- og udlånsrenter overfor pengeinstitutter og dermed også indirekte overfor deres kunder. Derimod vil de lange rentesatser være underlagt andre betingelser såsom økonomisk vækst, inflationsudsigter og samfundets almene tilstand, herunder statsbudgettet samt handels- og betalingsbalancen. Og netop her opfører den amerikanske centralbank en balancegang af dimensioner med globale konsekvenser for prisfastsættelsen af lange obligationer.



*Der udøves en balancegang af historiske dimensioner i den amerikanske centralbank*

Den amerikanske centralbankdirektør, Alan Greenspan, har brugt sin retoriske magt siden maj måned, hvor han på den ene side siger, at økonomien kommer stærkt igen, hvilket er til stor støtte for aktiemarkedet og på den anden side siger, at der er udsigt til fortsat fald i inflationen, hvilket er til støtte for obligationsmarkedet.

### Kendsgerningerne

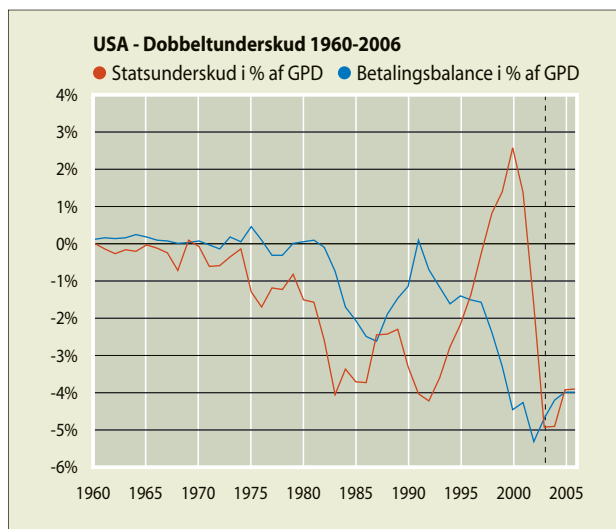
Det forholder sig nu sådan, at hvis verdensøkonomien skal komme op i omdrejninger, skal de spirende forårsløg findes ”over there”, idet USA er verdens største økonomiske supermagt. Og her er vi ved sagens kerne, idet der faktisk er flere faktorer i USA, som taler for en mærkbar økonomisk opblomstring fremfor det modsatte:

- Laveste lånerenter i flere årtier.
- En USD som er svækket 22% handelsvægtet siden primo 2002, hvilket giver markant større konkurrenceevne.
- En Bush-regering, som netop har gennemført markante skattnedsættelser - oven i købet med tilbagevirkende kraft.

Alle sejl er med andre ord sat til for at give økonomien et gevaldigt skub i den rigtige retning. Et lurende præsidentvalg i 2004 er samtidig en udfordring for George W. Bush, idet han vil gøre ALT for ikke at tabe et valg på en dårlig indenlandsk økonomi. Men skattnedsættelserne har bare den ulempe, at BÅDE statsbudgettet og underskuddet overfor samhandlen med udlandet i de næste år vil sætte verdensrekord.



Målt ift. samfundsøkonomien har USA et megastort hul i de offentlige finanser på 4% og et underskud i samhandlen med udlandet på 5%. Det er ny rekord! Krydres de store underskud med centralbankens pengepolitik, hvor lånerenterne er nedsat markant og i øvrigt under inflationstakten, giver det ikke indtryk af en stabil økonomi, hvor en 10-årig statsobligation bør have en rente på KUN 3,2%.

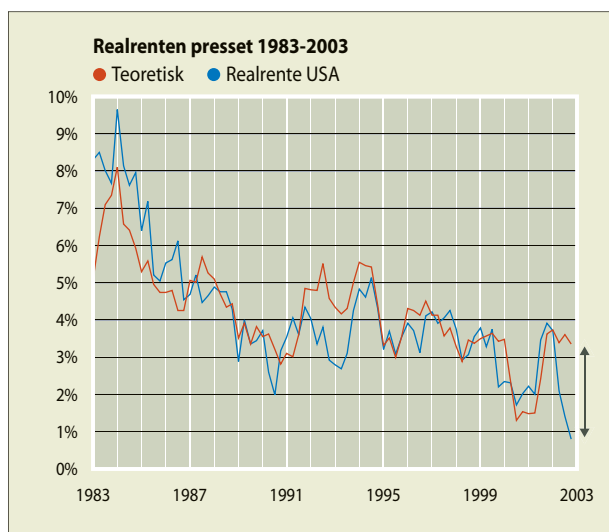


## Retningspil

De nominelle renter kan være misledende for det "rigtige" niveau - det afgørende er nemlig at se på realrentens udvikling, altså det der er tilbage, når inflationen har taget sit. Realrenten er selvfølgelig påvirket af flere forhold, men især er der tre faktorer, som spiller en stor rolle i bestemmelsen af realrentens retningspil:

- Den økonomiske vækst i samfundet.
- Forventninger til den korte rente.
- Statsøkonomiens sundhedstilstand.

Det er velkendt, at stigende økonomisk vækst normalt ansporer højere inflation og dermed vil en obligationsinvestor kræve kompensation i form af stigende renter. Desuden har undersøgelser fra den amerikanske centralbank og uafhængige økonomiske tænketanke vist, at der er en sammenhæng mellem (real)rentens højde og statens økonomiske stabilitet. Sammenholdes disse økonomiske data, fås følgende realrentemodell:



Faktisk har der *aldrig* tidligere været en større forskel på den teoretiske realrente og den aktuelle realrente. Det er et klart udtryk for, at de lange obligationer prissættes ud fra yderligere økonomisk afmatning og deflation.

## Lav rentefølsomhed

Spørgsmålet er så, om vi får det negative scenario opfyldt, eller om de bastante politiske og økonomiske tiltag sætter gang i økonomien? Vi hælder mest til det sidste - *aldrig* tidligere i historien har man på samme tid set en så lempelig finans- og skattepolitik i verdens største økonomi. Selv i Europa er der påbegyndt overvejelser omkring vækstfremmende initiativer. I Tyskland - Europas syge mand - vil kansler Schröder fremrykke en nedsættelse af topskatten til en værdi af 20 mia. EUR. Italien barsler med EU-forslag om offentlige nyinvesteringer på 70 mia. EUR. Dermed slækkes den strikse opfattelse af stabilitetspagten, men det er den samlede vurdering, at det sagtens kan accepteres under hensyntagen til EU-områdets moderate gældskvote. Obligationsinvestoren bør derfor ikke have for høj rentefølsomhed - en smule optimisme i verdensøkonomien vil hurtigt sende de lange obligationsrenter nordpå. Til gengæld vil de korte obligationsrenter forblive lave takket være centralbankernes magt over indlåns- og udlånsattserne. Derfor hælder vi mest til moderat renterisiko og husk Orwells citat: "He who controls the past commands the future" - eller på godt dansk: "den som har styr på fortiden behersker fremtiden".



## Stemningsskifte

Efter turen i kulkælderen i starten af marts har markedsdeltagerne det nu meget bedre. *Glasset er nu halvt fyldt op*, hvor det for 3 måneder siden var *halvtomt*. Meget afhænger som bekendt af øjnene der ser. Og da vi har set en hurtig krigsafslutning i Irak, samt at den værste SARS-panik

har lagt sig, er optimismen langsomt vendt tilbage.

Vigtigst af alt for aktiemarkedene var dog at indtjeningsvæksten i virksomhederne for 1. kvartal var betydeligt bedre end ventet. Den fine vækst var desværre ikke drevet af en mærkbar forøgelse af efterspørgslen blandt kunderne, men af omkostningsbesparelser og tilbageholdte investeringer. For resten af året er billedet også lidt sløret. En rundspørge blandt indkøbscheferne i de største amerikanske virksomheder viser, at de kun forventer en omsætningsvækst på moderate 2-6% i 2003.

## Hvem vil tjene kr. 100.000?

Der er således stadig anledning til panderynker blandt mange og det endelige svar på 100.000 kronerspørgsmålet om, hvornår et globalt vækststopsving præcis vil indfinde sig, er endnu ikke fundet. Buddene er dog mange, og den amerikanske centralbanks bekymring om *faldet i inflationen* har fået *deflationsfrygten* frem hos markedsdeltagerne. Kombinerer vi dette med EUR-styrkelsen overfor USD, som svækker indtjeningen og konkurrenceevnen i europæiske virksomheder, samt den europæiske centralbanks nedjustering af skønnet for væksten i Euro-land i år, er bekymringen særdeles stor i Europa.

## Kan det fortsætte?

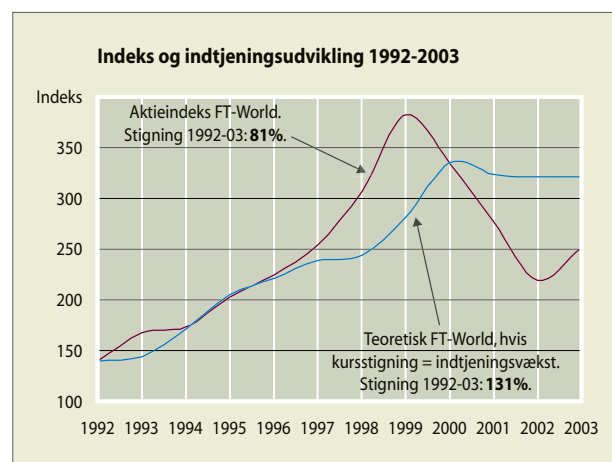
På den baggrund kan tvivlen melde sig. Er aktiemarkedene nu fortsat et fornuftigt sted at placere sine penge, når vi kan konstatere, at kursstigningerne siden bunden den 12. marts, har været ganske store?

### Kursstigninger (i lokal valuta) siden 12. marts.

Land	Stigning
Tyske aktier (DAX) .....	+47%
Franske aktier (CAC) .....	+33%
Engelske aktier (FTSE) .....	+27%
Amerikanske aktier (SPX 500) .....	+24%

## Vores holdning: AKTIER er fortsat BILLIGE!

På helt kort sigt vil markederne stadig vise store udsving, og efter store kursstigninger vil der naturligt nok komme gevinsthjemtagning. Fundamentalt set mener vi dog stadig, at aktier er attraktivt prisfastsat. Holdningen understøttes af en sammenligning mellem kursudviklingen på globale aktier og indtjeningsvæksten. I nedenstående figur ses den faktiske kursudvikling på det globale indeks, FT-world, samt den teoretiske udvikling, såfremt indekset siden 1992 hvert år havde udviklet sig som den faktiske indtjening i selskaberne. Det kan bl.a. konstateres, at frem til slutningen af 1990'erne fulgtes kursudviklingen og indtjeningsudviklingen pænt ad, hvorefter aktiemarkedet steg langt over, hvad udviklingen i indtjeningen umiddelbart skulle tilsige.

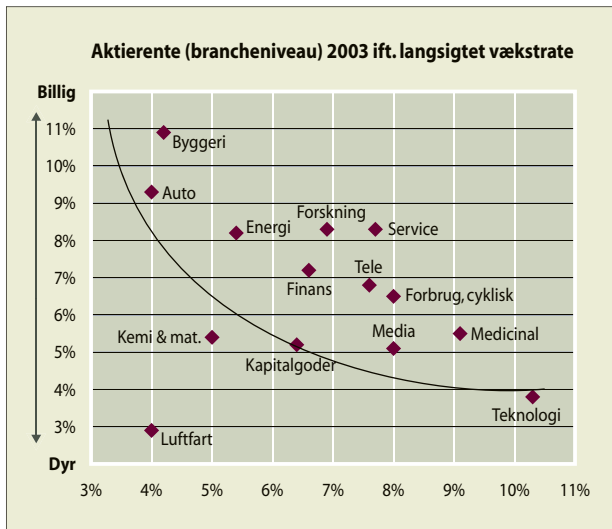


Ud fra ovenstående graf, var aktiemarkedet således kraftigt overvurderet i slutningen af 1990'erne, mens der i dag er tale om en undervurdering. Selv når vi lægger en ekstra konservativ forventning om 0-vækst i indtjeningen for i år, er aktier stadig interessante.

## Vækst er afgørende

Generelt prisfastsættes aktier ved at tilbagediskontere virksomhedernes fremtidige pengestrømme til aktionærerne. Vækstforventningerne er derfor helt centrale i vurderingen af, om en sektor eller enkeltaktie anses for at være dyr eller billig.

I nedenstående figur ses vores vurdering af forskellige sektors prisfastsættelse målt ved »aktierenten« (den omvendte P/E\*), sammenholdt med den vækstrate, vi forventer sektoren vil opleve de kommende år. Handles en sektor eller aktie eksempelvis til en P/E på 20, vil »aktierenten« være 5% (1/20).



## Hvad skal man ikke købe?

I figuren fremstår bl.a. byggeri- og bilsektoren særdeles billige. Vi forventer dog lave vækstrater (på ca. 4% p.a.), som følge af strukturelle problemer og overkapacitet inden for sektorerne. Derfor vil vores investeringer i disse sektorer være forholdsvis begrænsede. Luftfartsindustrien er en anden sektor med lav indtjeningsvækst - en direkte følge af hård konkurrence fra lavprisselskaber og overkapacitet. Efter vores vurdering er sektoren som helhed dyrt prisfastsat.

Teknologiaktier fremstår ligeledes dyre. Med en kursstigning på 25% i år i teknologiindekset, Nasdaq,

må man dog konstatere, at der virkelig er tale om fremgang. Fremgangen bundes imidlertid mest i investorenes optimisme samt forventninger om særdeles høj indtjening i 2. halvår. De fundamentale indtjeningsforhold og virksomhedernes egne forventninger har nemlig ikke ændret sig betydeligt de seneste måneder. Resultat: I USA handles teknologisektoren til en

P/E på ca. 30, hvor hele markedet handles til en P/E på ca. 18. Det betyder, at der absolut ikke er plads til skuffelser blandt en lang række af de dyrest prisfastsatte teknologiselskaber.



## Men hvad skal man da købe?

På ovenstående baggrund mener vi dog ikke, at man bør afholde sig fra investeringer i teknologisektoren. Der kan nemlig findes »billig kvalitet«. Eksempelvis handles en lang række teknologiselskaber til en gennemsnitlig P/E betydeligt under 30:



De store populære: P/E 03



Vores tech-selskaber: P/E 03

Amazon:.....	128	Atos Origin: .....	18
Cisco: .....	29	BearingPoint: .....	19
Ebay:.....	97	CheckPoint Software: .	18
Intel:.....	40	Hewlett-Packard: .....	16
Oracle: .....	31	Nokia: .....	18
SAP: .....	48	Samsung: .....	9
Yahoo: .....	124		

## Strategi = hold balancen

Efter at have øget vores andel af mere vækstorienterede aktier i Formueplejeselskaberne i løbet af 1. kvartal, mener vi, at det er tid til at have et balanceret syn på markederne den kommende tid.

Med vores forventninger til at det er den amerikanske økonomi, som skal trække et globalt opsving, bør strategien være simpel:

## Køb vækst i USA og defensivt i Europa!

Naturligvis med modifikationer, fordi det fortsat er dyder som højt frit cash-flow, konkurrencedygtighed og frem for alt valueringen, der spiller den største rolle.

Slutteligt må det konstateres, at en række analytikere argumenterer for, at aktier generelt er dyre, fordi P/E niveauerne er over det historiske gennemsnit på ca. 15. Ingen nævner dog, at det gennemsnitlige »P/E niveau« (1/renten) for obligationer, har været ca. 10 fra 1980-2000. Med en rente i dag på ca. 3,7% er P/E for obligationer 27!

\* P/E = prisen i.f.t. den forventede indtjening i 2003.



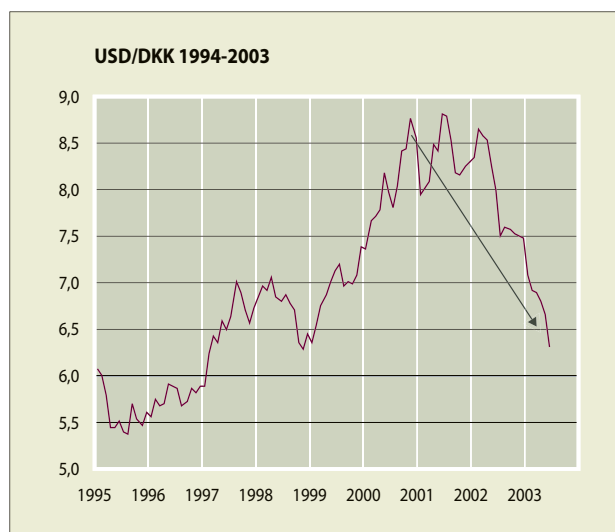
## Som vinden blæser

At forudsige valutakurser er noget af det sværeste på finansmarkederne. Problemet er især, at værdien af et lands valuta er resultatet af mange transaktioner, som ofte beløber sig til flere hundrede milliarder dollar hver evige eneste dag. En stor del af transaktionerne relateres til handel med varer og serviceydelser landene imellem. Dertil kommer alle de transaktioner, som skyldes investorers søgen efter det højeste afkast, hvor bl.a. renter, inflation og valutakursændringer indgår i beslutningerne. Oven i dette kommer så spekulanterne, som ofte over kortere perioder spekulerer i ændringer i valutakurser. Det bliver tilsammen meget store beløb som omsættes dagligt, og blot en mindre overvægt til den ene eller den anden side kan tippe balancen. Udfordringen i at forudsige retningen på en valuta over en bestemt periode er derfor at beslutte, *hvilke* faktorer der vil få den største betydning.



## Dollar skifter niveau

For få år siden var stjernevalutaen den amerikanske dollar. Investorer fra hele verden foretog i perioden 1995-2001 massive investeringer i USA. Foruden en økonomi som leverede høje vækstrater på over 5% og rekordstore virksomhedsopkøb, tiltrak teknologifeberen investorer i hobetal. Men dollaren skinner ikke længere så kraftigt.



Over det seneste år er USD svækket 24% overfor DKK. Hvis dollarværdien måles op mod landets samhandel med den øvrige verden, er den såkaldte handelsvægtede dollar blevet 22% mere konkurrencedygtig. Årsagerne til faldet er en kombination af, at investorernes interesse for amerikanske aktiver er blevet mindre efter 3 års nedtur på aktiemarkedet. Dertil kommer, at USA stadig døjer med nogle markante ubalancer, og sidst men ikke mindst en politisk holdningsændring.

## Politisk indflydelse

Under Bill Clintons regering var budskabet altid, at man ønskede en stærk USD. Efter at Bush er kommet til magten, er det officielle budskab det samme, men når finansminister John Snow synes, at et USD-fald på 22% er moderat, udhuler det automatisk troværdigheden. Med andre ord er Bush-regeringen yderst tilfreds med den svagere USD – det giver nemlig en yderligere vitaminindsprøjtning til økonomien og støtter eksportsektoren. Det andet hovedargument er, at USA skal have løst sit store handelsbalanceunderskud overfor udlandet. Der importeres stadig mere end der eksporteres, og USA oplever i disse år de relativt største underskud nogensinde. Det er godt for den øvrige verden, som profiterer af amerikanernes forbrugsfest, men Bush er godt klar over, at den ikke går i længden.

## Mere sårbar

Med et betalingsbalanceunderskud på 5% af BNP om året, er USA nu mere afhængig af ekstern finansiering end nogensinde før. Det betyder, at USA årligt skal tiltrække kapital for over 500 mia. USD fra udenlandske investorer. Den udvikling får imidlertid nogle konsekvenser:

- Den øvrige verden bliver i stigende grad eksponeret til den amerikanske økonomi, eftersom der investeres i amerikanske aktier og obligationer.
- Det betyder omvendt, at USA ikke længere har en stor lukket uafhængig økonomi.

Op gennem 1990'erne er underskuddet stille og roligt vokset, og det gør afhængigheden større. Med de store underskud lægger USA med andre ord beslag på en meget stor del af den globale opsparing. Der er naturligvis grænser for, hvor meget de private investorer verden over ønsker at placere i amerikanske aktier og obligationer. Med disse ubalancer i baghovedet, og med politisk velsignelse, vil USD i perioden fremover stadig have pil nedad.

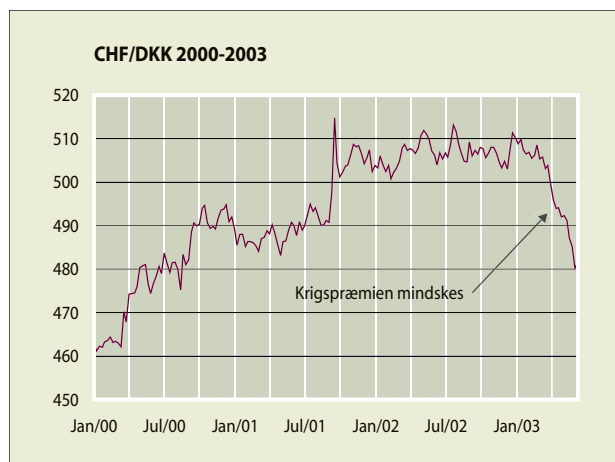


## Uro = styrket CHF

I krisetider har CHF altid haft status som et sikkert tilflugtssted. Landet har været politisk neutralt i over 200 år, har et meget stabilt politisk styre, og er samtidig verdenskendt for sin bankhemmelighed. Disse faktorer har virket som en magnet i de senere meget turbulente år, hvor CHF er blevet fastholdt i et jerngreb. Der har nærmest været tale om en domino-effekt, hvor den ene krise har afløst den anden, bl.a.:

- Terroraktionen mod World Trade Center.
- Krigen i Afghanistan.
- Finansiell kollaps i Argentina med efterfølgende uro i hele Latinamerika.
- Krigen i Irak.

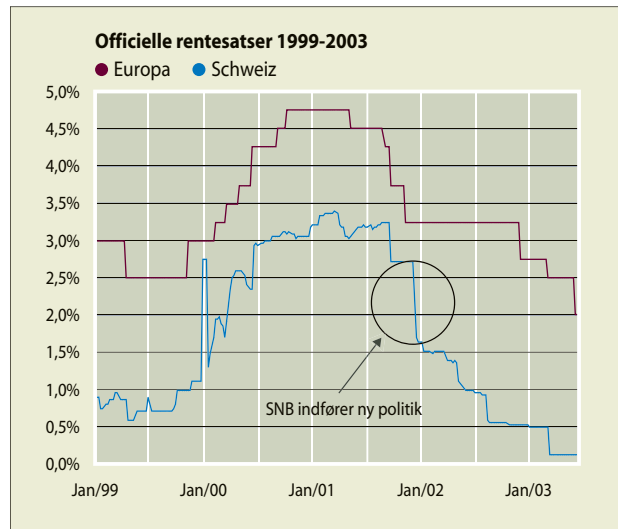
Afslutningen på krigen i Irak har imidlertid givet et lettelses suk. Der blev ikke tale om giftgasangreb fra Hussein eller det der var værre, og de egentlige krigshandlinger var hurtigt overstået. Krigspræmien er derfor mindsket betragteligt, hvilket har sendt CHF-kursen sydpå.



Foruden at de mere stabile tilstande har givet mindre interesse for CHF, er det sjældent at se en centralbank arbejde så ihærdigt og målrettet for at svække en valuta. Dette gælder både i handling og verbalt.

## Skeen i den anden hånd

Den schweiziske valuta er faktisk en lille valuta i forhold til USD, EUR og JPY. Derfor ved centralbanken godt, at det er svært at påvirke valutakursen, når kriserne kradser og investorer søger til sikre investeringer som CHF. Alligevel valgte Swiss National Bank (SNB) at tage skeen i den anden hånd sidste sommer og indlede en betydelig mere lempelig pengepolitik end det øvrige Europa.



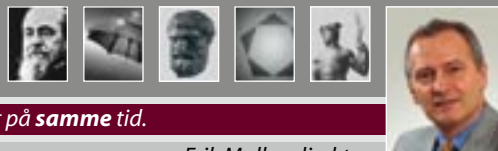
Som det ses, har Schweiz nedsat renten ganske markant og betydeligt mere end den europæiske centralbank. Formålet var at svække interessen for CHF, men krigen i Irak spændte imidlertid ben for strategien. Derfor indledte de tre nationalbankdirektører i starten af året et retorisk korstog for at imødegå de ubehagelige konsekvenser af den stigende CHF. Der blev endda talt om muligheden for intervention, hvilket i Schweiz er et yderst sjældent anvendt værktøj. Sidst SNB gik ind og forhindrede en styrkelse af CHF, var i forbindelse med urolighederne i Iran, som førte til Shahens fald i 1979.

## Politikken fastholdes

Centralbankens holdning er derfor ikke til at tage fejl af. De ønsker at svække CHF for at støtte den hårdt trængte eksportsektor og forbedre landets økonomi. Rentesatserne er tæt på nul, og der forspildes ingen officiel lejlighed til at "tale" CHF ned ved at bruge hentydning til interventionsvåbenet.

Formueplejeselskaberne har over de senere år anvendt CHF som den primære fremmedfinansieringsvaluta. Strategien har været yderst fornuftig ud fra en omkostnings- og risikomæssig betragtning. Under hensyntagen til de meget lave lånerenter i Schweiz, en optimeret rentearbitrage og selskabernes risikostyring i øvrigt, vil CHF-lån fortsat udgøre en væsentlig andel suppleret med USD- og JPY-lån. Hvis der opstår en ny krise, vil CHF blive styrket, men med nationalbanken i ryggen og med afsæt i en recessionsramt økonomi og en inflation tæt på 0%, er der ikke bevæggrund for en styrket CHF - tværtimod.





**Mål: Sikre aktionærerne afkastet fra både aktie- og obligationsmarkedet på samme tid.**

Alle Formueplejeselskaber slår finansmarkedet på både kort og lang sigt.

Erik Møller, direktør

## Stærk fremgang i andet kvartal

Formueplejeselskabernes indre værdier er siden årets start steget 16-28%, og særligt 2. kvartal viste sig gunstig for afkastudviklingen. Aktiemarkederne var mildere stemt, hvilket betød at Penta blev kvartalets højdespringer med en stigning i indre værdi på hele 27%. Fra årets start ligger obligationselskabet Pareto, med et afkast på 28%, dog stadig en anelse foran de andre Formueplejeselskaber. Set over det lange sigt er de indre værdier i Formueplejeselskaberne de højeste nogensinde, med undtagelse af Penta, som er det mest aktiebaserede selskab. Formueplejeselskabernes mix af obligationer, aktier og fremmedfinansiering viser sig således særdeles konkurrencedygtigt.

## Finansieringen påvirker positivt

Selskabernes rentearbitrage har gennem året været positiv. På obligationsbeholdningen har fokus været på lav risiko pga. udsigten til stigende renter ovenpå løsningen af Irak-krigen. Aktiemarkederne har vist store udsving, og fokus har været på tilkøb af både vækst- og valueaktier.

### Valutabevægelser overfor DKK

	År til dato 2003	2002-d.d.
CHF	-5,9%	-4,0%
JPY	-9,9%	-15,5%
USD	-10,5%	-24,3%
GBP	-6,6%	-12,4%

Fra primo 2002 til dags dato har samtlige lånevalutaer været indtægtsgivende. Afslutningen på Irak-krisen har som forventet påvirket CHF i negativ retning.

## Horisontafkast overgår finansmarkedet

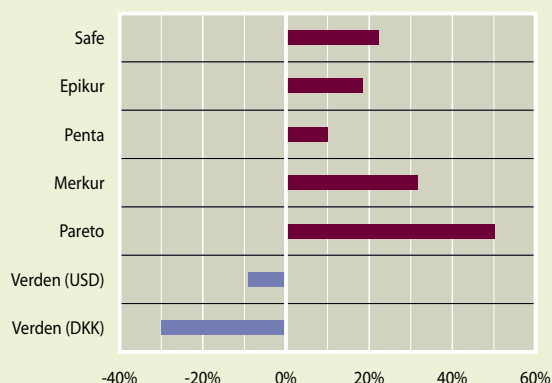
Selskabernes langsigtede afkast overgår øvrige alternativer, og er markant bedre end afkastet på det øvrige aktiemarked. Dette gælder også når der måles på 4 eller 8 år.

### Budgetforventninger

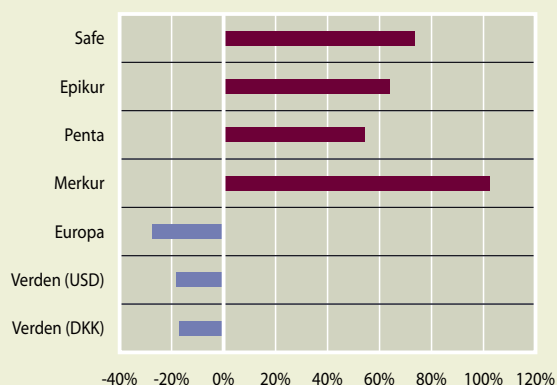
Pro anno afkast

Aktier:	12,0%
Obligationer:	4,25%
Valuta - lånerenter:	0,8%
Valuta - kursbevægelser:	-1,0%

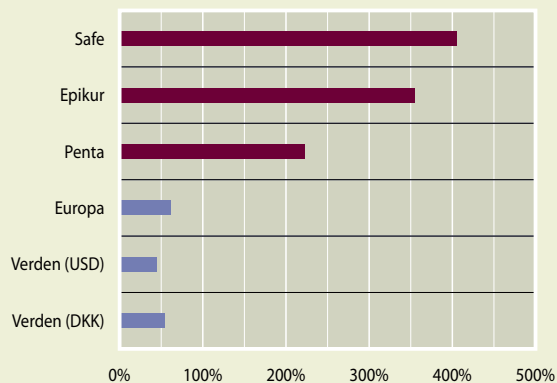
Afkast januar 2002 til juni 2003



Afkast januar 1999 til juni 2003



Afkast januar 1995 til juni 2003





Target: 250% \* obligationer + 0% \* aktier

Indre værdi: 177,9

Budget juni 2004: 202

## Afkast på 28%

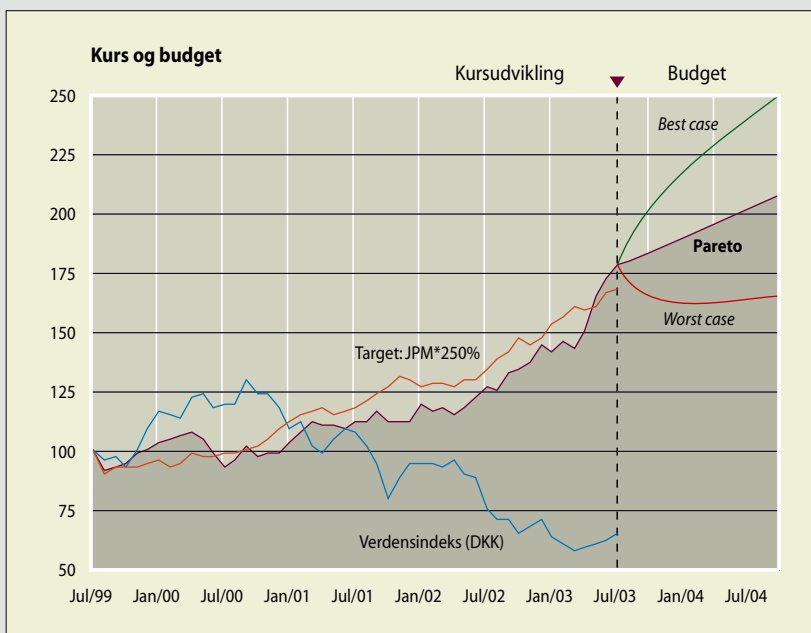
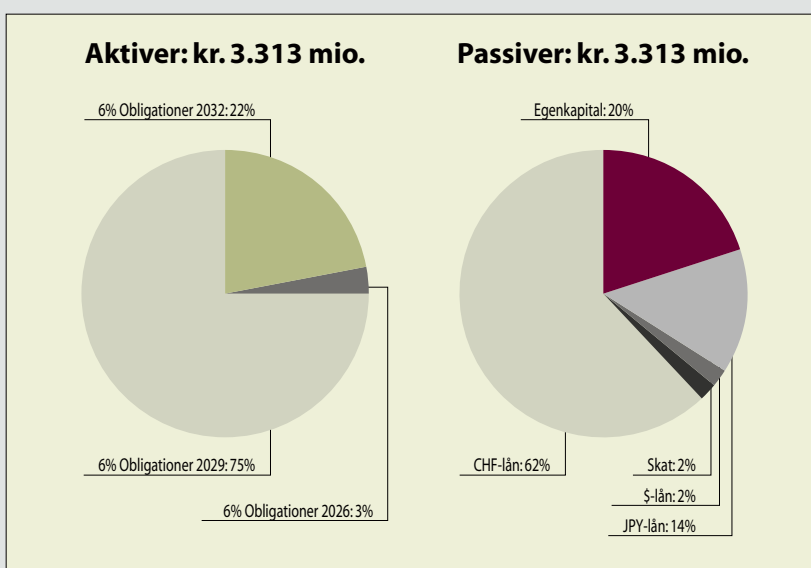
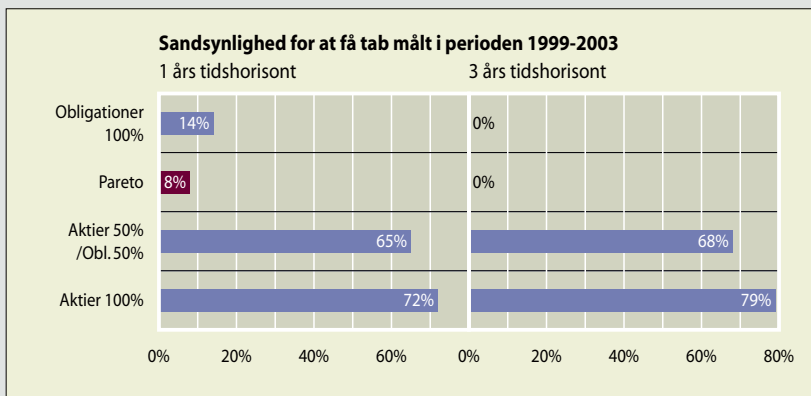
År til dato er indre værdi steget med hele 28%. Til sammenligning ligger aktier tæt på nul, mens det danske obligationsindeks er steget 4,7%. Foruden en fornuftig indtjening på den rene rentearbitrage, er selskabets finansieringsvalutaer blevet billigere overfor DKK, hvilket har givet et pænt løft i indtjeningen. Faktisk har det været indtægtsgivende at låne, idet den primære finansieringsvaluta, CHF, er faldet med 6%, mens de øvrige lånevalutaer USD og JPY er faldet 11% i værdi. Som det fremgår af grafen nederst på siden, overgår Pareto dermed det fastsatte afkastmål.

## Omlægning

Som ventet blev krigspræmien elimineret på obligationsmarkedet ved amerikanernes sejr over Saddam Hussein. Renten på den danske 10-årige toneangivende statsobligation steg markant, men kun kortvarigt, idet den amerikanske centralbank, med Alan Greenspan i spidsen, i maj gav udtryk for deflationsfrygt. De lange renter tog derfor et endnu større dyk til de laveste niveauer i flere årtier. Med udsigt til fortsat stor konverteringsaktivitet i 7%-obl. 2029/32, blev selskabets beholdning omlagt til 6%-obl. 2029/32. De lave renter får nemlig flere til at konvertere, ligesom enkelte låntagere vælger at afkorte lånets løbetid. Renterisikoen holdes dog på et moderat niveau, idet der er udsigt til stigende lange renter, når de første tegn på økonomisk stabilisering melder sig.

### Target = afkastmål

Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 250% af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat.





Target: 150% \* obligationer + 100% \* aktier

Indre værdi: 78,5

Budget juni 2004: 91

### Et glimrende resultat

Fra årets start er indre værdi steget med knap 28%. Det gode resultat skal særligt ses på baggrund af et meget stærkt 2. kvartal, hvor både rentearbitragedelen, obligationer og aktier har givet selskabet medvind. Selskabets finansieringsvalutaer er dertil blevet billigere overfor DKK, og det har således været indtægtsgivende at låne. Globale aktier har, målt ved FT-World, givet et afkast fra årets start på ca. 1%, og obligationer har, målt ved J.P Morgans danske obligationsindeks, givet et afkast på 4,7%. Safe outperformer dermed den professionelle målsætning markant. Se også grafen nederst på siden.

### Fortsat lav rentefølsomhed

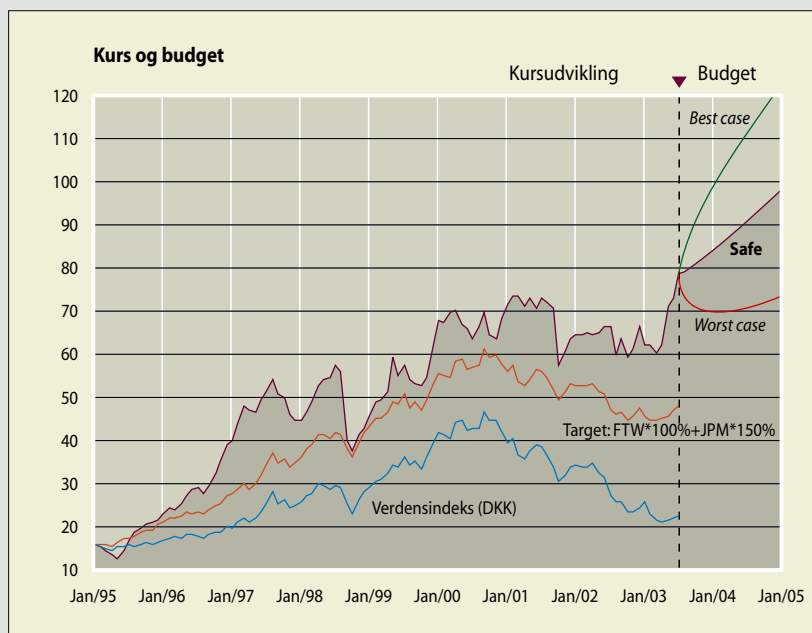
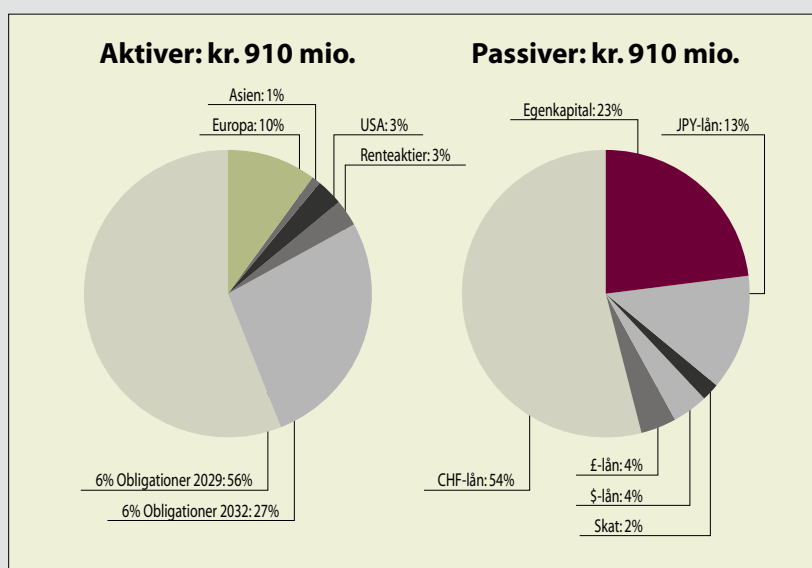
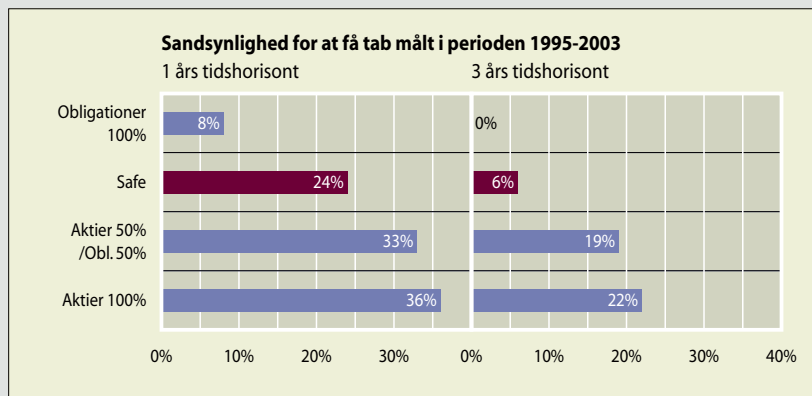
Frygten for fortsat afmatning og deflation sendte de lange renter til nye historiske bundniveauer. Med udsigten til fortsat stor konverteringsaktivitet i 7%-obl. 2029/32, har vi derfor omlagt selskabets beholdning til 6%-obl. 2029/32. Rentefølsomheden holdes dog på et lavt niveau, idet der er udsigt til stigende lange renter, når de første tegn på økonomisk stabilisering viser sig.

### Aktier var på udsalg

På aktiesiden har vi gennem 2003 benyttet os af tilkøb af aktier - især i årets første 4 måneder. Udvalgte aktier inden for finans/forsikring og teknologi indeholdt på kort sigt det største afkastpotentiale.

### Target = afkastmål

Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 150% af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat plus 100% af Financial Times aktieindeks for globale aktier før skat.





**Andet kvartal i hopla**

Efter en mindre tilbagegang i 1. kvartal kom Epikur stærkt tilbage. Fra årets start har Epikur nu givet et afkast på 24%. Resultatet skal ses på baggrund af et stærkt 2. kvartal, hvor både rentearbitragedelen, obligationer og aktier har givet selskabet medvind.

**Ekstra plus på finansieringen**

Selskabets finansieringsvalutaer er blevet betydeligt billigere overfor DKK i løbet af året, hvilket har bidraget til et pænt løft i indtjeningen. Faldet i CHF på 6% og på ca. 11% for både USD og JPY betyder, at det har været indtægtsgivende at låne.

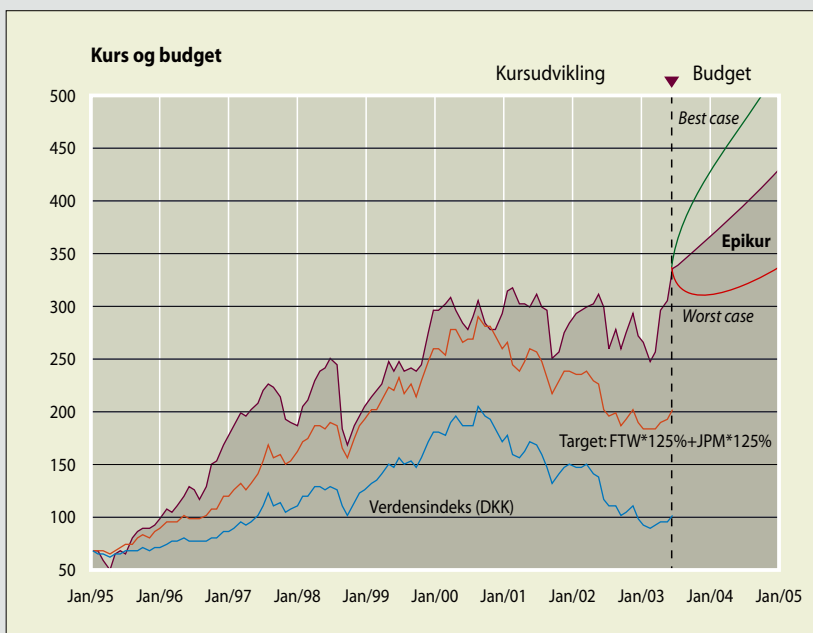
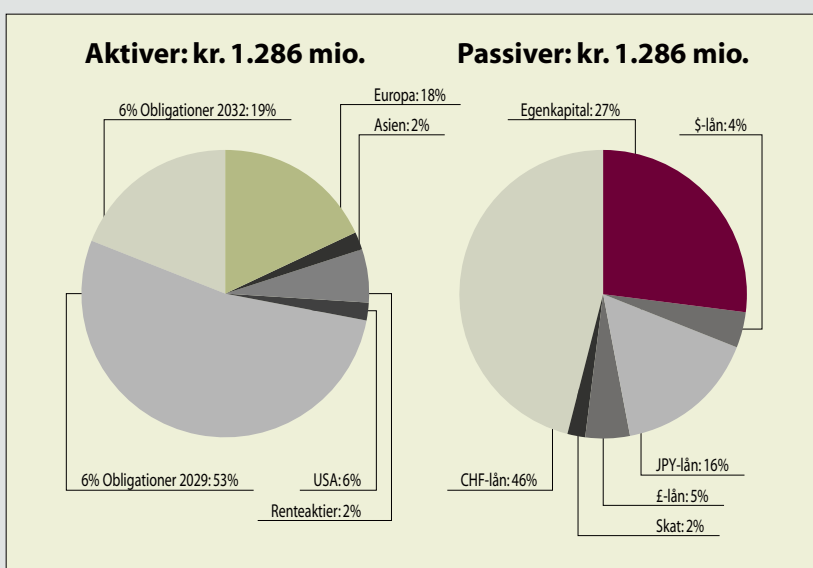
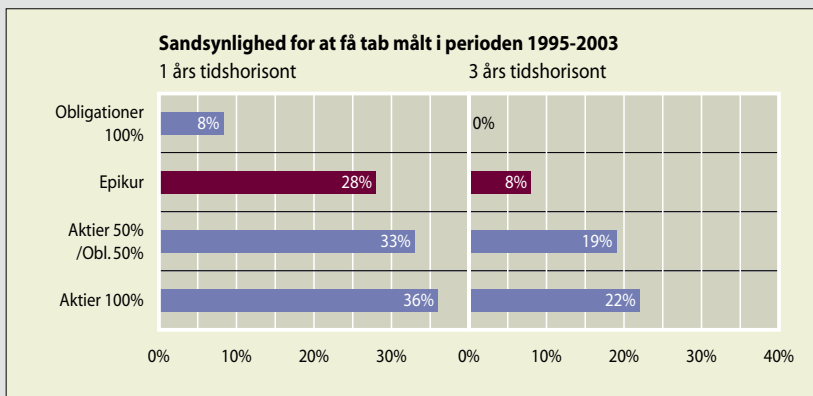
**Rekordlav rente**

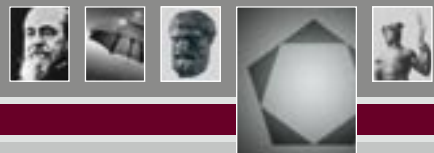
Både obligationer og aktier oplevede i andet kvartal en periode med flotte stigninger. Obligationsinvestorerne bekymrede sig i særlig grad om frygten for deflation og de lange renter satte derfor ny bundrekord. På aktiemarkedet, som var ekstremt oversolgt i midten af marts, tog man derimod forskud på, at vi vil se en bedring i den globale vækst.

I lighed med de andre Formueplejeselskaber har vi omlagt selskabets beholdning af 7%-obl. 2029/32 til 6%-obl. 2029/32. Rentefølsomheden holdes stadig på et lavt niveau, idet der er udsigt til stigende lange renter, når de første tegn på bedring i den økonomiske vækst viser sig.

**Target = afkastmål**

Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 125% af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat plus 125% af Financial Times aktieindeks for globale aktier før skat.





**Plus på 27% i andet kvartal**

Årets andet kvartal blev særdeles stærkt og Penta har nu fra årets start givet et afkast på 25%. Således har rentearbitragedelen, obligationer og aktier alle bidraget positivt i 2. kvartal.

Udsvingene på aktiemarkederne har været ganske store, og i midten af marts nåede vi de laveste niveauer i 6 år på en række brede aktieindeks. Appetitten på aktier vendte dog tilbage efter afslutningen på Irak-krigen til gavn for eksisterende aktionærer og nye.

**Godt tegningstidspunkt**

De nye aktionærer som købte aktier ved kapitalforhøjelsen i maj, har fået en god oplevelse. Tegningskursen blev fastsat til 173,9 inklusiv et tegningstil-læg på 1,5% til dækning af placerings-omkostninger samt udgifter i forbindelse med optagelse af valutilån. Siden tegningen blev gennemført, er indre værdi steget med over 9%.

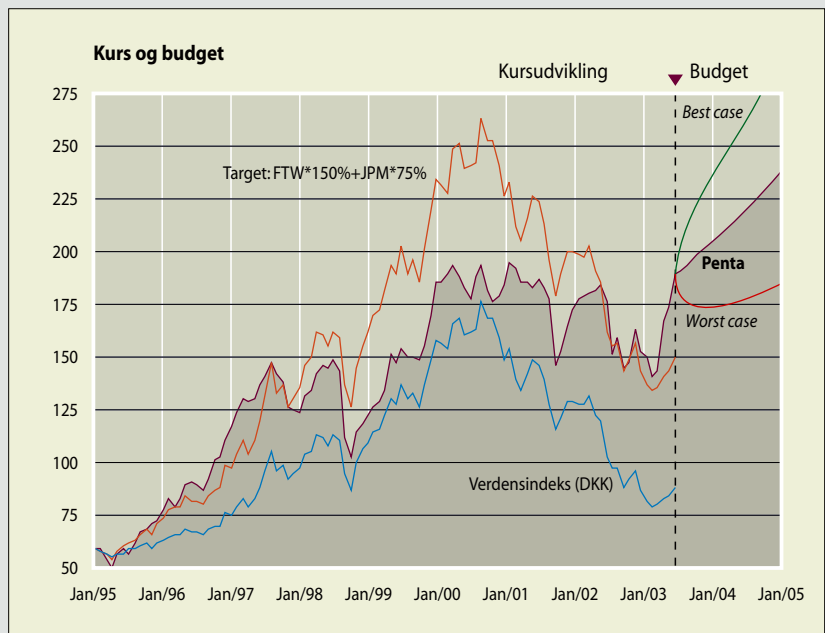
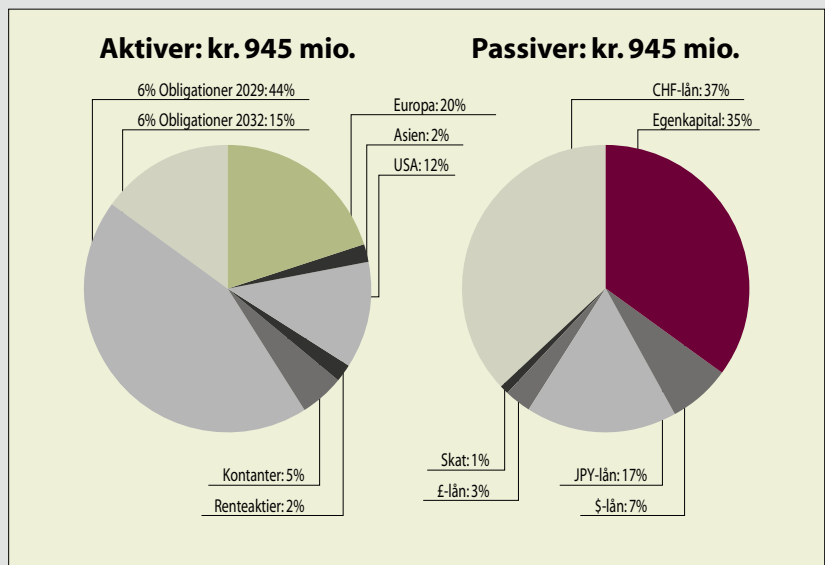
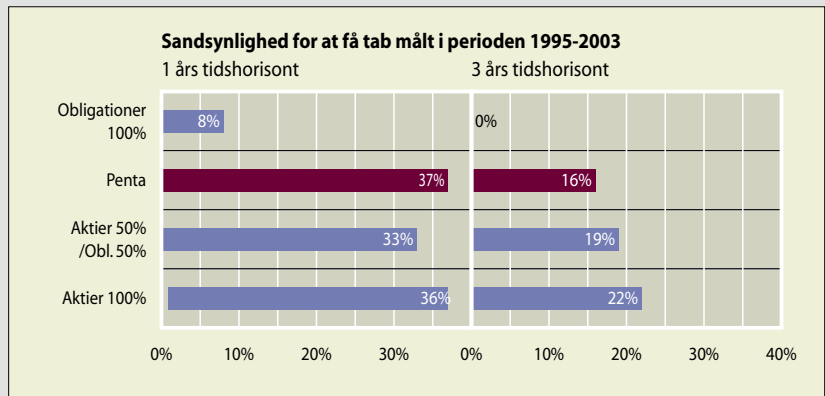
**Stor konverteringsaktivitet**

De historisk lave renter betyder, at der igen er udsigt til stor konverterings-aktivitet i 7%-obl. 2029/32. Derfor har vi omlagt selskabets beholdning til 6%-obl. 2029/32. Renterisiko-koen holdes dog stadig på et lavt niveau, idet der er udsigt til stigende lange renter på kort til mellemlang sigt.

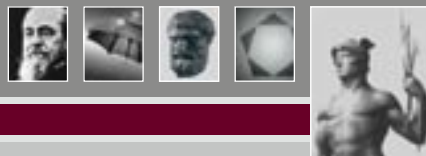
Efter en periode, hvor vækstaktier er steget betydeligt, rettes fokus mod en mere balanceret porteføljetilgang, hvor beholdningen af defensive aktier øges.

**Target = afkastmål**

Det er den professionelle mål-sætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 75% af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat plus 150% af Financial Times aktieindeks for globale aktier før skat.







**Fremgang i kvartalet**

Årets andet kvartal bød på en fremgang i selskabets indre værdi på 14%. Der var pæn fortjeneste på både aktiebeholdningen og rentearbitragen. Faktisk har det været indtægtsgivende at låne i udenlandsk valuta, idet selskabets låneportefølje er faldet i værdi overfor DKK.

**Sikring af rentearbitragen**

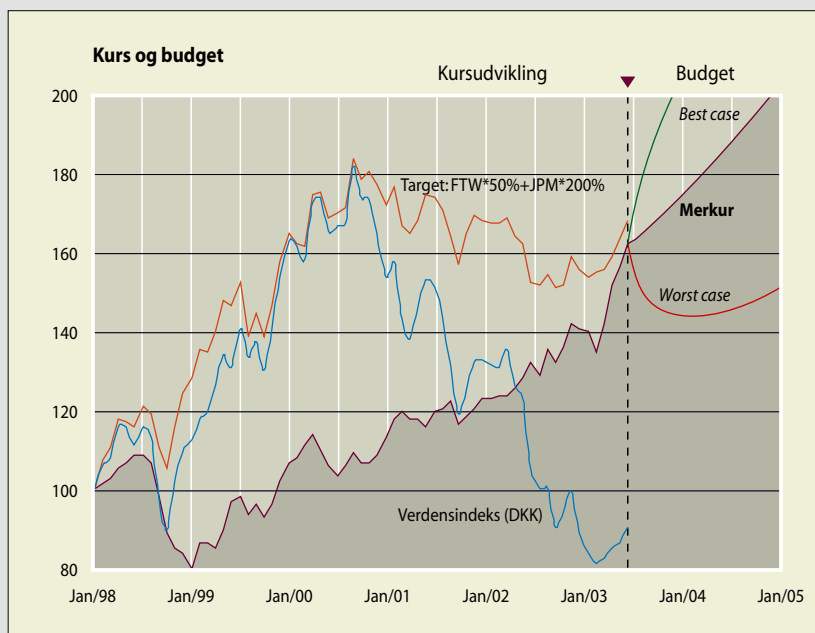
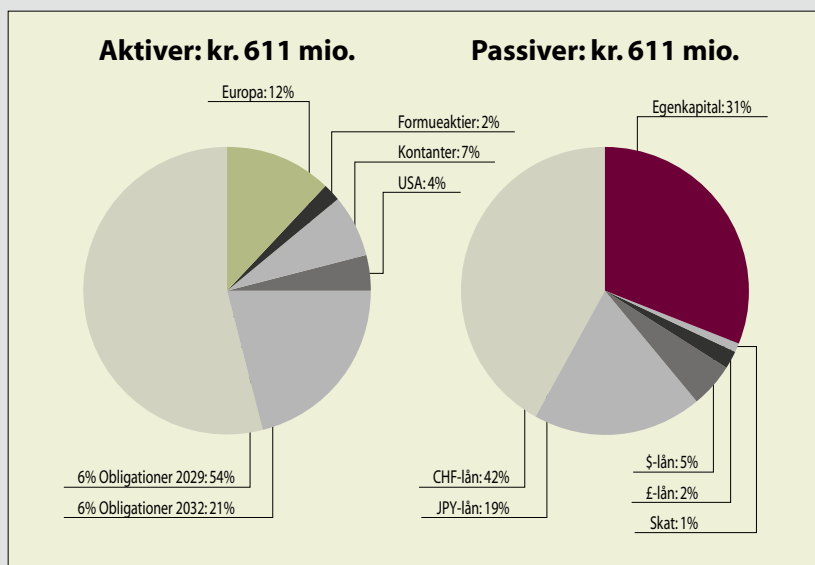
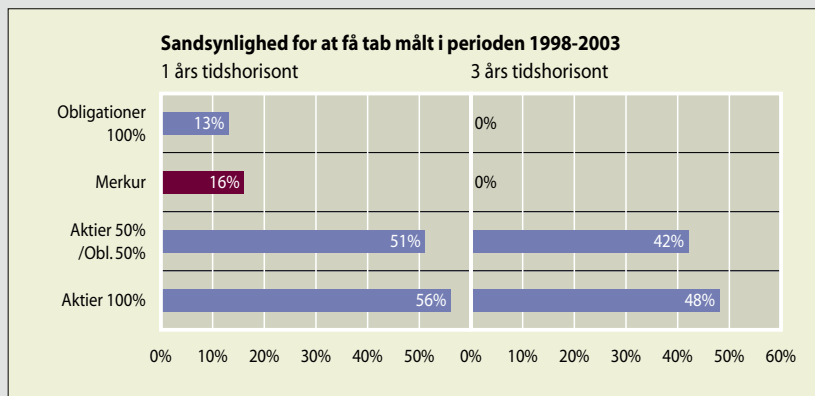
Siden maj er de lange renter faldet markant pga. den amerikanske centralbank, som har udtrykt bekymring for deflation. Det har intensiveret konverteringsaktiviteten i 7%-obl. 2029/32 til fordel for både 5%-lån og flekslån. Med udsigt til fortsat høje ekstraordinære indfrielse i dette segment, er selskabets obligationsbeholdning derfor omlagt til fordel for 6% realkredit 2029/32. Dermed forbedres rentearbitragen uden en nævneværdig højere renterisiko.

**Ændret target**

Med afsæt i selskabets kapitalforhøjelse i december 2002 besluttede bestyrelsen, at Merkur normalt bør anvende 50% af egenkapitalen til børsnoterede aktier. De øvrige 50% af egenkapitalen kan anvendes til børsnoterede aktier eller andre Formueplejeaktier efter kapitalforvalterens skøn. I forbindelse med den øgede aktieandel, har bestyrelsen fundet det naturligt at hæve aktiefølsomheden i selskabets target fra 50% til 75% og mindske obligationsvægten fra 200% til 175%.

**Target = afkastmål**

Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 175% af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat plus 75% af Financial Times aktieindeks for globale aktier før skat.



## Filosofi

“Også nøjsomhed har sin begrænsning.  
Den som ikke forstår det,  
fejler ligeså meget som den,  
hvis begær er umætteligt.”  
*Epikur, græsk filosof, 341-270 f.Kr.*

## Mål

Sikre aktionærerne afkastet fra  
både aktiemarkedet  
og obligationsmarkedet  
på samme tid  
med én aktie.



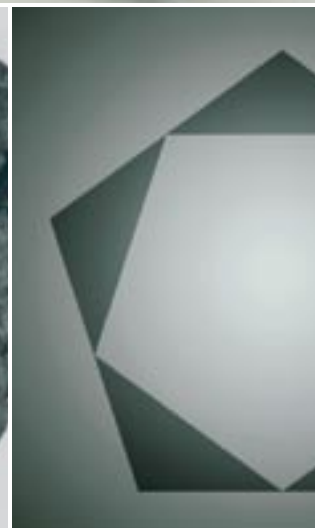
Formuepleje  
Pareto A/S



Formuepleje  
Safe A/S



Formuepleje  
Epikur A/S



Formuepleje  
Penta A/S



Formuepleje  
Merkur A/S

### Management & Investor Relations

**FORMUEPLEJE**  
SELSKABERNE

Tlf.: 8619 5911

[www.formuepleje.dk/](http://www.formuepleje.dk/)  
[formueplejeselskaberne](http://formueplejeselskaberne)

email: [em@formuepleje.dk](mailto:em@formuepleje.dk)



Vester Allé 7, DK-8000 Århus C

### Aktieformidling & Administration

**FORMUE PLEJE A/S**

Køb & salg - tlf.: 8620 3253

Rådgivning - tlf.: 8620 3252

Administration - tlf.: 8620 3258

Telefax: 8619 5144

email: [formuepleje@formuepleje.dk](mailto:formuepleje@formuepleje.dk)