

FORMUE MAGASIN

A K T I O N Æ R O R I E N T E R I N G O K T O B E R 2 0 0 3



Er din risiko for høj -



Kiloprisen på investeringer



Værdiløse aktieanalyser

... Eller kigger du bare for tit ?

Kender du prisen på
dine investeringer ?

Der produceres aktieanalyser for
milliarder - skaber det værdi ?

FORMUE PLEJE

S E L S K A B E R N E

18. ÅRGANG OKTOBER 2003

Redaktion og kursopdatering er afsluttet 3. oktober 2003

**Leder**

Advarsel: Motion er farligt

Side 3

**Er din risiko for høj -**

... Eller kigger du bare for tit ?

Side 4-5

**Aktiemarkedet**

Er der mere tilbage i aktier ?

Side 6-7

**Obligationsmarkedet**

Hønen eller ægget

Side 8

**Valutamarkedet**

Glorie eller gelé

Side 9

**Værdiløse aktieanalyser**

Der produceres aktieanalyser for milliarder - skaber det værdi ?

Side 10-11

**Kiloprisen på investeringer**

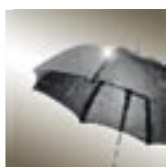
Kender du prisen på dine investeringer ?

Side 12-14

**Pareto**

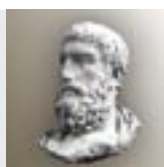
Kursstabile obligationer sikrer merafkast.

Side 15

**Safe**

Aktier løfter Safe til 31% afkast.

Side 16

**Epikur**

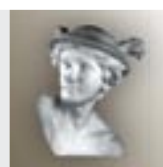
Rekordstor aktietegning.

Side 17

**Penta**

Slår targets med flere længder.

Side 18

**Merkur**

Også fremgang i 3. kvartal.

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: 1.300 eksemplarer.

Magasinets formål er:

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

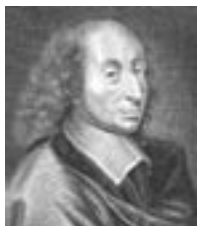
Redaktion

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

Advarsel: Motion er farligt



”Alle menneskets fejtagelser skyldes, at vi ikke er i stand til at sidde stille i et rum alene tilstrækkeligt længe.”

Blaise Pascal, fransk videnskabsmand, 1623-1662

Aktivitet er sundt - eller er det ?

”Hva’ så - du har vel travlt på arbejde...?” - har været et typisk spørgsmål fra venner og familie de seneste par år. Mit svar er: ”Nej - jeg har ikke travlt. Jeg bli’r ikke betalt for aktivitet, men for resultater.”



Der ligger i spørgsmålet en forventning, der bygger på den fuldstændigt forvredne markedsføring fra aktørerne på de finansielle markeder: at der sker spændende ting hver dag, man som den smarte investor kan profitere af. Men det er en lodret løgn.

I de snart tyve år, jeg har beskæftiget mig med kapitalforvaltning har jeg mødt hundredvis af investorer, men jeg har *aldrig, aldrig mødt bare én, som havde held med at lave kortsigtede investeringer* - slet ikke i længden (Sic!)

Lotto, aktiespil og aktieinvesteringer

Hver gang jeg ser omtale af de såkaldte aktiespil, der kører i aviserne, så tænker jeg altid på Dansk Tipstjenestes stereotyp reklamer for Lotto m.m. Aktiespillene bygger på den illusion, at man ved hyppigt at omplacere sine investeringer kan tjene penge. Serveret på den facon bilder man folk ind, at spillekultur og aktieinvestering er i familie med hinanden. Ligheden er ludomani.

1) Undersøgelse publiceret af Professor John Nofsinger, Washington State University, 2001.

Private investorer = Malkekvæg

Der er lavet stribevis af undersøgelser, der viser, hvordan den private investor ender som malkekvæg på de finansielle markeder.

En undersøgelse¹⁾ over perioden fra 1975-1997 viste, at private investorer fik et afkast på 7% p.a. og professionelle fik 15% p.a. Over hele perioden blev forskellen langt over 1000%.



Er de professionelle professionelle ?

Det har undret mig, at Danske Invest i mere end 10 år har haft en global investeringsforening, som styres aktivt og én, som bare følger verdensindekset. På samme måde med europæiske aktier, én aktivt styret og én indekseret.

Og hvem klarer sig så bedst? I begge sammenligninger giver *indeksafdelingerne*, hvor der stort set ikke handles aktier, målt over alle tidsperioder, *større afkast* end afdelingerne, der styres aktivt af professionelle.

BG Invest - et ærligt forsøg

Om det er belært af erfaringerne i Danske Invest ved jeg ikke, men i BG Invest har man besluttet, at alle deres foreninger fremover skal være rene indeksafdelinger. Det er ærlig snak. Hvorfor vedvarende bilde kunderne ind, at man kan lave et bedre afkast via det, der ligner et ”professionelt aktiespil” - når det mislykkes år efter år.

Inaktivitet kræver mod

Når investeringsguruen, Warren Buffett, aflægger beretning i investeringsselskabet Berkshire Hathaway, bliver der fuldstændig stille i salen, når Buffett fortæller:

”Sidste år foretog vi *ikke et eneste køb eller salg*. Der er år, hvor det bedst betaler sig for jer, at jeg sidder på min flade.”

Konklusion

Motionering af din aktiebeholdning er ekstremt usundt. Det vil vise sig, at du løber baglæns. Og det koster dyrt.

Erik Møller, Direktør
Formueplejeselskaberne





... Eller kigger du bare for tit ?

Mere information -> mere bekymring

Allerede i 1940'erne observerede den amerikanske investeringsguru, Benjamin Graham¹⁾, at personer, der checkede deres

investeringer tit, var mere nervøse end dem, der sjældent kiggede efter kurser.

Vi kender det i Danmark i form af den klassiske pantebrevsinvestor, som sjældent eller aldrig kigger efter kurser og derfor også er meget mindre nervøs for sin investering end personer, der har investeret i tilsvarende langtløbende obligationer, som de dagligt eller endog "on-line" checker kurserne på.

Et par amerikanske økonomer²⁾ fandt i 1995 ud af, at investorer meget forskellige risikopfattelse af den

samme investering primært skyldtes hyppigheden af, hvor tit de checkede kursudviklingen på deres investeringer.

2 typiske eksempler er pensionsordninger. Kollektive pensionsordninger er et sort hul, som de fleste ikke kan følge med i - endsige forstå - så her skaber det ingen nervøsitet. Pensionsordninger i eget depot, de følges heller ikke så nøje og der er lang tid til udbetaling, så her kan man bedre klare kursudsvingene. Den største investering for mange er familiens parcelhus, men som bekendt offentliggør man ikke prisen på parcelhuse flere gange om dagen, så her lever man nemt med at tabe et par 100.000 kr.

Risikotolerancen bestemmes primært af, hvor tit man kigger til sin portefølje.

De fleste investorer har for lav risiko

Min påstand er, at de fleste investorer har for lav risiko, fordi de følger investeringerne for tæt og reagerer på kursbevægelser, som om alle værdipapirerne skulle sælges inden ét år. Derfor skal vi lige kigge på to evigtgyldige sandheder i finansverdenen. Der er ellers ikke mange af tage af!

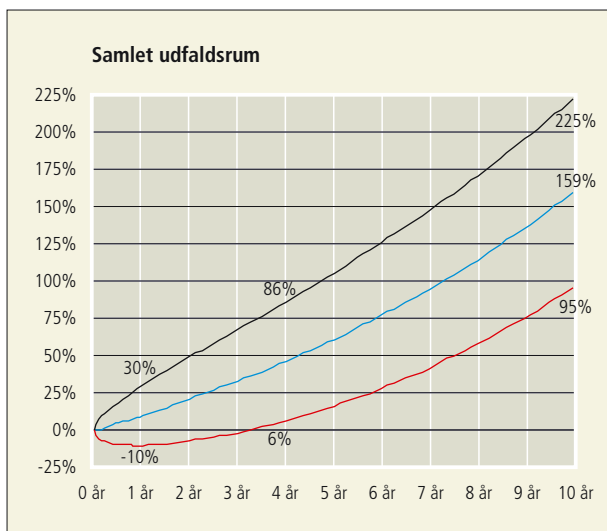
- 1) Benjamin Graham, The Intelligent Investor, 1949.
- 2) Thaler & Benzarti, Myopic Loss Aversion, Quarterly Journal of Economics, 1995.

Investeringens grundlov § 1 og § 2

§ 1: Afkastet stiger med potensen af tiden.

§ 2: Risikoen stiger med kvadratroden af tiden.

§1 kender de fleste. Potensen af tiden er det samme som rentes-rente-effekten. Hvis vi får 10% p.a. i afkast i 10 år stiger 100 kr. til 110 kr., 121 kr., 133 kr., 146 osv. indtil vi har 259 kr. Uden rentes-rente-effekt ville vi kun have 200 kr.



Efter 1 år

§2 om risikoen er lidt vanskeligere, men endnu vigtigere end § 1. Hvis vores investering har en risiko, hvor afkastet kan svinge +/- 20% på 1 år, så betyder det, at afkastet det første år kan forventes at ligge mellem minus 10 kr.(10-20) og plus 30 kr. (10+20).

Efter 4 år

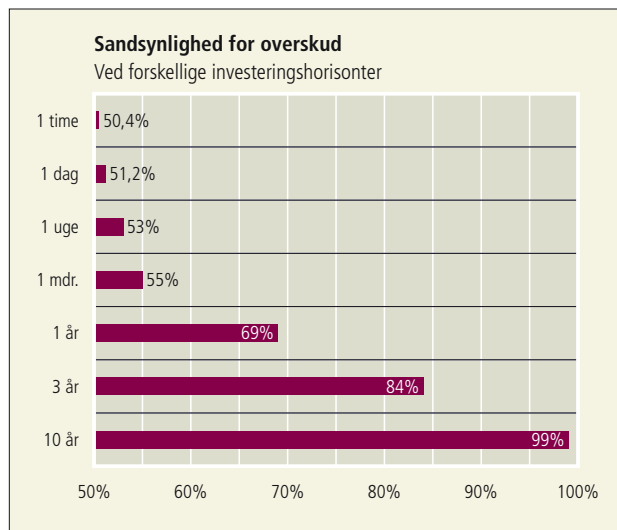
Hvis vi nu går frem til år 4, så si'r § 2, at vi skal ta' kvadratroden af 4, som er 2. Risikoudsving i år 4 er derfor +/- 40% (2*20%). Udfaldsrummet (risikoen) er altså steget, men kun fordoblet - ikke firedoblet. Efter 4 år er vores forventede afkast mellem plus 6 kr. (46-40) og plus 86 kr. (46+40).

Efter 10 år

Efter samme model efter 10 år er vores forventede afkast mellem plus 95 kr. og plus 225 kr.

Hvad er sandsynligheden for overskud ?

Det, der på kort sigt ligner en risikabel fifty/fifty-investering, viser sig med stor sandsynlighed på sigt at være en overskudsgivende investering. Grafen her viser sandsynligheden for overskud på den samme aktieinvestering som ovenfor, med et forventet langsigtet afkast på 10% p.a. med kursudsving på +/- 20%. p.a.



På 1 måneds sigt er der 55% sandsynlighed for overskud. På 1 års sigt er der 69% sandsynlighed for overskud, men altså også 31% risiko for underskud. Aktier er med andre ord ikke 1-årsinvesteringer. 3 år bør være minimumshorisonen for aktieinvesteringer, hvilket passer fint med skattereglerne. Her er der 84% sandsynlighed for overskud.

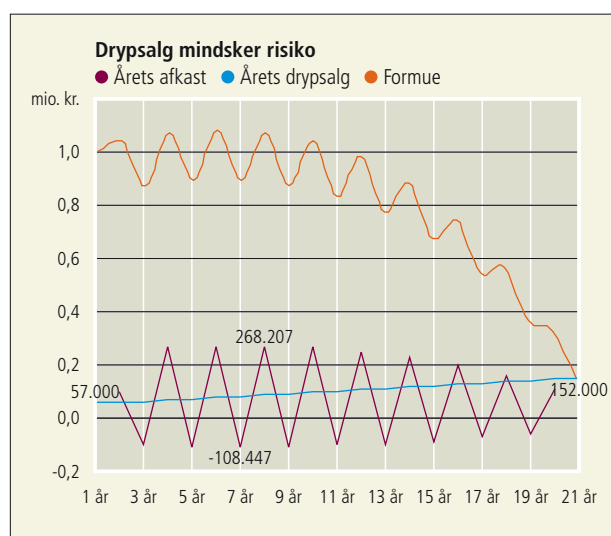
Bryd med vanetænkningen

Hvis vi prøver at kombinere et par af disse fakta er det min påstand, at de fleste investorer har for lav risiko - af vane, men også set i skyggen af det største aktiekrak i 80 år. Hvis læseren kan acceptere følgende fire forudsætninger giver det en interessant konklusion.

- 1) Man skal ikke revurdere sine investeringer for tit
- 2) Ingen med fornuft bruger hele sin værdipapirformue i et hug
- 3) Man bør kun regne med risiko på den andel, der er behov for at sælge i et givet år
- 4) Skattereglerne favoriserer mindre aktiegevinster - evt. via løbende drypsalg.

Drypsalg - skatteeffektivt og mindre oplevet risiko

I eksemplet har vi en investor, der har besluttet sig for at drypsælge løbende af en formue på 1 mio. kr. over 20 år. Forudsætningerne er som ovenfor: 10% i årligt afkast, men svingende mellem -10% og +30% p.a. De årlige afkast svinger mellem -108.000 kr. og +268.000 kr. Nok til at få sved på panden af, men investor har besluttet sig for at tænke langsigtet og hæver 52.000 kr. det første år og derefter 5.000 kr. ekstra hvert år, sluttende med 152.000 kr. - uanset kursudvikling. Det er en model de fleste ville kunne anvende i forskellig målestok.



Budskabet er, at ved drypsalg tænker man i en mere realistisk tidshorison og har ikke fokus på det enkelte års kursudsving. Hvis drypsalget kombineres med skattereglerne, så bør det huskes, at et ægtepar kan realisere aktiekursgevinster for kr. 82.200 hvert år til "kun" 28% i skat.

Mange typiske obligationsinvestorer, som ikke finder et obligationsafkast på 1,5-2,5% efter skat attraktivt, har valgt at anvende drypsalgsmodellen ved at placere 60-95% af formuen i 2-3 forskellige Formueplejeselskaber. Herefter kan man efter behov sælge aktier til 28% i skat.

Morale

Kig lidt sjældnere på dine investeringer - eller la' andre om det. Fokus bør ikke være det enkelte kvartals afkast, men at formuen *kan* vokse - selvom man sælger noget hvert år.



Er der mere tilbage i aktier ?

Billigt eller dyrt?

Var aktier billige ved starten af 2003? Hvis svaret er »ja«, giver svaret på: »er aktier billige nu?« stort set sig selv. Aktiekurserne er godt nok steget - også i årets 3. kvartal. Men det samme er virksomhedernes indtjening, så prisfastsættelsen er den samme!

På selve afkastfronten har »kursfesten« ført os tilbage til niveauerne fra november sidste år, og de globale markeder er steget med 7,5% fra årets start.



Vores valuering fortæller, at aktier stadig er billige, og derfor fastholder vi en høj aktieandel i Formueplejeselskaberne, hvor vi har stor fokus på selskaber og sektorer som vil nyde godt af et moderat økonomisk opsving. Det vil særligt være industriselskaber inden for elektronik, service samt skov- og papirindustrien. IT-selskaber vil ligeledes nyde godt af økonomisk vækst, men er efter vores vurdering generelt blevet for dyre.

Konstant forandring

En treårsperiode med kollaps i den økonomiske vækst, terror, regnskabskandaler, pensionskassepanik, krig og deraf følgende massivt faldende aktiemarkeder er *ikke normal*.

Ordsproget: **»Den eneste konstant på de finansielle markeder er forandring«** gælder stadig og forandringen - denne gang - vil være mod mere »normale« tider. Også for investorerne.

Konkret er vores vurdering derfor at de globale aktiemarkeder vil give et afkast på 8-15% de næste 6-9 måneder. De alternative tilbud til dette ligner også situationen fra årets start:

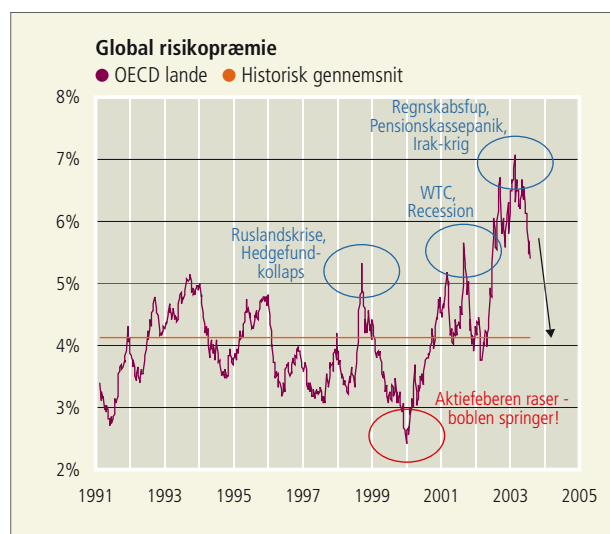
- Korte pengemarkedspapirer med afkast før skat til under 2%.
- Tiårig statsobligation til omkring 4% før skat.

Er man tilhænger af at få en fast kupon-udbetaling kan man ligesåvel købe en aktie i TDC og få et direkte afkast på 5,5% - et afkast som fremkommer ved at betragte næste års udbytte i forhold til dagens aktiekurs. Da beskatningen her tilmed er væsentlig lavere end ved egentlige renteindtægter ser regnestykket efter skat endnu bedre ud.

Mange vil indvende, at en aktie der udlodder 5 kr. i udbytte vil realisere et kursfald på 5 kr. og derfor er det således blot sine egne penge man får tilbage ved udbytte. Tilmed er der risiko for, at aktier kan falde yderligere. Eller stige...

Prisen på risiko varierer

Aktieinvestoren kræver naturligvis en afkastbelønning for overhovedet at påtage sig risikoen ved aktieinvesteringer. Dette krævede merafkast - også kaldet risikopræmien - varierer over tid, hvilket fremgår af nedenstående figur. Her ses den risikopræmie som den globale investor har forlangt fra starten af 1990'erne og til i dag.



Når usikkerheden på aktiemarkedet er stor forlanges der en høj risikopræmie. Begivenheder som regnskabskandaler, World Trade Center og Irak-krigen betyder, at vi som investorer, vil have ekstra belønning for at investere i aktier. Tilsvarende forlangte man ikke noget særligt merafkast i 2000, fordi de fleste dengang regnede med at risikoen ved aktier var lille og at kurserne kun kendte én retning - op!

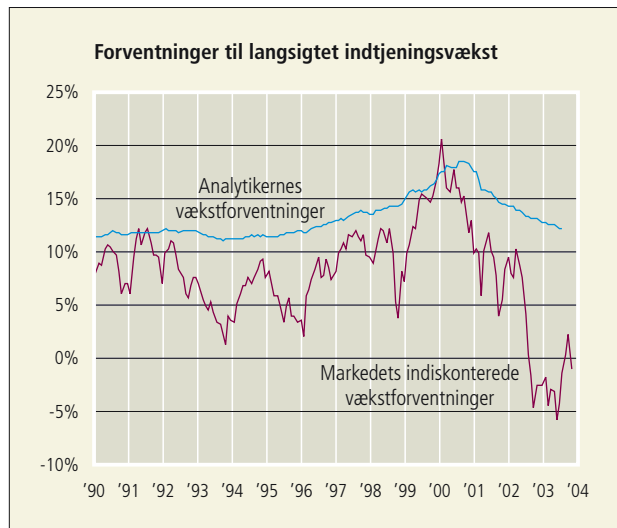
En normalisering af tingenes tilstand på de finansielle markeder betyder således, at den risikopræmie investorerne forlanger, på over 5% i dag, gradvist bør falde mod det historiske gennemsnit omkring 4%. Det vil være positivt for aktiemarkedene. En tommelfingerregel siger, at for hver procentpoint risikopræmien falder, stiger aktiemarkedet 10-15%.

Analytikerne retter ind - gør markedet?

Aktieanalytikere er de seneste år blevet beskyldt for mange dårligdomme - lige fra direkte svindel til de sædvanlige anklager om ringe kvalitet i analyserne.

De seneste par år har analytikere generelt været alt for optimistiske når de skulle vurdere virksomhedernes indtjeningsmuligheder. Dette billede har dog ændret sig i 2003, hvor aktieanalytikere i gennemsnit har været for pessimistiske. Virksomhederne har således overrasket positivt på bundlinjen og »tvunget« analytikerne til efterfølgende at revidere deres kortsigtede estimater op.

På længere sigt er der dog ikke helt overensstemmelse mellem analytikernes og markedets egne forventninger. Dette ses af nedenstående graf, hvor vi sammenholder analytikernes spådomme om de langsigtede vækstrater i indtjeningen, med den langsigtede vækstrate som aktiemarkedet har indiskonteret.



Grafen viser den implicite 5-årige indtjeningsvækst, når man betragter den nuværende prisfastsættelse af S&P500 i en to-fase udbyttemodel med en risikopræmie på 4% og stabil vækst på 4%.

Bemærkelsesværdigt er det, at aktiemarkedet indiskonterer vækstrater for de kommende 5 år i virksomhedernes indtjening omkring 0%! Dvs. den nuværende prisfastsættelse i markedet postulerer, at vi i de kommende år nærmest vil befinde os i en recessionstilstand! Vores bud på den globale indtjeningsvækst i 2003 er nærmere 8% for OECD-markederne, og de kommende år forventer vi, at konjunkturerne langsomt - men sikkert - bliver bedre.

Konklusionen er derfor, at selvom det er tænkeligt, at analytikerne på det lange sigt er for optimistiske, er *aktiemarkedet p.t. for pessimistisk*.

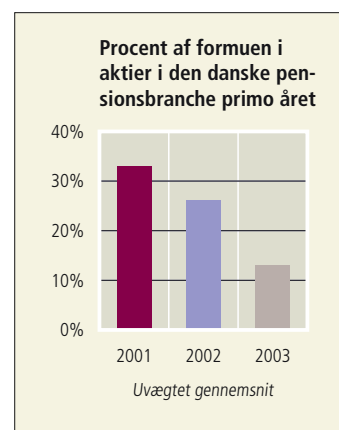
Derfor er der mere tilbage

Vores positive holdning til aktiemarkedene er derfor klar og årets »kursfest« bør rettelig ses som begyndelsen på mere normale tider for aktieinvestoren. Vi befinder os nemlig fortsat i en fase, hvor de positive argumenter vejer tungest:

- De lave renter giver støtte til aktier
- Begyndende opsving vil give salgsvækst hos virksomhederne
- Risikopræmierne normaliseres
- Langsigtet indtjeningsudvikling - hvor indtjeningsvæksten vil være større end markedets nuværende forventninger

Brændt barn skyer ilden

Investorerne er de seneste år blevet skræmt af de massivt faldende kurser på aktiemarkedene og aktieandelene i mange porteføljer er stadig på et historisk lavt niveau - et niveau som er uholdbart, når man på længere sigt vil sikre sig et acceptabelt afkast-risiko-forhold. Mange - herunder den globale pensionsbranche - vil derfor i tiltro til mere normale tider på de finansielle markeder igen øge deres aktiebeholdninger fra de senere års rekordlave niveauer. Denne efterspørgsel vil ligeledes understøtte markedet.



Kilde: Børsen marts 2003



Hønen eller ægget

Resumé

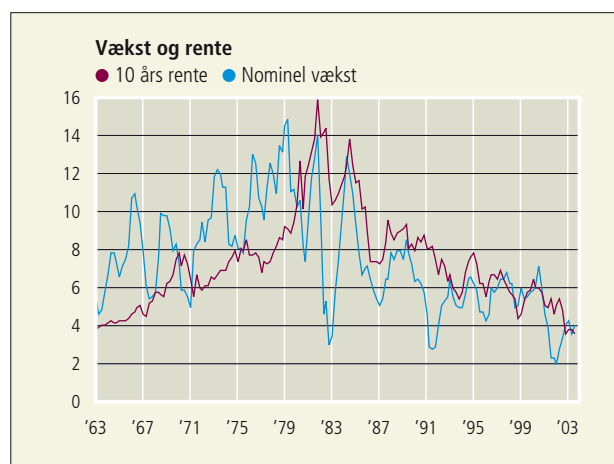
Historisk har der været en tæt sammenhæng mellem vækst og rente. Flere indikatorer peger på, at væksten i verdens største økonomi, USA, er på vej op. Derfor fastholdes Formueplejeselskabernes obligationsfokus på lav/moderat kursfølsomhed.

Hva` kommer først?

På et eller andet tidspunkt har vi alle mødt spørgsmålet, om det var ægget eller hønen, der kom først. På samme måde er det med de finansielle markeder - det er ikke altid let at fastslå, hvad der kommer først. Verden er jo heller ikke så simpel, for der er altid mange faktorer i spil på samme tid. Eksempelvis har de senere måneder givet markante kursbevægelser på obligationsmarkedet. Krigen i Irak og den dermed forbundne økonomiske usikkerhed er hen over sommeren blevet afløst af større vækstoptimisme, og det vil obligationsmarkedet altid tage højde for - og med god grund.

Inflation og vækst

Set i et historisk forløb er der en tæt sammenhæng mellem økonomisk vækst og renteniveauet i samfundet. Typisk vurderes væksten altid ud fra *realvæksten* - dvs. væksten efter inflation. Hvis vi derimod medtager inflationen og ser på den nominelle vækst, er mønstret ganske klart. En højere nominel vækst medfører højere renter og vice versa. Dette uanset om væksten skyldes inflation eller "rigtig" vækst.



En obligationsinvestor bør over tiden få forrentet sin investering med minimum den nominelle vækstfremgang. Ellers vil der ikke være dækning for inflationen og den generelle økonomiske fremgang. Men som det også fremgår af grafen, gav obligationer faktisk et mindre afkast op gennem

1960'erne og 1970'erne. Langt hovedparten af denne underforrentning kan tilskrives oliekriserne, som fik inflationen til at stige mærkbart og dermed udhule købekraften.

Betaling for risiko

Inflationsfaldet har i de sidste 22 år givet et godt obligatiionsmiljø. Forskellen mellem vækst og inflation har op gennem 1990'erne nærmet sig nul-stregen, hvilket betyder, at der ikke er forventning om en kraftig stigende inflation i fremtiden. I øjeblikket viser konsensusestimater en inflation på kun 1,3% næste år i både USA og Europa. Vi tror også på en lav inflation - men hvad med væksten?

Væksten kommer

Dommedagsprofeterne hælder mest til, at de højere energipriser, krigen i Irak, olieproblemer, svag vækst i Europa og Japan, højere 10-års renter og stigende underskud i USA, vil forhindre et opsving og ødelægge vækstmulighederne. Der kan ikke herske tvivl om, at hvis væksten i verden skal stige, skal det starte i verdens største økonomi - USA. Her har de fleste økonomer over de seneste 6 mdr. - i et rask tempo - oprevideret deres vækstforventninger, og alle spår nu en vækst i år og næste år på et pænt stykke over trendvæksten på 3-3½%. Heri kan vi kun være enige, da de fleste økonomiske nøgletal støtter denne forventning - især takket være enorme skattepakker og en meget lav finansieringsrente, som i fællesskab vil sætte skub i privatforbruget.

.... og inflationen

Selvom den amerikanske centralbank i øjeblikket er bekymret over den lave inflation (p.t. 1,3%), vil den helt sikkert på et eller andet tidspunkt stige - men ikke voldsomt og slet ikke som i tidligere opgangskonjunkturer. Faktorer som ledig industrikapacitet, priskonkurrence fra Asien og en høj arbejdsløshed (6% i USA og 9% i EU) vil imødegå de traditionelle effekter af en stigende vækst. Dertil kommer betydningen af udflytning af arbejdskraft til netop de asiatiske lande som Thailand, Indien, Malaysia og Kina. Nu er det ikke længere lavt betalte jobs som flyttes, men mellem- og højindkomstjob. Det gælder alt lige fra funktionær- til IT- og finansjob. Derfor kan det nuværende opsving i USA vise sig at blive en mat glæde for arbejdsmarkedet.

Renten med pil op

En forsigtig anslået vækst i USA de kommende år på i snit 3% og en inflation på 2% bør give en lang 10-årig rente på cirka 5% mod de nuværende 4,1%. I Europa forventes væksten i snit at være ½-1%-point lavere, hvilket giver en fair rente på 4½% mod de nuværende 4,1%. For at imødegå en stigende rente, som følge af en økonomisk vending, vil der i Formueplejeselskaberne fortsat være fokus på obligationer med moderat rentefølsomhed.



Glorie eller gelé

Resumé

USA må enten vokse mindre end resten af verden eller lade dollaren falde, eller en kombination af begge dele. Derfor vil Formueplejeselskabernes USD-finansiering blive øget på bekostning af JPY i den kommende periode, ligesom alle aktieinvesteringer i USA er afdækket via valutaterminforretninger.

Jubeloptimisterne

Mange tror, at US-dollaren kan genvinde noget af det tabte over de kommende år og dermed genoplive senhalvfemsernes glorietid - den amerikanske økonomi bliver jo stærkere, og væksten vil uden tvivl overstige både Japans og Europas. Dertil kommer flere økonomers fascination af den amerikanske produktivitet. I teorien skal en valuta nemlig styrkes ved en højere produktivitet pga. en bedre forrentning af virksomhedernes investeringer. Dermed giver landets egne selskaber en højere egenkapitalforrentning end andre lande, hvilket medfører en strøm af udenlandsk kapital og får landets valuta til at stige. Det lyder jo plausibelt - men er næppe en realistisk forventning.

Mindre glorie

Forskellen mellem produktiviteten i USA og eksempelvis Europa er nok mindre, end tallene umiddelbart tilsiger. Årsagen er, at inflationen i USA og Euroland opgøres på vidt forskellige måder. I USA justeres inflationen for forbedringer i kvaliteten. Et oplagt eksempel er en computer, hvor køberen får mere isenkram for pengene som tiden går, og det indregnes altså i den amerikanske inflationsmåling. Resultatet er, at USA på den måde får en mindre inflation end ellers, hvilket måske også er mere retvisende. Fordi produktiviteten beregnes ved at fratække inflationen fra væksten og herefter dividere med antallet af arbejdstimer, ender USA automatisk op med en bedre produktivitet end Europa. Derfor er produktivitsforskellen ikke så stor som umiddelbart antaget.

Mere gelé

Aktiekrakket, som startede i USA i foråret 2000, burde have overbevist investorer om, at der *ikke* er en lige linie mellem høj produktivitet og afkast. Ligeså lidt sandsynligt er det, at en bedre økonomisk vækst i USA i de næste par år automatisk vil give en stærkere USD. Det globale valutaflow er enormt og uigennemskueligt, men vigtigst af alt er der de senere år sket en mærkbar ændring i sammensætningen af den amerikanske vækst:

- 1) Sidst i 90'erne blev den amerikanske vækst båret frem af store erhvervsinvesteringer og et kraftigt privatforbrug. Udsigten til højere afkast i fremtiden tiltrak i den grad

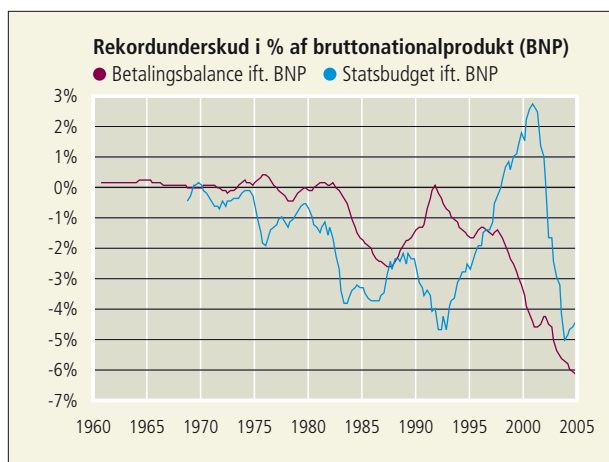
udenlandske investeringer, hvilket var med til at finansiere det amerikanske underskud på betalingsbalancen.

- 2) I 2003 og 2004 drives væksten næsten udelukkende af privat og offentligt forbrug.

Forskellen er den simple, at internationale investorer generelt hellere vil finansiere investeringer i fremtidig produktivitet end finansiere et overforbrug, hvad enten det er privat eller offentligt. Og det er netop her, at problemet træder frem.

Overforbruget lever

Alle sejl sættes til for at få væksten i gang. Det er heller ingen tilfældighed, at skattelettelser til en værdi af 350 mia. USD fremrykkes til 2003 og 2004. Et præsidentvalg lurer nemlig næste år, og den nuværende chef - George W. Bush - vil gerne have 4 år mere i det ovale kontor. Hagen ved det er, at underskuddet på statsbudgettet og i samhandlen med udlandet sætter nye rekorder - både i absolutte tal og som procent af økonomien.



Hvis underskuddet på statens budget og betalingsbalancen lægges sammen, fås et astronomisk højt tal - som oven i købet forværres de kommende par år. Hvis ikke man vidste bedre, kunne tallene fra USA sagtens forveksles med et forarmet latinamerikansk land. Eneste redning synes at være, at væksten bliver selvåren, at investeringslysten vender tilbage og at forbrugerne *ikke* spænder livremmen ind.

Regning uden vært

Her kan det dog vise sig, at der er gjort regning uden vært. USA har i tidligere opgangstider altid haft ligevægt på samhandlen med udlandet - nu er der et underskud på 5% af bruttonationalproduktet. Det logiske udgangspunkt er, at det nuværende underskud *ikke* er holdbart på sigt, og hvis USA fortsætter sit gældsfinansierede vækstkorstog, vil ubalancerne ikke blive mindre - tværtimod.



Der var engang...

”Informationer og nyheder om begivenheder som alle markedsdeltagere kender, er fuldstændigt værdiløse”



Andre Kostolany 1906-1999. En af det 20. århundredes børslegender, som på vej mod succes flere gange tabte hele sin formue.

Citatet er et af mange udsagn fra Andre Kostolany – en af forrige århundredes mest succesfulde investorer og spekulanter.

I sin bog fra 1986 ”Kostolany's Børsseminar” udtrykker Kostolany bl.a. sin ærgrelse over, at dagens telekommunikation (anno midtfirserne) har gjort det særdeles vanskeligt at tjene penge på arbitrage mellem børserne i London, New York og Paris. I 1950-60'erne var det således muligt at lave gode forretninger på, at der var op til 2-3% kursforskel på de samme aktier på forskellige børser. Kunsten i at udnytte dette bestod derfor i, at skaffe sig en telefonforbindelse til de forskellige børser som var hurtigere end konkurrenternes.

I dag

Situationen dengang står i skarp kontrast til i dag, hvor kurserne på aktier reagerer særdeles hurtigt over hele verden, så snart der kommer ny information. Ofte forholder det sig sådan at markederne reagerer på nyheder allerede før de officielt er gjort offentligt tilgængelige.



Handelsborde hos investeringsbanken UBS

Et eksempel kunne være da bilproducenten General Motors i starten af 1990'erne annoncerede at de ville lukke 21 fabrikker og fyre ca. 75.000 ansatte. På selve dagen for annonceringen faldt aktien med under 0,5%, fordi aktiemarkedet allerede havde forventet at selskabet skulle restrukturere. Markedsreaktionen kunne således udelukkende henføres til *forskellen mellem de forventede nyheder og de faktiske*.

Værdiløs aktieanalyse

Det forhold, at al tilgængelig information er afspejlet i kurserne, kaldes blandt økonomer for *informationsmæssig efficiens*. Er denne efficiens tilstede på aktiemarkedene er al relevant information om de fundamentale indtjeningsforhold allerede indeholdt i kurserne og man kan derfor ikke tjene penge på aktiemarkedet ved eksempelvis at lave en grundig aktieanalyse – for det hele er kendt stof. Se også boksen »Er markedet informeret ?«

Derudover er det ifølge teorien ikke muligt for investorer at skabe et afkast som i gennemsnit er bedre end markedsafkastet og konklusionen er, at den bedste investering i aktiemarkedet altid vil være en »*køb-og-behold-strategi*«, som matcher et givent aktieindeks.

Er markedet informeret ?

I den akademiske litteratur er der brugt mange kræfter på, at analysere om de finansielle markeder er informationsmæssigt efficiente. Årsagen er den simple, at kan man kortlægge hvilken information, som er afspejlet i aktiekurserne og særligt hvilken *som ikke er*, vil man være i stand til, på en systematisk måde at kunne forudsige kursudviklingen.

Generelt er konklusionen, at på kort sigt er al historisk information afspejlet i aktiekurserne. Derfor kan man IKKE, ved at analysere historiske kursbevægelser, sige noget om den fremtidige kursudvikling. Teknisk analyse, der netop bygger på historik, er derfor værdiløs.

Tilsvarende har man undersøgt om al offentlig tilgængelig information vedrørende et selskabs indtjening, ordrer, patenter etc. er afspejlet i kurserne. Generelt viser det sig at være tilfældet, og derfor vil aktieanalyser, som bygger på den offentlige tilgængelige information, ikke bidrage med merværdi i en investeringsstrategi.

I teorien er den eneste information man kan udnytte til systematisk at skabe sig et overnormalt afkast derfor *inside-information*, hvilket som bekendt er ulovligt.

Selvom *teorien* om efficiente markeder er alment accepteret indeholder budskabet, om at det aldrig kan betale sig at lave aktieanalyser, et paradoks om aktiemarkedene og den måde vi opfatter vores ageren som *rationelle investorer* på. For hvis aktier *ikke* analyseres, fordi det ikke skaber værdi, kan vi så være sikre på, at al information bringes frem til markedet?

Et tænkt eksempel kan vise problemet:



- 1) Der ligger *ingen* 100-kronesedler på fortorvet lige til at samle op, for hvis der gjorde, ville nogen allerede have samlet dem op.
- 2) *Konsekvensen* er, at der ikke er nogen grund til at kigge ned på fortorvet efter 100-kronesedler - og særligt ikke hvis det er forbundet med en omkostning.
- 3) Hvis alle tænker sådan, vil *ingen* kigge efter 100-kronesedler på fortorvet. Det betyder dog, at hvis der lå en 100-kroneseddel på fortorvet, ville den ikke være samlet op af nogen!
- 4) Dvs. der *kan* altså ligge 100-kronesedler på fortorvet og man *bør* derfor kigge efter dem!
- 5) Men, når alle nu kigger efter, *vil* de 100-kronesedler som ligger på fortorvet derfor være samlet op - og vi er tilbage ved punkt 1!

Teorien ser dermed ud til at bryde sammen.

Betragter man de voldsomme kursudsving som aktiemarkederne er i stand til at foretage, er det tillige svært at acceptere tesen om efficiente markeder, rationel adfærd og *fornuftige investeringer*. For ca. 3 år siden ville teoriens bedste bud på en global aktieportefølje have været, at man skulle placere knapt en fjerdedel af sin formue i IT-aktier!

Pointen er, at meget store kursudsving betyder, at aktiekurserne i perioder kan afvige fra de fundamentale værdier - et forhold som teorien om de efficiente markeder ikke tager hånd om.

På længere sigt viser det sig nemlig, at *kursbevægelser ikke kan løsrive sig fra de fundamentale værdier* og aktiemarkeder har dermed en tendens til at søge tilbage til sit eget gennemsnit.

Tilbage til gennemsnittet

“Mean Reversion” eller på dansk »tilbage til gennemsnittet« er det statistiske fænomen, der i praksis betyder, at jo længere et afkast ligger fra sit eget gennemsnit, jo større er sandsynligheden for, at det næste afkast er tættere på gennemsnittet.

Oversat til brug på de finansielle markeder: Et *meget* ekstremt afkast vil med stor sandsynlighed efterfølges af et *mindre* ekstremt afkast. Afkastet vil med andre ord søge *tilbage mod sit eget gennemsnit*.

At der på *længere* sigt eksisterer en form for systematik i afkastudviklingen på markedsniveau, strider dog ikke nødvendigvis mod teorien om efficiente markeder. Det viser sig således, at »tilbage til gennemsnittet« typisk *ikke* gælder for enkeltaktier, men kun på tværs af mange aktier.

Konklusionen er derfor at dagens aktiemarkeder stort set afspejler al tilgængelig information og at aktieanalyser ikke *i gennemsnit* vil skabe et systematisk merafkast.



Teknisk analyse kan være pænt at se på - men vil ikke generelt skabe værdi, fordi eneste input er historiske aktiekurser.

Når dette er sagt er vores holdning samtidigt klar: anvendelse af sund fornuft - og analyse - vil hjælpe til at træffe fornuftige investeringsbeslutninger. For på længere sigt vil *kursbevægelser og fundamentale værdier følges ad!*

Med eksemplet fra tidligere bør det dermed også være klart, at der ikke ligger bundter af 100-kronesedler på fortorvet, som er lige til at samle op. Men engang imellem kan det betale sig at kigge og måske løfte flisen, for at se efter om der er noget interessant nedenunder!



Hvis man vil sammenligne prisen på æbler eller pærer vil de fleste tage udgangspunkt i kiloprisen. Det er endnu mere oplagt at gøre på de finansielle markeder, fordi her er der ingen diskussion om kvaliteten af forskellige æbler eller pærer. 1 krone er 1 krone.

Risiko er omkostningen ved enhver investering

Det kan ikke diskuteres, hvad man har fået ud af en investering. Det kan måles i procent med 3 decimaler. Men hvad er prisen for at opnå et givet afkast? Her kommer den store fejlforståelse ind. Prisen er *ikke* kurtage, skat eller formuepleje. Det er omkostninger, som bør være *fratrullet* afkastet.

Prisen for afkastet er den risiko, man må løbe for at opnå et afkast, der ligger udover bankrenten. Populært sagt finder vi kiloprisen ved at tage risikoen¹⁾ og dividere den med merafkastet på investeringen ift. at sætte pengene i banken: R/A. På samme måde som vi måler prisen på aktier: P/E.

Kiloprisen = Risiko% pr. opnået Afkast%

Når man på denne måde sætter investeringerne på "samme formel"²⁾ er det nemt at sammenligne kiloprisen. Vi har her sat fokus på Formueplejeselskaber og investeringsforeninger, fordi det er to udbredte former for opsparing.

Ved at tage udgangspunkt i risikoen og ikke i forskellige investeringsstrategier eller -koncepter bliver det muligt for investoren at sammenligne mange typer investeringer.

Lavere risiko end forventet

Det gælder for Formueplejeselskaber som for mange af de såkaldte Hedge Funds, der opererer i udlandet med stor succes, at risikoen er betydeligt mindre, end folk antager.

En blanding af aktier og obligationer til dels købt via lånefinansiering og kombineret med finansielle instrumenter vil mange opfatte som et højrisikoprodukt. Men statistiske målinger af kursudsving har vist, at risikoen ikke er større end ved en ren klassisk aktieinvestering.

Risikoen for investeringsforeninger

Risikoen målt som det normale kursudsving (1 std.) er for typiske investeringsforeninger med fokus på danske obligationer så lavt som +/-3% p.a. Globale og europæiske aktieinvesteringsforeninger ligger på +/- 20-25% p.a.

Risikoen i Formueplejeselskaber

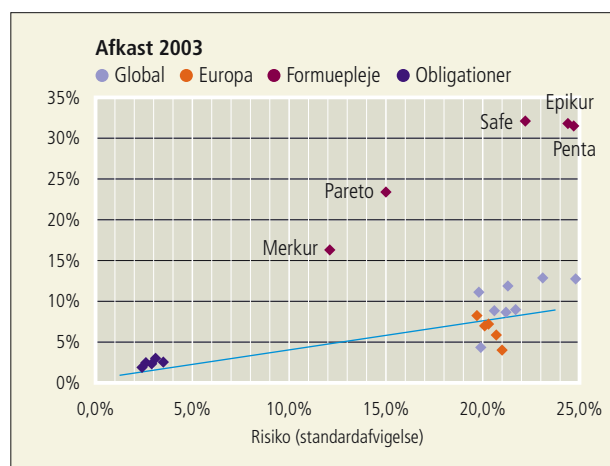
Formueplejeselskabernes risiko ligger på³⁾:

Formuepleje Merkur A/S	11,5%
Formuepleje Pareto A/S	12,7%
Formuepleje Safe A/S	19,2%
Formuepleje Epikur A/S	22,2%
Formuepleje Penta A/S	22,4%

Risikoniveauet for Formueplejeselskaberne strækker sig således fra niveauet et stykke under globale aktieindeks (ca. 20%) til lidt over.

Kiloprisen i 2003

I 2003 har obligationerne med en risiko omkring 3% givet et afkast på 2,5%. Europæiske og globale aktier har med en risiko omkring 20% givet et afkast på 4-13%. Formueplejeselskaber har med en risiko fra 12-25% givet et afkast på 16-32%.



Den blå linie angiver normalafkastet for obligations- og aktiemarkedet i 2003. Når vi både kender risiko og afkast kan vi regne kiloprisen ud.

Prisen for afkast

Hvis vi sætter bankrenten til ca. 1,5% år til dato får vi følgende regnestykke: Obligationer: 3% (risikoen) / (2,5% i afkast - 1,5% i bankrente): Prisen pr. afkast % = 3.

Sagt med andre ord: For hvert procentpoint, du har opnået ved at investere i obligationer, har du måttet påtage dig 3 risikoprocentpoint. Det er prisen. Men er det dyrt eller billigt? Det kan vi først se ved at sammenligne - ligesom hos frugthandleren.

Hvad har 1% i afkast kostet i 2003

Risiko% (std) pr. afkast%

Investeringsforeninger

Obligationer	3,0
Europæiske aktier	3,5
Globale aktier	2,7

Formueplejeselskaber

Formuepleje Merkur A/S	0,8
Formuepleje Pareto A/S	0,7
Formuepleje Safe A/S	0,7
Formuepleje Epikur A/S	0,8
Formuepleje Penta A/S	0,8

Den billigste måde at opnå afkast har i 2003 været ved at investere i Formuepleje Pareto eller Formuepleje Merkur, og alle fem Formueplejeselskaber har kostet mindre end 1% i risiko pr. afkastprocent.

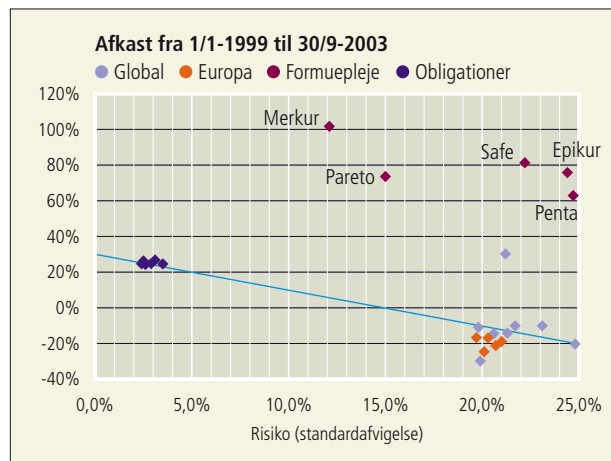
Blandt de 3 store grupperinger af investeringsforeninger, har globale aktier været den billigste måde at købe afkast på med en pris på 2,7%. Europæiske aktier har været det dyreste valg med en pris på 3,5%.

Afkastet i Formueplejeaktier har med andre ord kostet en brøkdel af risiko-omkostningen ved en investering i investeringsforeninger. I praksis betyder det, at hvis man har valgt middel risiko - omkring 15% i risikoudsving - så ville man ved en blanding af investeringsforeninger have opnået et afkast på $15\%/3$ (som er prisen for afkast) = 5%.

Hvis man i stedet havde valgt en blanding af Formueplejeaktier ville man med det *samme risikoniveau* have opnået et afkast på $15\%/0,75 = 20\%$.

Afkast 1999-2003 - op til 100%

I perioden 1999-2003 har obligationerne givet et afkast på ca. 25%. Men investeringsforeninger med europæiske og globale aktier har næsten alle givet stort underskud fra minus 10% til minus 30% med en enkelt undtagelse. Formueplejeselskaber har i denne periode givet afkast på mellem 73%-102%.



Den blå linie angiver normalafkastet for obligations- og aktiemarkedet i perioden 1999-2003.

Hvad har 1% i afkast kostet 1999-2003

Risiko% (std) pr. afkast%

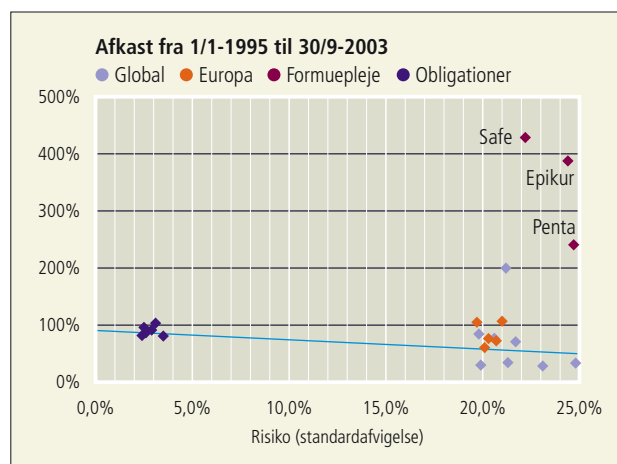
Obligationer	0,13
Europæiske aktier	Negativ
Globale aktier	Negativ
Formuepleje Merkur A/S	0,12
Formuepleje Pareto A/S	0,20
Formuepleje Safe A/S	0,27
Formuepleje Epikur A/S	0,32
Formuepleje Penta A/S	0,39

Investorer i globale eller europæiske aktier har påtaget sig en stor betaling (i form af risiko), men da afkastet har været negativt siden 1999 er det ikke muligt at regne prisen ud. Kort fortalt: Investor betalte dyrt med sin risiko, men han fik intet til gengæld. Alle æblerne var rådne.

Obligationer har givet et godt afkast ift. risikoen. Omkostningen (risikoen) har kun været 0,13% for hver procent i afkast. I Formueplejeselskaberne har risikoen været mellem 0,12-0,39% pr. afkastprocent. Da aktier har givet stort underskud i perioden, har afkastet været dyrest i de mest aktiebaserede selskaber, Penta og Epikur og billigst i de mest obligationsbaserede, Pareto og Merkur.

Afkast 1995-2003 - op til 400%

I 1995-2003 har obligationsafdelingerne givet et afkast på mellem 80-90% før skat. Obligationsindekset har til sammenligning givet 103%. Afdelingerne i europæiske og globale aktier har givet mellem 30% og helt op til 200% for en enkelt afdeling (Carnegie Worldwide Global). Formueplejeselskaber har i denne periode givet afkast på mellem 240-425%.



Den blå linie angiver normalafkastet for obligations- og aktiemarkedet i perioden 1995-2003.

Hvad har 1% i afkast kostet 1995-2003

Risiko% (std) pr. afkast%

Investeringsforeninger

Obligationer - billigste	0,05
Obligationer - dyreste	0,09
Europæiske aktier - billigste	0,30
Europæiske aktier - dyreste	1,00
Globale aktier - billigste	(Carnegie) 0,14
Globale aktier - dyrest	Negativ

Formueplejeselskaber

Formuepleje Safe A/S	0,06
Formuepleje Epikur A/S	0,07
Formuepleje Penta A/S	0,12

- 1) Risiko, målt med det statistisk begreb, der hedder standardafvigelse - std.
- 2) Opmærksomme læsere vil se, at det er den såkaldte Sharpe-Ratio vendt på hovedet.
- 3) Målt som annualiserede månedlige standardafvigelser over 7 år. Dog kun 3 og 4 år for Pareto og Merkur, der er startet i 1999 og 1998.

Obligationer har givet et godt afkast ift. risikoen. Omkostningen (risikoen) har kun været under 0,1 af afkastet. Investorer i aktier har påtaget sig en stor betaling (i form af risiko), og afkastet for de dårligste har været tæt på afkastet fra et bankindsud i perioden. Altså intet merafkast for risikoen. Carnegie skiller sig ud i perioden pga. et exceptionelt godt afkast i 1999-2000.

I Formueplejeselskaberne har risikoen været mellem 0,06-0,12% pr. afkastprocent. Hvis vi ser bort fra Carnegie Worldwide Global, har afkast i Formueplejeselskaberne også i denne periode kunnet købes til en brøkdel af, hvad afkast koster via andre aktieinvesteringer.

Det bli'r bedre endnu

Det har været overvejet i Investeringsforeningsrådet at lave afkaststatistik efter skat, men indtil videre er alle afkast i investeringsforeninger beregnet før skat. Afkast i alle aktie- og obligationsindeks er også beregnet før skat.

Fremover vil afkaststatistikken for Formueplejeselskaberne derfor også blive opgjort før skat for at skabe fuld sammenlignelighed med indekser og investeringsforeninger.

Det vil blot øge afstanden mellem Formueplejeselskaber og andre alternative investeringsformer.

Afkast fås ikke meget billigere...

Målt både på korte og længere åremål fås afkast ikke meget billigere end i Formueplejeselskaber.

Det har ikke været muligt at finde billigere porteføljeinvesteringer i Danmark - altså investeringer, hvor der er en lavere risiko pr. realiseret afkastprocent.

Risikoprocent pr. afkastprocent har således været rekordlav for Formueplejeselskaberne i alle perioder siden 1995.

For alle grafer: Globale investeringsforeninger indeholder de 7 største foreninger, der har eksisteret siden 1995. Alfred Berg Global, Bankinvest udl. aktier, Carnegie Worldwide Global, Danske Invest Verden, Jyske Invest Verden, Nordea Invest Verden, Sydinvest Verden, MSCI Globale Indeks.

Europæiske indeholder de 5 største siden 1995: BG Invest Europa, Danske Invest Europa, Nordea Invest Europa, Sydinvest Europa, MSCI Europa indeks.

Danske obligationer indeholder 5 største siden 1995: Alfred Berg, Bankinvest Lange obl., Danske Invest Dannebrog, Nordea Invest Direct, Sydinvest Dannebrog, J.P. Morgans danske obl. indeks. Afkastdata er medregnet frem til 30/8 2003, da nyere data ikke forelå ved redaktionens slutning. Kilde: Investeringsforeningsrådet: www.ifr.dk

Formueplejeselskaber: Alle selskaber indgår i 2003 og i 1999-2003, men kun Safe, Epikur og Penta indgår i 1995-2003, da Merkur og Pareto er stiftet senere. Afkastdata er medregnet frem til 30/9 2003. Kilde: Årsregnskaber og kvartalsrapporter: www.formuepleje.dk



Target: 250% * obligationer + 0% * aktier

Indre værdi: 175,4 Budget september 2004: 200

Afkast på 25% i 2003

Selvom selskabets obligationsbeholdning gav et meget tilfredsstillende afkast, bevirkede kurstab på fremmedfinansieringen, at indre værdi i årets tredje kvartal faldt 2%. År til dato er indre værdi dog steget hele 25% og overstiger dermed markant det globale aktieindeks, som i samme periode kun er gået frem med 3,4%.

Merafkast på obligationer

Obligationens beholdning i Pareto gav i kvartalet et afkast på 1,1% mens J.P Morgans danske obligationsindeks kun gik frem med 0,15%. Årsagen til det bedre resultat skal findes i valget af mere kursstabile obligationer.

De lange 10-årige renter steg både i Danmark og i udlandet grundet spirende vækstoptimisme. Derimod har obligationer med kortere løbetid ikke fået nær samme rentehop, og dette forhold er kommet Pareto til gode.

Target = afkastmål

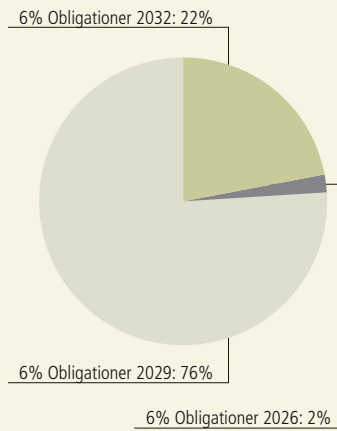
Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 250% af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat.

Følsomhed

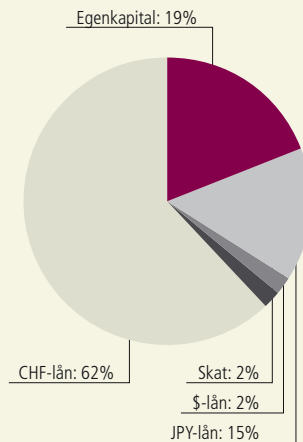
Selskabets følsomhed afhænger af tre faktorer: Obligationsrente, lånerente og valutakurs. Med baggrund i den aktuelle balance, er selskabets følsomhed målt på egenkapitalen efter skat:

Ændring +/-	Effekt +/-
1% i obligationskurs	3,7%
1%-point i lånerente	2,9%
1% valutakursændring	2,9%

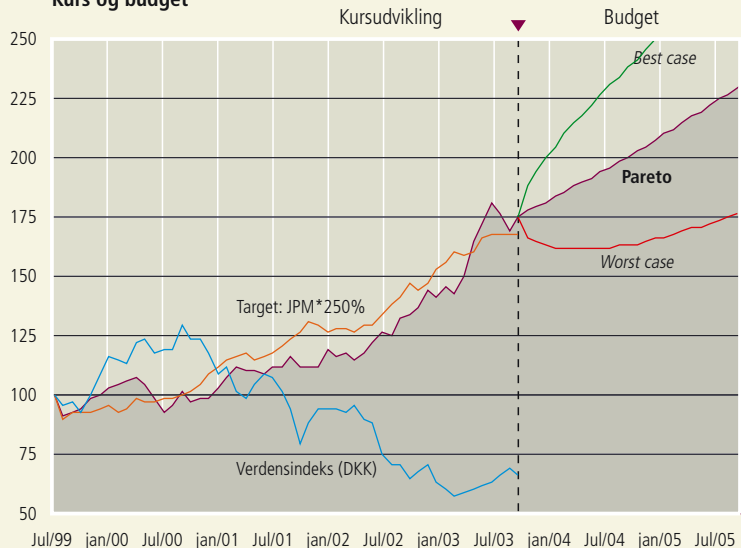
Aktiver: kr. 3.345 mio.



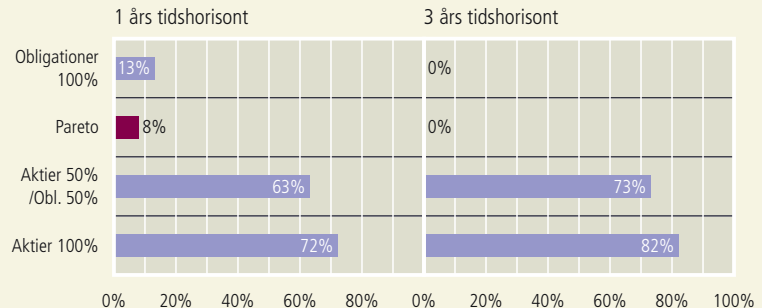
Passiver: kr. 3.345 mio.



Kurs og budget



Sandsynlighed for tab målt i perioden 1999-2003





Target: 150% * obligationer + 100% * aktier

Indre værdi: 81,1 Budget september 2004: 93

Afkast på 31% i 2003

Årets tredje kvartal gav en fremgang i indre værdi på 3,2% mens det globale aktieindeks (FT-World) i samme periode steg 2,8%. År til dato er indre værdi dermed steget hele 31% og overgår markant FT-World som, målt i DKK, er steget 3,4% i 2003.

Aktier giver gevinst

Aktiemarkedet har fået støtte fra gode regnskabsresultater, og samtidig er investeringslysten vendt tilbage. Som det ses, har fremgangen på aktiemarkedet haft stor betydning for selskabets kvartalsresultat:

- Aktier: +12,2 mio.
- Obligationer: +8,3 mio.
- Valutalån: -13,3 mio.

Selvom selskabets obligationsbeholdning gav et fornuftigt afkast, og betydeligt over J.P. Morgans danske obl. indeks, kunne det ikke udligne kurstab på fremmedfinansieringen, hvor CHF steg 1% overfor DKK, mens JPY blev styrket 5,9%.

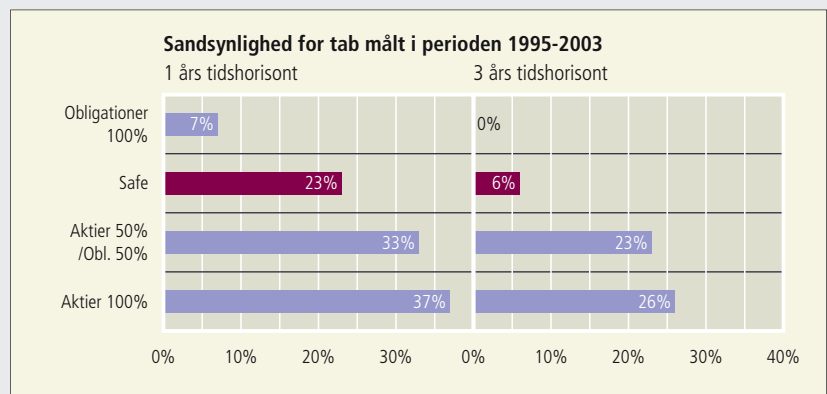
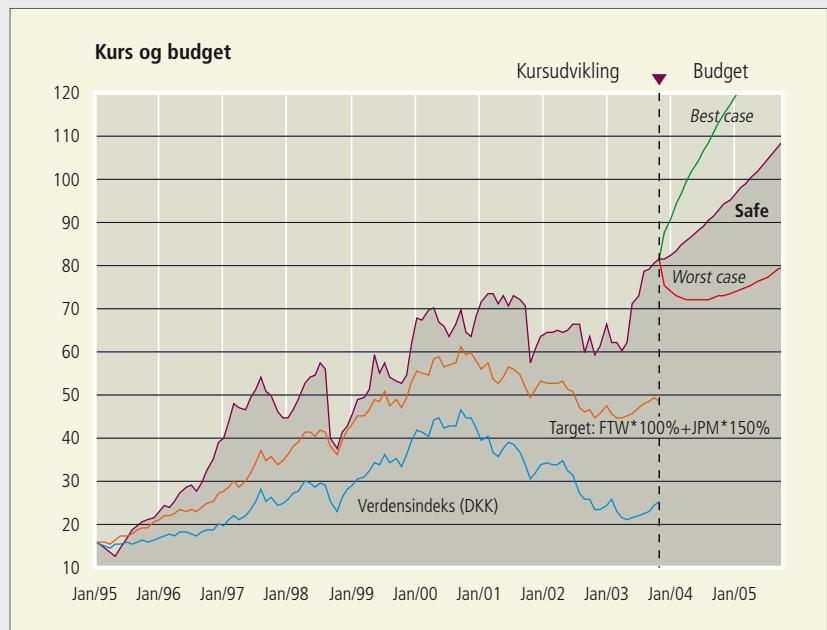
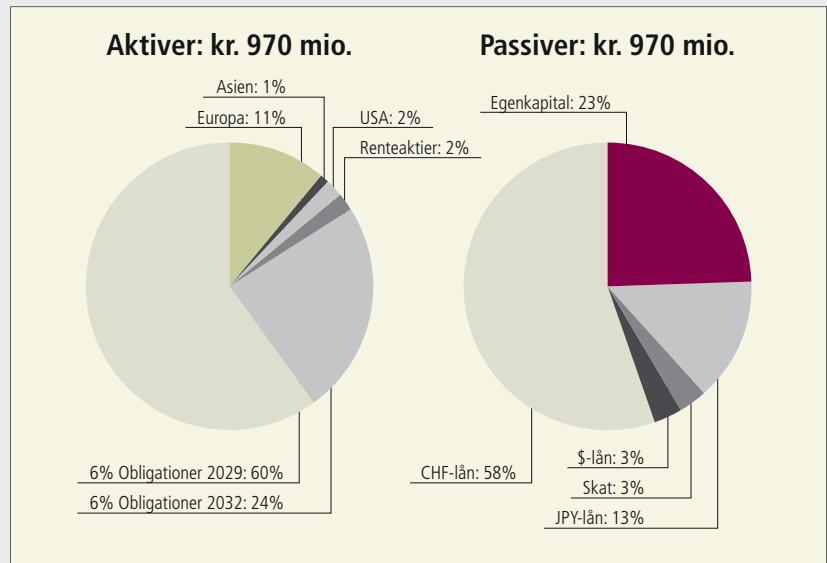
Target = afkastmål

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.

Følsomhed

Selskabets følsomhed afhænger af fire faktorer: aktiekurser, obligationsrente, lånerente og valutakurs. Med baggrund i den aktuelle balance, er selskabets følsomhed målt på egenkapitalen efter skat:

Ændring +/-	Effekt +/-
1% i aktiekurs	0,7%
1% i obligationskurs	2,6%
1%-point i lånerente	2,3%
1% valutakursændring	2,3%





Target: 125% * obligationer + 125% * aktier

Indre værdi: 357,0 Budget september 2004: 414

Afkast på 31% i 2003

Epikur fik i tredje kvartal en fremgang i indre værdi på 6%. Til sammenligning er det globale aktieindeks (FT-World) i samme periode steget 2,8%. År til dato er indre værdi dermed gået frem med hele 31% og overgår markant FT-World som, målt i DKK, er steget 3,4% i 2003. Fremgangen i det seneste kvartal skyldes især Epikurs aktiebeholdning, som har givet et fornuftigt afkast.

Aktietegning på kr. 400 mio.

225 aktionærer tog imod indbydelsen om at deltage i Epikurs aktieemission, der lukkede den 26. september 2003. Tegningskursen blev 361,10 inkl. tegningstillægget til dækning af placeringsomkostninger. Der blev tegnet nye aktier for i alt kr. 400 mio., hvilket i snit giver kr. 1,8 mio. pr. investorer. Investeringerne er startet og det forventes, at selskabet er fuldt investeret i løbet af 2-3 uger. Vi byder de nye aktionærer velkommen.

Target = afkastmål

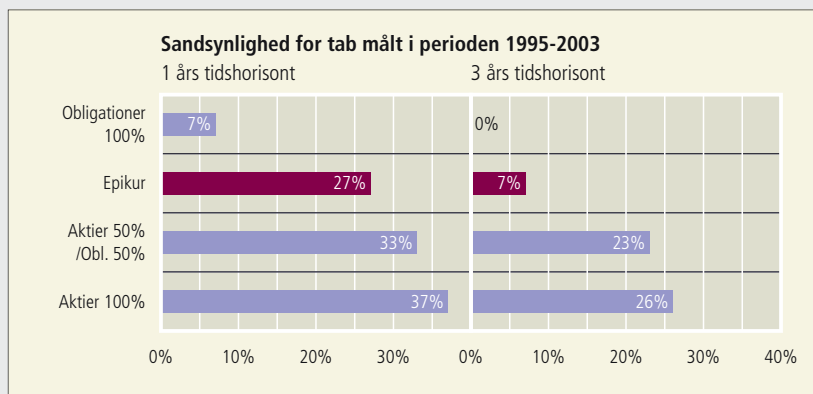
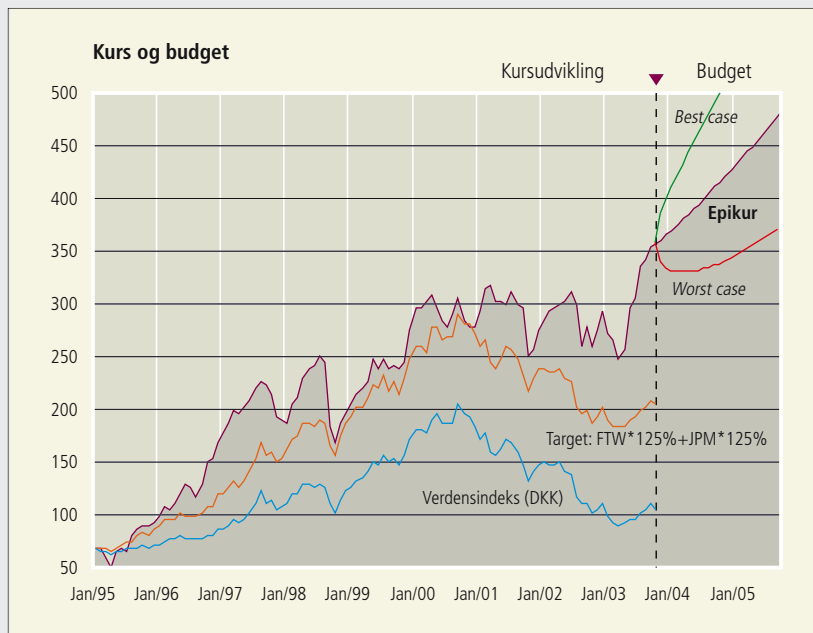
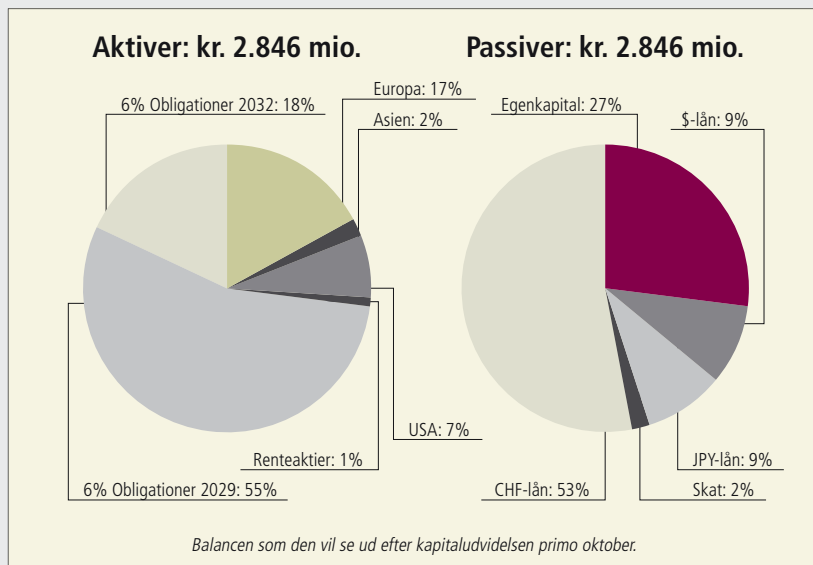
Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 125% af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat **plus** 125% af Financial Times aktieindeks for globale aktier før skat.

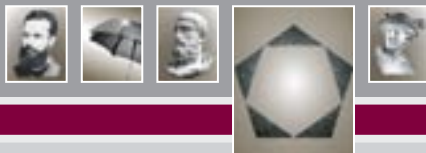
Følsomhed

Selskabets følsomhed afhænger af fire faktorer: aktiekurser, obligationsrente, lånerente og valutakurs. Med baggrund i balancen efter fuld nyinvestering, er selskabets følsomhed målt på egenkapitalen efter skat:

Ændring +/- Effekt +/-

- 1% i aktiekurs 1,0%
- 1% i obligationskurs. 2,0%
- 1%-point i lånerente 1,9%
- 1% valutakursændring 1,9%





Target: 75% * obligationer + 150% * aktier

Indre værdi: 196 Budget september 2004: 229

Afkast på 29% i 2003

Penta opnåede i tredje kvartal en fremgang i indre værdi på 4,4%, mens det globale aktieindeks (FT-World) i samme periode steg 2,8%. Dermed opnåede Penta et bedre resultat end benchmark. År til dato er indre værdi i Penta steget 29% og overgår FT-World betydeligt, som i 2003 kun er steget 3,4%.

Aktier giver gevinst

Selvom aktiemarkedet generelt kun er steget 3,4% i år, er stigningen primært sket i det forløbne kvartal. Regnskabsresultaterne har overgået forventningerne, ligesom investorerne er vendt tilbage til aktiemarkedet. Fremgangen på aktiemarkedet har haft stor betydning for Pentas kvartalsresultat:

- Aktier: +22,2 mio.
- Obligationer: +6,2 mio.
- Valutalån: -14,8 mio.

Selskabets obligationsbeholdning gav et fornuftigt afkast, men kunne ikke udligne kurstab på fremmedfinansieringen.

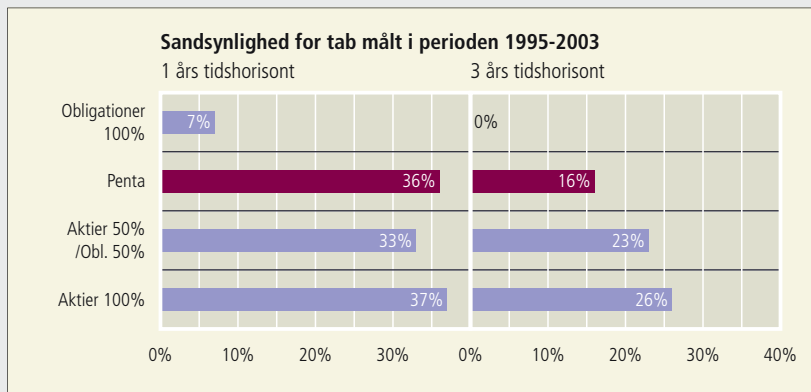
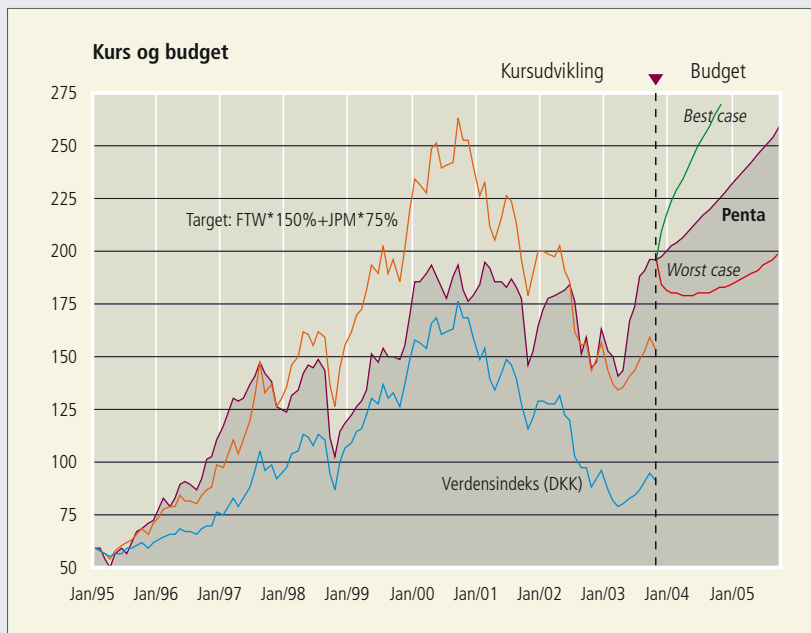
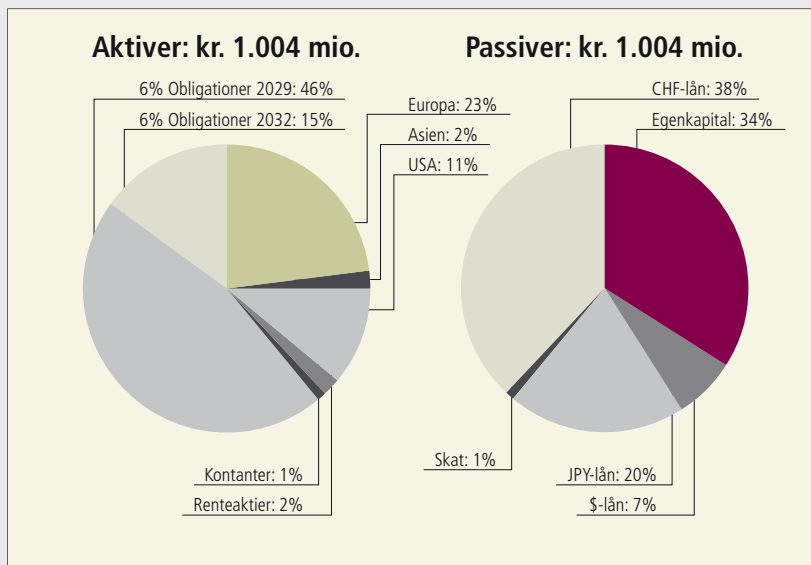
Target = afkastmål

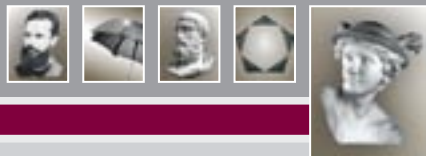
Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 75% af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat **plus** 150% af Financial Times aktieindeks for globale aktier før skat.

Følsomhed

Selskabets følsomhed afhænger af fire faktorer: aktiekurser, obligationsrente, lånerente og valutakurs. Med baggrund i den aktuelle balance, er selskabets følsomhed målt på egenkapitalen efter skat:

Ændring +/-	Effekt +/-
1% i aktiekurs	1,1%
1% i obligationskurs	1,3%
1%-point i lånerente	1,4%
1% valutakursændring	1,4%





Target: 175% * obligationer + 75% * aktier

Indre værdi: 162,75 Budget september 2004: 187

Afkast på 16% i 2003

I årets tredje kvartal fik Merkur en fremgang i indre værdi på 0,2% mens det globale aktieindeks (FT-World) i samme periode steg 2,8%. År til dato er indre værdi i Merkur imidlertid steget 16% og overgår FT-World markant, som kun er gået frem med 3,4%.

Fremgang på aktiemarkedet

Det var især i det forløbne kvartal, at aktiemarkedet fik fremgang. Gode regnskabsresultater, som oven i købet overgik forventningerne, fik igen aktieinvestorerne på banen, og dette smittede af på selskabets kvartalsresultat:

- Aktier: +6,5 mio.
- Obligationer: +5,8 mio.
- Valutalån: -11,0 mio.

Selvom selskabets obligationsbeholdning gav et fornuftigt afkast, og betydeligt over J.P. Morgans danske obl. indeks, kunne det ikke udligne kurstab på fremmedfinansieringen, hvor CHF steg 1% overfor DKK, mens JPY blev styrket 5,9%.

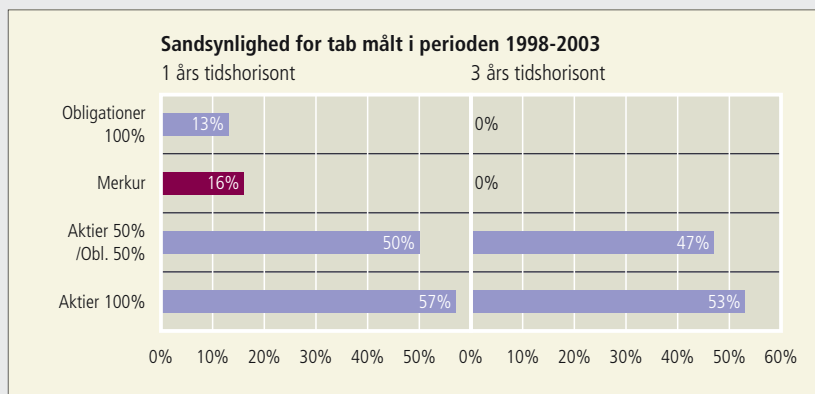
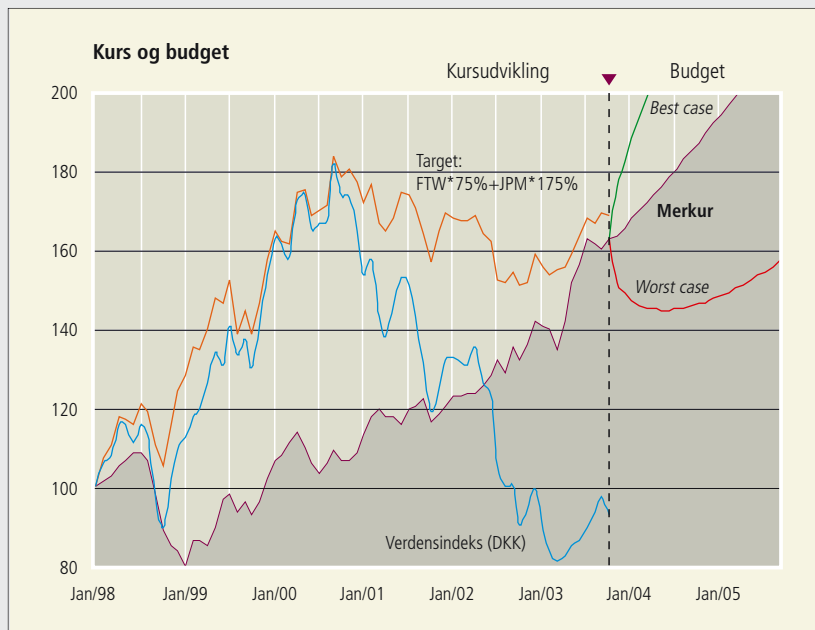
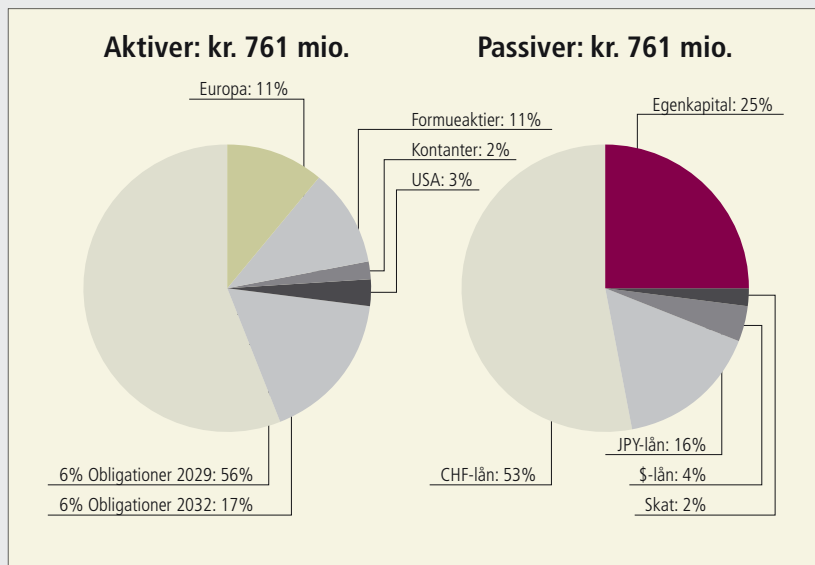
Target = afkastmål

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.

Følsomhed

Selskabets følsomhed afhænger af fire faktorer: aktiekurser, obligationsrente, lånerente og valutakurs. Med baggrund i den aktuelle balance, er selskabets følsomhed målt på egenkapitalen efter skat:

Ændring +/-	Effekt +/-
1% i aktiekurs	0,5%
1% i obligationskurs	2,1%
1%-point i lånerente	1,8%
1% valutakursændring	1,8%



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



PARETO



SAFE



EPIKUR



PENTA



MERKUR

Management &
Investor Relations

FORMUE PLEJE
SELSKABERNE

Tlf.: 8619 5911

www.formuepleje.dk/
formueplejeselskaberne

email: em@formuepleje.dk



Vester Allé 7, DK-8000 Århus C

Aktieformidling

FORMUE PLEJE

Køb & salg - tlf.: 8620 3253

Rådgivning - tlf.: 8620 3252

Telefax: 8619 5144

email: formuepleje@formuepleje.dk