

FORMUE MAGASIN

A K T I O N Æ R O R I E N T E R I N G J A N U A R 2 0 0 4



Årets sparetip:

Ansæt en inder !



Verdensøkonomien 2004

Fra Gult til Grønt lys



Gearing

Et fyndord - ikke fyord !

FORMUE PLEJE

S E L S K A B E R N E

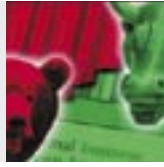
19. ÅRGANG JANUAR 2004

Redaktion og kursopdatering er afsluttet 6. januar 2004



Verdensøkonomien 2004
Fra Gult til Grønt lys

Side 3-5



Aktiemarkedet
Bjørnen faldt i søvn

Side 6-7



Obligationsmarkedet
Ulven kommer - ulven kommer

Side 8



Valutamarkedet
USA i lommen på Asien

Side 9



Årets sparetip
Ansæt en inder !

Side 10-11



Gearing
Et fyndord - ikke fyord !

Side 12-13



Flyv med Formuepleje
- med mindre risiko

Side 14



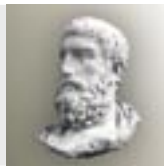
Pareto
Flot merafkast

Side 15



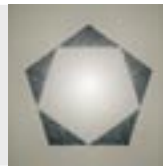
Safe
49% i 2003

Side 16



Epikur
Ingen nøjsomhed...

Side 17



Penta
Aktier i hopla

Side 18



Merkur
Ny aktiestrategi

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: 1.700 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



Financial Times:

»Bedste globale aktiemarked i 17 år
Morgan Stanleys verdensindeks gav et afkast på 30,8% i 2003.«¹⁾

Der må sidde mange investeringsguruer - som hele året har frarådet aktieinvesteringer - med røde øren rundt omkring. 2003 gav det bedste aktieafkast siden 1986. Det har med andre ord været årtiers største investeringsbommert ikke at have været maksimalt investeret i aktier i 2003.

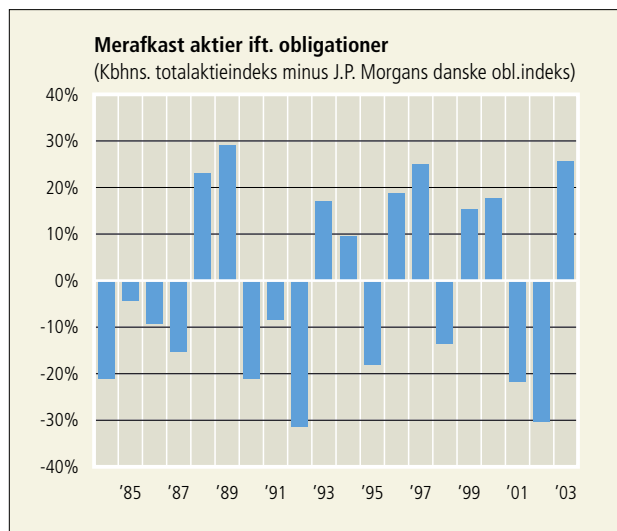
1) MSCI Verdensindeks måles i dollar, men omregnet til danske kroner har afkastet dog kun været ca. 10%.

Aktier Danmark:

Næstbedste merafkast i 20 år

Målt på danske data har det også været en markant fejlbeslutning ikke at have været maksimalt investeret i aktier.

Set ift. obligationer blev 2003 det næstbedste aktieår i 20 år målt på danske investeringer.



De seneste 20 år har aktier kun givet et højere afkast end obligationer i 9 år. Det største merafkast på aktier var i 1989 med 29% og nu i 2003 et merafkast på 25,5%. (30% - 4,5%).

Ekspertene til grin - igen...

Næsten alle de store udenlandske investeringshuse og danske banker har frarådet investeringer i aktier i 2003. Det udstiller endnu engang såkaldte eksperter evne til forudsige fremtiden.

Aktiemarkedene har været drevet af to faktorer.

- 1) I foråret var aktier målt på nøgletal de billigste i årtier og stigningerne siden Irakkrigen (plus 30-60%) har bragt aktierne tættere på et fair niveau.
- 2) Indtjeningen i virksomhederne er steget endnu mere end analytikerne havde forventet og der er 2-cifrede indtjeningsforventninger - også til 2004.

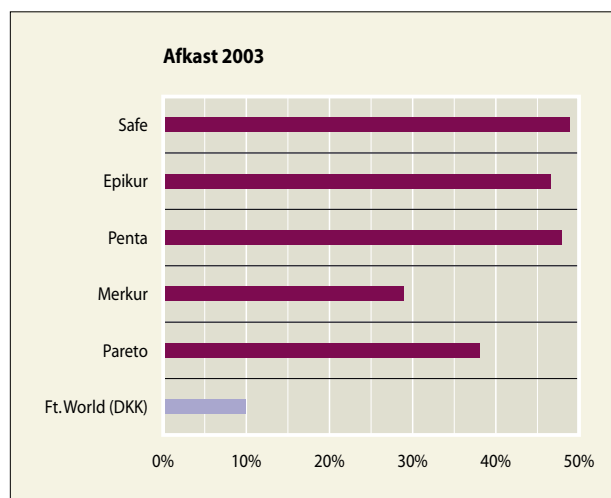
Man er hvad man gør - ikke hvad man sí'r man gør, så jeg skal ikke trætte med at repetere vores bud for 2003 - men i stedet konstatere, at Formueplejeselskaberne har opnået et samlet investeringsresultat på 881 mio. kr. fordelt på alle tre finansielle markeder.

Investeringsresultat Formueplejeselskaberne 2003

Aktier	264 mio. kr.
Obligationer	305 mio. kr.
Valuta	312 mio. kr.
I alt	881 mio. kr.

2003: Formueplejeselskaber slår aktieindeks

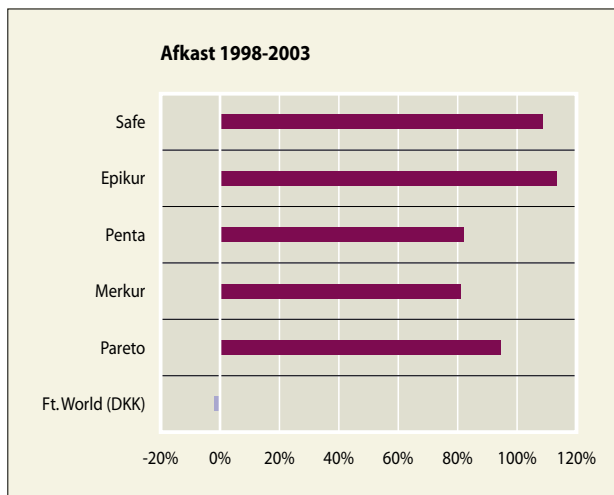
Aktionærerne i Formueplejeselskaberne har i 2003 fået afkast mellem 30-50% efter omkostninger og selskabsskat. Verdens- og Europaindeks har til sammenligning givet hhv. 9% og 14% i afkast



Verdensindeks:

Afkast seneste 6 år: minus 2%

Det er ikke nogen enlig svale, at Formueplejeselskaberne i 2003 har givet et bedre afkast end alternative investeringer. De seneste 6 år (1/1 1998 - 31/12 2003) har verdensindekset givet et afkast på -2% og Europaindekset et afkast på 0%.



I denne periode er det lykkedes i alle fem Formueplejeselskaber at skabe afkast på mellem 80% og 115%.



Resultaterne er *ikke* skabt via en ekstraordinær stor risiko - se artiklen side 14: Flyv med Formuepleje.

2003 = Gult lys

Investeringsstemningen i 2003 har været præget af gult lys det meste af året. Flertallet har ikke turdet tro på opsvinget.

Danske aktier slår "alt" - og ingen vil have dem

I Danmark viser statistikken for 2003 således, at tilgangen til investeringsforeningerne blev fordelt med 1% til danske aktier, 3% til udenlandske aktier og 96% til obligationer. Det rammer stemningen perfekt.

At danske aktier så blev en af de bedste investeringer i 2003 og at danske aktier gav det næststørste merafkast ift. obligationer i 20 år sætter endnu engang fokus på den private investors mulighed for at lægge investeringsstrategi.

2004 = Grønt lys

2004 - Fokus på vækst

Præsidentvalg i USA i november, valg til Overhuset i Japan i juli og en håndfuld nationalbanker, der intet hastværk har med renteforhøjelser, sikrer fokus på vækst - og kun vækst hele 2004.



Deflationsspøgelset fra sidste forår er manet i jorden og USA - "overskrider" EU's stabilitetspagt i rekordhøjde.

2004 - Penge i grams

Pengeudpumpningen i USA med de laveste renter i 40 år og de største globale statsunderskud siden 2. verdenskrig har virket - primært i USA og Kina, der begge har vækstrater op mod 8%. Alt tyder på, at Japan og Europa nu også trækkes med op i vækst.

De økonomiske lærebøger skal med andre ikke skrives om: Når man kaster penge i grams har det altid øget forbruget. At beskæftigelsen - i OECD-landene - ikke er fulgt med op, skyldes dels global "job-arbitrage" og det forhold, at arbejdsløshedstal retter sig sent i et opsving.

2004 - Job-arbitrage

Job-arbitrage er det nye ord, for den situation, der er opstået i kølvandet på den globalisering, der følger med Internettet.

Nu flytter man arbejdet hen, hvor det kan laves billigst - men nu også service- og videnjobs. På samme måde som man på de finansielle markeder taler om arbitrage, når man kan købe eller sælge en vare til en mere attraktiv pris et andet sted på kloden.

Arbitrage på de finansielle markeder tog et tigerspring - netop via Reuters' udbygning af deres globale informationsnet i starten af 80-erne. Nu har Internettet åbnet for den samme mulighed for at udveksle viden til en mere attraktiv pris.

Job-arbitrage eller arbejdsdeling kræver en omstillingsproces i OECD-landene til job med mere added value. På sigt bliver vi alle rigere, fordi den globale produktivitet stiger.

2004 - Aktieinvestorerne vender tilbage

Aktieinvestorerne vil vende tilbage igen, når de får sliktet sårene og de institutionelle får lidt mere egenkapital. Flere investorgrupper har få aktier - specielt pensionssektoren. Men også efterspørgslen fra investeringsforeninger forventes at vende mere mod aktier.

De store investeringshuse kan heller ikke blive på side-linien endnu et år, efter at deres kunder er blevet til grin i 2003, fordi de har haft for få aktier.

2004 - Garantier bliver NOT

"Garantier er gennemgående ret dyre. Folk er bedre stillet ved at investere lidt mere forsigtigt. Man kan opnå næsten det samme og så sparer man omkostningerne."

*Anders Grosen, professor Handelshøjskolen i Århus
Børsen 30/12 2003*

Garantihysteriet - via de såkaldte aktieindekseerede obligationer vil dæmpes efterhånden, som investorerne opdager, at mens aktiemarkederne er steget 10-20-30%, så ligger de fleste af disse garantiinvesteringer stadig mellem kurs 95-105.

Pensionskasserne arbejder målrettet på at få lokket så mange kunder som muligt væk fra rentegarantier - dels fordi det presser pensionskasserne, men også fordi garantierne er for dyre for kunderne - og stort set aldrig kommer i anvendelse. Strategien er at lade kunderne vælge mellem forskellige unit-link-investeringer, som primært går i aktier - og det er en strategi, som er ved at lykkes og som vil øge efterspørgslen efter aktier.

2004 - Spøgelset

Der er kun et rigtigt spørgsmål i skabet for 2004: Det amerikanske handelsbalanceunderskud.

USA har et statsunderskud, der er næsten double-up af den hensygnende europæiske stabilitetspagts 3%. Men statsunderskuddet kan man klare via skatteskruen - når Bush eller hans afløser tør dreje på den, men handelsbalanceunderskuddet kan kun klares på to måder:

Enten begynder amerikanerne

- 1) at eksportere mere end de importerer eller
- 2) at lokke udlandet til at købe amerikanske værdipapirer eller at lave direkte investeringer i USA.

De seneste 5 år har man kørt model 2. Det er lykkedes først at få udlandet til at købe amerikanske aktier (1998-2001) og nu er det primært asiatiske nationalbanker, der køber amerikanske statsobligationer.

2004 - Den globale alliance

Der er populært sagt lavet en alliance mellem USA og Kina/Japan, hvor Kina og Japan dækker USA's handelsbalanceunderskud via køb af US-obligationer - *mod* at amerikanerne fortsat holder gang i væksten i Kina og Japan. Kina skal holde en vækst tæt på 8% for at skabe arbejdspladser nok pga. vandrigen fra land til by i Kina. Japan har brug for væksten for at komme ud af næsten 10 års recession.

2004- Hvis asiaterne strejker ?

Hvad nu hvis asiaterne strejker og stopper med at købe US-obligationer? Så crasher dollaren, obligationsrenten stiger kraftigt (primært i USA) og aktiemarkedet hutler sig igennem.

Men asiaterne har ingen interesse i at se en markant lavere dollar, fordi det går ud over deres egne eksportmuligheder og dermed indenlandske vækst. Hertil kommer, at det ville resultere i massive tab på deres beholdning af US-obligationer - både via rentestigningen og via dollarfaldet.

Den globale alliance, der er lavet mellem USA og Kina er så vigtig, at man vil gøre alt for, at den holder. Hertil kommer at opstillede worst-case-scenarier heldigvis næsten aldrig går i opfyldelse.

2004 - Kort fortalt, tyder meget på:

- at vi får indtil flere gode aktieår - med 2-cifrede procentafkast - fordi verdensøkonomien er på vej ud af sin længste lavvækstperiode i årtier.
- at obligationsrenterne - specielt i USA - vil snige sig opad og afkastene bliver små encifrede procenter.
- at nationalbankernes lånerenter også kryber opad, når arbejdsløsheden falder, men globaliseringen af arbejdskraft sikrer tilsyneladende mod inflation og dermed mod voldsomme stigninger.

Præcise forecast for 2004 vil jeg ikke byde på og jeg vil lade Alan Greenspan begrunde hvorfor.

" I den amerikanske nationalbank har vi brugt et overvældende antal timer på at prøve at forudsige kursbevægelser. Det er ikke den mest profitable investering vi har lavet.

It's really remarkable how difficult it is to forecast."

Alan Greenspan, 16/6 2002

Men vi vil gerne måles på vores resultater - også for 2004.
Vores garanti: Vi gør os umage for, at 2004 bliver et...

...Godt Nytår !



*Erik Møller, Direktør
Formueplejeselskaberne*



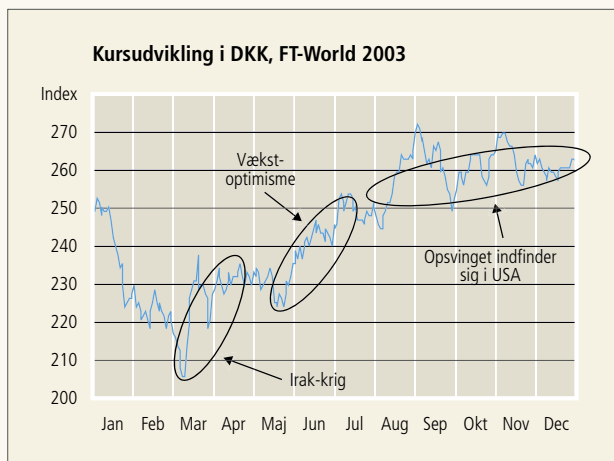


Resumé

Kursstigningerne i 2003 bar præg af de kraftige økonomiske stimuli iværksat særligt i USA. Vendingen betød, at cykliske aktier over en bred kam oplevede massive kursstigninger. I 2004 bliver det sværere at være aktieinvestor, fordi fokus bliver på indtjeningskvaliteten i de enkelte selskaber. Aktiestrategien skal dertil tage højde for stigende renter.

Fra minus til plus

I årets første kvartal hang sortsynet som en dyne over de globale aktiemarkeder, og kursudviklingen var derefter.



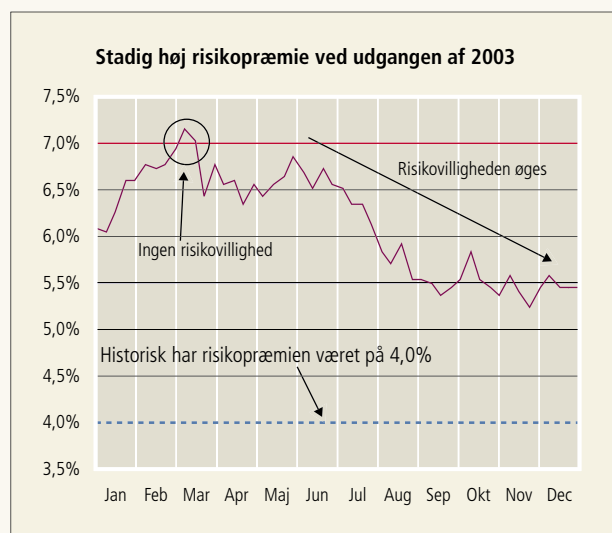
Da krigsuroen og SARS-panikken var ovre fik massive økonomiske stimuli fra USA, Asien, UK og i mindre grad Euroland imidlertid overtaget, og kickstartede et globalt opsving.

Herefter gik det stærkt: De ledende økonomiske indikatorer viste fremgang og virksomhedernes indtjening viste



overraskende høje vækstrater. Eneste rigtige malurt i bægeret var bekymringen om svækkelsen af de europæiske virksomheders konkurrenceevne, som følge af den svage USD. Vores amerikanske selskaber nød dog godt af den faldende USD, og da vi samtidig i Formueplejeselskaberne afdækkede vores USD-risiko, gav det gevinst til aktionærerne.

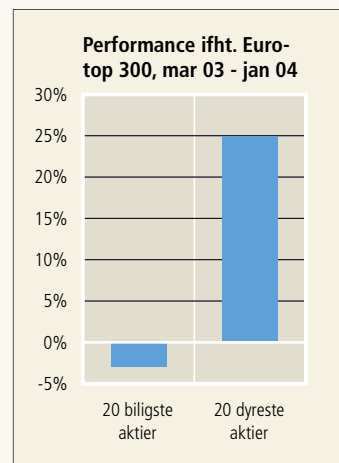
Situationen i foråret skabte også en række gode købsmuligheder, og i Formueplejeselskaberne valgte vi at øge vores investeringer i *højvækstaktier*, samt aktier, hvor kursene blot var faldet sammen med markedet, mens indtjeningen var vokset. Dette betød bl.a. en drejning over mod teknologi- og finanssektoren. Se også »Formuemagasinet april 2003«.



Strategien gav pote. En meget betydende faktor var investorernes øgede risikovillighed i takt med kursstigningerne og udsigten til bedre konjunkturer.

Kun få ting lykkedes ikke, som vi havde ønsket. Fiaskoerne relaterede sig dog til mindre poster i enkelt-selskaber, såsom den skandaleramte hollandske supermarkedsgigant, Ahold.

Den større appetit på risiko betød også, at mange af de *mest risikable aktier* steg mest uagtet en høj prisfastsættelse, målt eksempelvis ved P/E ¹⁾. I figuren ses bl.a., hvordan de billigste aktier underperformede både de dyre aktier og aktieindekset.



1) P/E = prisen i.f.t. den forventede indtjening

Positive takter i 2004

For 2004 er en ting sikkert. Det bliver ikke som 2003! Overordnet set forventer vi et positivt aktieår med moderate afkast i størrelsesordenen 9-15%. På sektorniveau vil der imidlertid være store forskelle.

Vores fokus vil stille særligt skarpt på value-sektorer og aktier der ikke forventes at opleve eksplosiv vækst. De særligt interessante muligheder findes bl.a. i selskaber:

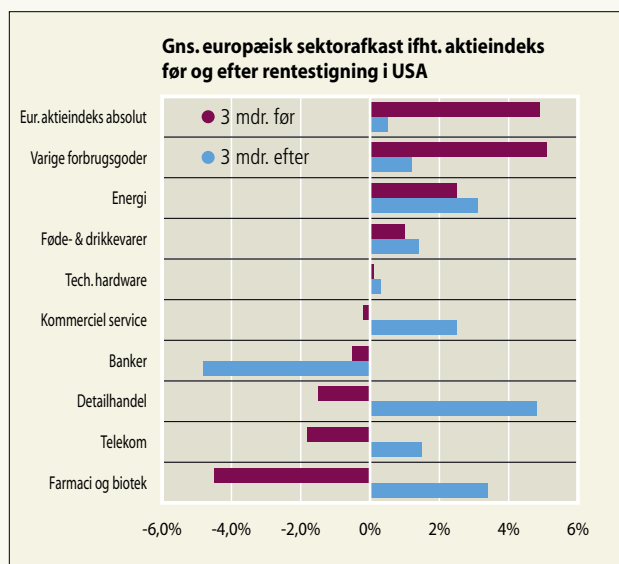


- som har en sund drift med store frie pengestrømme
- som betaler høje udbytter i forhold til aktiekursen.

Samtidig skal vækstmulighederne for både pengestrømme og udbytter være tilstede. Den europæiske telekomsektor kunne være et eksempel herpå, og aktier som TDC, Deutsche Telecom samt spanske Telefonica vil være blandt investeringerne i sektoren.

Rentestigninger 2004

Et andet af vores bud for 2004 er, at markedet skifter karakter. Investorenes fokus vil flytte sig fra selskaber, der generelt nyder godt af et cyklisk opsving over til strukturelle problemer eller muligheder i hvert enkelt selskab. Med andre ord: *Der kommer mere fokus på indtjeningskvalitet og det bliver sværere at udvælge de rigtige aktier!*



Gennemsnit baseret på rentestigninger 01/03/84, 04/12/86, 30/03/88, 04/02/94 og 30/06/99. Kilde: Morgan Stanley

Sandsynligvis vil dette fokusskifte indtræde, når den amerikanske centralbank begynder at hæve de korte renter, hvilket *kan* ske allerede i 2. kvartal. Den situation tager vi naturligvis bestik af, bl.a. ud fra, hvordan de enkelte sektorer traditionelt har reageret ved vendinger i rentepolitikken.

Banker klarer sig typisk dårligt i forhold til markedet ved rentestigninger, hvorimod detailhandel (med fødevarer o.a.) samt farmaci klarer sig bedre end markedet.

Derfor delvist en cyklisk portefølje...

Da vi forventer, at den globale vækstfremgang, trukket af USA, stadig vil være stærk i starten af året, vil vi have en høj andel af industricykliske aktier i Formueplejeselskaberne. For det første er aktierne attraktivt prisfastsat. For det andet er det vores forventning, at virksomhedernes investeringslyst i 2004 bliver stærkere end det generelt forventes.

...og delvist en defensiv portefølje

Senere på året vil vi nærme os mere normale tilstande, hvor markedet vil fokusere på førnævnte rentestigninger og deres indtjeningspåvirkning blandt selskaberne. Dette vil gavne selskaber med stabil indtjeningsvækst - typisk aktier inden for farmaci og føde- og drikkevarer. Derfor vil disse få mere plads i porteføljerne.

En positiv holdning har vi også til energisektoren. Her er olieproducenterne særligt interessante, på trods af, at mange markedsdeltagere forventer en faldende oliepris. Aktierne er billige og vi forventer ikke betydelige olieprisfald, bl.a. fordi OPEC de senere år har vist sig i stand til at få det priskontrollerende samarbejde til at fungere.

Sidst, men ikke mindst

I Formueplejeselskaberne vil vi høste gevinsterne af den stadig stigende globalisering og outsourcing af arbejdskraft og serviceydelser til en række 3. verdenslande. Denne trend er kommet for at blive og vil give store besparelser samt åbne nye markeder. I artiklen s. 10-11 fortæller vi hvordan.

Har prisfastsættelsen betydning for IT-aktier?

Vores svar er et entydigt ja, og inspireret af den romerske senator Cato, som altid afsluttede sine taler med bemærkningen: »I øvrigt mener jeg, at Karthago bør ødelægges« skal afslutningen herfra lyde:

»I øvrigt mener jeg, at dyre aktier skal undgås«



Senator Cato, år 234-149 f.Kr.



Resumé

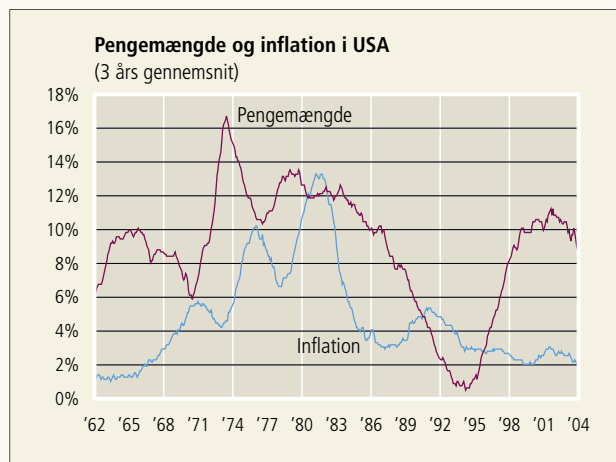
Inflationen er bestemmende for rentens niveau. Selvom vi mest hælder til en lang periode med prisstabilitet – til tider med disinflation, vil inflationsfrygten af og til poppe op og påvirke obligationsmarkedet. Derfor fastholdes en moderat rentefølsomhed på selskabernes obligationsporteføljer.

Forventningens glæde

Ordsproget om, at forventningens glæde er den største, er også gældende for finansmarkederne - der er altid en masse forventninger, og holder disse ikke stik, ændres kurserne øjeblikkeligt. På obligationsmarkedet er inflationsforventningerne afgørende for både de korte og lange renter. Men spørgsmålet er, om de lave inflationsforventninger i de kommende år indfries.

2004

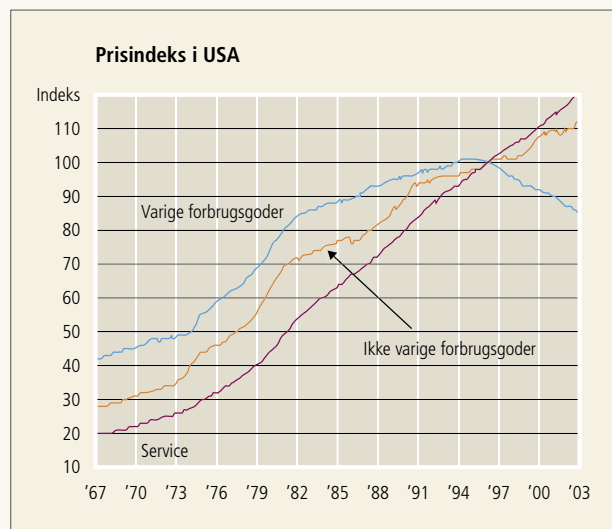
Det er generelt opfattelsen, at inflationen ikke er et problem. De skyhøje inflationstakter i starten af 1980 på 15% er udskiftet med en inflation på under 2%. Derfor strutter obligationsmarkedet af selvtilid - kampen mod inflationen er vundet, ja faktisk har der til tider i 2003 været frygt for deflation à la Japan. Selvom Japan-scenariet er urealistisk, er det mere sandsynligt, at inflationen forbliver på et lavt niveau i en længevarende periode. Dog er visse advarselsslamper tændt.



Som det ses, er pengemængden siden 1995 steget, mens inflationen er faldet. Det er meget usædvanligt, og vi skal helt tilbage til starten af 1960'erne for at opleve noget tilsvarende. Før 1960 var det anden verdenskrig og depressionen i 1930'erne, som gav ekstraordinære udsving. Men fælles for alle episoder er, at inflationen altid er fulgt med – blot med en tidsforskydning. Vil det være gældende igen?

Inflationsrisiko !!

Det er meget umoderne at sige "nord" når alle andre siger "syd". Jeg vover dog den påstand, at inflationen bliver højere end estimerne fra eksempelvis OECD, som spår en inflation i USA de næste 2 år på kun 1,2%. Selvom inflationsmønsteret vil ændre sig, er der dog ikke tale om noget farligt inflationshop, fordi produktiviteten er høj.



De senere års faldende inflationsrater skyldes især prisfald på varige forbrugsgoder, hvilket vil sige hårde hvidevarer, elektronik m.m. Inflationen i fødevarer og andre varer har derimod fastholdt den opadgående trend. Oven i købet er inflationsraten i serviceindustrien over 3% p.a., så helt død er inflationen ikke. Dertil kommer, at de massive tiltag for øget vækst i USA på et eller andet tidspunkt vil give inflationen et løft:

- Finansieringsrenterne er på de laveste niveauer i 4 årtier, hvilket giver økonomisk vækst.
- Skattelettelserne er enorme. I perioden 2003 til 2006 tilføres der ekstraordinært 1.900 mia. DKK i skattelettelser.
- USD er faldet markant i værdi, hvilket giver stigende importpriser.

Den økonomiske vækst vil stige i 2004, men fordi der stadig er mange hænder ledige på arbejdsmarkedet (siden 2001 er der blevet 2,3 mio. flere arbejdsløse i USA), vil lønpresset stadig være lavt. Dog vil inflationsfrygten fra tid til anden dominere, hvorfor selskabernes renterisiko fastholdes på et lavt niveau.



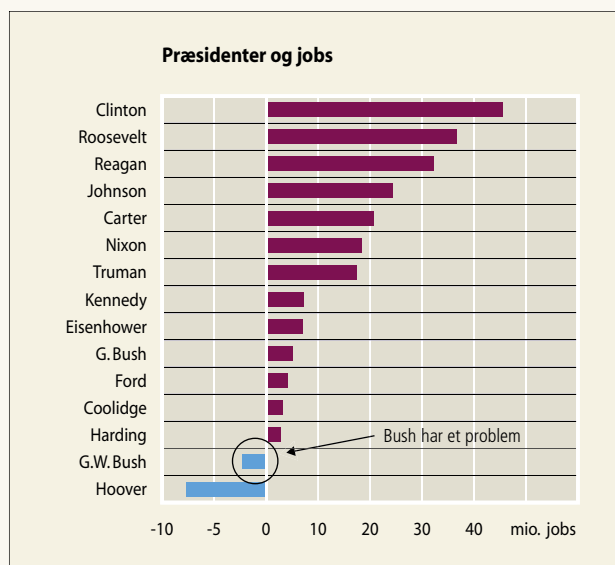
USA i lommen på Asien

Resumé

I 2004 skal der afholdes præsidentvalg i USA, og Bush vil gøre ALT for at blive genvalgt. Omvendt får det vidtrækkende konsekvenser for ubalancerne i verdens største økonomi, og underskuddene vil presse USD mere end nogensinde. Derfor er selskabernes USD-lån øget på bekostning af japanske Yen.

Nytårsønske

Der er ingen tvivl om, at præsident Bush som nummer et blandt sine nytårsønsker har flere arbejdspladser. År 2004 er valgår, og i bund og grund er et statsoverhoved valgt for at skabe fremgang og tilfredshed. Derfor ønsker Bush en så gunstig udgangsposition som muligt. Der skrues og drejes på alle de knapper, som han kan komme i nærheden af – og med god grund, for siden han blev indsat i det ovale værelse, er antallet af arbejdspladser skrumpet med 2,3 mio.



Der har kun været én præsident med en dårligere statistik, og det var Hoover i depressionsårerne 1929-33. Topscoreren er Clinton. I hans præsidentperiode blev der skabt over 20 mio. arbejdspladser. Hvis ikke Bush formår at vende skuden inden valget, er der stor sandsynlighed for, at han taber.

Ubalancerne vokser i 2004

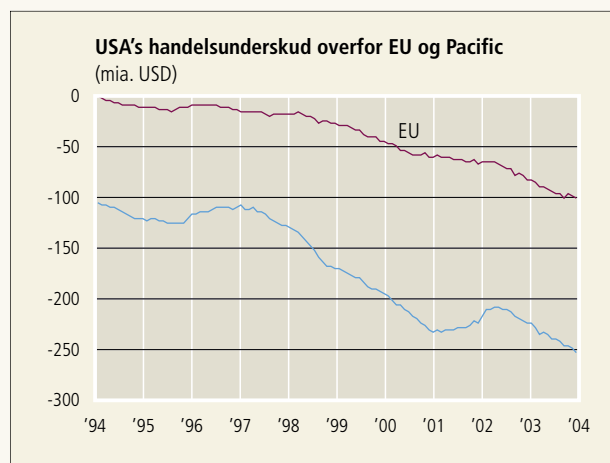
For at holde den økonomiske damp kørende, fortsætter Bush sin meget ekspansive finanspolitik med massive skattelettelser. Det er godt for privatforbruget, men skidt for handelsbalancen. Der købes med andre ord mere i udlandet end der sælges, og derfor er USA nødt til at tiltrække udenlandsk

kapital på 1,5 mia. USD hver dag året rundt. Det sker via salg af statsobligationer, men også aktier, virksomhedsobligationer eller aftaleindlån i USD er med til at dække mankoen.

Sidst i 1990'erne var udenlandske investorer vilde med teknologiaktier, og troen på vedvarende høje vækstrater i USA var nok til at tiltrække kapital til dækning af handelsunderskuddet. Men efter aktiekrakket og den økonomiske afkøling, er finansieringen ændret fra privatinvestorer til asiatiske centralbanker.

Asien finansierer underskuddet

Selvom USA har et underskud i samhandlen overfor EU, er det meget mindre end overfor Asien. Både Japan og Kina har betydelige overskud i samhandlen med USA, og de har gennem de senere år akkumuleret dollarreserver af hidtil uset omfang.



De massive USD-køb fra de asiatiske centralbanker har både en god og en mindre god side:

- Det gode er, at de japanske og kinesiske politikere via massive investeringer i USD-obligationer dækker USA's handelsunderskud, og at de af rent egoistiske årsager dermed opretholder deres egen konkurrenceevne.
- Den mindre gode side er, at USA nu er afhængig af to oversøiske regerings vilje til at købe USD.

Primært CHF og sekundært USD

Selskabernes primære finansieringsvaluta, CHF, fastholdes i den kommende periode, idet finansieringsrenten er lav og valutarisikoen acceptabel.

Det mest afgørende element for at øge Formueplejeselskabernes USD-finansiering på bekostning af JPY er de politiske signaler fra den amerikanske regering. Uofficielt ønsker de en svagere valuta for at styrke landets konkurrenceevne og dermed eksport. Foruden de rent politiske spekulationer i et præsidentvalg, er det også tvingende nødvendigt at mindske handelsunderskuddet, og her er en svagere USD en af forudsætningerne.



Planen

Verdens største industriselskab, amerikanske General Electric, har en plan kaldet "70-70-70". Den dækker over, at selskabet som et led i sin fremtidige optimering vil outsource og globalisere sin arbejdsstyrke. Målet er, at:

- 70% af de ansatte bliver outsourcet/flyttet
- 70% af disse outsources til lande uden for USA (50%)
- 70% af de ansatte uden for USA vil være indere! (35%)

General Electric har i dag ca. 313.000 ansatte, hvoraf ca. 16.000 befinder sig i Indien - altså ca. 5%. Selskabet er dermed langt fra i mål!

Billige kineser

Lønnen til en fabriksarbejder i Kina udgør ca. 2,5% af lønnen til en fabriksarbejder i Japan, USA eller Europa. Sammenlignes »lokalt« kostes en kineser kun 3,5% i forhold til en arbejder i Singapore og 7% i forhold til arbejdere i Sydkorea og Hong Kong ¹⁾. Nu er arbejderne i Kina ikke i stand til at producere helt så meget pr. time som deres vestlige kolleger - men for mange vestlige virksomheder kan det sagtens betale sig at flytte produktionen helt eller delvist til disse lavtlønslande. Med andre ord: At lave såkaldt *job-arbitrage*.

Vi er først lige begyndt!

De seneste år er udviklingen mod denne *jobarbitrage* accelereret voldsomt. Forklaringen skal findes i 3 forhold:

- 1) Modenhed i udviklingslandene
- 2) Internetbaserede opkoblinger
- 3) Ønsket om omkostningskontrol

1) Modenhed i udviklingslandene

Kina er et godt eksempel på et land, som har udviklet den kritiske masse, som er nødvendig for at kunne tilbyde fornuftige outsourcingløsninger til vestlige produktionsvirksomheder. Fundamentet er skabt gennem de senere års massive inflow af udenlandske investeringer og statens egne investeringer i infrastruktur.

Resultat: Den kinesiske fremstillingssektor er blevet et centralt led i den globale værdikæde. Andre lande i Asien har oplevet en lignende udvikling ligesom Mexico, Sydamerika og Øst- og Centraleuropa gør sig gældende.

En tilsvarende ny trend er ved at udvikle sig for service- og videnjob, som traditionelt næsten er gået fri for outsourcing. Outsourcing her foregår i hele værdikæden - lige fra styring og administration af simple transaktioner og call-centre til aktiviteter, som kræver mere intellektuelt input. Eksempler herpå er software-programmering, ingeniør-opgaver, design, revision samt advokat- og lægefaglig rådgivning.

Indien fremstår i dag som det tydelige eksempel på et land, som har forudsætningerne for at høste gevinsterne af outsourcing inden for service- og videnjob. De sproglige (engelsk) og faglige kompetencer er tilstede. Flere undersøgelser ²⁾ peger på, at Indiens IT-baserede serviceeksport de kommende år vil mere end ti-dobles - fra ca. 1,5 mia. USD i 2002 til ca. 17 mia. USD i 2008. Dermed bliver det en af verdens hurtigst voksende sektorer.

2) Internetbaserede opkoblinger

Mange investorer har i lyset af IT-boblens punktering skeptiske holdninger til internettet og dets kommercielle anvendelse. Men internettet har allerede revolutioneret virksomhedernes muligheder for globalisering.

For produktionsvirksomheden, har nettet givet mulighed for, i real-tid, at overvåge salg, lagre og produktion, hvilket betyder at salgs- og produktionsprocesser til stadighed har kunnet optimeres. Det giver omkostningsbesparelser.

Internettet har ligeledes bidraget til større prisgennemsigthed blandt underleverandører, af den simple årsag, at internetlicitationer og -auktioner kan gennemføres til langt lavere omkostninger end tidligere.

For serviceindustrien er det de internetbaserede opkoblinger som har revolutioneret outsourcingmulighederne. Programfejl i et EDB-system hos en virksomhed i Århus kan lige så vel blive rettet af en programmør i Bangalore i Indien, som af en programmør med samme postadresse som virksomheden.

Internettet tillader derfor, at veluddannede, hårdtarbejdende og langt billigere arbejdskraft kan afløse den dyrere lokale arbejdskraft, som tidligere har haft det *vidensmæssige monopol*.

3) Katalysator = Omkostningskontrol

I en tid med ledig produktionskapacitet og svag efterspørgsel har virksomhederne ikke mulighed for hæve priserne på deres produkter. En konsekvens af dette er, at virksomhedslederne til stadighed leder efter områder som kan effektiviseres for at spare omkostninger.



Årets sparetip:

Ikke overraskende falder blikket på lønomkostninger - fordi disse i snit udgør op mod 80% af virksomhedernes løbende omkostninger. Og her er pointen: Lønningerne i Kina og Indien på medarbejdere *med samme kvalifikation som i Vesten* udgør mellem 10-25% af de vestlige lønninger. Derfor indgår overvejelser om jobarbitrage som en del af alle større virksomheders strategiplanlægning.

Alle er vindere?

De klare tabere på kort sig er naturligt nok de medarbejdere i Vesten, hvis jobfunktioner flyttes. Blandt økonomer har der ligeledes været stigende bekymring for, at bortfaldet af de nu udflyttede jobs direkte er skadeligt, fordi den stigende arbejdsløshed hæmmer privatforbruget og vækstmulighederne.

En undersøgelse fra det globale konsulentfirma McKinsey peger imidlertid på, at arbejdskraftarbitragen har skabt en »win-win«-situation. Det skyldes, at de vestlige økonomier har mulighed for at importere øget produktivitet fra 3. verdenslandene. Det betyder derfor mindre, at der forsvinder nogle jobs, når de samlede værdier af det producerede kan øges markant ved den nye arbejdsdeling. Nedenstående eksempel viser effekten:

Gevinst hver gang 1\$ investeres i Indien

I USA:	Besparelse til investorer/kunder	0,58
	Eksport af varer til Indien	0,05
	Indtjeningsoverførsel til USA.	0,04
	Direkte effekt	0,67
	Værdi af genansat arbejdskraft i USA	0,45-0,47
	Total	1,12-1,14
I Indien:	Arbejdskraft	0,10
	Indtjening i Indien	0,10
	Underleverandører i Indien	0,09
	Skatteindtægt i Indien	0,04
	Direkte effekt	0,33

Kilde: McKinsey Global Institute

Dvs. når der investeres i outsourcing er den samlede effekt klart positiv.

Hvordan høster vi gevinsterne

I Formueplejeselskaberne høster vi gevinsterne af globaliseringstendenserne og jobarbitragen på flere fronter. Bl.a. investerer vi i:

- Store multinationale selskaber, som direkte går efter store omkostningsbesparelser.
- Vestlige selskaber, hvis varer i stigende omfang bliver efterspurgt af den nye middelklasse i udviklingslandene.
- »Lokale« virksomheder i regionerne (særligt transport, logistik samt produktionsvirksomheder.)



På kort sigt er det aktionærene i de store multinationale selskaber, som høster gevinsterne, da omkostningsbesparelserne direkte øger indtjeningen.

Vestlige selskaber, som flytter produktion til udviklingslandene, har også nemmere ved afsætte deres produkter der. Dels kan man producere til lave omkostninger og dels gør tilstedeværelsen, at den stigende efterspørgsel fra den nye middelklasse i udviklingslandene kan imødekommes.

Et eksempel er bilkoncernen Volkswagen, som efter at have etableret produktion i Kina i dag er det største bilmærke med en markedsandel på 36%. Det kinesiske bilmarked er dertil verdens hurtigst voksende.

Også lokale virksomheder i udviklingslandene er interessante. Her har vi særligt fokus på selskaber inden for transport og logistik, da disse vil høste gevinsterne af den øgede vareflow og udbygningen af infrastrukturen. Sidst, men ikke mindst, forsøger vi at finde lokale virksomheder, som er i stand til at blive globale markedsledere. Et eksempel herpå er den koreanske elektronikgigant, Samsung Electronics.

Fuld fart frem

Udviklingen mod den globale optimering af arbejdskraftanvendelse og viden er gået stærkt de seneste år. Den teknologiske udvikling og konkurrencepresset på virksomhederne betyder dog, at udviklingen vil forsætte med stormskridt. Med andre ord:



You ain't seen nothing yet!

- 1) Undersøgelse fra Verdensbanken 1995-99.
- 2) Bl.a. "The IT-industry in India: Strategic Review 2002", Indias National Association of Software & Services Companies, McKinsey & Co.



Gearing

Gearing er det populære finansudtryk for at have finansieret sine investeringer delvist via lån.

Finansiell grundregel nr. 1

Hvis man kan låne billigere end man kan investere til - så kan det betale sig at låne, hvis man vel at mærke kan styre den risiko, der måtte følge med lån og investeringer.

Det er dog en grundlæggende holdning hos mange, at det altid er lidt farligt at låne til investeringer. Derfor udnytter man ikke de muligheder, som finansmarkederne byder. Det er mere en følelsesmæssig holdning end en rationel beslutning.

At 98% af alle selskaber anvender gearing med fornuft og 100% af alle banker primært lever af gearing og arbitrage er et faktum.

Det eneste sted, hvor det har været kutyme for private at låne til investeringer, er ved huskøb, hvor man normalt skaffer 20% som egenkapital og 80% som lån.

Spørgsmål

En person har aktiver (hus, værdipapirer m.m.) for 2.500.000 kr. og kreditforeningslån på 1.500.000 kr. Har han lånt til investeringer?

Har det private Danmark gearede investeringer ?

Nationalstatistikken i Danmark ved udgangen af 2003 viser, at de private formuer udgør ca. 3.500 mia. kr. Samtidig har private lån for 1500 mia. kr. og skyldig skat på deres pensionsordninger på ca. 500 mia. kr.

Det private Danmarks balance

Aktiver (mia. kr.)

Fast ejendom	1.775
Pensionsformue	990
Værdipapirer.	775
Aktiver i alt	3.540

Gæld og egenkapital (mia. kr.)

Lån.	1.500
Skat på pensionsformue	495
Gæld i alt	1.995

Egenkapital.	1.545
Gæld og Egenkapital i alt	3.540

Det private Danmarks samlede investeringer udgør, som det ses i skemaet herover, 2,3 (3.549/1.545) gange egenkapitalen. Med andre ord har danskerne en gearing på 2,3.

Spørgsmål

Det private Danmark har investeringer for ca. 3.500 mia. kr. og gæld for ca. 2.000 mia. kr. Har det private Danmark lånt til investeringer?

Flekslån isf. lange obligationslån

Over lange åremål har obligationer givet ca. 2% p.a. i mer-afkast ift. aftaleindlån i banken. Logikken er ret simpel. De fleste mennesker vil godt give afkald på afkast mod at opnå likviditet. Så at bytte aftaleindlån ud med obligationer, når man investerer, har altså kunnet betale sig.

Det morsomme er, at i det øjeblik man bliver låntager, kan mange ikke se den samme logik - bare med modsat fortegn. Hvis vi læner os op af den globale rentehistorik vil Flexlån også i fremtiden være 1,5-2,0% billigere p.a. end lange obligationslån.

Afdragsfrie lån

De nye afdragsfrie lån, hvor låntager kun betaler rente (og adm. bidrag) til kreditforeningen, har straks udløst idéen, at de sparede afdrag, som jo skal forrentes med renten på obligationslånet, med fordel kan placeres i andre investeringer, der giver et forventet højere afkast eller bliver lavere beskattet.

Denne model er rendyrket lån til investeringer. Den modsvare fuldt ud, at man optager et nyt lån i et gældfrit hus og køber værdipapirer for pengene.

Afkastkrav på 2,0% p.a. før skat

Med de lånemuligheder, der er opstået med f.eks. Flexlån med en rente på ca. 3% er det overkommeligt at finde investeringer, der kan matche.

Har man som investor i forvejen obligationsrenteindtægter og optager et lån til 3%, så betaler skattevæsenet stadig op til 60% af renten. Dvs. at den effektive rente efter skat er ca. 1,2% p.a.

Hvis man ellers er i stand til at honorere de løbende rentebetalinger, syner det mere end almindelig sandsynligt at få et investeringsafkast på f.eks. aktier på over 2% p.a. Ved 40% aktiebeskatning er det break-even for at matche de 1,2% i renteudgifter.

Skattearbitrage

En overset form for arbitrage er skattearbitrage, hvor man udnytter forskelle i skatteprocenter eller fradrags- og forskydningsmuligheder.

Arbitrage

Arbitrage er det finansielle udtryk for muligheden af at udnytte differencer i f.eks. risiko, afkast eller skat.

Den pinlige - investering i privat regi

Ingen danskere bør have investeringer, der ligger i privat regi. Obligationer beskattes med op til 59% og det er ikke muligt at omlægge aktier - hverken under eller over 3 år uden beskatning på ca. 40%.

Man bør have pengene skudt ind i et selskab - eget selskab eller eventuelt i et Formueplejeselskab. Her er skatteprocenten kun 30% for obligationer og aktieinvesteringer i selskabet ældre end 3 år kan omlægges uden beskatning.

Den simple - fra 59% til 15%

Den mest oplagte af alle skattearbitragemuligheder i Danmark er at flytte en del af sin obligationsbeholdning ind i en ratepensionsordning. Hvis man har positiv nettokapitalindkomst og tjener over ca. 290.000 kr. betaler man 59% af obligationsafkastet - i pensionsordningen betaler man kun 15%.

Den snedige - men fuldt lovlige

Man kan også beholde sin obligationsbeholdning og optage et lån, der rentemæssigt stort set matcher obligationsrenteindtægterne og låneprovenuet anvendes derefter til pensionsinvesteringer.

Man slår 3 fluer med et smæk: Undgår 59% beskatning af sin oprindelige obligationsbeholdning, får 59% fradrag for sit lån i banken og betaler 15% i pensionsordningen.

Skattearbitrage med ratepension

Udgangspunkt

Obligationer 1 mio. rente 6%	60.000 kr.
- skat 59%	-35.400 kr.
Netto	24.600 kr.

Lånemodell

Åbent depot

Obligationer: 1 mio. rente 6%	60.000 kr.
Lån i bank: 2 mio. rente 3%	-60.000 kr.

Pensionsdepot

Obligationer 2 mio. rente 6%	120.000 kr.
- skat 15%	18.000 kr.

Netto	102.000 kr.
--------------	--------------------

At man så også får fradrag for sit indskud på pensionsordningen er her udeladt, fordi "fradragsværdien" beskattes igen ved ophør. Men attraktionen er til at få øje på.

Undgå spild af kapital

Hvis man ikke bruger sin kapital optimalt, herunder tillader konservativ brug af gearing og/eller arbitrage med fornuft, spilder man sine finansielle muligheder. Eller sagt meget direkte:

"Det svarer til at lade en del af en produktionshal stå tom, fordi det er rart at have den som sikkerhed."
...som billede på, hvad det vil sige ikke at udnytte sit "kapitalapparat" optimalt.

Bankdirektør Peter Straarup, Børsen 6. januar 2004



Gearing og arbitrage slår genier

Hvis man tænker lidt fordomsfrit og vil tillade konservativ brug af gearing og arbitrage - som f.eks. i Formueplejeselskaberne - åbner det mulighed for et meget attraktivt afkast - uden at risikoen bliver højere end for andre aktieinvesteringer.

En investor med 100% placeret i Verdensindekset for aktier har siden 1995 til dato tjent 59%. Med 100% i danske obligationer har det givet 72% efter selskabsskat. En investering i Formuepleje Safe i samme periode har givet 512% efter selskabsskat.

Selvom vi gerne vil fremstå som investeringsgenier, så er sandheden, at uden konservativ brug af gearing og arbitrage ville resultatet have været tættere på 100% end på 500%.

Forskellen er til at få øje på. Bruger De Deres kapitalapparat optimalt? 98% af alle selskaber og 100% af alle banker kan næppe tage fejl.



Flot afkast, men...

2003 blev et rigtigt godt investeringsår for aktionærer i Formueplejeselskaberne. Som omtalt i lederen "Fra Gult til Grønt lys" har selskaberne givet et afkast på mellem 80% og 115% efter omk. og selskabskat siden den 1/1 1998. Det er en periode hvor både Verdens- og Europaindeks har givet et rundt 0% i afkast.

...hvad med risikoen

Når det har været muligt at skabe et merafkast i den størrelsesorden er det naturligt at stille spørgsmålet – om ikke risikoen har været tilsvarende stor?

Investeringsforeninger

Worst case: minus 30% til minus 80%

En meget håndfast metode at måle risiko på, er at måle worst case. Det er den metode InvesteringsForeningsRådet nu anvender. I tabellen er vist afkastet ved køb på det mest uheldige tidspunkt indenfor de seneste 5 år. Worst case er målt over en 36 mdr. investeringsperiode.

Worst case ved investering i aktiebaserede investeringsforeninger ligger på tab mellem 30% helt op til 80% over en treårig investeringshorisont.

Formueplejeselskaber

Worst case: plus 22% til minus 26%

Formueplejeaktierne har de seneste 5 år haft en tabsrisiko, der kun har været en brøkdel af de aktiebaserede investeringsforeninger.

For det mest obligationsbaserede selskab, Pareto, har worst case været et positivt resultat på 22% og for det mest aktiebaserede selskab (op til 120% af egenkapitalen i aktier) har worst case været et minus på 26%.

Flyv med Formuepleje

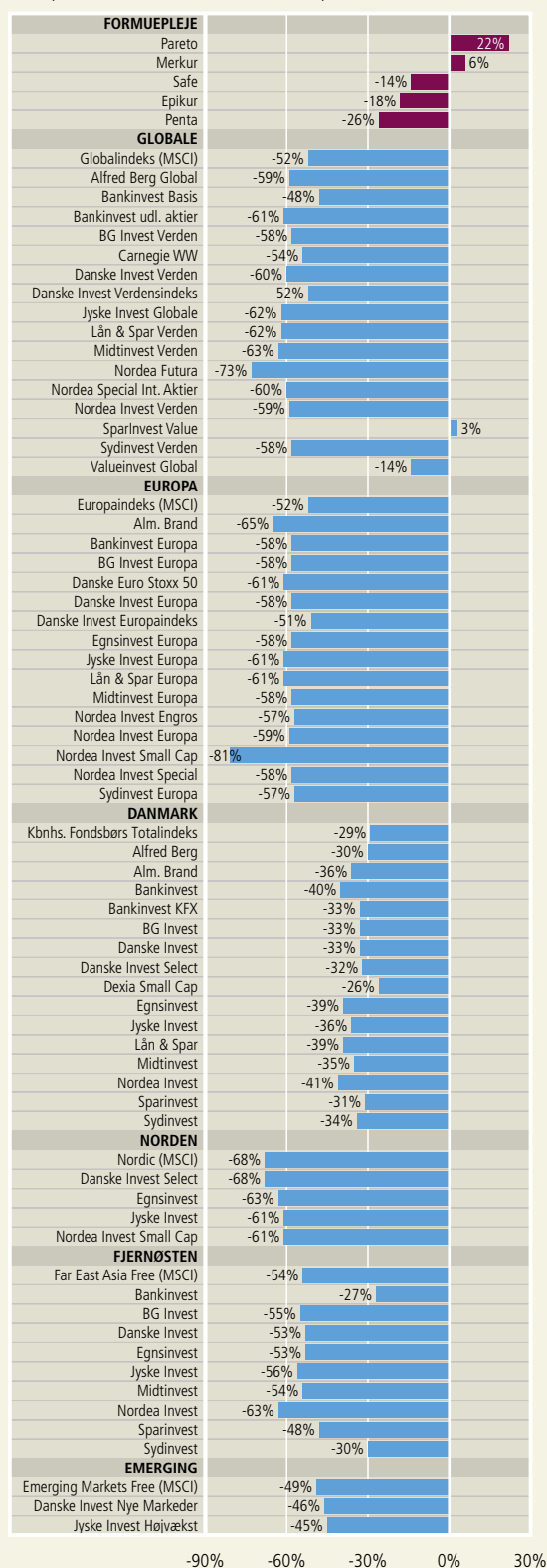
Worst case kan godt bruges til at sammenligne risiko ved forskellige investeringsalternativer. Men worst case er et meget enøjet risikomål, fordi det overdriber risikoen ved kun at medtage én observation.

Der var jo heller ikke nogen, der turde flyve, hvis den eneste oplysning var worst case! Men populært sagt har der været markant mindre risiko for at falde ned ved at flyve med Formuepleje end med den typiske aktieinvesteringsforening.

Risikostatistik eller...

Økonomer måler risici ved hjælp af såkaldte standardafvigelse, men det si'r ikke de fleste investorer ret meget. Som risikomål anvender vi normalt sandsynligheden for at få underskud over en treårig periode - som det ses på de enkelte factsheets på side 15-19.

Dårligste 3 årsafkast
(målt med mindst 5 års kurshistorik)



Kilde: InvesteringsForeningsRådet, Årsregnskaber, Formueplejeselskaber



Target: 250% * obligationer + 0% * aktier

Indre værdi: 194,3 Budget december 2004: 215

2003: +38%

Med et afkast i årets sidste kvartal på 11% opnåede Pareto i 2003 et afkast efter skat og omkostninger på hele 38%. Resultatet er meget tilfredsstillende set i sammenligning med det øvrige finansmarked:

- Pareto +38%
- FT-World i DKK: +10%
- DKK-obl.indeks: +4,6%

Pareto har dermed formået at overgå sin afkastmålsætning markant det forløbne år.

Merafkast på 27%

Selskabets afkastmålsætning er at give 250% af det danske obl.indeks, og her overgår Pareto sit eget target med 27% - vel at mærke efter skat og alle omkostninger.

Omlægning giver gevinst

Selskabets JPY-lån blev omlagt til USD i oktober, og set i bakspejlet har det været en god forretning, idet USD de sidste 3 mdr. er faldet over 6% mod DKK, mens JPY "kun" er faldet 2%. Faktisk har det i 2003 været indtægtsgivende at anvende fremmedfinansiering, idet både CHF, USD og JPY er faldet i værdi overfor DKK.

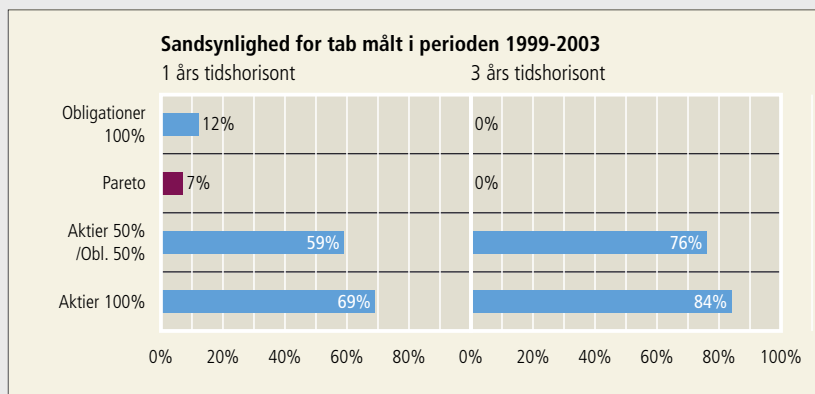
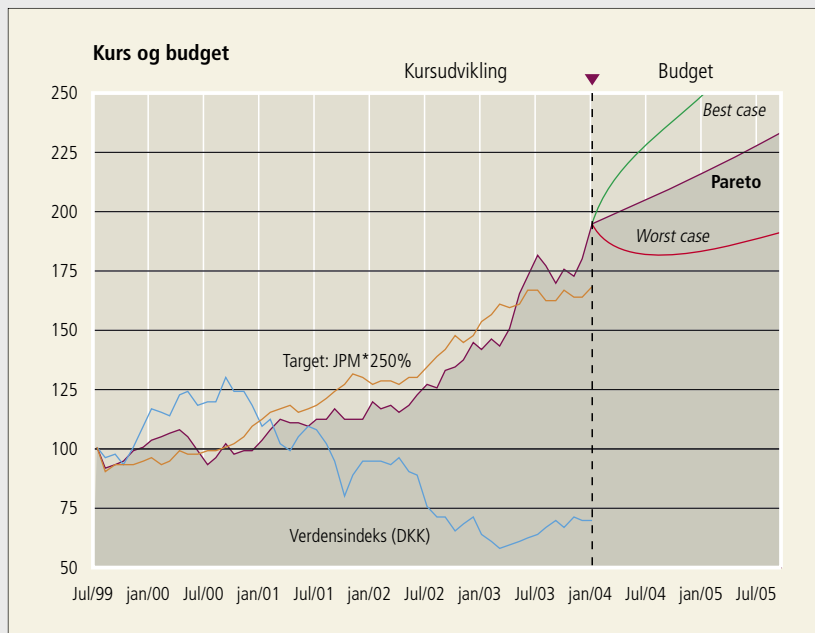
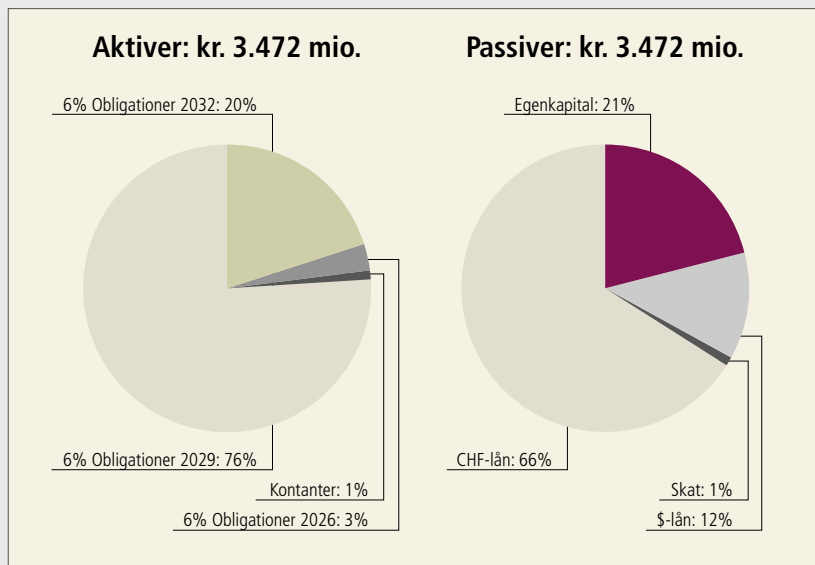
Target = afkastmål

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	3,3%
1%-point i lånerente	2,6%
1% valutakursændring	2,6%





Target: 150% * obligationer + 100% * aktier

Indre værdi: 92,3 Budget december 2004: 105

2003: +49%

Indre værdi steg 14% i årets sidste kvartal. Dermed har Safe formået at skabe et afkast på 49% siden primo 2003. Til sammenligning har det globale aktieindeks (FT-World), omregnet til DKK, givet et afkast på 10% i 2003.

Aktiegevinster

Aktiemarkedet vejrer morgenluft. Det er især den økonomiske fremgang i USA, som giver optimisme og skaber fremgang på selskabernes bundlinie. Siden aktiekurserne skrabede bunden i marts måned, har Safe udnyttet sine muligheder fuldt ud for at investere i aktier.

Fokus på USD

I oktober blev selskabets JPY-lån udskiftet med USD-lån, ligesom alle amerikanske aktier er afdækket via valutaterminsforretninger. Det har været en god beslutning, idet USD i 2003 er faldet 16% overfor DKK, heraf alene 6% i fjerde kvartal. Den øgede fokus på USD-lån skyldes de amerikanske underskud på både statsbudgettet og handelsbalancen, som fortsat presser valutaen.

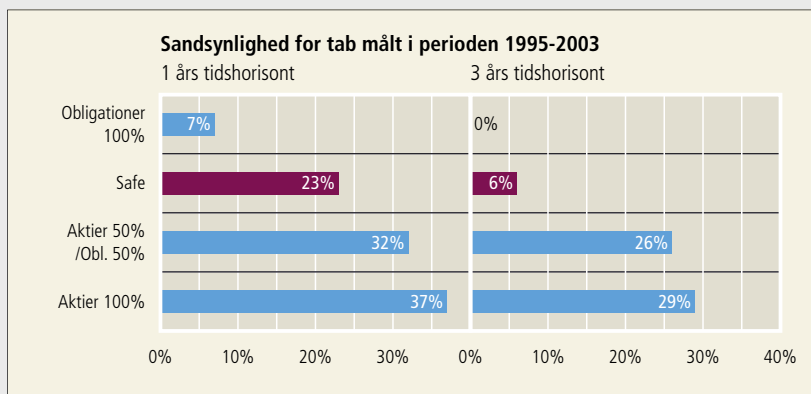
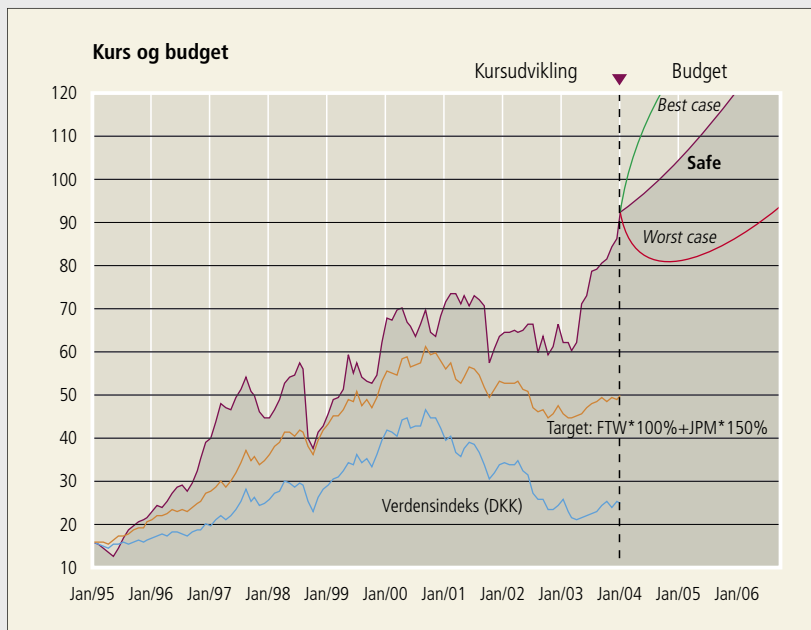
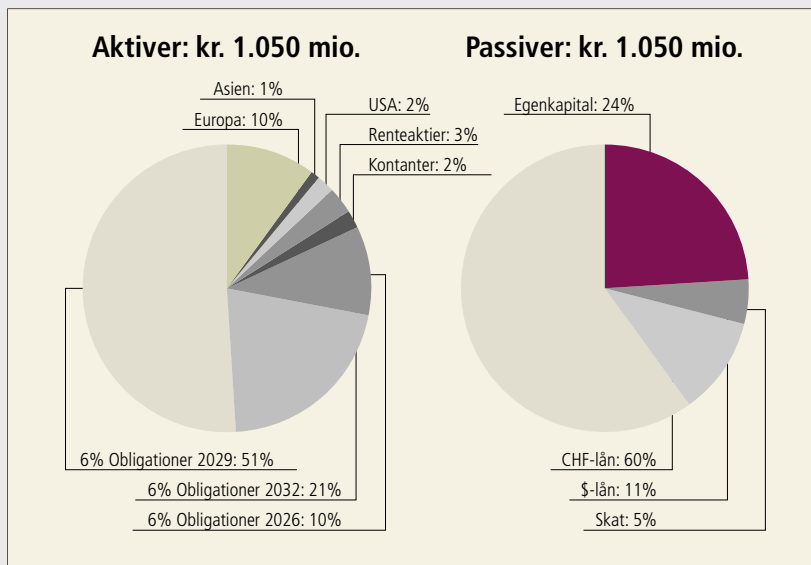
Target = afkastmål

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	2,4%
1%-point i lånerente	2,2%
1% valutakursændring	2,2%





Target: 125% * obligationer + 125% * aktier

Indre værdi: 400,8 Budget december 2004: 460

2003: +47%

2003 blev et meget tilfredsstillende år for Epikur. Indre værdi gik hele 47% frem og overgik dermed det øvrige finansmarked:

- Epikur +47%
- FT-World i DKK: +10%
- DKK-obl.indeks: +4,6%

Alle tre områder: aktier, obligationer og fremmedfinansiering gav overskud, hvilket er meget atypisk i forhold til de seneste 3 år.

Aktieoptimisme

Målt fra årets lavpunkt i marts, er aktier i snit steget 40%, hvilket især skyldes optimisme i USA, hvor et stærkt opsving er undervejs. Investeringslysten er øget, og det smitter af på både Europa og Asien.

JPY-lån omlagt

Set i lyset af de massive ubalancer i amerikansk økonomi, blev selskabets JPY-lån omlagt til USD i oktober. Set i bakspejlet har det været en fornuftig beslutning, idet USD er faldet mere end JPY.

Target = afkastmål

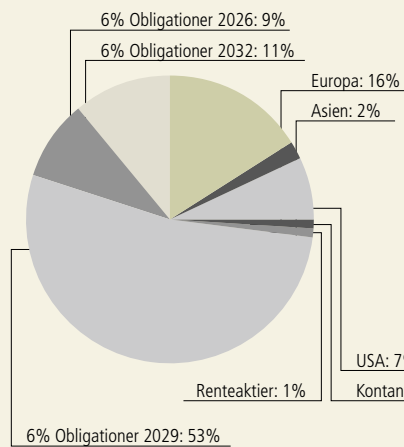
Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 125% af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat **plus** 125% af Financial Times aktieindeks for globale aktier før skat.

Følsomhed

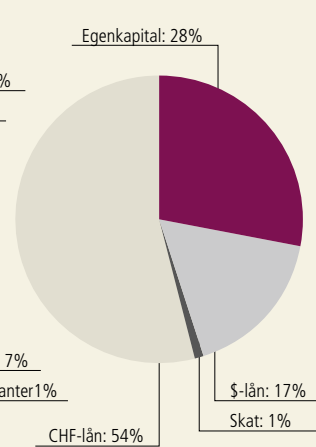
Selskabets følsomhed afhænger af fire faktorer: aktiekurser, obligationsrente, lånerente og valutakurs. Med baggrund i balancen efter fuld nyinvestering, er selskabets følsomhed målt på egenkapitalen efter skat:

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

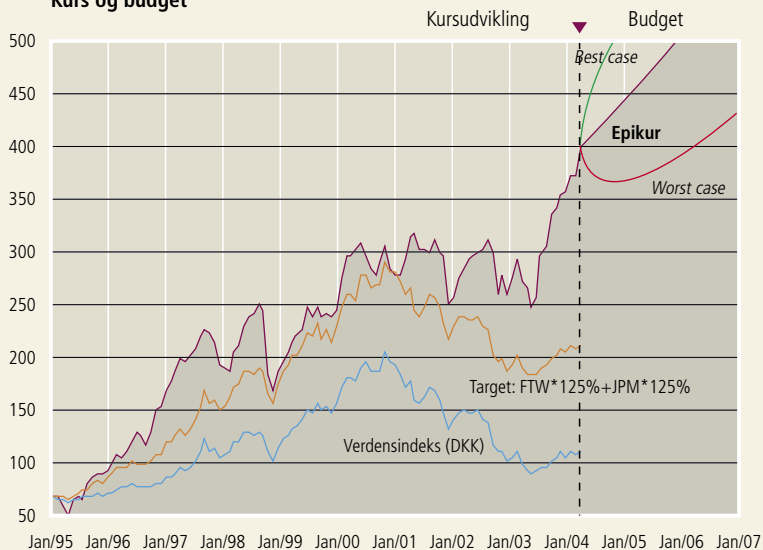
Aktiver: kr. 3.114 mio.



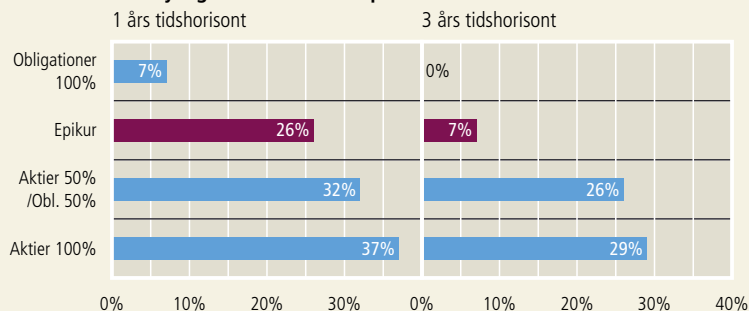
Passiver: kr. 3.114 mio.

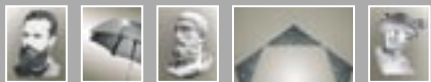


Kurs og budget



Sandsynlighed for tab målt i perioden 1995-2003





Target: 75% * obligationer + 150% * aktier

Indre værdi: 225,4 Budget december 2004: 260

2003: +48%

Årets sidste kvartal bød på en fremgang på hele 15% i Penta, og dermed kom årsafkastet til aktionærerne op på 48%. Dermed overgår Penta markant det globale aktieindeks, som i samme periode er steget 10%. Desuden overgår selskabet sit eget afkastmål (se targetboks nederst på siden) med hele 30%-point.

Aktietegning på kr. 428 mio.

Aktieemissionen i Penta lukkede den 5. december, og der blev tegnet for kr. 428 mio. nye aktier fordelt på 280 investorer. Investeringerne er startet og der mangler kun lidt på aktiesiden, mens hovedparten af obligationsinvesteringerne af taktiske årsager er udskudt til januar. Vi byder de nye aktionærer velkommen i selskabet.

3 x overskud

I 2003 fik Penta overskud på alle tre finansmarkeder: aktier, obligationer samt fremmedfinansieringen, hvilket er en sjældenhed. Optimismen er efter 3 magre år vendt tilbage til aktiemarkedet stærkt opmuntret af et kraftigt opsving i amerikansk økonomi.

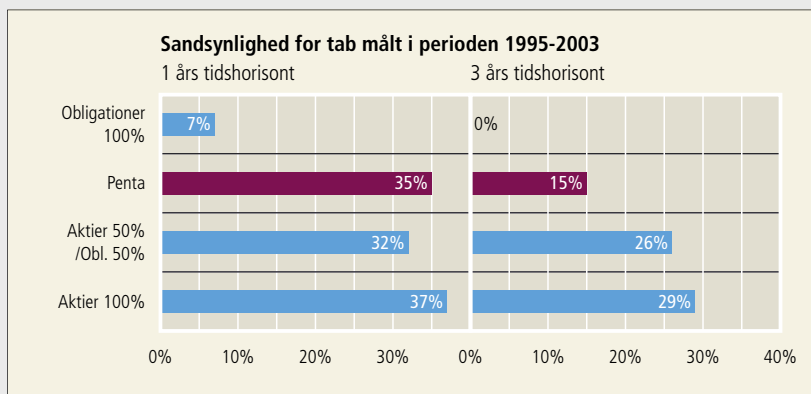
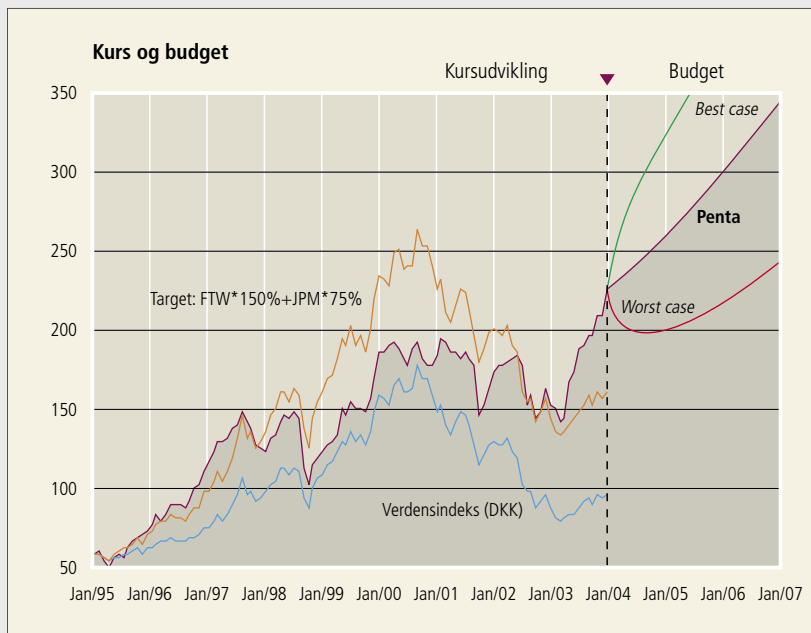
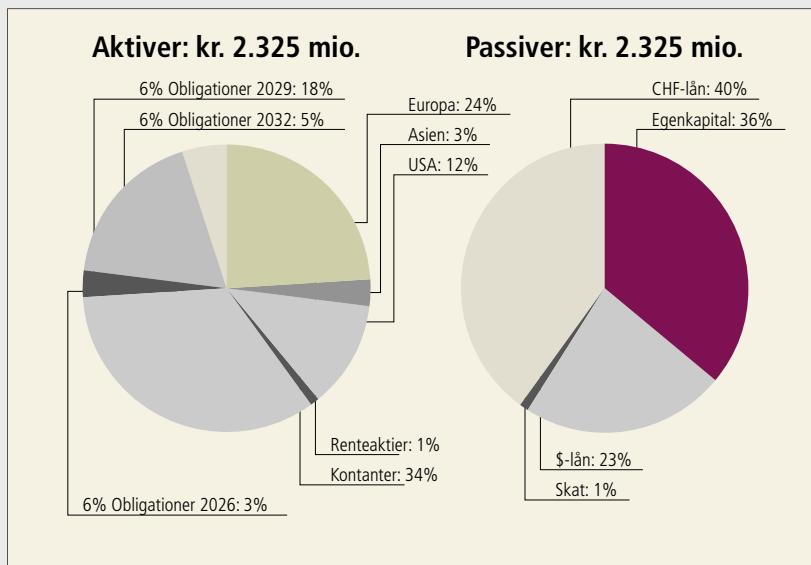
Target = afkastmål

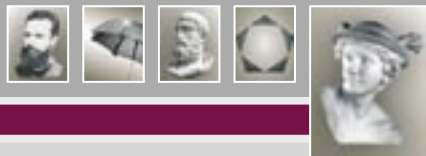
Det er den professionelle målsætning at skabe et afkast efter selskabsskat på 75% af J.P. Morgans danske obligationsindeks før skat **plus** 150% af Financial Times aktieindeks for globale aktier før skat.

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	0,5%
1%-point i lånerente	1,2%
1% valutakursændring	1,2%





Target: 175% * obligationer + 75% * aktier

Indre værdi: 181,1 Budget december 2004: 205

2003: +29%

Risikovægtet har Merkur haft det bedste afkast i 2003. Indre værdi gik frem med 29% mens det globale aktieindeks, omregnet til DKK, steg 10%. Målt op mod selskabets afkastmålsætning (se targetboks nederst på siden) har selskabet formået at give et merafkast på 14%-point.

Fra JPY til USD-lån

I oktober blev selskabets JPY-lån omlagt til USD, idet de rekordstore underskud på statsbudgettet og på betalingsbalancen svækker USD. Alene i årets sidste kvartal faldt USD over 6%, hvilket giver gevinst på selskabets valutafinansiering.

Generalforsamling

I november blev der afholdt ordinær generalforsamling i selskabet, hvor der bl.a. blev præsenteret en ny aktiestrategi. Fordi Merkur ikke kan drage nytte af 3-års reglen for aktiegevinster, har bestyrelsen besluttet at fokusere mere på investering i andre Formueplejeselskaber, idet afkastet fra disse investeringer har vist sig betydelig bedre end børsnoterede aktier. Derfor er den børsnoterede aktiebeholdning afhændet i december måned.

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.

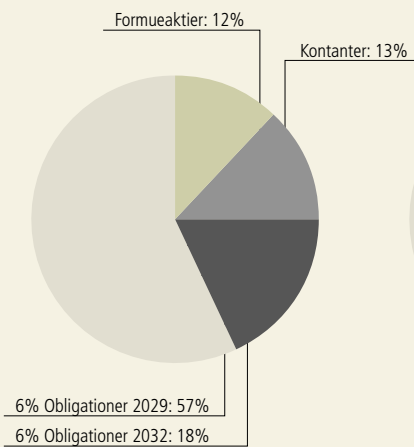
Følsomhed

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:

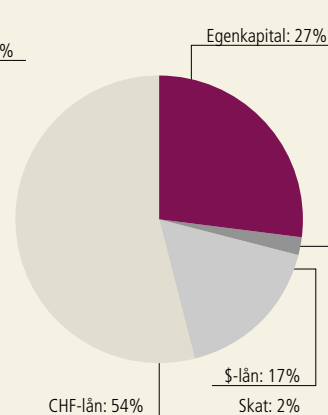
Ændring +/- Effekt +/-

1% i aktiekurs	0,5%
1% i obligationskurs.	1,9%
1%-point i lånerente	1,8%
1% valutakursændring	1,8%

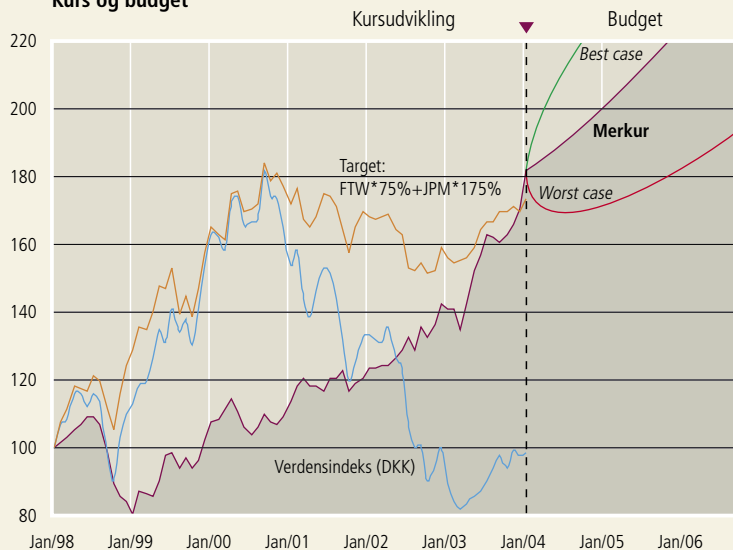
Aktiver: kr. 772 mio.



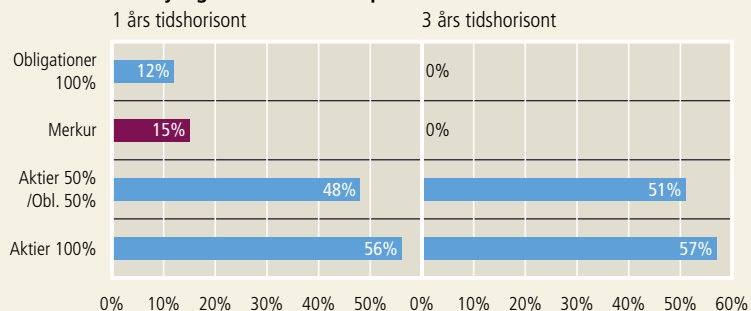
Passiver: kr. 772 mio.



Kurs og budget



Sandsynlighed for tab målt i perioden 1998-2003



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.



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 3250

Rådgivning - tlf.: 8620 3252

Telefax: 8619 5144

email: formuepleje@formuepleje.dk