ProtektorINVEST

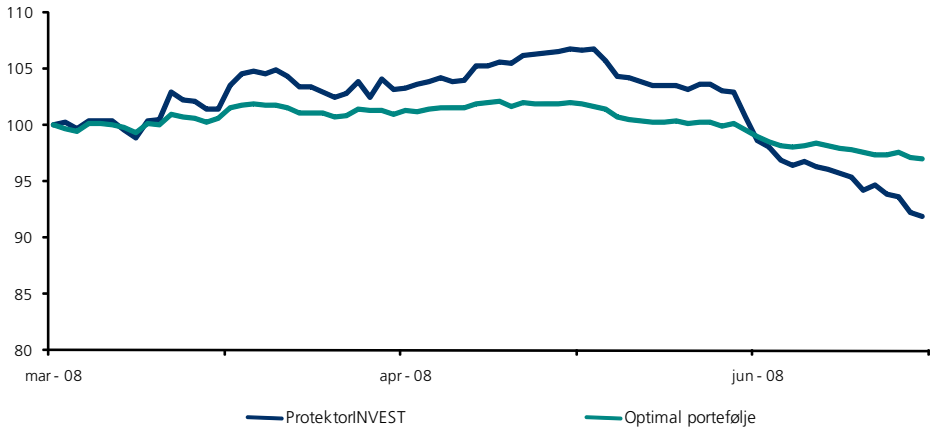
Aktionærinformation juli 2008

De seneste måneder har været meget urolige. Det gælder både på aktie-, kredit-, rente- og valutamarkederne. Obligationsmarkederne er fuldstændig i vildrede og har budt på et sandt blodbad. Det er usædvanligt at tage et så stærkt ord i brug, når talen falder på obligationsmarkederne, men der er vitterligt tale om et dramatisk skifte fra at fokusere på banksammenbrud og recession og nu nærmest kun at fokusere på inflation. Denne udvikling har haft stor betydning for de finansielle markeder og for ProtektorINVEST.
I ProtektorINVEST blev porteføljen fra start sammensat ud fra en antagelse om, at den konstante og relativt høje inflation på et tidspunkt ville blive taget mere alvorligt, men vi vurderede også, at den konstante strøm af negative nyheder og nationaløkonomiske nøgletal ville holde renterne i ave, og at obligationsmarkedet dermed ikke ville feje kreditkrisen, udsigterne til recession eller en langvarig svag vækstudvikling helt under gulvtæppet.
Set i bakspejlet kunne den kortsigtede timing havde været bedre, da der har været for megen eksponering mod obligationer for tidligt. Vi er komfortable med den valgte porteføljesammensætning, som vurderes at have et stort potentiale. Den seneste udvikling på obligationsmarkederne er i højere grad udtryk for en kortsigtet ændring i markedsaktørernes holdning end et reelt skifte i de makroøkonomiske udsigter. Det anses imidlertid også som meget sandsynligt, at det kommende halvår vil byde på udfordrende markeder, hvor det er tænkeligt, at vi atter en gang vil opleve dramatiske ændringer i markedsdeltagernes fokus og syn på de enkelte aktivklasser. Det forventes, at det vil ske på en måde, som ProtektorINVEST vil nyde godt af.

Performance
ProtektorINVEST havde første handelsdag den 7. marts 2008 og i de følgende uger faldt aktiemarkederne til det laveste niveau i 2008. I de første fire måneder har den indre værdi på selskabets aktier været oppe med næsten 7% midt i maj, mens der trods den fine start er et negativt afkast på ca. 5% i skrivende stund. Det store udsving i performance skyldes, at aktier, REITs[1] og især obligationer har leveret betydelige negative afkast på samme tid i gennem den seneste måned.

I grafen er ProtektorINVESTs performance vist i forhold til performance for en langsigtet optimalporteføljе[2]. Optimalporteføljen er inklusive udbytter og eksklusive valutakurseffekter og er ugearet. Dette giver det bedste udgangspunkt ved vurderingen af ProtektorINVESTs performance, da betydningen af selskabets aktive

Performanceudvikling



[1] REITs er en betegnelse for en særlig type ejendomsselskaber.
[2] Den teoretiske optimalporteføljе ud fra Markowitz's mean-variance porteføljeteori, baseret på 20 års data. Optimalporteføljens egenskaber blev indgående beskrevet i børsprospektet for ProtektorINVEST A/S. Den består af 70% obligationer, 20% REITs og 10% aktier.

ProtektorINVEST A/S
Vitus Berings Plads 5
8700 Horsens
Tlf. + 45 7625 0149
info@protektorinvest.dk
www.protektorinvest.dk

beslutninger med hensyn til netop disse faktorer træder tydeligt frem ved en sammenligning med optimalporteføljens performance.

I ProtektorINVEST ser vi fortrøstningsfuldt på den langsigtede udvikling for selskabet, men anser det imidlertid også som meget sandsynligt, at det kommende halvår vil byde på udfordrende markeder, hvor det er tænkeligt, at der atter en gang vil ske dramatiske ændringer i markedsdeltagernes fokus og i deres syn på de enkelte aktivklasser.

Etablering af portefølje
Efter børsnoteringen af selskabets aktier den 7. marts påbegyndtes etableringen af porteføljen. Marts måned blev navnligt brugt til at etablere en portefølje af aktier og REITs, som efter selskabets opfattelse var blevet alt for billigt prisfastsat. Selvom der investeres ud fra en langsigtet investeringshorisont blev det tilstræbt at erhverve selskabets portefølje af aktier og REITs til så attraktive købskurser som muligt. Vores afventende tilgang betød, at ProtektorINVEST dragede nytte af, at aktiemarkederne fortsatte med at falde. I marts og april var vi på samme måde forsigtige med at påtage en renterisiko, idet renterne bortset fra den helt korte pengemarkedsrente især i marts syntes at være urealistisk lave. I disse måneder havde selskabet således en varighed tæt ved 0, og dermed nærmest ingen renterisiko. I takt med at især kortere obligationer er faldet mere og mere tilbage, er eksponeringen dog øget, og der er efter den seneste udvikling en obligationsandel på over 70% i porteføljen.

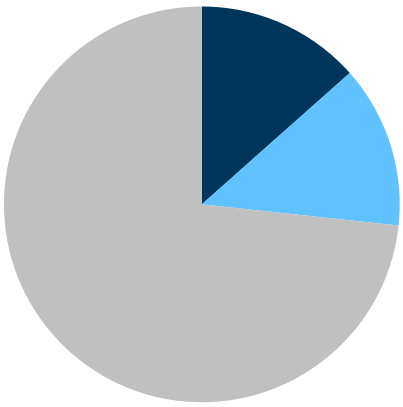
Nærmere om porteføljesammensætning
Fordelingen af ProtektorINVESTs investeringer på obligationer, REITs og aktier er vist i figuren nedenfor. Obligationsporteføljen består næsten udelukkende af danske realkreditobligationer, som overvejende er eksponeret mod det 2-5 årige punkt på rentekurven – ensbetydende med at obligationsporteføljens varighed er ca. 4.

Porteføljen af REITs og aktier er karakteriseret ved, at være sammensat af selskaber eksponeret mod områder/lande med lav gældsætning og mod selskaber, hvis risiko og potentiale vurderes ikke at være korrekt prisfastsat. Herudover er der generelt søgt investeret i selskaber, som også vil trives i en lavkonjunktur og som har en stabil indtjening og en lav gældsandel.

Der er en forholdsvis høj eksponering mod healthcare sektoren, da vi kan lide, at mange selskaber inden for denne sektor er relativt ufølsomme over for konjunkturudviklingen og samtidigt forekommer at være meget undervurderede. Omvendt er der en lav eksponering mod selskaber inden for stabilt forbrug, da det vurderes, at situationen her er den helt modsatte. Selvom finansielle selskaber generelt fortsat forventes at have mange udfordringer foran sig, har selskabet sammenlignet med større aktieindeks en neutral eksponering mod denne sektor. Det vurderes således, at der i mange tilfælde allerede er indregnet megen dårligdom i aktiekurserne, og at mange finansielle selskaber trods problemerne i sektoren vil kunne få en god indtjeningsudvikling.

Udviklingen for aktier, REITs og obligationer siden ProtektorINVESTs start
Den seneste tids udvikling på obligationsmarkedet har nærmet sig et reelt blodbad. Går man tilbage til marts forventede markedet på daværende tidspunkt tre til fire rentenedsættelser i USA og Europa. Nu forventes der omkring tre rentestigninger. Der er således tale om et kraftigt skift i markedsforventningerne, og vi står nu i en situation, hvor faktorer, der for tre måneder siden havde afgørende betydning for renteudviklingen, nu nærmest betragtes som værende uden betydning. For en iagtager af markedet er det naturligt at spørge. Skal det f.eks. ikke længere have betydning for renteudviklingen at:

- den amerikanske centralbank nedsatte styringsrenten fra 5,25% til 2%?
- huspriserne er faldet i såvel USA som flere andre lande med mere end 15% fra toppen?
- banker over en kant har rejst yderligere kapital?
- Northern Rock blev nationaliseret?

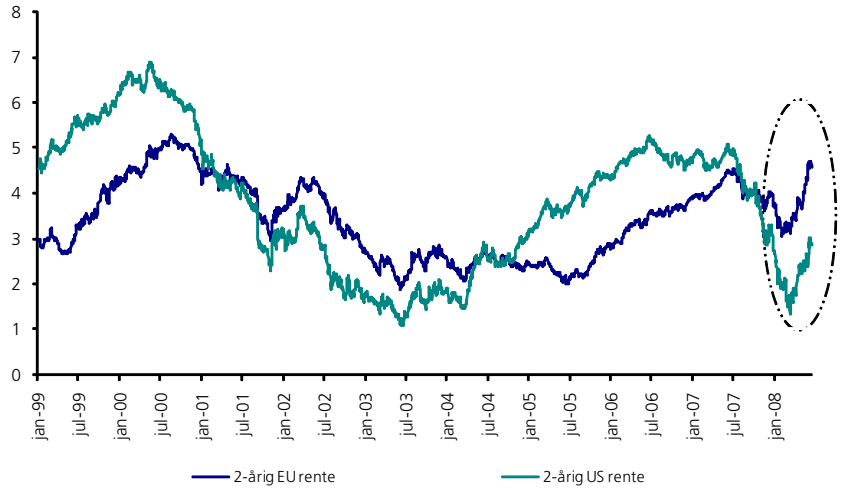


Er det overhovedet rimeligt at antage, at de nævnte faktorer ikke længere er relevante? Fakta er, at markedet inden for tre måneder har haft to modsatrettede holdninger, som åbenlyst ikke kan blive opfyldt på samme tid.

Som tidligere omtalt havde ProtektorINVEST kun en meget begrænset renterisiko i de første måneder, idet inflationen blev taget alvorligt, og det blev anset for helt urealistisk, at centralbankerne ville sætte styringsrenterne kraftigt ned.

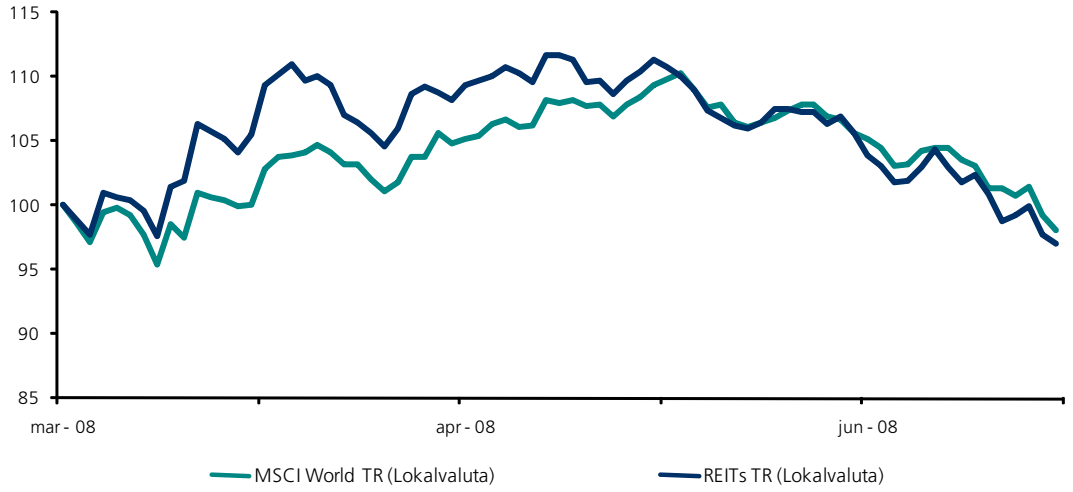
I grafen herunder vises de amerikanske og europæiske 2-årige renter. Det fremgår, at de seneste måneder har budt på kraftige rentestigninger i både Europa og USA. Derudover er det væsentligt at bemærke, at den europæiske rente i modsætning til den amerikanske ligger på et relativt højt niveau historisk set, hvilket selvfølgelig er meget væsentligt ved vurderingen af afkastpotentialet for europæiske obligationer herunder danske obligationer.

Europæiske og amerikanske 2-årige renter



Aktier og REITs har også haft en turbulent udvikling siden ProtektorINVESTs start. De er gået fra først at falde kraftigt til siden at stige kraftigt blot for her i den aller seneste tid at smide stigningen væk igen. De fleste aktier herunder den finansielle sektor er oven i købet faldet tilbage til endnu lavere niveauer end det hidtil laveste den 17. marts. Stort set kun landbrugsrelaterede aktier, råvare- og olieaktier har haft en positiv udvikling.

Performanceudvikling (Aktier og REITs)



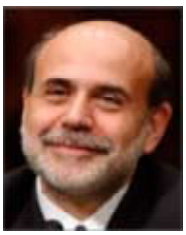
ProtektorINVESTs vurdering

Udviklingen i den korte del af den danske og europæiske rentekurve vil i den nærmeste fremtid få stor betydning for ProtektorINVEST og alle investeringsmarkeder.

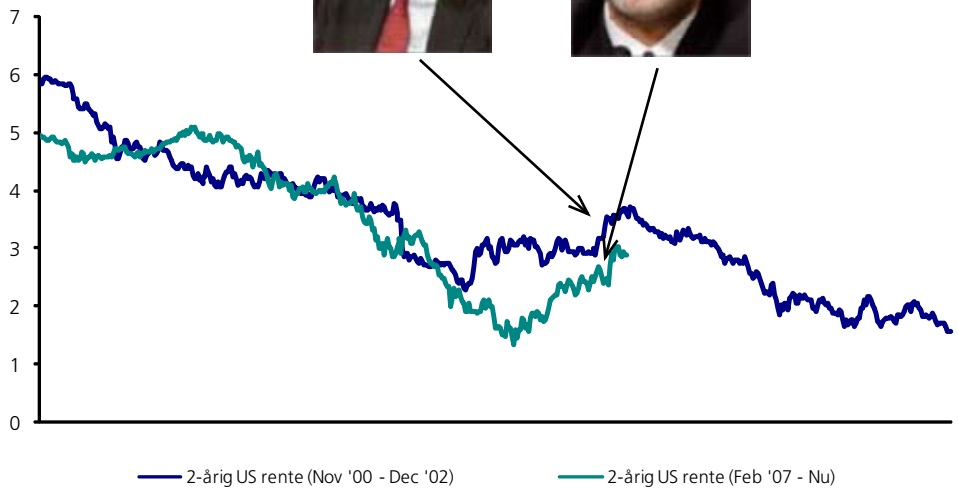
Selskabet har blandt andet set på, hvad der umiddelbart udløste den kraftige rentestigning. Størstedelen af stigningen skete i forbindelse med, at centralbankcheferne for USA og Europa, Trichet og Bernanke for nylig advarede om inflation og mulige renteforhøjelser. Advarslen om inflation burde på ingen måde have været ny for markederne, da nøgletallene gennem længere tid har vidnet om et højt inflationsniveau. Vi har spurgt os selv, om der er fortilfælde med sådanne udmeldinger og pludselige kraftige renteskift, og om centralbankernes udtalelser er gode indikatorer for den fremtidige renteudvikling.

Renteudviklingen for den 2-årige amerikanske rente (forskudte perioder)

"…recent evidence increasingly suggests that an economic expansion is already well under way."
Alan Greenspan, March 2002



"…the risk that the economy has entered a substantial downturn appears to have diminished over the past month or so."
Ben Bernanke, June 2008



Man skal ikke lang tid tilbage for at finde en næsten parallel udvikling i de 2-årige renter. Den gang var centralbankernes udtalelser, som det fremgår af figuren bestemt ikke en god indikator for renteudviklingen.

Med lang tids overforbrug og gældsætning i de fleste vestlige økonomier, kreditkrisen, høje olie- og fødevarepriser og på det seneste et væsentligt højere renteniveau er det ProtektorINVESTs vurdering, at der er en stor sandsynlighed for en kraftig og formentlig langvarig opbremsning af verdensøkonomien. Det vurderes derfor også, at der er en høj sandsynlighed for, at inflationen vil stabilisere sig eller aftage fra det nuværende høje niveau. Desuden er opfattelsen, at den korte ende af rentekurven med forventninger om renteforhøjelser på 0,75 % inden for et år allerede indiskonterer en usædvanlig skarp og aggressiv politik fra ECB´s side. Det er ikke ECB´s stil. ECB går pragmatisk til værks og overreagerer normalt ikke i hverken nedadgående eller opadgående retning.

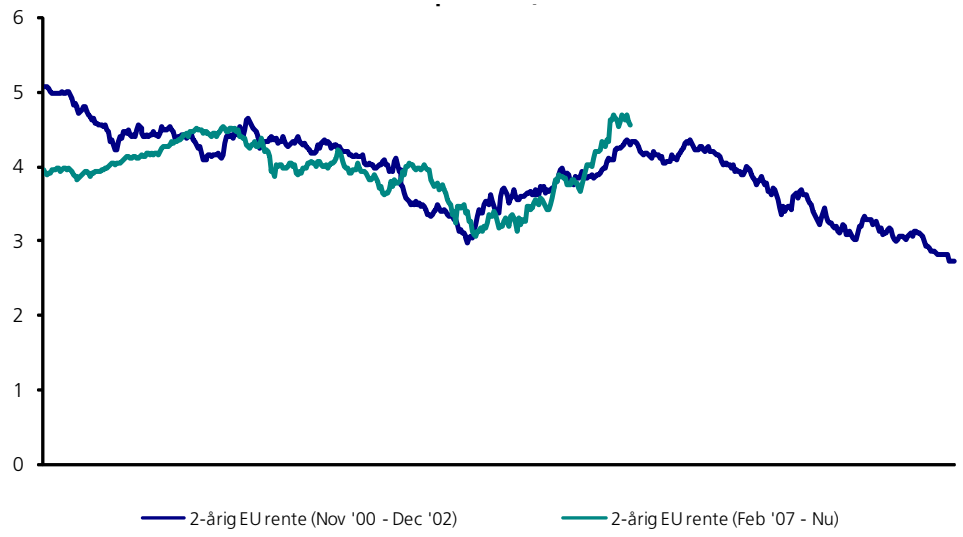
Det at reagere på basis af centralbankernes udtalelser fører heller ikke for de europæiske renters vedkommende nødvendigvis til et godt resultat jvf. grafen på sidste side.

Den beskrevne opfattelse af økonomien lægger naturligvis op til forsigtighed ved køb af de mere risikofyldte aktivklasser som aktier og REITs og favoriserer alt andet lige en høj andel af aktiver med en lav risiko såsom korte obligationer.

Uanset vurderingen af verdensøkonomien, herunder især USA og Europa, er det dog vores opfattelse, at selvom aktiemarkederne er faldet en del tilbage i det seneste års tid, er de generelt set stadig langt fra billige. Aktiekurserne indiskonterer således stadig ikke en tilbagevenden til et normaliseret eller lavt indtjeningsniveau.

Gældsætningen i de seneste år har haft stor betydning for verdensøkonomien og har været en forudsætning for virksomhedernes i historisk henseende usædvanlig høje indtjening. Den står nu med al sandsynlighed for at blive afløst af en periode med høj opsparing og dermed lavere forbrug og investeringer. En sådan udvikling vil sammen med de tidligere nævnte faktorer påvirke virksomhedernes indtjeningsniveau negativt og dermed også med stor sandsynlighed øve en negativ indflydelse på aktiemarkederne.

Renteudviklingen for den 2-årige europæiske rente (forskudte perioder)



En opbremsning i økonomien vil isoleret set heller ikke være positivt for REITs. Mindre nybyggeri og potentielt lavere renter vil dog begrænse den negative effekt heraf. Udviklingen for den enkelte REIT vil imidlertid i udpræget grad afhænge af, hvilken ejendomstype og hvilket land/område den er eksponeret i mod. Tyske boligejendomme vurderes eksempelvis at være ret immune over for en mere sløj konjunkturudvikling. Disses prisudvikling har således haft et fladt forløb i årtier, efterspørgslen er svagt stigende, og der er i gennem mange år kun blevet bygget ret få nye ejendomme.

I ProtektorINVEST ser vi fortrøstningsfuldt på den langsigtede udvikling for selskabet, men anser det imidlertid også som meget sandsynligt, at det kommende halvår vil byde på udfordrende markeder, hvor det er tænkeligt, at der atter en gang vil ske dramatiske ændringer i markedsdeltagernes fokus og i deres syn på de enkelte aktivklasser.