

**15-09-2008**

**16. udgave**

**7. årgang**

Leveret i PDF-format

via email

Kr. 600,- halvårligt

Kr. 800,- helårligt

MAGASINET

# Aktieinfo

Viden og indsigt - vejen til gode afkast

## INDHOLDSFORTEGNELSE:

### **Side 2 – 7: Aktiekommentar**

Down side risiko 8-9%. Stor Upside når vi kommer gennem krisen, og det kan være nært forestående. Læs hvorfor vi er så optimistiske.

### **Side 7 – 10: Danske MidCap aktier.**

Mindre danske børsnoterede selskaber er faldet markant i kurs i år. Det er ved at være tid til at købe, og vi udvælger dem som vi synes bedst om.

### **Side 10: Mærkelige kursudsving.**

Hvad sker der i Mols-Linien, Rella Holding og Parken?

### **Side 10 – 12: Papirindustriens Turn-Around**

Nu skulle den være god nok – papiraktierne er klar til Take off.

### **Side 12 – 13: Nokia**

Fra kurs 26 til 14. Det er snart tid til at købe.

### **Side 13 – 14: Topo Target**

Betragtninger fra investormødet den 11-09. Interessant aktie, men stor risiko.

### **Side 14 – 16: Præsidentvalget i USA**

Hvad vil det betyde for den amerikanske økonomi? Og er der belæg for at tro/håbe på bedre tider med Obama eller McCain?

## **AKTIEKOMMENTAR**

Nerverne slides ned i lighed med finanssektorens styrke. Vi nærmer os afslutningen af kreditkrisen og dens ringvirkninger. Efter vores bedømmelse er Subprime-krisen i USA overstået for 2/3 vedkommende og der udestår med andre ord de sidste omgange i dette forløb. Risikoen for en fornyet omgang af tab i Europa synes ikke at være latent, idet man her har ført en mere stringent nedskrivningspolitik og ikke benyttet salami-metoden med trinvis nedskrivninger for at trække tiden ud og håbe på det bedste. Desuden har bankerne i Europa i vid udstrækning gennemført store aktietegninger og har derigennem genvundet kapitalstyrken, mens investorerne i USA er behårde over for den slags initiativer. Ledelsen må i amerikanske banker selv opdrive nye penge hos nye investorer uden at genere de eksisterende ejere med andet end en moderat discount for disse nye aktiers pris. Sådan er vilkårene – der kastes ikke gode penge efter dårlige.

### **Brandslukning i finanssektor**

September har ellers budt på et flere spektakulære Events. De to centrale realkreditformidlere, **Fannie Mae** og **Freddie Mac**, er begge sat under administration af Forbundsregeringen. Formen udgør en ny udgave af et kompromis, der ikke indebærer hverken statskontrol med ejerskabet eller reduktion af værdien af den udestående gæld. Faktisk er en række spørgsmål omkring grænsen for Statens medvirken fuldstændig uklar, hvilket dog synes at bero på politisk ønske om at håndtere to modsatte hensyn: på den ene side vil man genskabe tilliden, og på den anden side søger man at påstå at operationen slet ikke vil koste Staten nogen udgift, hvorved den traditionelle modstand mod regeringsindblanding lettere nedtones (valget forestår jo i november, og det hele skal helst holdes flydende uden klarhed omkring udgiften længst muligt). Konklusionen er derfor, at Staten med sine

tilsagn næppe er i stand til andet end at yde fuld støtte uanset hvilket forløb udviklingen antager, og man har behændigt udskudt ansvaret og den praktiske håndtering af den følsomme opgave til næste regering.

Ud over problemerne omkring ejendomsfinansieringen er banksektoren ramt af direkte problemer. **Lehman Brothers** har forgæves søgt at opnå kapitalindsud, prøvede så en opsplittning med delvise frasalg uden at få tid hertil før gong-gongen slog og det hele i stedet nu ender med en kæmpefallit. Tilliden er generelt anfægtet, da alle banker er ekstremt ustabile angående "funding" (fremskaffelse af penge), hvorfor selv store firmaer hurtigt kan havne i en presset situation.



Selveste **Merrill Lynch** har besluttet sig for at lade sig blive overtaget af **Bank of America** for 50 mia. USD, der dog erlægges i form af aktier og dermed fortsætter spillet under en ny paraply. ML har ca. 16.000 medarbejdere, mens Lehman Brothers har været bemærkeseværdig ved at have haft præcis samme økonomisk størrelse som **Danske Bank** men lidt flere ansatte (i alt 28.000). **Washington Mutual**, der er USA's største sparekasselignende finansforetagende, er ligeledes udsat for gentagne kraftige nedskrivninger og en forandring af virksomheden ser ud til at være påkrævet for at redde stumperne.

Hellere én fugl i hånden end ti på taget. Vær tilfreds med den opnåede gevinst.

**AIG** (forsikring) oplever sin egen særprægede nedtur med uklare økonomiske forhold og voksende mistillid. Hele finanssektoren er under beskyndning.

Endvidere er **Old Mutual** (engelsk-sydafrikansk selskab, især aktiv inden for langsigtet opsparing til pension og livsforsikring, herunder det tilkøbte **Skandia** i Sverige) blevet ramt af store tab af værdi på en hel række punkter, der samlet førte til udskiftning af topchefen som konsekvens. Det er et interessant eksempel på anden runde-effekt af nedturens vanskeligheder. Mange selskaber inden for Liv&Pension har akkumuleret voldsomme tab på både aktier og placeringer i Funds af mange slags plus Subprime-lån o. lign. Krisen kradser.

### **Trendvending på råvarer**

En række markeder oplever afgørende knæk i trenden opad og reversering af langstrakte opture. Det gælder råvarer af mange slags (især olie), USD værdien der er steget igen, Yen hvor Carry Trading (lån i billig Yen med placering af pengene i alle mulige aktiver) ser ud til at blive afviklet. En omfattende forandring med nedtrapning af spekulation synes at være i gang, ligesom det kinesiske aktiemarked har formået at bevæge sig ned til 2.000 fra en top lige over 6.000 for Shanghai indekset. Dermed er denne truende børsbombe blevet demonteret uden krise. Her forventer vi et decideret Rebound.

Interessen for Emerging Markets er ligeledes for nedadgående, og her er Rusland udsat for tilbagetrækning af penge i stort omfang efter landets særprægede invasion af Georgien og klare markering af at Rusland agter at justere sine ydre grænser efter egen vilje.

Nedkølingen af økonomien registreres stadig tydeligere. Stagnation kendetegner nu alle de industrialiserede lande. Selv i Kina er man utilfreds med væksten - uagtet den ligger på ca. 9 %. Inflationen udvikler sig heldigvis nu i positiv retning, idet olieprisens fald begynder at slå igennem

varekæden. Dermed reduceres presset på renten.

### **De vigtigste udfordringer**

De fire største udfordringer for aktier og økonomien har været: Subprime-krisen (ejendomsmarkedets nedtur i bredere forstand, hvor Subprime repræsenterer køberne i sidste fase på vej opad), den ekstremt høje oliepris, Carry Trading og Kina-boomet for aktierne.

De to sidstnævnte forhold er bragt ned, idet Carry Trading (der afspejler recirkulering af penge ud af Japan fra handelsoverskuddet akkumuleret op i den enorme valutareserve) fremdeles indebærer mulighed både for fortsat stigning i Yen værdien og store kursudsving.

Kina aktierne synes decideret at have mulighed for et Rebound af stor størrelse straks risikoen for recession (truslen mod eksportindtægterne) fjernes.

Subprime og ringvirkningerne herfra er blevet forsinket af myndighedernes støttebestrebelse og frygt for store sammenbrud. Samme mekanisme ser ud til at være baggrunden for de gentagne nedskrivninger med tab det ene kvartal efter det andet hos bankerne (salami-metoden). Uanset dette forekommer den afsluttende fase af den amerikanske ejendomskrise at være forestående og den burde kunne ebbe ud i løbet af Q4 (eller Q1 2009, hvis det hele trækker ud).



### **Olieprisen falder**

Endelig udestår så problemet med olieprisen, hvor trenden opad blev brudt med 147 USD for Brent som top, men nedturen har fortsat ikke nået så stor en dimension, at der på ny er fred og ingen

Hellere én fugl i hånden end ti på taget. Vær tilfreds med den opnåede gevinst.

fare. Der mangler et dramatisk dyk til omkring 80 USD, der nu må vurderes at være det maksimale verden vil kunne holde økonomien kørende på uden at spolere væksten afgørende.

De negative faktorer reduceres – men det tager tid. Kreditmangel kan påstås at være en ny vinkel med udgangspunkt i Subprime-tabene, ligesom kurstabene på aktiebeholdninger og tab på långivning vil indebære udhuling af kapitalstyrken hos pensionsforvalterne og dermed reduceret risikovilje i en periode efter at solen igen er begyndt at skinne. Det bliver en slags "tømmermænd".

En ny negativ faktor er desuden under opbygning. Indtjeningen i selskaberne presses, og Q3 tallene vil sandsynligvis vise mathed i et omfang, der vil bekræfte pessimisterne i deres frygt for fremtiden. Yderligere er udsigterne for Q4 endnu værre, og disse forventninger skal jo udmeldes fra selskabernes side. Samlet tegner oktobers bølge af ny regnskabsinformation derfor ikke lys.

### **Positive tegn for aktierne**

Den positive side har to påvirkningsmekanismer med vægt. For det første er børskurserne så lave, at mange stærke virksomheder nu anser tiden ideel til ekspansion via Take Over af især børsnoterede selskaber, hvor værdierne er kommet langt ned og aktionærene modtager bud med glæde. Kreditmanglen indebærer, at købersiden skal råde over stor økonomisk styrke, og dermed bliver der tale om spredt fægtning i få udvalgte selskaber. Køberne har gode odds for at opnå succes, idet sælgerne ofte er modne til at afhænde deres aktier mod en overpris og risikoen for at blive overtrumpet af konkurrerende bud er begrænset for tiden.

For det andet er den amerikanske valgkamp nu ved at tage form for alvor. Økonomien og USA's fastlåste stilling i Mellemøsten (Irak i centrum) udgør de vigtigste udfordringer. Columbusægget er at reducere olieafhængigheden definitivt og

dermed forandre et vigtigt led i samfundets struktur omkring transport med biler. Hvis denne uheldige afhængighed ændres vil man som en slags bivirkning med et snuptag ligeledes have klaret CO<sub>2</sub>-reduktionen, som jo anses for politisk ønskværdig. Det er særdeles positivt at begge partier erkender den uholdbare strukturs alvorlige konsekvenser og synes villige til at foretage langsigtede beslutninger der vil kunne forandre bilernes udformning fundamentalt.

Økonomisk styrkelse af USA er under alle omstændigheder påkrævet for den nye regering, der ellers vil kunne imødesee en lang årrække med problemer og brandslukning. Bush-regeringens sløvhed vil blive afløst af ny energisk indsats. Såfremt Obama (Demokraterne) overtager magten vil et generationsskifte desuden fremstå tydeligt med håb om omfattende forandringer i det amerikanske samfunds forhold i de kommende 4 år.

Den dramatiske krise på finanssektoren afspejler, at den gensidige tillid er lav. Lehman Brothers ville nærmest i sig selv påføre en eventuel køber mistillid fra starten, og økonomisk solide banker (i det omfang sådanne kan anses at eksistere i øjeblikket) holder sig derfor væk. Nu skal der ryddes op og tabene fordeles ud blandt kreditorerne. Federal Reserve er desperat for at undgå domino-effekt, og her reduceres kravet til sikkerhed for at kunne tilføre yderligere likviditet. Aktier kan nu deponeres som sikkerhed i centralbanken, der ligner en almindelig bank mere og mere – men med en snæver (eksklusiv?) klub af store kunder.

Afviklingen af åbne positioner hos Lehman vil tage fart, og det kan medføre særprægede kursspring både op og ned. Short Selling kan jo indgå, ligesom olieprisen formentlig vil blive synligt påvirket. Den spekulative boble i verden vil dermed blive lidt mindre, og basalt set må det hilses velkommen.

Hellere én fugl i hånden end ti på taget. Vær tilfreds med den opnåede gevinst.

Lehman var anfører i placeringen af **Carlsbergs** aktier i forbindelse med 30 mia. DKK tegningen, og netop den type af transaktioner kan nu vise sig at trække spor, da aktierne i virkeligheden næppe er kommet særligt langt væk fra Lehman-sfæren. Nye øjne vil muligvis se anderledes på potentialet og ikke tænke på provisionerne ved placeringen, der jo nu er historie. Det bekræfter at Carlsberg-aktiens svage epoke endnu ikke er overstået. Pas på.

### **Danmarks egen finanskrise**

I Danmark er **Roskilde Bank** blevet et stort statsligt firma med ønske om videresalg og oprydning, hvilket har startet angreb på finanskunderne i kreditbogen, der angiveligt mangler styrke.

**Forstædernes Bank** er heldigere ved at modtage et tilbud om overtagelse fra **Nykredits** side, men ressourcerne her er



trods alt også begrænsede. **Svenske Handelsbanken** vil gerne overtage **Lokalbanken i Nordsjælland** og tilbyder en flot pris på 300 DKK mod 130 noteret inden dette bud. **SAS** er ligeledes emne for spekulation om forandring, idet ledelsen erkender at en større ramme må findes for at sikre fremtiden for firmaet. Aktiekursen er derfor rykket op fra knapt 40 DKK til underkanten af 50. Prisen bliver næppe høj (markedets rygter angiver 75 SEK=59 DKK som idé) men det afhænger mere af viljen og EU-godkendelsen end selve indholdet i koncernen. OK hos EU-kontrollen sikres formentlig via politisk pres på forhånd.

Eksemplerne viser, at der trods alt er gang i forandringer og strukturen ændres med opkøb i den pressede situation, hvor aktionærene pludseligt er blevet til at tale fornuft med. Påvirkningen er positiv men begrænset i forhold til frygten for recession, krise og nedtur. Håbet skal komme fra et spektakulært drop i olieprisen samtidig med at oprydningen i finansmoradset skal færdiggøres. Det trækkes jo desværre i

langdrag via de pågældende finanslederes desperate bestræbelser på at inddrage samfundets store pengepung til betaling af sektorens eskapader og de politiske leders svage position over disse fagfolk og dermed følgagtige adfærd. Processen forlænges og forsinkes herved. Resultatet bliver næppe bedre, men formentlig "blødere" med mindre dramatik. For aktierne betyder tidsfaktoren dog at tålmodigheden prøves og kan slippe op før vendepunktet nås.

### **Patienten i bedring**

Udsigten for markedet er således, at de vigtigste forhold langsomt forbedres, men tempoet medfører at aktørerne i vid udstrækning mister modet og trækker sig ud af markedet, hvorved pengene trækkes væk og kurserne presses ned. Til gengæld står de samme penge klar ude på sidelinjen til at deltage i eventuelle Rallies opad, så snart sådanne begynder at tegne sig.

Den hårde løsning med frygt for recession, kursfald på aktier og fremprovokeret fald i olieprisen synes med andre ord at blive udfaldet. Kina-boblen og Carry Trading følsomheden ser derimod ud til at være klaret og udgør ikke længere en alvorlig eksponering.

Kreditkrisen er et alvorligt og reelt problem, men det handler trods alt om fordelingen af allerede udlånte penge – får kreditorerne dem eller ej? Bankerne har under opturen stået centralt placeret som generator for boomet ved at yde kredit til lav rente, og derfor skal der her foregå en omfattende strukturforandring (koncentration frivilligt eller via fallitter).

Hvis oliebelastningen, der udgør et konstant dræn i købekraften plus er en tung inflationær faktor, reduceres eller helt forsvinder, vil optimismen igen blomstre op. Samme mekanisme kan præsidentvalget i USA få. De positive faktorer begynder at rykke nærmere og få større indflydelse. Ved at helt at holde sig fra placering i banker og Finans kan man som investor i det mindste undgå den direkte risiko og i stedet satse

Hellere én fugl i hånden end ti på taget. Vær tilfreds med den opnåede gevinst.

målrettet på andre og mere dynamiske virksomheder.

### **8-9% ned for aktierne**

Vi ser Dow Jones (11.421) udsat for test af 11.000 med 10.400 som den afgørende bund, der muligvis også skal afprøves.



Der er med andre ord ca. 8-9 % Down Side Risk, og vi anser ikke et regulært nedbrud for sandsynligt herfra (altså igennem 10.000 ned ad). Aktierne har allerede klaret det meste af nedturen via den trinvis udvikling igennem det seneste år. Det akkumulerede kurstab fra Nytår ligger på ca. 25 % i Europa generelt. I Danmark er det faktisk mindre med "kun" 17,5 %. Olien handles d.d. i 95 USD for Brent og 99 USD for WTI. Tempoet ned ad er således ikke hurtigt men i det mindste klart. Teknisk er C20 særdeles dårligt sted i øjeblikket efter at 390 punktet blev passeret nedad. Næste stop ligger nede omkring 365. C20 kommer således måske her for anden gang (første gang var det frie fald midt i januar under SG-likvideringen) og en dobbelt YY formation kan dermed blive udgangen på affæren. Samlet mener vi fremdeles, at forholdene ikke udgør indledningen til en dyb nedtur men afslutningen på den mere end et år lange Subprime-krise. Et holdbart Rebound er derfor det langsigtede perspektiv man skal forholde sig til i synet på forholdene fremover. Forudsat olieprisen vil forblive på et rimeligt og ufarligt niveau (under 80 USD) kan aktierne hurtigt indlede en optur med dannelse af en holdbar, positiv trend. Det skal være slemt før det bliver godt – og det slemme er

indtrådt. Her vil vendepunktet kunne fremkomme.

### **Sandsynlig optur for aktierne**

Der findes naturligvis flere måder at anskue tingene på, men vi fastholder altså vores optimisme omkring aktiernes muligheder til trods for mange negative udfordringer på kort sigt. Verden er som helhed præget af voldsomme problemer i Finanssektoren, gearede investeringer lukkes ned og presser generelt priserne på værdipapirer yderligere ned, boliger er sat på udsalg, og globaliseringen gør at hele Verden hænger sammen.

At vi ser et yderst begrænset Down side Risk for aktierne og endda spår markante efterfølgende kursstigninger på 2-3 års sigt er baseret på en vigtig forudsætning: Olieprisen fortsætter sit prisfald ned under 80 USD pr. tønde. Kun derved demonteres inflationsbomben, idet prisfald på olie med stor sandsynlighed også vil få andre råvarer til at falde i pris. Får vi samtidig en stabilisering eller styrkelse af dollaren (ny præsident indgyder ny optimisme) vil de globale økonomier med stor sandsynlighed igen kunne komme op i fart.

Verden er ikke gået i stå, men økonomien vokser med mindre hastighed, end vi har været vant til. Der er en markant forskel fra 30'erne og i dag. Dengang blev der ikke taget vare om problemerne – det gør der i dag, hvor politikerne har travlt med at forlænge opturen mest muligt (skattelettelser m.m.). Den enkelte forbruger står langt bedre end for få år siden. Trods prisfald på boliger er der stadig store friværdier, pensionskonti bugner, mange familier har to biler, vi rejser som aldrig før osv. Den købedygtige ældre generation forventes at fortsætte med et relativt højt forbrug. I USA er der klart størst problemer for mellemklassen og de dårligst stillede. Men amerikanerne er et optimistisk folk, og ny dynamik i Det Hvide Hus kan smitte af nedad i hele systemet.

BRIC-landenes økonomier vokser fortsat med voldsom hastighed, og hele

Hellere én fugl i hånden end ti på taget. Vær tilfreds med den opnåede gevinst.

Mellemøsten er præget af ledige penge. Der vil i de kommende år blive anvendt enorme pengemæssige ressourcer på infrastruktur, miljøforbedringer, og store befolkningsgrupper er på vej mod en velstand, som gør dem i stand til at købe de varer, som vi i vores del af Verden anser som naturlige. Et eksempel på at Verden ikke er gået i stå er, at den brasilianske mineindustri har hævet estimatet for investeringer i nyt udstyr til minedrift fra 42 mia. USD til 57 mia. USD.

Vi tror derfor, at krisen bliver overstået indenfor nær fremtid. Det er snart tid til igen at se fremad. Måske skal vi have en decideret kapitulationsfase, hvor vi tester ovennævnte ydergrænser og hvor ingen tror på fremtiden. På det tidspunkt skal man lægge stenene til de kommende års gevinster ved at købe, når ingen andre tør/vil. Efter vores opfattelse af de langsigtede markedsforhold forestår der en decideret kraftig optur, når vendepunktet er passeret. Toppen i dette forløb må skønnes at ligge et par år ude i fremtiden på niveauer som vi slet ikke har set endnu, altså nye All-Time-High rekorder. Først derefter skal man tage de kulsorte briller på og bero sig på en markant nedtur for aktierne og økonomien generelt.

## **MID-CAP AKTIER**

Mens det store toneangivende C20 indeks i Danmark i år er faldet med 18%, er det gået langt værre for de mindre aktier noteret i Mid-Cap indekset. Her nærmer kursfaldet sig nemlig 40%. I de gode år steg Mid-Cap aktierne med næsten dobbelt så meget som C20 aktierne, så det hele hænger sammen. Mid-Cap aktier er sjove at have i depotet i opgangstider, hvor begrænset udbud af aktier i omløb sikrer et sælgers marked, hvor køberne må byde voldsomt op i pris for at sikre sig de ønskede aktier. Når køberinteressen forsvinder eller svinder ind, går det imidlertid lige modsat. Selv små salgsordrer kan få aktier til at falde markant i kurs.

Vi forventer bedre tider for aktierne generelt på 6-12 måneders sigt, idet vendepunktet synes nært forestående. Derfor er det værd at se nærmere på de aktier, som er faldet markant i kurs, men som har en indre styrke og gode fremtidsudsigter, og hvor aktiekursen med en stor sandsynlighed er blevet banket for voldsomt ned. Når man handler i Mid-Cap aktier, skal man dog altid tilpasse sin indsats til forholdene omkring udbud og efterspørgsel i aktien. Altså træd varsomt og køb kun hvis man kan identificere sig som value-investor, og derfor har tid (tålmodighed) og råd til at vente og ikke kræver at køb skal ske nøjagtigt på bunden.

### **DLH (kurs 47)**

er i udpræget grad en value case. Ikke desto mindre er selskabets aktiekurs på 1 måned faldet fra kurs 70 til nu 47. Indre værdi er i niveauet 90. Det skal virkelig gå meget galt, såfremt man ikke som minimum får sin indsats tilbage ved at købe aktien. Vi kan dog ikke sige om aktiens kursfald stopper ved 47, ved 46 eller lavere.

DLH er ramt af opbremsningen i byggesektoren. Ledelsen formåede dog i år på bedste vis at frasælge byggematerialedivisionen med en attraktiv avance på 580 mio. kr. Resultatet af den videreførte virksomhed vil for indeværende år kun give et nulresultat på grund af ugunstige forhold ved opbremsningen af økonomien.

På grundlag af ovennævnte frasalgs er der råd til opkøb af egne aktier og at købe af nye aktiviteter. Måske en indtrængen på det amerikanske marked, hvor køb synes at kunne ske på gode vilkår?

2008 bliver derfor ikke noget godt år indtjeningsmæssigt. Det skyldes bl.a. at lagre nedbringes hos koncernens kunder i detailledet. Før eller siden er lagrene kommet ned på et niveau, som igen vil kræve ny efterspørgsel. I disse miljøtider er det værd at hæfte sig ved, at byggeri i træ reelt er CO<sub>2</sub> neutralt i modsætning til energikrævende materialer som stål,

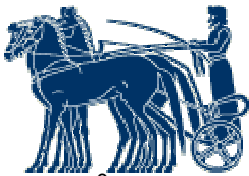
Hellere én fugl i hånden end ti på taget. Vær tilfreds med den opnåede gevinst.

cement eller mursten, hvilket bør kunne give øget efterspørgsel efter trævarer de kommende år.

I normale år kan DLH præstere en overskudsgrad på 5,5%. Selskabet er dollarfølsomt og tjener mere, jo højere dollaren er. I et normalt år kan overskuddet estimeres til 250 mio. kr. før skat. Det vil svare til en P/E på kun 5. Det bliver "normale" tilstande igen hos DLH – muligvis allerede næste år. Upsiden er så stor, at den er værd at vente på.

### **Auriga Industries (kurs 156)**

steg til et kursniveau over 200 før gassen gik af ballonen. Det går fremragende hos Auriga, men kursudviklingen blev måske lidt for optimistisk på kort sigt. Nu er der kommet mere ræson over tingene, og langsigtede køb kan så absolut overvejes nu. Baseret på halvårsregnskabet ser det unægtelig godt ud for Auriga. Omsætningen steg med 47% til 3.076 mio. kr. Med en EBIT-marginal på 11% endte EBIT på 347 mio. kr.



For helåret forventer ledelsen en omsætning på 5.500 mio. kr. og et resultat før skat på 440-490 mio. kr. Omsætningen er normalt altid skævt fordelt hos Auriga, men alligevel skal man have temmelig sorte briller på for ikke at kunne spotte muligheden for en opjustering senere på året.

Planen frem mod 2010 blev af ledelsen fastholdt, hvilket tilsiger en omsætning næste år på 5.900 mio. kr. og en EBIT-margin på 10%. Aktien handles til en P/E (08) på 11 og en P/E (09) på blot 9. Umiddelbart synes aktien at være købsværdig for en stigning op til +200. Påvirkningsfaktorerne er meget uforudsigelige, idet det drejer sig om eksempelvis vejrliget, hvor tørt vejr kan tilsige høj efterspørgsel efter visse produkter og omvendt. Desuden er Auriga

dollarfølsom, hvilket for nærværende, hvor USD er steget med næsten 10% siden halvårsregnskabet, er til gavn for selskabet.

### **SimCorp (kurs 686)**

er på en måned faldet fra kurs 925 til nu 686. Det kunne derfor ligne en oplagt opsamlingskandidat, men det er endnu knapt nok tilfældet. Aktien var nemlig forud for kursfaldet kommet alt for højt op i pris, og den korrektion vi har set er reelt for lille. Det går godt for SimCorp som har haft en stigning i omsætningen i første halvår på 11%. Trods svære markedsforhold er EBIT-marginalen flot med 13,1% - dog ned fra 16,4% sidste år.

Selskabet nedjusterer estimatet for helåret en anelse fra 175-185 mio. Euro til nu 170-180 mio. Euro. EBIT-marginalen forventes at lande i niveauet 21-24% mod før 22-25%.

Uanset de gode intentioner og de umiddelbart flotte indtjeningsmarginaler er det et faktum, at aktien stadig handles til en P/E (08) på 14-15. Aktien er lidt for dyr, og bør komme ned omkring 625-650 for at et køb kan ske med et rimeligt forhold mellem risiko og afkast.

### **ØK (kurs 280)**

har været udsat for et stort kursfald fra 380. Det går umiddelbart godt, men at der er alvorlige risikofaktorer, som man ikke bør negligere. Således er koncernens største og bedst indtjenende division EAC Foods (Plumrose) placeret i Venezuela. Landets præsident, Hugo Chavez, har vist, at han uden problemer kan finde på at nationalisere udenlandske selskabers ejendomsret i landet. Hvorvidt det kan ske for ØK vides ikke og ingen tør tænke den tanke.

EBIT i første halvår steg til 264 mio. kr. (228 mio. kr. sidste år) trukket af en stigning i indtjeningen i EAC Foods på 23%, 9% i flyttedivisionen og en nedgang på 4% i ingrediensdivisionen.

For helåret estimerer selskabet en to-cifret vækst og en omsætning på ca. 5.200 mio. kr. (4.400 sidste år) og et EBIT-resultat på 540 mio. kr. Skønnet er baseret på en

Hellere én fugl i hånden end ti på taget. Vær tilfreds med den opnåede gevinst.

USD/DKK kurs på 4,8. Dollar er siden steget med 10% til gavn for ØK. Vi ser dog risiko for at skønnet for omsætningen ikke holder, da der ud af en estimeret omsætning på 5.200 mio. kr. kun er nået 2.347 mio. kr. i første halvår. P/E (08) kan udregnes til 13 på baggrund af selskabets estimat. Vi mener aktien fortsat er lidt for dyr og opfordrer til at afholde sig fra et engagement indtil aktien kan købes i niveauet 250.

### **DFDS (kurs 470)**

er på en måned blevet banket ned fra 650 til nu 470. Vi finder kursfaldet berettiget, idet kursen var kommet alt for højt op. Omsætningen er i første halvår steget med 4%, mens overskuddet er faldende. DFDS Seaways har vigende trafik med passagerer. Det store problem er dog stigningen i olieprisen, der rammer både fragt- og passagerdrift. I det hele taget bærer regnskabet præg af en vis portion modgang, som næppe kan rettes op på kort sigt. Aktien kan derfor komme under yderligere pres, og vi opfordrer til at man afventer engagement i aktien.

### **H+H International (kurs 800)**

er som en konjunkturfølsom byggematerialeleverandør blevet utroligt hårdt ramt på økonomien og dermed også på aktiekursen, som er drattet ned fra 1.200 på en måned.

Udsigterne er da absolut heller ikke de bedste for branchen, og derfor forventer H+H nu et stærkt reduceret overskud på 40-60 mio. kr. mod før 140-160 mio. kr. P/E (08) kan således udregnes til 30, og aktien er derfor dyr målt på dette nøgletal. Indre værdi kan udregnes til 773 pr. 30-06 og ud fra dette nøgletal er der værdi for pengene i selskabet.

Problemet er gælden, som er steget i de senere år i takt med åbning af fabrikker især i Polen. Samtidig med at gælden og kapaciteten øges, falder efterspørgslen. Det er ikke nogen god cocktail. Derfor lukkes en fabrik i England for at tilpasse sig den faldende efterspørgsel på dette vigtige marked. Vi har aktien i Modelporteføljen og vil ikke sælge den på det aktuelle

kursniveau, som vi betragter som værende nær en bund. Omvendt ser vi intet hastværk for nye investorer med at købe aktien. Pengene kan på et års sigt givetvis placeres bedre andetsteds. På længere sigt fastholder vi at aktien har et meget stort potentiale.

### **IC Companys (kurs 131)**

har sammen med **Bang & Olufsen** (kurs 205) klaret sig helskindet igennem den seneste måneds kursfald. Begge aktier havde taget forskud på sorgerne og var faldet markant i kurs. Disse to eksempler viser, at når en aktie med en vis indre styrke er faldet tilpas meget, ja så kan selv dårlige nyheder ikke presse kursen længere ned. IC Companys er konjunkturfølsom for ændringer i moden m.m., mens Bang & Olufsen sælger produkter i luksusklassen.



Trods hårde odds for at sælge luksusprodukter i en tid med mæthed i den globale økonomi, har B&O formået at komme med flere positive nyheder. Den nye topchef er på plads, og nu er der også kommet nye stærke kræfter ind i bestyrelsen i form af en kyndig salgsmænd fra **Hennes & Mauritz**. Der er publiceret nyheder om øget samarbejde med producenterne af luksusbiler, ligesom der er indgået aftale om levering af en kæmpeordre på musikanlæg til et stort hotelbyggeri i Mellemøsten. Vi mener, at B&O er nær en bund i niveauet 190-200 og at Upsiden er langt større end Downside risikoen. Anbefalingen er Køb. Vi afstår fra et engagement i IC Companys.

### **Finans- og ejendomsaktierne**

i Mid-Cap segmentet er alle faldet markant i kurs. Vi har dog ikke set bunden for disse brancher endnu. Vi tillader os at skære alle over en kam og anbefale vore læsere at

Hellere én fugl i hånden end ti på taget. Vær tilfreds med den opnåede gevinst.

holde sig fra denne type aktier i endnu en tid. Vi tror der kommer flere sager a la **Roskilde Bank**, men vi forventer at problemerne kan løses med hjælp fra Nationalbanken, Staten og andre pengeinstitutter. Det viser weekendens travle forløb i den lokale bankverden, hvor **Nykredit** har fremsat købstilbud på **Forstædernes Bank** og **Handelsbanken** på **Lokalbanken i Nordsjælland**. Nykredit oplyser dog samtidig, at man ikke er på bankrov og ikke agter at købe flere banker. Dermed er der afgivet en klar markering af, at Nykredit ikke direkte bakker hele kredsen af provinsbanker op. Aktionær bør ikke satse på redning af alle banker for enhver pris. Eksemplerne i USA omkring købet af **Merrill Lynch** og afvisning af at købe **Lehman Brothers** viser, at ingen kan vide sig sikre. Vi frygter derfor, at ikke alle overlever som selvstændige banker i Danmark. Ingen nævnt – ingen glemt.

## **MÆRKELIGE KURSUDSVING**

Nogle helt specielle forhold gør sig gældende omkring aktier i **Mols-Linien**, **Parken Sport & Entertainment** og **Rella Holding**. Fælles for disse tre aktier er, at ejersiden er præget af nogle meget store aktionærer. De to førstnævnte har på det seneste oplevet manglende køberinteresse med markante kursfald til følge. Mols-Linien er faldet fra 210 til 100, mens Parken kan begrænse sit kursfald til 25%. Mols-Liniens aktiekurs faldt da det kom frem, at aktionærer med en samlet majoritetsandel har bedt Handelsbanken sondere, om der er købere til aktieposterne og i givet fald til hvilken pris. Rederiet Clipper ejer i forvejen 30% af aktierne har udtalt, at rederiet ikke er interesseret i at købe majoritetsaktieposten til en pris over 75. Indtjeningsmæssigt er Mols-Linien negativt påvirket af den høje oliepris, men ellers er der ikke sket noget, som kan retfærdiggøre det store kursfald – ej heller den i de senere år store kursstigning.

Parken blev udsat for sælgerpres, da det i aviserne forlød, at storaktionæren (33%) Steen Larsen skulle have et stort mellemværende med Steen Gude i det konkursramte Stones Invest. Frygt for at Steen Larsen kunne blive tvunget til at reducere sin ejerandel i Parken fik aktien til at falde. "Don Ø" kom til undsætning, og bekendtgjorde at han personligt købte aktier i Parken.

Rella Holding har som formål at eje aktier i Aller koncernen, der er Nordens største udgiver af ugeblade m.m. Aller har en stor pengetank, mens der på det forretningsmæssige område er en mindre nedgang i oplagstallene for ugebladene. Rella handledes for to år siden til en toppris på 180, men valgte så at blive overført til Københavns Fondsbørs fra DanskAMP. Siden er kursen drattet fra 180 til nu under 60. Årsagen kan kun være en af to ting: Køberinteressen har svigtet eller kursen var kommet for langt op for to år siden. Nu og her ligner Rella en fornuftig investering for langsigtede investorer. Måske skal man ikke have travlt med at købe før eventuelt en kurs omkring 50.

Fællestrækket for de her nævnte cases i **Mols-Linien**, **Parken** og **Rella** er, at som privat investor skal man se sig godt for før man investerer i mindre aktier. Den lille investor bliver nemlig klemmt mellem de store, når der pludselig – uanset årsag – sker ændringer i ejerkredsen, eller hvis køberne holder sig tilbage og sælgerne kommer i overtal.

## **PAPIRINDUSTRIENS TURN-AROUND**

Nu skulle det være ganske vist – den europæiske papirindustri er på vej frem igen. Bag os ligger (forhåbentlig) fem års ørkesløs vandring præget af dårlig indtjening, faldende aktiekurser, kartelsager, ledelsesændringer og meget mere. Hvis styrkelsen af dollaren holder og olieprisen fortsætter sit prisfald, er der

Hellere én fugl i hånden end ti på taget. Vær tilfreds med den opnåede gevinst.

banet vej for markant stigende indtjening i hele branchen, og dermed den længe ventede forbedring af kurserne for skov- og papiraktierne. Nogle vil klare sig bedre end andre, og disse kommende mulige vinderaktier vil vi prøve at udvælge nedenfor.

At opturen for branchens børsnoterede selskaber kan blive markant skyldes ikke mindst, at store internationale porteføljeformidlere igennem de senere år har haft branchen undervægtet eller slet ikke med i porteføljerne. Når beviserne for en Turn-around indfinder sig - og det kan ske indenfor de nærmeste måneder - kan det føre til markant køberinteresse.

Udover at dollar- og olieprisudviklingen begunstiger branchen, er der også mange andre forhold som taler for at den ventede Turn-Around er nært forestående. Flere af selskaberne har for nylig skiftet ud i topledelsen, hvorved nye driftige folk er kommet til. Fælles for de nye ledere er deres fokusering på profit og nedbringelse af gælden, hvilket skal nås gennem besparelser og indskrænkning af kapaciteten i produktionen med stigende salgspriser til følge.

Vejen mod bedre indtjening er startet, og allerede nu er der blevet skåret markant ned i papirproduktionen i Europa.

### **Gevinstskabende tiltag**

Det seneste tiltag kommer fra finske **UPM-Kymmene**, der så sent som i uge 36 varslede lukning af fabrikker, hvilket vil nedbringe den årlige produktion af avis- og magasinpapir med hele 640.000 tons. Det er netop i disse to sektorer, at **Norske Skog** også er aktiv. Derudover valgte **Stora Enso** at varsle en produktionsbegrænsning på 140.000 tons indenfor magasinpapir og derudover skal der nedlægges 1.800 stillinger. Lederne i papirindustrien sætter nu for alvor vægt bag ordene – profitabiliteten skal genskabes og det gør investering i branchens aktier interessant.

Problemet for branchen er risikoen for svigtende efterspørgsel, såfremt de internationale økonomier for alvor bremser op. I så tilfælde kan producenterne af magasin- og avis-papir blive hårdt ramt i første omgang, idet der ikke er langt fra beslutningen om opsigelse af et avisabonnement til avisens beslutning om at bestille mindre avis-papir. Hvis verdenshandelen stopper op vil dette ramme producenterne af emballage specielt designet til transport af varer og producenter af karton.

### **Hvem står stærkest i branchen?**

Samlet kan det således konkluderes, at de selskaber som umiddelbart vil få størst gavn af dollarstigningen og faldet i olieprisen er **Röttneros, Stora Enso, M-real** og **UPM Kymmene**. I mellemgruppen finder vi **Holmen** og **Norske Skog**, mens **SCA** må vurderes at få mindst gavn heraf (sælger primært end-user forbrugerprodukter). De "sikre" valg synes således at være **Stora Enso** og **UPM Kymmene**, da de er blandt markedslederne, står stærkt finansielt og allerede præsterer overskud.



Vi vurderer dog, at selskaber som **Norske Skog** og **M-real** har et langt større potentiale, såfremt vi har ret i, at branchen som helhed er i starten af en Turn-Around. Men det er også i disse to aktier, at der er den største risiko. Begge kører med underskud, men det vurderes at den 10% stigning i dollarkursen som vi har oplevet i de seneste måneder vil føre til break-even for M-real og en halvering af underskuddet hos Norske Skog. Beskæring af produktionen vil alt andet lige kunne sikre stigende salgspriser ved de forhandlinger, som snart igangsættes med henblik på leverancer for 2009. Olieprisfaldet er endnu ikke slået igennem på bundlinien, da køb af energi sker på lange kontrakter. Før eller siden vil prisfaldet på olie, som især vil sikre lavere transport- og fragttudgifter i forbindelse med selskabernes

Hellere én fugl i hånden end ti på taget. Vær tilfreds med den opnåede gevinst.

eksportordrer, dog slå positivt igennem. Selve produktionsprocessen er meget el-krævende, ligesom der anvendes damp som normalt fremskaffes via træet og dermed er olieafhængigheden ikke så stor.

Gælden er i begge selskaber et problem, men det er også en udfordring, som der arbejdes på at forbedre. Fx har Norske Skog for nylig solgt fabrikker i Korea, hvilket indbragte omkring 4 mia. NOK til brug for nedbetaling af gælden. Det er værd at bemærke, at Norske Skog i Q2 2008 bogførte en gevinst på 1,3 mia. NOK skabt på baggrund af solgte energikontrakter. Værdien af energikontrakter andrager herefter 6,7 mia. NOK. Ledelsen har udtalt, at disse kontrakter kan sælges straks om nødvendigt, idet der ikke er salgsklausuler bundet op på kontrakterne. Nogle analytikere har omtalt risikoen for af Norske Skog i værste fald kunne gå konkurs, men det virker utænkeligt, også henset til de værdier der forefindes i de omtalte energikontrakter.

Decideret overskud kan i bedste fald forventes i 2009, men givetvis først i 2010. Investorerne positionerer sig imidlertid altid forud for at de realøkonomiske ændringer indtræffer, og det gør især M-real og Norske Skog interessante. Men risikoen er også størst her. Potentiale og risiko følges ad.

### **Stort potentiale**

På 12 måneders sigt mener vi M-real (1,19 €) kan stige til 3,0 €. Et aggressivt gæt lyder på hele 6,0 €, fx ved fremkomst af et bud på selskabet. Selvom prisdækket ser voldsomt ud, er det langt under den historiske top for aktien på 10 € sat i midten af 2002. For Norske Skog (kurs 27 NOK) ser vi et potentiale til 50 NOK på 12 måneders sigt og 80 NOK i bedste fald. Toppen blev set for blot et år siden i kurs 110 NOK.

## **NOKIA I VOLDSOM NEDTUR**

At være markedsleder er en styrke, som nogle gange bliver vendt til at være en svaghed. Nokia havde for eksempel styrken til at starte en regulær priskrig, som har ramt især **Motorola** så hårdt, at der nu er røde tal på bundlinjen hos denne amerikanske mobiltelefonproducent. Nokia startede priskrigen, men slutter den nu med stor sandsynlighed også. I hvert fald trækker Nokia sig ud af kampen, idet man ikke ønsker at miste profitabiliteten blot for at fastholde en høj markedsandel. Nokia lader nu resten af markedet om at kæmpe kampen færdig, og afslutningen kan komme meget hurtigt, da flere af konkurrenterne bløder økonomisk set.



For forbrugerne er Nokias skridt ikke godt, da der er udsigt til stigende priser på mobiltelefoner. Producenterne kan derimod se frem til forbedret driftsindtjening.

Nokia gik for en uges tid siden ud med en meddelelse om, at det vigtigste er at tjene penge frem for at besidde en høj markedsandel. Nokia trækker sig fra priskonkurrencen og forventer nu en vigende markedsandel i tredje kvartal, men sætter ikke tal på hvor lavt markedsandelen falder og hvor meget indtjeningen påvirkes heraf i dette kvartal. Salget må forventes at falde i tredje kvartal især i Kina, hvor Motorola fører hård priskrig.

Nokia er kendt for at levere meget troværdige meldinger omkring indtjeningsudsigterne og markedsforholdene. Vi må derfor kunne tro på meldingen fra Nokia om at tabet af markedsandel bliver kortvarig, og at selskabet forventer at vende meget stærkt tilbage sidst på året.

Verdens største mobiltelefonproducent med en markedsandel omkring 38% forventer en overordnet stigning i salget af

Hellere én fugl i hånden end ti på taget. Vær tilfreds med den opnåede gevinst.

mobiltelefoner i Verden i år 10% over niveauet fra 2007. Nokia forventer at afskibe 122 mio. enheder i det tredje kvartal, som der nu advares om. Lancering af et nyt produkt skulle være sket først i kvartalet, men ventes nu først at ske sidst i kvartalet med stigende salg i fjerde kvartal til følge. Nokia menes således allerede i fjerde kvartal at være tilbage på normal volumen omkring 38% markedsandel og med stigende indtjening til følge.

### **Aktien er faldet fra 26 til 14**

Aktien er i år faldet fra 26 til nu omkring 14, hvilket næsten svarer til en halvering. Det seneste kursfald fra 16 til 14 svarer til 12,5%. Er det berettiget eller ej? Ser vi på de faktiske tal omkring salg, indtjeningsevne, markedsmæssige forhold m.m. synes en kurs på 14 at være markant under hvad aktien burde koste. Investorerne har virkelig taget de mørke briller på, idet Nokia handles til en P/E på under 9 for indeværende år. Ved indgangen til 2008 handledes aktien til en P/E på 18. Indtjeningen er fortsat god, man klarer sig godt på det teknologiske område med udvikling af nye produkter m.m., man står stærkt qua den markedsmæssige førerstatus, der købes egne aktier og selskabet vokser fortsat. Desuden er det vigtigt at den næststørste sektor, Backbone, er under genopretning efter sammenlægning med **Siemens**. Alt andet lige burde aktien kunne trække en stigning til kurs 18, hvilket vil svare til en P/E under 12. Langsigtede investorer bør overveje opsamling i niveauet lige omkring 14.

## **TOPO TARGET**

Selskabet (10,5) deltog i mødet hos Dansk Aktionærforening i Kolding torsdag den 11-09, hvor vi fra Aktieinfo's side ligeledes præsenterede en vurdering af selskabets aktie såvel som en generel redegørelse for udsigterne for aktiemarkedet.

TopoTarget har god fremdrift i sine projekter. Det første produkt er godkendt

og lanceret i både Europa og USA under navnet Savene/Totect. Det er et hjælpe-kit til anvendelse i tilfælde af fejl ved kemobehandling, således at skadevirkningen kan reduceres. Produktet befinder sig i en lille niche. Vi vurderer værdien af det begrænsede salgspotentiale til at indebære en salgsværdi i størrelsen 250-300 mkr., når stillingen på markedet i løbet af et par år vil være tydelig.

### **Kræftmidlet Belinostat**

Den afgørende udvikling drejer sig om Belinostat, hvis anvendelse endnu ikke er indsnævret eller defineret præcist. Den anvendelsesmæssige afprøvning fortsætter, og produktet besidder gode egenskaber. Et interessant forhold er, at produktet både kan indgives ved injektion og som tablet.

Rettighederne tilhørte tidligere **CuraGen**, men i april blev disse købt tilbage af TopoTarget. Det indebar kontant betaling af 26 mio. USD, udstedelse af 5 mio. aktier og en betinget betaling på op til 6 mio. USD, såfremt produktet sættes i drift. Pointen er, at TopoTarget ønsker at finde en stor partner til at løfte Belinostat videre og foretage det omfattende arbejde med test, dokumentation og godkendelse samt endelig det efterfølgende salg.

### **(For) lille kassebeholdning**

Selskabets likvide beholdning udgjorde pr. 30-06-2008 kun 174 mkr., hvilket svarer til ca. et års Cash Burn. For 2008 skønnes et underskud i intervallet 195-220 mkr. Ledelsen satser således hårdt og målrettet på Belinostat, og en ny partner med "store muskler" skal findes hurtigt inden pengekasen løber tør. Den situation kender de pågældende naturligvis, og styrken i forhandlingerne er ikke stærk finansielt. Det haster, men produktet er til gengæld særdeles spændende. Hertil kommer så de andre projekters værdi, det første produkts værdi og værdien af selve organisationens personel og know how (going concern goodwill).

Oplæget fra ledelsens side er, at den afgørende partner skal findes i

Hellere én fugl i hånden end ti på taget. Vær tilfreds med den opnåede gevinst.

indeværende år. Her må det være vigtigt at kunne opretholde farten for R&D-indsatsen efter at der er foretaget en nedskæring for at reducere pengeforbruget. Målet er, at Belinostat kan komme på markedet allerede i 2010, men den slags planer er i reglen anlagt optimistisk og besværligheder kommer jo altid af sig selv.

Der findes tre udfald så vidt vi kan se det. For det første kan ledelsen få forhandlet en aftale på plads som ønsket og fortsætte linjen som hidtil planlagt. Prisen vil da være afgørende sammen med den videre udviklings kliniske forløb – bliver det til noget som produkt i sidste ende?

### **Køber til hele Topo Target**

Alternativt kan en potentiel partner vælge at købe hele TopoTarget via et bud på aktierne. Herved får man alt i et hug men med en større investering. Sandsynligvis kræves en forhandling med ledelsen og altså en "venligsinde" transaktion. Metoden kan ligeledes tænkes udnyttet under et kapløb mellem to eller flere selskaber om at vinde retten til Belinostat, idet et købstilbud så vil kunne fungere som en Joker. Hvor vidt der er kø eller mangel på interesserede vides ikke.

Da aktien er droppet ned til et meget lavt prisniveau er vinklen interessant. TopoTarget har med sine 66,3 mio. aktier en markedsværdi på 696 mkr. Et bud kræver vel en pris på 15 for at kunne opnå accept, altså 1,0 mia. kr. Indholdet vil da bestå af: Belinostat, andre R&D-projekter, Savene/Totect (skønnet værdi 250 mkr.), Cash 150 mkr. + værdien af organisationen (personale og know how). Hvis 1,0 mia. kr. er udgangspunktet og de veldefinerede aktiver repræsenterer en værdi på ca. 400 mkr. skal resten med andre ord mindst være 600 mkr. værd for at gøre et Take Over lige så godt som at købe Belinostat rettighederne isoleret. Vi gætter på, at Belinostat kan erhverves for rundt 500 mkr., og derfor må det være værd at overveje at købe TopoTarget en gang for alle i stedet.

Den tredje udfaldsmulighed er, at det hele går i fisk og nye aktier må udstedes for at skaffe penge til at komme videre ved egen kraft. Da vil aktien komme under pres, og man vil nærmest blive tvunget til selv at prøve at sælge virksomheden, da Cash Burn vil være så stort (skøn ca. 125 mkr. i 2009) at den langsigtede ro økonomisk ikke kan tilvejebringes under de pt. gældende markedsvilkår med meget lav risikovilje fra passive, finansielle investorers side.

Samlet mener vi, at TopoTarget repræsenterer en spændende placeringsmulighed på kort sigt, idet en afklaring skal fremkomme i løbet af få måneder og odds er gode for en attraktiv aftale eller et Take Over bud med en rimelig pris. Set i forhold til introduktionskursen for aktien (23) er det dog ikke tilfredsstillende. En eventuel satsning på aktien skal størrelsesmæssigt tilpasses den høje risiko.

## **SMÅ FORVENTNINGER TIL PRÆSIDENTVALG**

Omsider er partikonventerne overstået og kandidaterne til valget er på plads for de to amerikanske partier. Hvad vil udfaldet af valget i november betyde for både USA og verdensøkonomien? Inden vi forsøger at give en vurdering, er det nyttigt at forstå visse idiosyncrasier ved det amerikanske politiske system, som måske ikke er umiddelbart synlige på overfladen, specielt for den europæiske observatør.

Den europæiske parlamentariske tradition er fundamentalt baseret på tillid til det politiske system. Meningsforskellene udtrykkes igennem vælgerens stemme på det parti, hvis ideologi vælgeren føler sig tættest på. Et detaljeret partiprogram er naturligt for enhver europæer, som finder det naturligt at landets regering regerer, sætter retning, bestemmer.

USA opstod som land for lidt over 200 år siden stort set fra den modsatte retning: en

Hellere én fugl i hånden end ti på taget. Vær tilfreds med den opnåede gevinst.

fundamental mistillid til dem, der regerer og regeringsinstitutionerne. Heraf kommer for eksempel amerikanernes fundamentale ret til at bære våben - ikke for at forsvare sig mod fremmed aggression, men for at forsvare sig mod mulig overmagt fra ens egen regering!

Sagen er derfor at på trods af sloganet om "verdens mest indflydelsesrige job", er det amerikanske præsidentembede på mange måder svagere på indenrigsfronten end dets europæiske modparter. Det amerikanske politiske system er fordelt imellem tre institutioner: præsidentembedet, kongressen med dens to kamre, og højesteretten.



### **Magtfordelingen i USA**

Traditionelt er det i udenrigspolitikken, hvor præsidenten har ganske brede beføjelser til at agere på egen hånd. Han kan forhandle handelsaftaler og udsende tropper overalt i verden, uden næsten at involvere kongressen. Kun i slutfaserne, dvs. når en udenrigspagt eller aftale skal endelig ratificeres, eller en krig mod et andet land officielt erklæres, behøver kongressen at blive inddraget med debat og afstemning.

På indenrigsfronten er det derimod ikke præsidenten men Kongressen, der spiller den ledende rolle. Den nye præsident vil som den ideologiske leder af sit parti komme med ideer og løfter om en tiltrængt sanering af økonomien, men vil møde modstand både i Kongressen og i den bredere folkestemning. For den europæiske tankegang vil det synes naturligt for en regering at lovgive om de ting som denne vil have kontrol over, men den logik overlever ikke turen over Atlanterhavet. Tingene er anderledes i USA. Med andre

ord: vi må tage alle kampagneløfterne fra begge kandidater med et stort gran salt.

Den amerikanske regering har på det sidste med dens hurtige overtagelse af **Fannie Mae** og **Freddie Mac** og det tvungne salg af **Bear Stearns** vist sig ganske ferm til at kunne agere effektivt som reaktion på hårde kendsgerninger. Det er et lyspunkt i miseren.

"Redningen" - eller hvad ondere tunger kalder "nationaliseringen" af Fannie Mae og Freddie Mac - er værdimæssigt så stor, at den står mål og endda overstiger mange nationaliseringer som kommunistiske regimer har foretaget i historiens løb. Hvor ironisk, at verdens frieste kapitalistiske land, også står for en af verdenshistoriens største tvungne overtagelser af to firmaer fra børsnoteret til statslig styring. En redning af Lehman Brothers ville regeringen i USA dog ikke deltage i.

### **Nye ideologier**

Begge præsidentkandidater møder op til valget med en blanding af ideologi og detaljerede løsninger for at tackle alt det, der er gået i stykker i både det amerikanske samfund og verdensøkonomien.

John McCain's økonomiske vision, som han har fremlagt den under kampagnen, kan opsummeres som en smule modificeret klassisk ortodoks Republikansk ideologi med skattelettelse som et centralt omdrejningspunkt. Barack Obama har på den anden side fremlagt flere konkrete tiltag end McCain, men det er så til gengæld sværere at fastslå ideologisk; hvor han står, og hvad han tror på hvad økonomien angår. Hvor Bill Clinton stræbte på at finde et centrum, hvor de demokratiske idealer blev strakt lidt til højre og de republikanske idealer lidt til venstre, så de kunne mødes i midten, er Barack Obama mere hvad amerikanerne kalder Liberal (uafhængig). Det er ikke nødvendigvis en afspejling af Obama, at han og Clinton er så forskellige som personer, men måske også at der er 15 års

Hellere én fugl i hånden end ti på taget. Vær tilfreds med den opnåede gevinst.

økonomi mellem deres kampagner. For eksempel er underskuddet på USA's statsfinanser i dag det største nogensinde, men set i relation til BNP var det faktisk større da Clinton trådte til i 1993 (den gang var det 4,7% - i dag er det kun 2,5%).

### **Hvem åbner mest for "kassen"?**

Så på nogle områder fremstår Obama mere pengemæssig konservativ end McCain. For eksempel har han allerede fremlagt flere og mere konkrete forslag til budgetnedsættelser end McCain, og med højere skatter til de højestlønnede mener han at kunne bringe statsfinanserne under kontrol hurtigere.

På den anden side står Obama også til venstre for selv sine egne partifæller med for eksempel en villighed til at lade regeringen gribe stærkere ind for at distribuere rigdommene fra den økonomiske fremgang mere bredt end de frie markeds kræfter har formået under Bush. 4-5 års økonomisk fremgang under Bush har for første gang i moderne historie helt åbenlyst beriget de rige uden at drysse ned til middelklassen som de forrige ekspansioner har gjort. Frygt for "revolution" og "kommunisme" ulmer, så det bliver spændende at se hvor meget af de radikale tiltag Barak Obama kan virkeliggøre, hvis han bliver præsident.

Hverken Obama eller McCain skræmmer aktiemarkedene, for de har begge erklæret sig som støtter af de frie markeds kræfter, som Wall Street elsker. Personligt mener jeg, at Obama har lidt større mulighed for at give aktiemarkedene et kortsigtet optimistisk skub opad, blot fordi han står for håb og for lidt mere garanteret forandring. Selv om finansmarkedene generelt foretrækker det kendte frem for det ukendte og det konservative frem for det radikale, er det gået så galt med Bush's politik, at McCains villighed til stort set at fortsætte Bush-linien, at hans valg næppe vil påvirke Wall Street som en stimulans.

Men alt dette er kortsigtede stemningsbetragtninger. Mere end personen, der bliver valgt til det Hvide Hus,

er der i denne omgang så mange konkrete faremomenter for den amerikanske økonomi, at langtidssvaret på om Wall Street kommer til at sejle højt igen eller synker dybere kun vil afsløres trinvis med fakta:

### **Lykkes det for McCain og Obama?**

Vil olien gå op eller ned i pris? Vil handelsbalancen og statsunderskuddet blive reduceret? Vil Detroit klare krisen eller vil enten **Ford, Chrysler** eller **GM** dø? Vil krigene i Irak og Afghanistan blive nedtrappet/afsluttet? Vil den amerikanske middelklasse have råd til at shoppe igen? Vil ejendomsmarkedet blive stabiliseret? Vil bankerne holde op med at gøre os bekymrede? Vil subprime krisen blive spredt til andre huslån, studielån, billån og kreditkort? Vil Kina fortsætte sin fremgang, og hvis der kommer en nedgang - vil den så blive gradvis eller panikagtig etc. etc.

Lidt mindre kendt er det, at nationaliseringen af Freddie Mac og Fannie Mae ikke blot var en undsætning af husmarkedet. Det var også en undsætning af Kina og andre lande som opkøber USA's gæld: op til 10% af Kinas BNP og kæmpe handelsbalanceoverskud er investeret i det amerikanske kreditmarked, fortrinsvis i statsobligationer, Freddie Mac og Fannie Mae. Et kollaps af de to institutioner ville foruden et sandsynligt stop for al fremtidig kinesisk investering i USA også have betydet et kollaps i det amerikanske kreditmarked. Uden lån vil amerikanske ordrer til Kina stoppe, og uden amerikanske ordrer vil Kina-miraklet gå i stå. Med krigen i Irak og underskuddet på statsfinanser og eksportbalancen holdes den amerikanske økonomi for tiden kørende ved at lade pengepressen køre. Dette kan fortsætte et stykke tid hvis den større pengemængde i omløb kan absorberes af økonomien med tilsvarende større forsyning af varer. Hvis produktionsapparaterne, hvad enten de er i Kina eller i USA, ikke kan holde trit og den større pengemængde ikke køber mere, vil det medføre accelereret inflation.

Hellere én fugl i hånden end ti på taget. Vær tilfreds med den opnåede gevinst.