

# High Yield Value Bonds

## Brev til investorerne

Q2 2008

### 2. kvartal i hovedtræk

Kære investor,

April 2008 endte med at blive en af de bedste måneder nogensinde for high yield-investorer. Merrill Lynch's Global High Yield indeks gav et afkast på 4,46 % alene i april og rådede således bod på de negative tendenser fra 1. kvartal. Den positive stemning holdt dog ikke længe, og ved slutningen af 2. kvartal lå indekset på minus 1,16 % år til dato.

I april havde Sparinvest High Yield Value Bonds svært ved at følge med benchmark. Dette skyldtes først og fremmest, at afdelingen er orienteret mod value-effekterne og Europa. Som vi har set på de globale aktiemarkeder, har value-selskaber generelt klaret sig dårligere end store vækstselskaber. Dette fænomen har også gjort sig gældende på det globale high yield-marked. I løbet af maj indhentede afdelingen terræn og klarede sig betragteligt bedre end sine konkurrenter. Ved slutningen af kvartalet var afkastet -3,4 % i forhold til et gennemsnit på -4,6 % for Morningstar Kategorien. Her beholder afdelingen dermed sin position blandt de bedste 34%.

I løbet af 2. kvartal fortsatte den europæiske high yield-sektor med at klare sig dårligere end den amerikanske. Dette skyldes to forhold. For det første udvidedes det underliggende rentespænd mellem europæiske og amerikanske statsobligationer. For det andet er der et større element af panik, tvangssalg og irrationalitet i Europa end i USA. Dette skyldes at High Yield som aktivklasse har eksisteret gennem mange år i USA og dermed længe været en fast del af amerikanske investorers porteføljer. I Europa derimod er high yield-aktivklassen stadig forholdsvis ny. På trods af undervægtning af amerikanske high yield-obligationer holdt vores afdeling trit med benchmark.

Performance - High Yield Value Bonds versus selected markets			
All returns in EUR	Q2 2008	YTD 2008	2007
Sparinvest High Yield Value Bonds	2.16%	-3.39%	-1.08%
Merrill Lynch Global High Yield	2.24%	-1.16%	0.34%
Lehman Brothers Pan European High Yield	1.22%	-4.88%	-2.01%
Merrill Lynch Global Investment Grade	-0.57%	-0.22%	1.93%
MSCI World	-1.10%	-17.01%	-1.66%
EFFAS 5-7	-3.62%	-0.88%	2.90%
Morningstar Percentile	34%	34%	30%

### Økonomi

I begyndelsen af 2. kvartal orienterede den amerikanske centralbankchef, Ben Bernan-

ke, kongressen om risikoen for, at den amerikanske økonomi kunne bremse yderligere op. Recession i fuld skala eller ej, så er der i hvert fald ikke længere tvivl om, at den amerikanske økonomi nu er sårbar. Beslutningstagerne står i et dilemma, hvor de er fanget mellem inflationsrisiko på den ene side og faldende vækst og fortsat usikkerhed i den finansielle sektor på den anden. I USA blev væksten i bruttonationalproduktet i 1. kvartal opjusteret til 1,0 % på årsbasis. Det forventes, at væksten i 2. kvartal er faldet til omkring 0,45 %. Privatforbruget oplevede en kort opblomstring i 2. kvartal, primært på grund af den finanspolitiske lempelse. Tallene for forbrugertillid og lønstigninger er dog fortsat svage. Juni blev således sjette måned i træk med stigende ledighed. I Europa er der nu også bred tilbagegang i tillidsindikatorerne.

Det fælles tema i kvartalet har været inflation. Forbrugerprisindeks verden over steg markant, hvilket kan tilskrives stigende fødevarer- og energipriser. Olieprisen fortsatte sin opdrift i 2. kvartal og endte på over 145 USD i begyndelsen af juli.

Kreditkrisens efterdønninger førte i 2. kvartal til en række pengepolitiske lempelser i de større økonomier. Bank of England nedsatte renten fra 5,25 til 5,00 % d. 10. april, mens den amerikanske centralbank fortsatte rentenedsættelserne fra 1. kvartal med yderligere 25 basispunkter d. 30. april. Henover kvartalet centrerede centralbankernes retorik sig i stigende grad om inflation, og den europæiske centralbank gik faktisk imod strømmen med en yderst kontroversiel rentestigning på 25 basispunkter d. 3. juli. ECB's beslutning mødte stor modstand fra flere sider. Største opponenter var den franske præsident Sarkozy, som frygtede, at rentestigningerne ville være en trussel mod den fremtidige vækst blandt andet fordi en rentestigning kunne bidrage til yderligere styrkelse af euroen i forhold til USD. ■

#### Udvikling i porteføljen

Afdelingen oplevede en pæn tilgang af kapital i løbet af 2. kvartal. Handelsaktiviteten har været fokuseret på at rebalancere porteføljen mod højere kreditkvalitet. Vores investering i Hornbach AG ramte kursmålet på 90 i april, og vi solgte obligationen med en absolut gevinst på 12 % opnået på blot tre måneder. Vi mindskede vores positioner i den græske mejerivareproducent FAGE, den østrigske sportsartikelproducent Head og den tyske folieproducent Treofan på baggrund af mindre positive fremtidsudsigter.

I kvartalet har vi opbygget fem nye positioner: Vedanta Resources (driver og ejer miner i Indien og Australien), to olie- og gasproducenter, Kazmunaigaz National Co og Tristan Oil, den britiske bank Lloyds TSB samt den mexicanske cementproducent CEMEX. Alle selskaber har meget stærke balancer. I marts 2008 havde Vedanta ingen gæld og rentedækningsgrad (forholdet mellem indtjening og renteudgifter) på 17 gange. Vedanta-

obligationen er en kreditvurdering på BB+, men giver 9,75 % i effektiv rente - eller cirka 575 basispunkter mere end en tilsvarende statsobligation.

Inkluderingen af obligationer med bedre kredit-rating sammenholdt med reduktionen af CCC-udstedere har haft positiv indvirkning på afdelingens gennemsnitlige rating, som nu er på et niveau, der hedder BB-, og denne forbedring er sket med praktisk taget ingen reduktion af den gennemsnitlige effektive rente på afdelingen, som pt. er 11,43 % sammenlignet med 11,02 % for benchmarket.

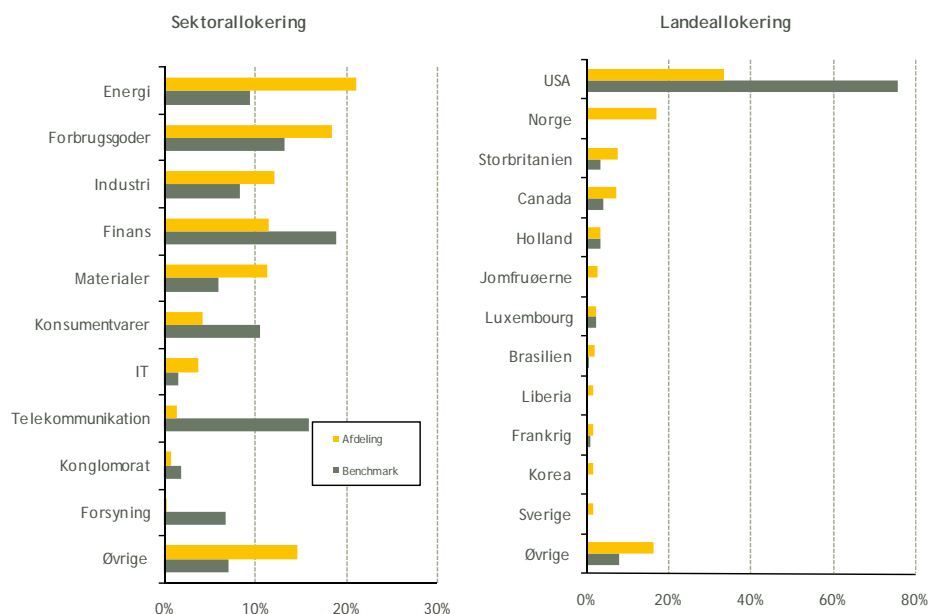
Portefølje statistik - High Yield Value Bonds		
	Afdeling	Benchmark
Varighed	4.05	4.38
Effektiv rente	11.43%	11.02%
Rating	BB-	B+
# Udstedelser	94	1990

Kreditforholdene i afdelingen er fortsat stærke og helt i tråd med vores value-kriterier, dvs. at afdelingen er orienteret mod mindre selskaber med stærke balancer.

Portefølje statistik - High Yield Value Bonds		
Finans. nøgletal	Afdeling	Benchmark
Markedsværdi (mia. \$)	1,993	5,125
Nettogæld/Egenkapita	81.12	538.08
Kurs/Indre værdi	1.74	4.53
Rentedækning	4.11	4.18

Stor eksponering mod olie og gasindustrien har stabiliseret afdelingens afkast

Stor eksponering mod olie- og gasindustrien har medvirket til at stabilisere afdelingens afkast, hvilket med stor sandsynlighed vil fortsætte. De nuværende oliepriser afspejles nemlig ikke i kreditvurderingerne af olie- og gasselskaberne. Standard & Poor's udgav den 16. maj 2008 en rapport om olie- og gasindustrien, hvori de fremtidige forventninger til sektoren blev højnet. En bølge af opjusteringer inden for denne industri må derfor forventes.



**Norske Skog**

Norske Skog er begyndt at byde på gode nyheder. Selskabet har annonceret, at dets koreanske aktiver sælges for 4,3 milliarder NOK - hvilket er tæt på den bogførte værdi, men markant højere end hvad markedet havde forventet. Denne manøvre gør Norske Skog i stand til at reducere gælden betydeligt (med 25 % hvis obligationer og lån indløses til par - med ca. 40 % hvis man ser på markedsprisen på selskabets obligationer). I starten af juli annoncerede Norske Skog ydermere frasalg af Steti-værket i Tjekkiet, som også blev solgt til den bogførte værdi. ■

**Fremtidsudsigter**

Stemningen på markederne er sur. En forudsætning for at vi kan se en opblomstring på de finansielle markeder er, at banksektoren stabiliserer sig. I den henseende bliver kvartalsregnskaberne fra de store amerikanske banker meget interessante at følge. Bankernes kreditstramninger forventes at ramme både forbrugere og virksomheder. Fremadrettet kan dette sandsynligvis føre til en stigning (fra et historisk lavt antal) i antallet af misligholdte lån. Dette er imidlertid allerede priset ind i markederne. Vi mener derfor, at den langsigtede investor bør benytte sig af mulighederne i de nuværende svage markeder til at investere i billige obligationer udstedt af sunde og stærke selskaber, som kan overleve en konjunkturedgang.

Med venlig hilsen  
 Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S  
 Klaus Blaabjerg  
 8. juli 2008

