

High Yield Value Bonds Brev til investorer

3. kvartal 2008

3. kvartal i hovedtræk

Kære investor,

3. kvartal 2008 endte med at blive et af de værste kvartaler nogensinde for High Yield-investorer, og desværre er den negative stemning fortsat ind i 4. kvartal. Merrill Lynchs Globale High Yield-indeks faldt med 9,53 % i 3. kvartal. Sparinvest High Yield Value Bonds oplevede til sammenligning et fald på 6,36 %.

Afkast sammenligning - High Yield Value Bonds overfor udvalgte markeder

Alle afkast er målt i Euro	3.kvartal 2008	År til dato 2008	2007
Sparinvest High Yield Value Bonds	-6.36%	-9.53%	-1.08%
Merrill Lynch Global High Yield	-9.53%	-10.58%	0.34%
Lehman Brothers Pan European High Yield	-9.20%	-13.59%	-2.01%
Merrill Lynch Global Investment Grade	-4.50%	-5.24%	1.93%
MSCI World	-4.94%	-21.11%	2.32%
Morningstar Percentile		34%	30%

Det er en række store bankers kollaps i USA, som er den primære grund til den seneste meget negative udvikling på de finansielle markeder. Specielt Lehman Brothers konkurs har haft betydelig negativ indvirkning på hele det finansielle system. Lehmans konkurs har medført tvangssalg fra et væld af hedge fonde og andre spekulanter i kreditmarkederne. Således er kreditspændende trukket yderligere væk fra det, fundamentale forhold tilsiger. Også under hensyntagen til lavere global vækst. Det amerikanske BBB-kreditspænd er opgjort siden 1925 af Moody's, og er dermed det kreditspænd med den længste historik. Dette kreditspænd angiver den merrente, som amerikanske virksomheder med en BBB-kreditvurdering må betale i forhold til den risikofri rente for at låne. Kreditspændet er som sagt målt siden 1925, og kun én gang har det amerikanske BBB-kreditspænd været højere end i dag, nemlig i midten af 1932. I sommeren 1932 havde amerikansk økonomi været i dyb recession 33 måneder i træk! I Sparinvest mener vi ikke, at vi står foran en gentagelse af 30'ernes økonomiske udvikling med ledighed over 20 % osv. Derfor er de kreditspænd, vi oplever i dag, usædvanligt langt fra de økonomiske realiteter og globale kreditobligationer er historisk billige. Helt enkelt kan dette illustreres ved, at flere og flere kreditobligationer handler på kurser under det niveau, obligationerne ville have, såfremt selskaberne bag gik konkurs. Også forskellen mellem obligationskurser og markedet for konkursforsikring er kommet i ubalance. Der findes talrige eksempler på, at man som investor med adgang til markedet for konkursforsikring kan købe et selskabs kreditobligation plus indgå en aftale om konkursforsikring og løbende opnå en risikofri præmie på 3 % eller mere. Under normale omstændigheder

Økonomi

ville sådanne skævheder selvsagt ikke eksistere.

De økonomiske nøgletal peger uden tvivl mod lavere vækst. Et lyspunkt er de lavere råvarepriser, som betyder markant lavere inflation fremadrettet og dermed udsigt til markante rentenedsættelser fra verdens centralbanker. Desuden vil vi på globalt plan opleve massiv ekspansiv finanspolitik i løbet af 2009 ■

Udvikling i porteføljen

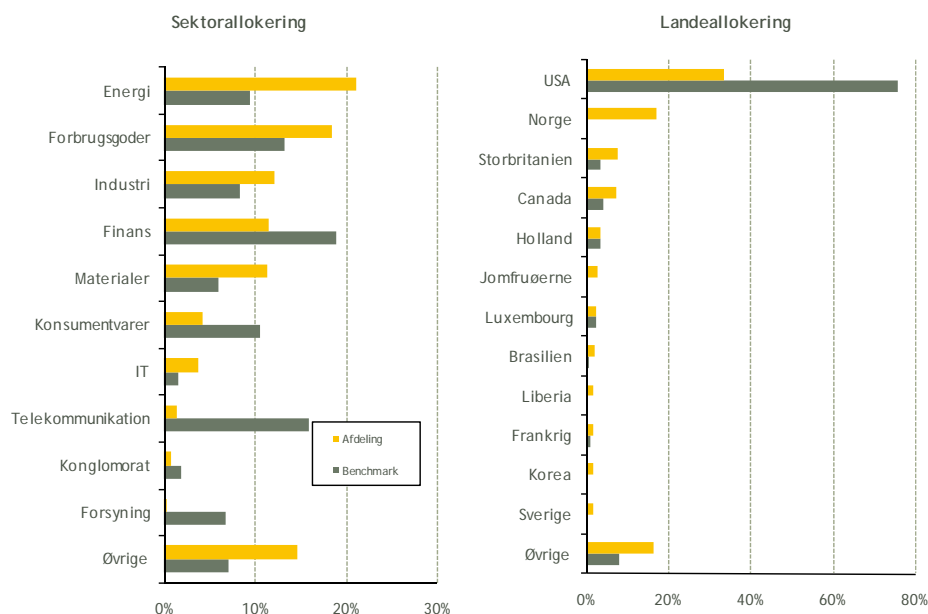
Handelsaktiviteten har været fokuseret på at rebalancere porteføljen mod højere kreditkvalitet for bedre at kunne modstå en periode med lavere vækst.

Den gennemsnitlige varighed for porteføljen er nu nede på 3,9 år, og den effektive rente på porteføljen er steget til over 15 %. Til sammenligning er den effektive rente for benchmark lidt højere på over 16 %. Dette skyldes imidlertid den højere forekomst af dybt forgældede selskaber i benchmark som f.eks. Ford og General Motors.

Portefølje statistik - High Yield Value Bonds		
	Afdeling	Benchmark
Varighed	3.90	4.12
Effektiv rente	15.30%	16.55%
Gennemsnits kurs	74	70
Rating	B+	B+

Kreditforholdene i afdelingen er fortsat stærke og 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. \$)	2,540	5,276
NDE	83.64	493.32
P/B	1.63	8.16
Rentedækning	5.19	5.71



Porteføljen er fortsat undervægtet i finanssektoren og overvægtet i selskaber inden for energisektoren. Vi er fortsat komfortable med vores eksponering mod energisektoren, selvom prisen på en tønde olie er faldet noget tilbage. Porteføljen er undervægtet i USA.

Ikon Office Solutions Inc.

I starten af september havde vi en overtagelse i porteføljen. Ikon Office Solutions fra USA blev købt af Ricoh fra Japan. Ricoh har en høj kreditvurdering og betaler en meget beskedne merrente for at låne i forhold til Ikon Office Solutions. Vores obligationskurs i Ikon Office Solutions steg med 44 % ovenpå nyheden. Ikon fyldte lidt under 1 % i afdelingen før opkøbet blev annonceret. Til sammenligning steg Ikon-aktien steg kun med 9.5 % oven på nyheden. Dette eksempel tydeliggør den store værdi, der findes i "billige" selskabers "billige" obligationsudstedelser. ■

Fremtidsudsigter

Stemningen på de finansielle markeder er præget af kapitulation. Det finansielle marked skelner ikke mellem skidt og kanel, og alt lægges ned uden kritisk skelen til fundamentale forhold. Men klap hesten. Som en kendt amerikansk value-investor siger, så skal man ikke sælge, når de finansielle markeder er drevet af panik, men i stedet købe. Det er nu man kan gøre en god handel!

En forudsætning for at vi kan se en opblomstring på de finansielle markeder er fortsat, at banksektoren stabiliserer sig. I den henseende er de globale tiltag fra verdens regeringer og centralbanker markante, og disse tiltag vil komme til at virke.

Bankernes kreditstramninger må dog forventes at ramme både forbrugere og virksom-

heder. Fremadrettet vil dette føre til en stigning (fra et historisk lavt antal) i antallet af misligholdte lån. Dette er imidlertid mere end aflejret i kurserne på kreditobligationer.

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