

High Yield Value Bonds

Brev til investorerne

4. kvartal 2008

4. kvartal i hovedtræk

Kære investor,

Andet halvår af 2008 blev det værste nogensinde for kreditmarkederne. Finanskrisen, Lehman Brothers' konkurs og den accelererede nedgang i konjunkturindikatorerne påbegyndte en kædereaktion af tvangssalg i kreditmarkederne. Specielt spekulative investorer og hedge fonde blev tvunget til at sælge ud. Og de lavere kurser medførte igen strammere greb fra bankernes side – yderligere tvangssalg osv. Stort set samtlige regeringer i de industrielle lande gennemførte i løbet af 4. kvartal enorme redningspakker for at reetablere tilliden bankerne imellem samt stabilisere de panikagtige tilstande på det internationale finansmarked.

I løbet af 4. kvartal spredte panikken sig til hele markedet, hvilket gjorde, at vi så dramatiske fald på stort set samtlige obligationer uanset hvor stærkt det bagvedliggende selskab måtte være eller upåagtet bagvedliggende pant i aktiver. Dette betød, at også value-tilgangen og Value Bonds blev ramt. For selv om vores portefølje har markant stærkere balance end det gennemsnitlige marked, handlede det i 4. kvartal mere om, hvilke obligationer de berørte hedgefonde og andre tvangssælgere kunne afsætte.

Sparinvest High Yield Value Bonds faldt 30,5 % i 4. kvartal. Til sammenligning faldt henholdsvis Merrill Lynchs Globale High Yield-indekset og Barclays Pan European High Yield-indekset med henholdsvis 20,09 og 21,37 %.

Afkast sammenligning – High Yield Value Bonds overfor udvalgte markeder			
Alle afkast er målt i Euro	4. kvartal 2008	ÅTD	2007
Sparinvest High Yield Value Bonds (LU0239738551)	-30,59 %	-37,19 %	-1,07 %
Merrill Lynch Global High Yield	-20,09 %	-28,55 %	0,34 %
Pan European High Yield Index	-21,37 %	-32,06 %	-2,01 %
Merrill Lynch Global Investment Grade	-0,27 %	-4,99 %	1,93 %
MSCI World	-21,14 %	-37,75 %	-1,63 %
EFFAS 5-7	6,62 %	10,56 %	2,05 %

Vi vil gerne understrege, at det lavere afkast for Value Bonds i 4. kvartal ikke skyldes "større" kreditrisiko i Value Bonds end for afdelingens sammenligningsindeks. Value Bonds har en eksponering på 11 % mod CCC-segmentet mod 21 % for sammenligningsindekset. Årsagerne til det lavere afkast for Value Bonds er følgende: Value Bonds har en overvægt af konjunkturfølsomme brancher som f.eks. energi og industri og en undervægt af forsynings- og telekommunikationsbrancherne. Dette er et resultat af vores bottom-up tilgang med fokus på lav gæld i forhold til egenkapital og lav kurs indre værdi. For det andet er de mindre selskaber i Value Bonds særligt hårdt ramt af likviditetskrisen. Sat lidt på spidsen kan man sige, at det koster at være ukendt. Endelig har Value Bonds en stor undervægt af USA, 36 % for Value Bonds mod 76 % for indekset. 36 % er i vores øjne en høj eksponering til et enkelt land. Vi foretrækker en højere geografisk diversifikation end sammenligningsindekset. En af årsagerne til at amerikansk High Yield klarede sig bedre end europæisk High Yield er, at de amerikanske myndigheder besluttede sig for at redde General Motors, GMAC og Chrysler fra konkurs. Value Bonds har ikke GMAC i porteføljen, da selskabets underliggende balance ikke stemmer overens med vores investeringsstrategi. ■

Energi-eksponeringen

Oliereserverne i de udviklede oliefelter rundt omkring på kloden er på retur. I visse geografiske områder er produktionen fulgt med ned. Dette gælder f.eks. i Nordsøen, hvor den producerede mængde olie er faldet fra 22,6 millioner kubikmeter i 2004 til 18 millioner i 2007 og forventet 16,4 millioner i 2008 ifølge Energistyrelsen. For at kunne opretholde produktionen i fremtiden er olie- og gasselskaberne nødsaget til at investere i udviklingen af nye oliefelter, hvilket kræver borerigge.

AP Møller Mærsk fra Danmark er et eksempel på et selskab, som lever af at operere sådanne borerigge (gennem Mærsk Drilling). Mærsk Drilling er i disse år i gang med at investere 21 mia. kr. i nye borerigge. En ambitiøs investeringsplan, der nu gennemføres med lavere hastighed end først påtænkt pga. finanskrisen og de faldende oliepriser. Holder olieprisen sig markant under 50 USD pr. tønde, må det forventes, at en del investeringer udskydes.

I skrivende stund har High Yield Value Bonds investeret godt 23 % af den samlede portefølje i olie- og gasindustrien. En stor andel er investeret i norske selskaber, som enten opererer borerigge eller producerer olie i Nordsøen. Obligationerne udstedt af de norske selskaber faldt mere end markedet i 4. kvartal som følge af tvangssalg fra hedge fonde i London, der måtte sælge for at imødegå indløsninger.

Til trods for, at olieeksponeringen har påvirket performance negativt, fastholder vi troen på den langsigtede værdi i vores investeringer inden for sektoren. Dels har vi fokuseret på at sikre pant i selskabets aktiver, og dels anser vi det for sandsynligt, at der vil komme konsolidering i branchen.

Sevan Marine ASA er et eksempel på et norsk energiselskab, hvis obligationer i dag handler til en kurs langt under værdien på aktiverne. Sevan har introduceret en cylinderformet borerig, der er særligt velegnet i områder, hvor vejret kan være ustabil og hårdt – eksempelvis Nordsøen og den Mexicanske Golf. En af Sevan's obligationer med udløb i 2011 har første prioritets pant i boreriggen Hummingbird, som i dag opererer i Nordsøen. Sammenholdes et konservativt skøn på markedsværdien af Hummingbird med gælden i Hummingbird anslår vi, at værdien af boreriggen, dvs. værdien af vores pant, overstiger gælden med mere ca. 70 %. Vi mener derfor, at Sevan's obligation med udløb i 2011 tilbyder betragteligt værdi, når den handles på kurs 55 svarende til mere end 30 % i effektiv rente. Ved kurs 55 på obligationen vurderes værdien af Hummingbird at være 77 mio. USD, hvilket er alt for lavt, også selvom vi har en global finanskriser. ■

Revus Energy

Som en konsekvens af den faldende oliepris og de markante aktiefald blandt olie- og gasselskaber i Nordsøen er der opstået en øget forventning til konsolidering blandt de relativt små skandinaviske energiselskaber. I slutningen af oktober havde High Yield Value Bonds en overtagelse i porteføljen ved Revus Energy, som er et mindre norsk olieselskab, der har specialiseret sig i at udvinde olie fra det norske grundfjeld. Revus blev opkøbt af BASF fra Tyskland, som er et af verdens største kemiselskaber. Et andet opkøb er netop afsluttet med Bayerngas's køb af PA Resources aktiviteter i Nordsøen. Det tyder på, at tyske selskaber har en vis fokus på Nordsøen, hvilket kunne hænge sammen med et ønske om at frigøre sig fra afhængigheden af russiske gasleverancer.

High Yield Value Bonds Brev til investorerne

Største beholdninger – High Yield Value Bonds

Selskab	Land	Branche	Andel
Norske Skogindustrier 7 % 26-06-2017	Norge	Materialer	4,51 %
Norwegian Energy CO AS 11 % 13-07-2010	Norge	Energi	4,38 %
Perry Ellis INTL INC 8,875 % 15-09-2013	USA	Forbrugsgoder	2,90 %
Bombardier INC 7,25 % 15-11-2016	Canada	Industri	2,80 %
Fortis Bank SA/NV 6,5 % Perpetual	Belgien	Finans	2,77 %
Collective Brands INC 8,25 % 01-08-2013	USA	Forbrugsgoder	2,72 %
Royal Caribbean Cruises 5,625 % 27-01-2014	Liberia	Forbrugsgoder	2,67 %
Bombardier INC 7,37 % 15-11-2013	Canada	Industri	2,48 %
Sevan Marine ASA 9,25 % 20-12-2011	Norge	Energi	2,36 %
Ineos Group Holdings PLC 7,875 % 15-02-2016	Storbritannien	Materialer	2,33 %

Økonomi

Centralbankerne og regeringerne har på det seneste vist sig handlekraftige og indført forskellige tiltag til at komme bankerne og økonomierne til gode. Samtidigt forventes adskillige ekspansive finanspolitiske tiltag – eksempelvis øgede offentlige investeringer og lavere indkomstskatter. Disse tiltag må forventes at virke i løbet af 2009. ■

Udvikling i porteføljen

Vi fortsatte vores arbejde i 4. kvartal med at rebalancere porteføljen mod bedre og højere kreditkvalitet. Den fremtidige økonomiske usikkerhed er fortsat stor, og det synes derfor naturligt at fokusere på selskaber med sunde balancer.

Portefølje statistik - High Yield Value Bonds

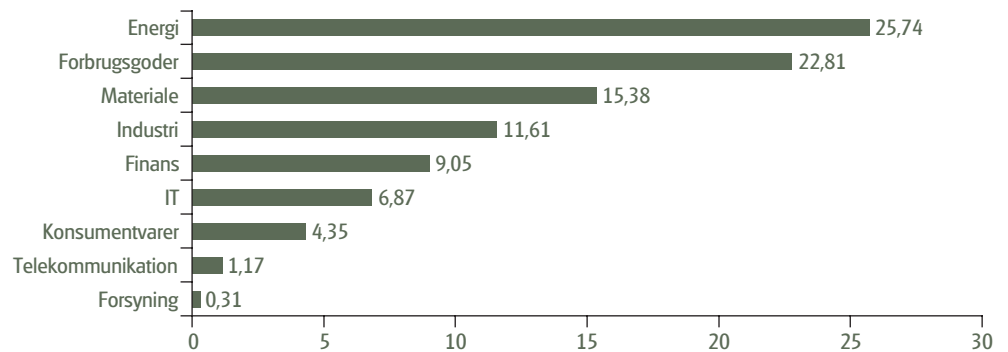
	Afdeling	Benchmark
Varighed	3,01	3,81
Effektiv rente	20,5 %	18,5 %
Rating	B+	B
# Udstedelser	77	2013

I overensstemmelse med value-tilgangen er afdelingen investeret i mindre selskaber, som ikke er så gældssatte som det brede marked, og som er relativt lavt prissat

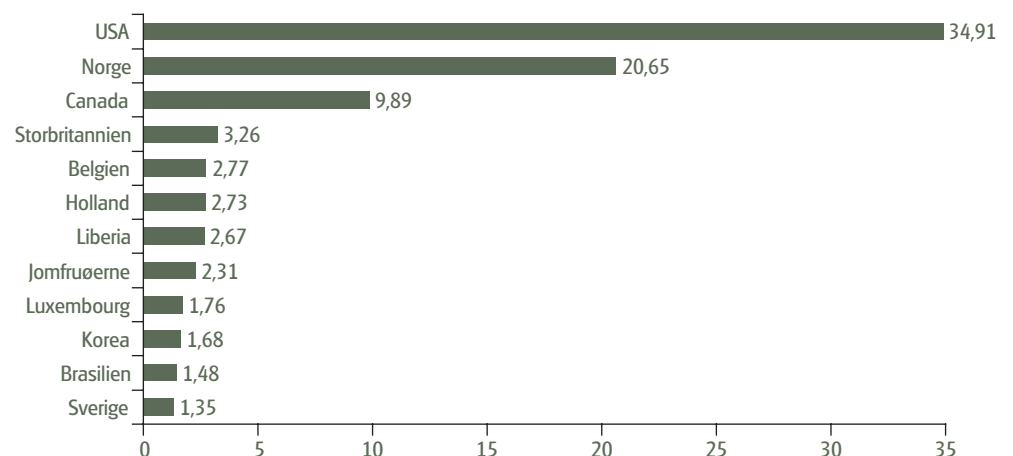
Portefølje statistik - High Yield Value Bonds

Finans. nøgletal	Afdeling	Benchmark
Markedsværdi (mia \$)	1740	5275
Nettogæld/Egenkapital	84,40	493,30
Kurs Indre Værdi	0,94	8,20
Rentedækning	4,94	5,70

Sektorallokering (Alle værdier i %)



Landeallokering (Alle værdier i %)



Fremtidsudsigter

Alt peger på, at en markant lavere global vækst vil udmønte sig i flere konkurser i 2009. Men de nuværende obligationskurser i Value Bonds er nu så lave, at de inddiskonterer at ca. 25 % af afdelingen vil gå konkurs hvert år de kommende tre år. Vi tror ikke, at dette kommer til at ske. Derfor mener vi, at afdelingen er interessant for langsigtede investorer. ■

Med venlig hilsen

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S

Klaus Blaabjerg
9. januar 2009

Dette materiale udgør ikke individuel investeringsrådgivning og kan ikke påberåbes som grundlag for en beslutning om køb eller salg (eller undladelse heraf) af Sparinvests produkter. Materialet er alene udarbejdet som orientering til dig og dit pengeinstitut og skal læses sammen med foreningernes gældende prospekter og de senest offentliggjorte års- og delårsrapporter. Investering er altid forbundet med risiko for tab, og historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Derfor kan Sparinvest-koncernen og foreningerne ikke påtage sig noget ansvar for den rådgivning, der ydes og dispositioner, der foretages, eller undlades, i forlængelse af dette materiale. Der tages forbehold for trykfejl, beregningsfejl og eventuelle øvrige fejl i materialet.