



Indhold

- High yield-markedet i et økonomisk perspektiv
- Afkastet i High Yield Value Bonds
- Eksempler på, hvordan renten på obligationer påvirkes af markedspopularitet

Value Bonds

Kære investor

High yield-markedet i et økonomisk perspektiv

Oven på den seneste tids optur på markederne er det store spørgsmål nu, om den udvikling holder, eller om det blot var endnu en falsk alarm. Vi tror på, at denne optur er holdbar, og at den indikerer et vendepunkt i den globale økonomi.

Efter en længere periode med betydelige fald, hvor markederne konstant testede nye bunde, mistede mange investorer modet og skruede helt op for pessimismen. I mellemtiden er politikere og myndigheder i mange lande blevet mere aggressive i deres tilgang til at genoplive den økonomiske vækst og puste nyt liv i de finansielle markeder. Samtidig ser vi, at produktionen rundt omkring falder væsentligt hurtigere end efterspørgslen, hvilket skaber store lagertilpasninger, som muliggør, at vi fremadrettet vil se forbedrede nøgletal.

Vigtigst af alt er der nu tegn på, at visse dele af verdensøkonomien allerede har nået bunden. Dette gælder specielt for Kina og Korea. Flere nøgletal viser, at aktiviteten i den kinesiske økonomi er stigende: Penge- og kreditmængden stiger, industriproduktionen er igen stigende, og de kinesiske 'indkøbschefers indeks', som er en indikator for vækst, er i stærk bedring.

Når det høje niveau for samhandel og integrering i regionen tages i betragtning, mener vi, at der er opgangstider på vej i de asiatiske økonomier generelt. Det faktum, at de asiatiske aktiemarkeder (Japan undtaget) er steget kraftigt siden årsskiftet, vidner om, at selv i det nuværende negative økonomiske klima, kan nøgletal, som er bedre end forventet, have stor positiv indvirkning på markederne.

For vores afdeling er det positivt at prisen på olie er steget og nu ligger stabilt på ca. 50 USD pr. tønde, idet

afdelingen har en eksponering mod energisektoren på 23 %. På lidt længere sigt kan man argumentere for, at vi vil se en ny stigning i oliepriserne, når den globale vækst vender tilbage til et normalt niveau. Denne forventning beror på den udvikling, vi er vidner til på udbudssiden i oliemarkedet, hvor en række olieselskaber har sænket investeringerne i fremtidig produktion som følge af finanskrisen.

Afkastet i High Yield Value Bonds

Vores afdeling har desværre ikke helt kunnet leve op til opturen på det brede high yield-marked gennem den sidste halvdel af 1. kvartal. Det er vigtigt at understrege, at dette ikke skyldes misligholdelser i vores porteføljeselskaber. På den front klarer vi os fortsat væsentligt bedre end markedet.

Forklaringen skal derimod findes i to faktorer, som begge skyldes kombinationen af en meget dyb likviditetskrise og den værste recession siden 1930'erne.

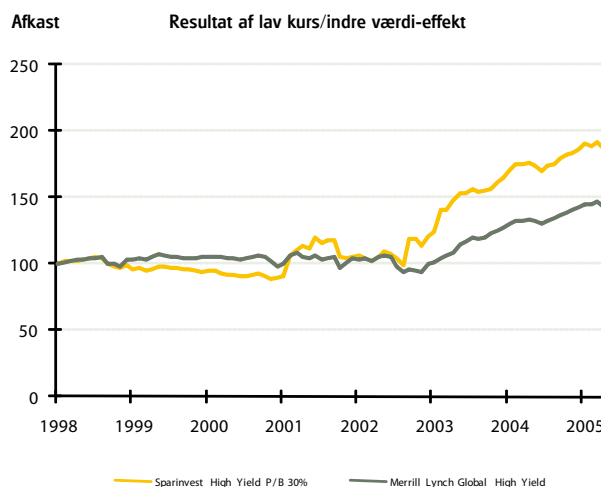
Først og fremmest så investerer vi i billige selskaber målt på lave kurs/indre værdier. Disse selskaber er som oftest cykliske selskaber, hvis indtjening svinger i takt med samfundsøkonomierne, og som investorerne derfor vender ryggen, når konjunkturerne er nedadgående og panikken i markedet breder sig. At selskaber, som handler på lav kurs/indre værdi ikke var populære i første kvartal, kan også aflæses på aktiemarkedene.

USA	ÅTD
US Growth	0,51 %
US Small Cap	-7,45 %
US Value	-13,18 %

Europa	ÅTD
Europe Growth	-7,16 %
Europe Small Cap	-2,34 %
Europe Value	-14,02 %

De relative afkast for aktier med lav kurs/indre værdi i forhold til dyrere vækstaktier er veldokumenteret i akademiske studier. Typisk klarer value-aktier sig dårligere i recessioners indledende faser som følge af deres oftest større konjunkturfølsomhed. Omvendt klarer de sig markant bedre, når udviklingen vender, således at value-aktierne målt på lang sigt giver højere afkast end vækstaktier. For investor betyder det, at en langsigtet tilgang er påkrævet, hvis man vil nyde godt af value-aktiers større potentiale. At den lave kurs/indre værdi-effekt resulterede i underperformance i high yield-markedet blev også påvist af Sparinvest i en 'back-test', som vi foretog

i forbindelse med lanceringen af afdelingen. Resultatet af denne back-test, der byggede på data fra 1998 til 2005, kan ses nedenfor. Grafen viser, at en systematisk investering i high yield-obligationer udstedt af de billigste 30 % af selskaberne (målt på kurs/indre værdi) vil klare sig bedre end markedet på langt sigt, men at investeringen i nedgangsperioder vil klare sig dårligere end markedet. Der er ganske vist ingen garanti for, at dette også vil ske fremadrettet, fordi det har været tilfældet tidligere. Men vi vil i det følgende præsentere nogle eksempler på obligationer, som illustrerer, hvad det betyder, når markedet vender ryggen til selskaber, fordi de ikke lige tilhører 'sidste mode' indenfor investering i high yield-obligationer.



Graf: Resultatet af back-test for kurs/indre værdi-effekten for high yield-markedet

Som det ses af ovenstående graf, så havde den syntetiske portefølje bestående af obligationer udstedt af selskaberne med lav/kurs indre værdi (den gule linje) ved slutningen af marts 2000 samlet set klaret sig 13 % dårligere end markedet. Hvad angår eksponeringen mod selskaber med lav kurs/indre værdi, svarer vores afdeling til den gule linje ovenfor.

Den nuværende recession er endnu dybere end den økonomiske afmatning, som fulgte i kølvandet på IT-boblens brist, som er den periode, der benyttes i testen ovenfor. En portefølje, der bygger på lav kurs/indre værdi i dag, kan derfor tænkes at klare sig endnu dårligere end i det ovenstående eksempel, fordi aversionen mod cykliske selskaber har været større i denne nedgang. Denne tendens kan også anes på aktiemarkedene, hvor value-aktier har klaret sig værre end vækstaktier.

Historien viser, at denne situation meget hurtigt kan vende. Læg mærke til hvordan porteføljen med lav kurs/indre værdi i grafen ovenfor klarer sig bedre, når der måles over et helt konjunkturforløb. Når der er grund til at være optimist omkring afdelingen, skyldes det i høj grad, at selskaberne i afdelingen må forventes at være hyp-pige overtagelseskandidater fremadrettet pga. deres lave

prisfastsættelse, når store virksomheder går på jagt efter markedsandele. Overtagelser i vores porteføljeselskaber kan udløse meget kraftige kursstigninger på de underliggende obligationer som følge af overtagelsesklausuler på obligationerne (læs mere om dette i de efterfølgende eksempler).

Eksempler på, hvordan renten på obligationer påvirkes af markedspopularitet

De følgende eksempler illustrerer, hvordan renter og kurser på obligationer påvirkes af at blive 'vendt ryggen' af markedet.

Eksempel 1 (Petroquest)

Petroquest er et amerikansk olie- og gasselskab og dermed et cyklisk selskab. Selskabet er lavt gearet med nettogæld i forhold til egenkapital på 51,88 %. Til sammenligning er gearingsniveauet for det brede marked cirka 400 %. Selskabet handles meget billigt på en kurs/indre værdi på 0,13 gange. Derudover er Petroquest et lille selskab. Petroquest opfylder dermed vores tre investeringskriterier.

Den effektive rente på Petroquest-obligationen er 30 % frem til udløb i 2012. Obligationen handler i kurs 60 og har en kupon på 10,375 %. Hvis Petroquest bliver overtaget af et større olie- og gas selskab, hvilket ikke er usandsynligt, når selskabet handler på en kurs/indre værdi på blot 0,13 gange, så vil Petroquest-obligationen stige op til kurs 101, hvilket er niveauet fastsat i overtagelsesklausulen for obligationen. En stigning på hele 68 %!

Eksempel 2 (Stoneridge)

Stoneridge er en amerikansk producent af elektronisk udstyr til biler og traktorer – med en beskednen andel af salget til GM og Ford. Selskabet har et lavt gearingsniveau på 77,45 %, og selskabet er billigt målt på kurs/indre værdi som ligger på 0,26. Stoneridge er også et lille og ukendt selskab.

Den effektive rente på obligationen er 25 % frem til udløb i 2012. Stoneridge har løbende købt egne obligationer tilbage i markedet.

Eksempel 3 – ikke del af porteføljen (El Paso)

I modsætning til Petroquest og Stoneridge, så er El Paso et relativt stort, ikke-cyklisk selskab, som er i høj kurs i markedet for tiden, da selskabet opererer inden for forsyningssektoren. El Paso har et gearingsniveau på 281,85 %. Selskabet er dermed langt mere forgældet end vores porteføljeselskaber.

Fordi vi her har at gøre med en obligation, som er udstedt af et ikke-cyklisk, stort selskab, giver El Paso-obligationen med samme tid til udløb som Petroquest- og Stoneridge-obligationer en effektiv rente på blot 11 %.

Medmindre den nuværende krise blot er starten på verdens undergang, så vidner dette om, at Petroquest- og Stoneridge-obligationerne er meget billige sammenlignet med El Paso-obligationen.

Et andet forhold, som har påvirket vores afkast negativt i forhold til opturen på det brede marked, er vores fokus på små selskaber. Lige nu betaler de små selskaber en meget høj pris for at være ukendte – dvs. den præmie, de betaler for deres størrelse, er stor. Ovenstående eksempler bekræfter denne tendens. De fleste high yield-investorer har i den senere tid haft fokus på obligationer a la El Paso-obligationen. Derfor kommer stigningen i obligationer som Petroquest og Stoneridge med en vis 'forsinkelse'.

Opsummering

Hvis vi kort skal opsummere, så er vores obligationer – fra de mindre, cykliske selskaber – dem, som markedet har vendt ryggen, og som derfor er særdeles billige. Hvem ved, hvor længe disse selskaber vil være upopulære? For at bruge den kendte økonom Keynes ord, så kan markedet være irrationelt længere, end man selv kan være solvent. Med andre ord så er der sandsynlighed for, at man som investor til sidst vil forlade de billige obligationer, fordi man mister tålmodigheden. Dernæst vil man sandsynligvis gøre som alle andre – købe sig ind i de sikre forsynings- og telekommunikationselskaber. Problemet er så blot, at markedet og økonomierne på et tidspunkt vender, så man igen vil sidde tilbage med obligationer, der underpræsterer i en periode, fordi man tidligere smed de små og cykliske papirer fra sig. Vores holdning og budskab er derfor helt klart: Vi holder kursen, og agter ikke at give køb på vores overbevisning. I det lange løb vil der være en gevinst at opnå ved at investere i mindre og undervurderede selskaber.

Vi mener, at vores portefølje er billig. Billigere end nogensinde, hvis man sammenligner med det generelle marked. I Sparinvest fokuserer vi på at skabe langsigtede resultater, og dette kræver en investeringshorisont på tre-fem år. Vi tror på, at de næste to år bliver gode!

Med venlig hilsen



Klaus Blaabjerg
Senior Portfolio Manager
8. april 2009

Sparinvest Value Bonds-team



Klaus Blaabjerg
Senior Porteføljeforvalter



Sune Højholt Jensen
Senior Porteføljeforvalter



Toke Hjortshøj
Analyst

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.



High Yield Value Bonds

Indhold

- Afkast
- Porteføljesammensætning
- Værdiansættelse af porteføljen
- Selskabskommentarer

Fakta

Strategi	Value Bonds
Risiko	Mellem
ISIN	LU0239738551
Afdelingens valuta	DKK
Fondens startdato	16.11.2005
Manager	Klaus Blaabjerg
Benchmark	Merrill Lynch Global High Yield (EUR Hedged)
Morningstar Kategori	EUR Højrente - Obligationer

- sparinvest.dk

Afkast

Selvom 2008 var et særdeles svært år, så er det generelle high yield-marked startet 2009 mere positivt, dog med en del nervøsitet i løbet af 1. kvartal. 1. kvartal endte med et afkast på -0,12 % for High Yield Value Bonds sammenlignet med et afkast for benchmark, Merrill Lynch Global High Yield (EUR Hedged), på 5,81 %.

Der er to hovedårsager til, at vi halter efter benchmark. For det første investerer afdelingen i billige selskaber målt på kurs/indre værdi, hvilket desværre er cykliske selskaber, der svinger i takt med samfundsøkonomien. Gennem den økonomiske afmatningsperiode har hovedparten af high yield-investorerne rebalanceret deres porteføljer og fokuseret på obligationer udstedt af ikke-cykliske selskaber. For det andet blev high yield-obligationer ramt af en af de største likviditetskriser nogensinde som følge af den finansielle nedsmeltning. For at sikre høj likviditet har markedet derfor foretrukket obligationer udstedt af store selskaber, som er lettere at omsætte, hvis det skulle blive nødvendigt. Vores afdeling har helt bevidst haft en stor eksponering mod small cap-selskaber – og derfor mere illikvide obligationer – fordi vi går efter at opnå likviditetspræmien forbundet med investering i mindre selskabers obligationer. Det er likviditetspræmien og value-præmien, der over tid skal sikre et højt langsigtet afkast.

Porteføljesammensætning

Ved slutningen af kvartalet havde afdelingen 81 positioner og en kontantbeholdning på 4,9 % af aktiverne under forvaltning.

I løbet af kvartalet har de justeringer, vi har foretaget i porteføljen, været fokuseret på selskaber med stærke value-parametre dvs. lav gearing og lav kurs/indre værdi. Vi har også fokuseret på refinansieringsrisiko, hvilket er en direkte konsekvens af den finansielle krise, hvor selv

store og velkendte selskaber kan have svært ved at omlægge deres eksisterende gæld.

Ved kvartalets afslutning udgjorde vores 10 største positioner 31,09 % af den samlede beholdning. Nærmere detaljer omkring vores porteføljesammensætning og afkast kan ses på vores hjemmeside.

Værdiansættelse af porteføljen

Afdelingen Sparinvest High Yield Value Bonds er for tiden meget attraktivt prissat; kurs/indre værdi er på 0,5 og den effektiv rente er 22,6 % i forhold til 19,36 % for det generelle high yield-marked. Derudover har de selskaber, vi har investeret i, stærke balancer med et gennemsnitligt nettoforhold mellem gæld og egenkapital på under 100 % (finansielle selskaber fraregnet) sammenlignet med et tal på 300 % for det generelle marked.

Selskabskommentarer

Sevan Marine

Ved kvartalets afslutning var vores eksponering mod energisektoren 23 %, hvoraf en stor del af denne var mod mindre norske energiselskaber. Grundet tvangssalg i norske energiselskaber skelnede investorerne ikke mellem, om obligationerne havde pant i aktiver. Vi har benyttet kvartalet til at rette vores investeringer mod obligationer med pant i aktiver med en lav belåningsgrad.

I Sparinvest High Yield Value Bonds har vi tre forskellige obligationer udstedt af Sevan Marine. Sevan har udviklet en cylinderformet boreplatform, der er velegnet til udvinding og boring under hårde og uforudsigelige vejrforhold. Sevans platforme har vist sig at have et stort potentiale selv under vanskelige forhold, hvor bølgerne kan blive så høje som 18 meter, og for operatører som Statoil Hydro er det en meget attraktiv økonomisk faktor.

En af disse obligationer udløber i 2011 og har førsteprioritets pant i 'Hummingbird', som er en boreplatform i Nordsøen. Når man sammenligner den samlede gæld i enheden med Hummingbirds markedsværdi, mener vi, at værdien overstiger obligationernes bogførte værdi med mere end 70 %. Obligationen handles lige nu til kurs 57 med en effektiv rente på 34 %.

Sevan er et klassisk eksempel på en obligation udstedt af et lille cyklisk selskab, som nu lider under den nuværende likviditetskrise.

Bombardier

Bombardiers indtjening fordeler sig ligeligt mellem selskabets luftfarts- og transportdivisioner. Dette er en meget gunstig fordeling i en tid, hvor den private sektors efterspørgsel på fly godt nok er faldende, men det offentlige efterspørgsel på tog er stigende.

Bombardier har en likvidbeholdning på 3,5 milliarder USD og en langfristet gæld på 4 milliarder USD samt et forhold mellem nettogæld og egenkapital på 18,95 %. Derudover har selskabet en samlet ordrebog med uekspederede ordrer på henholdsvis 23,5 milliarder USD for sin luftfartsdivision og 24,7 milliarder USD for transportdivisionen. Derudover har selskabet de seneste fire år nedsat gearingsniveauet og offentlig annonceret, at det ønsker at blive et investment grade-selskab i fremtiden.

Bombardiers obligationer er blevet ramt af dets cykliske luftfartsdivision. Vi mener, at markedet i vidt omfang har overset, at den mindre cykliske men lige så indbringende transportdivision vil stå stærkt som følge af stigende offentlige investeringer. Ved kvartalets slutning var vores fjerdestørste position en obligation med BB+ kreditvurdering fra Bombardier med en effektiv rente på 15 %.

Klaus Blaabjerg

Senior Porteføljeformaler

8. april 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.