



## Value Bonds

### Indhold

#### High Yield Value Bonds

- Gældsnedbringelse
- Energisektoren
- Banksektoren
- Stigende antal konkurser
- Opsummering

#### Investment Grade Value Bonds

- Banksektoren
- Statslig støtte af europæiske banker
- De baltiske lande
- Opsummering

### High Yield Value Bonds

#### Kære Investor

I andet kvartal blæste der mildere vinde på kreditmarkedet, hvor en kombination af øget optimisme og likviditet fik kurserne til at stige. Vi sluttede vores forrige brev til investorerne af med et budskab om, at vi fastholder investeringsstrategien, samt at vi fandt vores portefølje billigere end nogensinde. Umiddelbart efter kvartalsafslutningen ændrede situationen sig fra et kreditmarked, hvor ingen ønskede at eje billige obligationer udstedt af små selskaber med lav/kurs indre værdi, til et marked med generelt stigende efterspørgsel efter obligationer, der matchede vores value-strategi.

Vi finder fortsat porteføljen billig trods de store kursstigninger, når selskabernes balance tages i betragtning. Pt. har porteføljen en effektiv rente på 15,5 %.

### Gældsnedbringelse

Den finansielle krise resulterede i, at selskabernes omsætning faldt markant de seneste kvartaler og fortsat ligger lavere, end før den økonomiske krise for alvor ramte verdensøkonomien. Helt i tråd med hvad man må forvente, har selskaberne forsøgt at skabe balance mellem salg og omkostninger ved blandt andet at reducere personaleomkostninger, varelagre og produktion. Derudover har en række selskaber benyttet foråret til at forbedre kreditprofilen ved udstedelse af aktiekapital og/eller tilbagekøb af kreditobligationer. Alt sammen er tiltag, som er vand på kreditinvestorerens mølle, da disse tiltag reducerer risikoen for, at selskabet ikke kan betale renter på dets gæld.

Også selskaber i Sparinvest High Yield Value Bonds har benyttet det seneste kvartal til at forbedre balancerne igennem blandt andet aktieudvidelser og tilbagebetaling af gæld. Eksemplerne tæller:

- Brigham Exploration, et amerikansk energiselskab, der har udvidet aktiekapitalen og tilbagebetalt gæld for \$ 35 millioner.
- Allis-Chalmers, der forventer at reducere selskabets gæld med op mod \$ 120 millioner, hvilket resulterer i en markant forbedring af selskabets balance.
- Petroquest Energy, der i øjeblikket er i gang med at udstede minimum 10 millioner nye aktier til en samlet værdi af \$ 35 millioner.

Sparinvest High Yield Value Bonds fastholder fokuseringen på selskaber med sunde balancer. Dette sikrer, at selskaberne i porteføljen kan modstå fald i indtjeningen på grund af den økonomiske opbremsning.

## Energisektoren

Til trods for energibesparende tiltag forventer den kinesiske regering, at Kinas olieefterspørgsel i 2020 tangerer det amerikanske olieforbrug i 2007. Derfor forsøger Kina i øjeblikket at sikre landets fremtidige energiforbrug ved at opkøbe oliereserver i eksempelvis mellemøsten og Afrika. Senest har Kinas næststørste olieselskab opkøbt Addax Petroleum Corp, som i starten af juni opnåede licens til at eksportere olie fra Kurdistan til det internationale marked. Yderligere har det norske olieselskab DNO fået eksportlicens med en forventet produktionskapacitet på 50.000 tønder olie om dagen.

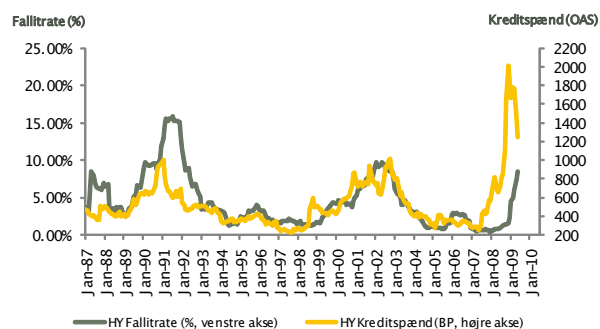
Vi forventer, at et eller flere af vores selskaber vil indgå i konsolideringen – herunder DNO.

## Banksektoren

Mod slutningen af 1. kvartal og i løbet af 2. kvartal har vi øget eksponeringen til banksektoren gennem opkøb af europæiske storbanker med solide kapitalbaser. Porteføljen har nu en markedsneutral vægt til sektoren. Blandt andet har vi købt op i Fortis Bank, som i dag ejes af BNP Paribas og den belgiske stat. Det særlige ved obligationen er, at hvis Fortis ikke tilbagekøber obligationerne på et forudbestemt tidspunkt, så har kreditorerne ret til at gennemtvinge en aktieudstedelse til at tilbagekøbe obligationerne.

## Stigende antal konkurser

Det må forventes, at den nuværende afmatning i økonomien bevirker, at stadig flere selskaber må dreje nøglen om. Historisk har kreditspændet og fallitraten for benchmark fulgt hinanden med kortvarige afvigelser. Denne relation blev dog sat ud af kraft i midten af 2007, hvor kreditspændet steg kraftigt på grund af øget økonomisk usikkerhed og lav likviditet, mens fallitraten forblev på et meget lavt niveau.



Siden december 2008 er kreditspændet faldet, i takt med at likviditeten er vendt tilbage på kreditmarkedet. Derudover er fallitraten begyndt at stige som en konsekvens af den økonomiske afmatning og det drastiske fald i selskabernes omsætning.

Det globale high yield-marked har da også været ramt af konkurser. I løbet af 2. kvartal er 22 selskaber gået konkurs med en samlet obligationsvolumen på over \$ 31 milliarder. General Motors alene havde umiddelbart før konkursen \$ 12 milliarder udestående obligationer og lån, hvilket er den 3. største konkurs i år med Charter Communications (\$ 19 milliarder) og Lyondell Chemicals (\$ 17 milliarder) som de største.

Vi forventer en stigende fallitrate, indtil den globale økonomiske afmatning vendes til vækst. Det er derfor helt afgørende, at man som ejer af kreditobligationer fokuserer på værdien af selskabernes aktiver, således at et eventuelt tab i tilfælde af konkurs minimeres.

Foråret bød som sagt på en af de helt store konkurser, hvor den amerikanske bilproducent General Motors måtte opgive at betale renter og afdrag på det skyhøje gældsberg, der inden for de sidste år var oparbejdet. Man må forvente, at der kommer til at gå lang tid før konkursboet er fordelt mellem de forskellige kreditorer, men det forventes dog, at kreditobligationerne fra General Motors får omkring 12,5 % tilbage af hovedstolen på obligationerne, eftersom aktiverne viste sig at være markant mindre værdi end selskabets gæld. General Motors er ikke et value-selskab, og Sparinvest High Yield Value Bonds havde derfor ikke eksponering til selskabet. Faktisk repræsenterer General Motors lige præcist det modsatte af et value-selskab.

Et andet konkursramt selskab er en af verdens største kyllingeproducenter, Pilgrim's Pride, der historisk har haft en sund balance med relativ lille gæld i forhold til aktiekapitalen.



I slutningen af 2008 gik selskabet konkurs på grund af en kombination af drastisk fald i selskabets indtjening, samt at Pilgrim's Pride opkøbte et selskab lige før kreditmarkedet frøs til is og dermed blev offer for kreditkrisen. I perioden omkring konkursbegæringen forventede kreditmarkedet, at obligationerne nærmest var værdiløse. Kreditmarkedet blev dog klogere, i takt med at selskabets aktiver kom frem i lyset, samt at selskabet i dag opererer med en positiv indtjening.

Pilgrim's Pride er et typisk value-selskab, der trods finansielle vanskeligheder har aktiver, der netop minimerer værditabet for ejerne af kreditobligationen ved konkurs, da obligationen efter konkursen handler, som om selskabet ikke er gået konkurs (jf. figur).

Sparinvest High Yield Value Bonds havde ingen konkurser i 2. kvartal 2009, og vi fastholder vores value-tilgang ved at investere i selskaber med sunde balancer.

## Opsummering

Den langsigtede tilgang samt vores vedholdende fokus på selskabernes balance påvirkede porteføljens afkast positivt i det forgangne kvartal. Den generelle økonomiske opbremsning har bevirket, at selskaber i den private sektor søger at justere gæld i forhold til egenkapital ved aktieudstedelser og/eller nedbringelse af selskabets gæld. Overordnet er sådanne tiltag positive for kreditinvestorer, eftersom mindre gearing mindsker risikoen for, at selskabet ikke kan tilbagebetale gælden.

Yderligere spørger den globale økonomiske krise fortsat, og vi forventer et moderat stigende antal konkurser i løbet af sidste halvår af 2009 – dog ikke i vores portefølje. Trods pæne stigninger er porteføljens effektive rente stadig over 15 %, og vi vurderer, at det forventede afkast fortsat er attraktivt. Vi har tillid til, at vores value-tilgang med fokus på blandt andet selskabets refinansieringsrisiko reducerer risikoen for, at selskabet kommer i økonomiske vanskeligheder. Vi fastholder investeringsstrategien og søger en likviditetspræmie blandt billige obligationer udstedt af selskaber med sunde balancer.

## Investment Grade Value Bonds

Lehmans fald forårsagede drastiske spring i kreditspændende for investment grade-obligationerne, og i slutningen af 2008 befandt kreditspændet sig på historiske høje niveauer og tangerede spændniveauet under den store depression i 1930'erne. I løbet af foråret har statslige tiltag bevirket, at tilliden langsomt er ved at vende tilbage til banksektoren. I takt med investorenes stigende risikovillighed er der derfor sket en kraftig spændindsnævring henover foråret.

Til trods for store kursgevinster i løbet af det forgangne kvartal, så er det værd at bemærke, at kreditspændet fortsat er på et meget højt niveau set med historiske briller. Vi forventer også, at selskaberne fortsætter deres omkostningsreducerende tiltag ved blandt andet at reducere personale- og lageromkostninger. Derudover har en række selskaber udstedt nye aktier og/eller reduceret gælden for at forbedre selskabernes balancer.

## Banksektoren

Bølgen af gældsfinansierede overtagelser (LBO) var på sit højeste ved afdelingens start, og sådanne overtagelser indebar en markant stigning i gearing og finansiell risiko. Derfor faldt obligationerne kraftigt i værdi efter LBO'er – eksempler herpå tæller bl.a. ISS og TDC. Derfor mente vi, at kreditpræmien for industrielle selskaber ikke stod mål med LBO-risikoen og investerede derfor i bankkapital, hvor risikoen for LBO er forsvindende lille.

Bankens ansvarlige lånekapital (Tier 1 obligationer) er karakteriseret ved, at obligationerne er uendeligt løbende, men udstederen har mulighed for at købe obligationen tilbage på et forudbestemt tidspunkt. Hvis obligationen ikke købes tilbage, stiger kuponen efterfølgende. Desuden kan udstederen i visse tilfælde fravælge at betale kuponen på obligationen. Dette varierer dog fra obligation til obligation, hvilke understreger vigtigheden af en nøje gennemgang af obligationernes dokumentation, før investeringen foretages.

Kreditkrisen havde en negativ effekt på afdelingens afkast i 2008. Først frygtede kreditmarkedet, at bankerne ville gå konkurs – det blev løst med hjælpepakker og direkte kapitalindsud mm. Dernæst frygtede kreditmarkedet, at ansvarlig lånekapital skulle bære en del af tabet – det skete ikke, da de store banker ikke blev fuldt nationaliserede. Endeligt frygtede man, at bankerne ville fravælge sig rettigheden til at købe obligationerne tilbage på den forudbestemte tilbagekøbsdato – det har nogle gjort, og desuden har flere banker forsøgt at købe ansvarlig kapital til underkurs, hvilket har lagt en bund under kurserne.

Den generelle økonomiske krise samt usikkerheden om, hvorvidt bankerne køber deres Tier 1 obligationer tilbage eller ej havde en negativ effekt på afkastet for 2008. Vi fastholdte vores eksponering, idet verdens centralbanker og regeringer udviste stor handlekraft for at genetablere tilliden til banksektoren. I løbet af 2. kvartal vendte kreditmarkedet for bankkapital på en tallerken, og afdelingen er steget med næsten 60 % fra bunden.

### Statslig støtte af europæiske banker

Det blev hurtigt klart, at den globale krise ikke kunne løses uden et velfungerende banksystem, og med Lehmans konkurs stod det klart, at der var akut likviditetsbehov til de skrantende banker. Verdens centralbanker og regeringer indførte adskillige hjælpepakker i et forsøg på at reetablere tilliden bankerne imellem.

Udover statsgaranteret lån til banker har eksempelvis den engelske stat taget direkte ejerskab i Royal Bank of Scotland og Lloyds Banking Group med henholdsvis 71 % og 43 % af aktiekapitalen. I oktober sidste år investerede den amerikanske centralbank omkring \$ 240 milliarder i det amerikanske banksystem for at øge likviditeten i sektoren. Resultatet af den resolute hjælp kan også aflæses i bankernes kvartalsregnskab, som i mange tilfælde præsenterede pæne overskud i første kvartal af 2009. Og allerede i det forgangne kvartal har en række af de store amerikanske banker betalt en stor del af kapitalindsprøjtningen tilbage til centralbanken.

### De baltiske lande

De baltiske lande har igennem de seneste 10 år haft stor økonomisk fremgang, hvilket resulterede i en overophedet økonomi med lav arbejdsløshed og boom i ejendomssektoren. I takt med den økonomiske fremgang har de skandinaviske banker øget eksponeringen mod de baltiske lande, hvilket har kostet bankerne dyrt som følge af den økonomiske nedsmeltning i de baltiske lande. Litauen har efter en stigning i huspriserne på op mod 80 % i perioden fra 2005 til 2007 oplevet huspriser i frit fald, så de nu ligger omkring 2005-niveauet. Det er derfor vigtigt at analysere bankernes landeeksponering, samt hvornår bankerne øgede udlånsporteføljen til private huskøbere.

Sparinvest Investment Grade Value Bonds ejer obligationer udstedt af den svenske storbank SEB, som er den andenstørste långiver på det baltiske marked. Til trods for den fortsat imponerende økonomiske fremgang valgte SEB i 2006 at indføre strammere lånevilkår, hvilket betød at SEB mistede markedsandele i alle tre lande.

### Opsummering

Efterspørgslen efter obligationer steg i det forgangne kvartal, i takt med at tilliden og likviditeten kom tilbage på kreditmarkedet. Særligt steg kurserne på bankobligationer grundet bankernes enorme kapitalindsprøjtninger det seneste halvår, således at bankerne i dag fremstår væsentligt bedre kapitaliserede.

De baltiske landes økonomier er i øjeblikket inde i en dyb recession, og det er derfor vigtigt at danne sig et overblik over, hvilke banker der har taget del i lånefesten de seneste 10 år. Vi har obligationer udstedt af SEB, som i dag er den anden største långiver på det baltiske marked, men som satte foden på bremsen allerede i 2006 med mere strenge udlånsvilkår. SEB har derfor taget en mindre del i udlånsfesten i den periode, hvor huspriserne fløj til himmels.

Vi fastholder vores value-tilgang, hvor vi søger at reducere risikoen for at ledelsen gennemfører tiltag, der skader obligationsafkastet.

Med venlig hilsen



**Klaus Blaabjerg**  
Senior Porteføljeforvalter  
10. juli 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](http://sparinvest.dk)

### Afkast

De historisk lave obligationskurser var i høj grad drevet af ekstrem lav likviditet på kreditmarkedet. Som vi beskrev i forrige kvartalskommentar, så fastholdt vi netop vores positioner i de illikvide obligationer til trods for, at det generelle kreditmarked vendte de illikvide obligationer ryggen, da krisen kradsede mest. Med foråret kom optimismen og likviditeten tilbage på kreditmarkedet, hvilket betød, at value-tilgangen med at investere i billige obligationer udstedt af små, men sunde, selskaber bar frugt. Den øgede likviditet på kreditmarkedet forårsagede store kursspring blandt de illikvide obligationer, hvilket har haft en meget positiv effekt på afdelingens afkast.

Sparinvest High Yield Value Bonds endte med et år-til-dato afkast på 39,87 % sammenlignet med et afkast for benchmark Merrill Lynch Global High Yield (EUR Hedged) på 30,84 %.

### Porteføljesammensætning

Ved slutningen af kvartalet havde afdelingen 80 positioner med en overeksponering over for energisektoren samt en overvægt af europæiske selskaber.

Refinansieringsrisikoen på det generelle marked er ikke afblæst til trods for obligationernes høje kursspring i løbet af andet kvartal. Derfor fortsætter vi fokuseringen på selskaber med stærke value-parametre, dvs. lav gearing og lav kurs/indre værdi.

Vores 10 største positioner udgjorde 28,50 % af den samlede beholdning. Yderligere detaljer omkring vores porteføljesammensætning og afkast kan ses på [sparinvest.dk](http://sparinvest.dk).

## Værdiansættelse af porteføljen

Til trods for den positive forårsstemning på finansmarkederne er vores portefølje fortsat attraktivt prisfastsat med lav kurs/indre værdi og et gennemsnitlig nettoforhold mellem gæld og egenkapital på under 100 % (finansielle selskaber fraregnet). Det generelle marked har derimod en gældsrate på over 400 %. Desuden er porteføljens gennemsnitlige obligationskurs 73,18 i forhold til 82,84 i vores benchmark.

## Selskabskommentarer

### Oxford Industries

I slutningen af kvartalet valgte vi at acceptere selskabets tilbud om at købe vores obligationer tilbage til kurs 100, hvilket gav os en kursgevinst på 10 %. Oxford Industries er et internationalt selskab med kernekompetencer inden for design og produktion af tøj og sko. Selskabet har på baggrund af den økonomiske afmatning og den dalende forbrugerefterspørgsel reduceret dels dets lager, kundernes kreditter samt selskabets gæld.

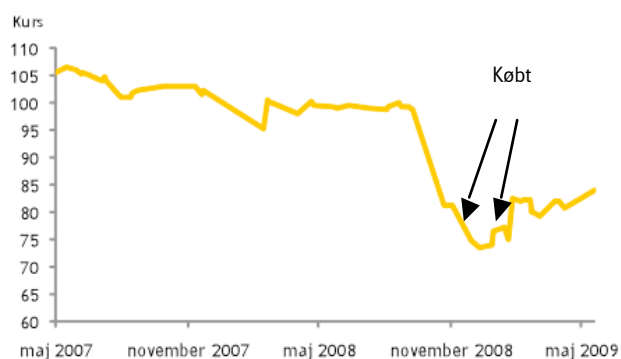
### Brown Shoe

Brown Shoe er et globalt selskab, der designer og producerer fodtøj, hvis omsætning fordeler sig på en række mærker, der dels sælges som lavprismetøj i supermarkeder og dels som luksusfodtøj i specialbutikker.

Selskabet lever i den grad op til investeringsprocessen i Sparinvest High Yield Value Bonds med lav nettogæld i

forhold til egenkapital, lav kurs/indre værdi og obligationer med en dokumentation, der sikrer, at selskabets ejere ikke øger gælden og/eller sælger aktiver. Desuden sikrer obligationens dokumentation, at der er et loft for, hvor megen værdi der kan overføres til aktionærene i form af aktietilbagekøb eller udbytte.

Sparinvest High Yield Value Bonds har længe haft selskabets obligationer i kikkerten og udnyttede kreditkrisen til at købe op i selskabets obligationer. I januar købte vi obligationer på henholdsvis kurs 74 og 77,25.



Ved kvartalets afslutning handler obligationen til kurs 85 og har en kupon på 8,75 %. Den effektive rente på obligationen er 15,5 % frem til udløb i 2012.

### Klaus Blaabjerg

Senior Porteføljeforvalter

10. juli 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.



## Investment Grade Value Bonds

### Indhold

- Afkast
- Værdiansættelse og porteføljesammensætning
- Selskabskommentarer

### Fakta

Strategi	Value Bonds
Risiko	Lav
ISIN	LU0264925727
Afdelingens valuta	EUR
Fondens startdato	02.11.2006
Manager	Klaus Blaabjerg
Benchmark	Merrill Lynch Global Broad Market Corporate Index (EUR Hedged)
Morningstar Kategori	Euro Corporate Bond

- [sparinvest.dk](http://sparinvest.dk)

### Afkast

Kreditspændet på virksomhedsobligationer af høj kreditkvalitet nåede i marts 2009 et niveau, der tangerede 1930'ernes kreditspænd. Foråret bød på en spirende optimisme, og likviditeten kom tilbage på kreditmarkedet.

Sparinvest Investment Grade Value Bonds endte med et afkast på 8,58 % sammenlignet med et afkast for benchmark Merrill Lynch Global Broad Market Corporate Index (EUR Hedged) på 7,27 %.

### Værdiansættelse og porteføljesammensætning

Ved slutningen af kvartalet bestod porteføljen af 43 positioner med en overvægt inden for bankkapital samt obligationer udstedt af europæiske selskaber. Vores 10 største positioner udgjorde 36,54 % af den samlede beholdning.

Porteføljens gennemsnitlige obligationskurs er på 59,43 i forhold til 94,47 i vores benchmark. Den effektive rente er på 14,1 % med en varighed på 3,30 i forhold til en rente på 6,81 % med en varighed på 5,01 for benchmark. Yderligere detaljer omkring vores porteføljesammensætning og afkast kan ses på [sparinvest.dk](http://sparinvest.dk)

## Selskabskommentarer

### **Polo Ralph Lauren**

Vi benyttede likviditetskrisen til at købe obligationer udstedt af den velkendte livsstilsproducent Polo Ralph Lauren. Selskabet havde i slutningen af marts \$ 481 millioner i kontanter mod en gæld på \$ 406 millioner, dvs. et meget lavt nettoforhold mellem gæld og egenkapital. Selskabets virksomhedsobligationer handlede ved kvartalsafslutningen på kurs 89 og har en kupon på 4,5 %. Den effektive rente på obligationen er på 7,6 % frem til udløb i 2013.

Med venlig hilsen

### **Klaus Blaabjerg**

Senior Porteføljeformaler

10. juli 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.