



Indhold

- Økonomi
- Afkast
- Afkast relativt
- Fremtiden

Value Bonds

Økonomi

De enorme finanspolitiske hjælpepakker og centralbankernes kunstige åndedræt til det finansielle system har virket. Bunden i den globale økonomi ligger bag os, og vi befinder os nu i, hvad man må betegne som et økonomisk smørhul for aktie- og kreditmarkederne. Globalt set er der tiltagende vækst og samtidig en meget lempelig penge- og finanspolitik. Økonomierne i Asien har været de første til at vende rundt og må forventes at bidrage positivt til den globale vækst fremadrettet. IMF opjusterede i starten af oktober deres forventninger til den globale økonomi. Således forventer IMF nu en vækstrate på 3,1 % for 2010. I juli hed dette skøn 2,5 %. Men IMF påpeger også, at krisen ikke er slut endnu, hvilket specielt gælder for den vestlige verden. Arbejdet med at rydde op i banksystemet er ikke tilendebragt og synes mest fremskredent blandt de amerikanske banker.

Nedenstående tabel fortæller om realafkastet for aktier og statsobligationer under forskellige økonomiske regimer efter økonomiske kriser siden 1925 i USA. Ved lav vækst og lav inflation forstås vækst og inflation, som ligger under trend. Noget overraskende kan man observere, at det faktisk er dette scenarie med lavere vækst og inflation, som er "bedst" for det finansielle marked mht. afkast.

| | Aktier | Lange obligationer | Korte obligationer |
|----------------------------|--------|--------------------|--------------------|
| Lav vækst og lav inflation | 11,4% | 10,1% | 2,8% |
| Høj vækst og lav inflation | 10,6% | 5,2% | 1,3% |
| Høj vækst og høj inflation | 8,2% | -1,2% | -0,9% |
| Lav vækst og høj inflation | -1,9% | -5,0% | -1,7% |

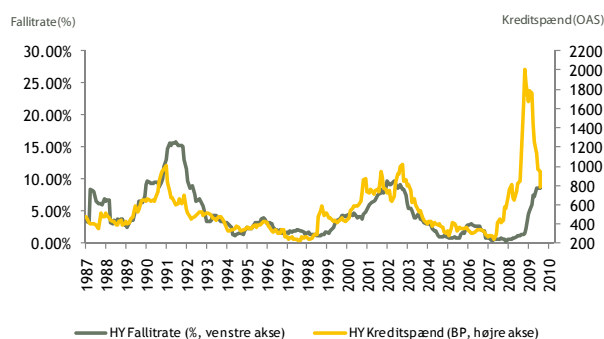
Det er derfor, at den nuværende økonomiske situation kan betegnes som værende et smørhul for de finansielle markeder, selvom der desværre er mange, der ikke oplever den nuværende økonomiske situation som værende gunstig.

Den væsentligste risiko for det finansielle marked er derfor høj inflation. Hvis inflationen kan holdes under kontrol, er der udsigt til fortsat milde vinde på aktie- og kreditmarkederne, fordi lav inflation vil gøre det muligt for centralbankerne at holde renterne lave. Lave korte renter dikteret af centralbankerne vil også kunne hjælpe bankerne med at genopbygge kapital oven på kreditkrisen, fordi bankerne i så fald kan låne til den lave rente og placere til en højere rente i obligationsmarkedet. Det skete i stor stil blandt japanske banker efter krakket i Japan for tyve år siden.

Med hensyn til inflation er det således vigtigt at notere sig, at ledigheden i den vestlige verden fortsat stiger. I USA forventes ledigheden at stige til over 10 % i løbet af den resterende del af 2009. Og i Europa ser det ikke bedre ud. Så stor ledighed betyder, at lønningerne ikke kommer til at trække inflationen op i den nærmeste fremtid. Der, hvor der kan opstå inflationært pres, er blandt råvarerne, hvor manglende investeringer som følge af finanskrisen kan frygtes at skabe flaskehalse fremadrettet. Alt andet lige er der udsigt til meget lave renter fra centralbankerne i den nærmeste fremtid, hvilket vil understøtte fortsat fremgang på aktie- og kreditmarkederne.

Afkast

Udsigten til højere vækst, centralbankernes tilvejebringelse af likviditet, erkendelsen af at kreditmarkederne i ekstrem grad havde overvurderet fallrisikoen blandt virksomhederne og en massiv mur af kontanter på sidelinjen, er alle faktorer, der har bidraget til en normalisering af kreditmarkederne.



Selvom vi gennem det seneste år har berettet om, hvor billige kreditobligationer har været, må vi indrømme, at vi er overraskede over hastigheden, hvormed normaliseringen er sket. Det er derfor naturligt at reflektere lidt over tingene og rejse nogle spørgsmål:

Hvorfor har kredit givet så høje afkast? – er det rationelt eller bare en ny boble? – er High Yield-obligationer gået fra at være århundreders køb til at være en anelse dyre?

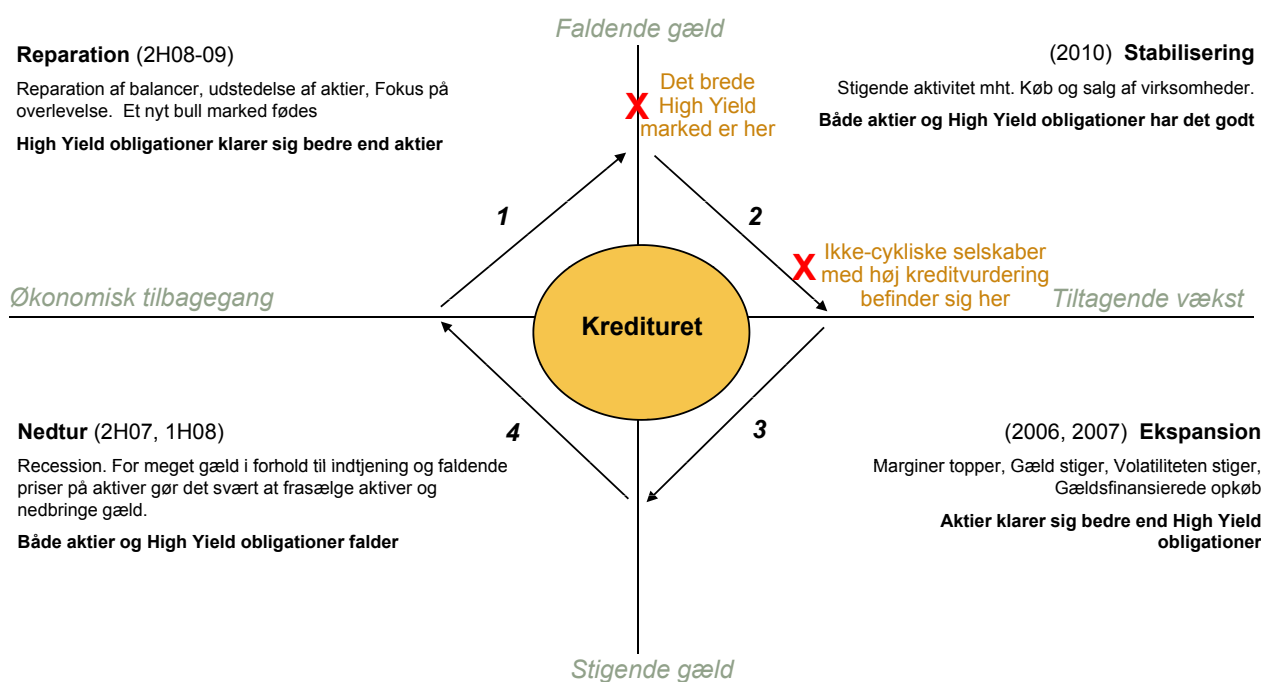
Tvangssalg i efteråret 2008 efter Lehman Brothers konkurs efterlod kreditmarkedet ekstremt oversolgt. Da kurserne var lavest, indiskonteredes årlige fallitratere på mere end 20 % over en årrække. Udgangspunktet for beregningen af afkastet for 2009 var altså ekstraordinært lavt. Derfor kan man heller ikke konkludere, at High Yield-obligationer i dag er dyre, eller at der er tale om en ny boble på kreditmarkedet, bare fordi afkastet for 2009 er så højt, som det er tilfældet. Desuden har mange virksomheder udstedt nye aktier og/eller frasolgt aktiviteter for at afdrage gæld. Disse tiltag har reduceret risikoen for konkurs markant, og kan også forklare hvorfor High Yield-obligationer har givet et højere afkast end aktier for 2009. High Yield-obligationers afkast for 2009 er således rodfæstet i fundamentale forhold og kan ikke bare forklares med bedre likviditet i markedet.

Ser man på det brede marked, ser det ud til, at High Yield-obligationer nu er fair prissat i forhold til risikoen for konkurs. Hvis markedet for High Yield-obligationer skal stige herfra, skal vi have færre konkurser. Dette er præcis, hvad vi må forvente for 2010 og 2011 i takt med tilbagevenden til vækst i den globale økonomi.

Men ikke alt er billigt længere. Vi mener, at CCC-segmentet nu indeholder mange eksempler på obligationer, der er blevet for dyre i forhold til den underliggende kreditkvalitet. Blandt de højere kreditvurderings segmenter finder vi imidlertid stadig rigtig god værdi i forhold til at blive kompenseret for forventet tab som følge af konkurs. Således kan man stadig finde obligationer i BB-B segmenterne som giver merrenter på 5 %-10 % i forhold til risikofri renter. Disse merrenter bør ikke være højere end 2 %-6 %.

Hvad kan vi forvente fremadrettet for High Yield-obligationer?

Dette afhænger af den makroøkonomiske udvikling men også af virksomhedernes fokus. Mht. makroøkonomien er der på kort til mellemlangt sigt grund til at være fortrøstningsfuld. Mht. virksomhedernes fokus bør investorer ud



fra nedenstående fremstilling af kreditmarkedets cyklus være mest varsom med de selskaber, som har høj kreditvurdering og er på opkøbsjagt og/eller udsat for pres fra aktionærer med hensyn til at stimulere selskabets aktiekurs – f.eks. gennem udbetaling af udbytte og lign. Således ser vi fra tid til anden eksempler på, at selskaber kommer til kreditmarkedet for at låne penge, som skal udbetales til udbytte til aktionærer og ledelser. Sådanne obligationsudstedelser deltager vi ikke i – eller sagt på en anden måde giver vi ikke lån til selskaber, så ledelsen i selskaberne kan fylde egne lommer!

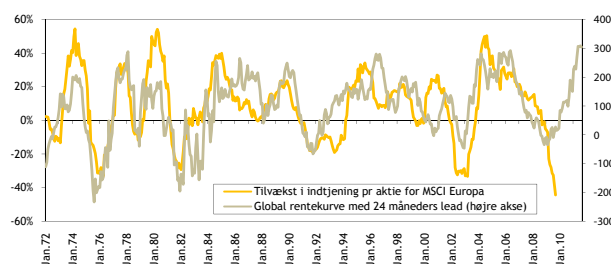
Afkast relativt

Afdelingen er kommet godt ud af krisen, og når vi ser tilbage på årene, der er gået, har indre værdi aldrig været højere, end det er tilfældet ved starten af 4. kvartal. Det høje afkast for 2009 både absolut og relativt er opnået, fordi afdelingen ikke har haft konkurser, og fordi mange af afdelingens selskaber, som har været dybt oversolgte – enten fordi de var små eller tilhørte den forkerte sektor eller begge dele – har fundet ny interesse. I brev til Investorerne for 1. kvartal skrev vi at denne catching up for afdelingen ville indtræde, når bunden i den økonomiske cyklus var nået. Men vi har ikke tænkt os at hvile på laurbærene, vi ser stadig gode muligheder i markedet og har en effektiv rente på 12 %, som stadig er meget interessant – både absolut og i forhold til andre aktivklasser.

Fremtiden

De globale rentekurver er meget stejle. Vi definerer her rentekurven som forskellen mellem renten på en 10-årig obligation og 3-måneders renten. Historisk set har så stejle rentekurver varslet markant indtjeningsfremgang i virksomhederne – noget som ikke lyder utænkeligt i betragtning af, hvor meget der er skåret ind til benet i virksomhederne sammenholdt med stigende efterspørgsel.

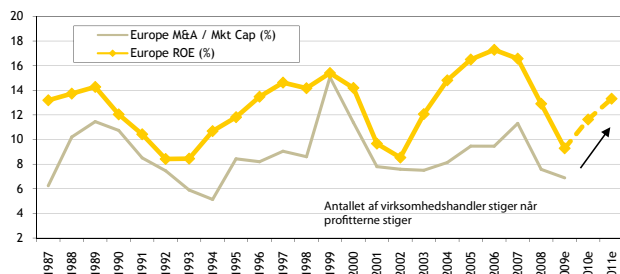
En stejl rentekurve har historisk varslet høj indtjeningsvækst



I takt med stigende indtjening i virksomhederne må vi forvente at se tiltagende aktivitet inden for handel med virksomheder. Dette vil være i overensstemmelse med, hvad vi har observeret gennem de seneste tyve år. Et andet forhold, som taler for stigende handel med virksomheder, er genåbningen af kreditmarkedet. Store virksomheder med høje kreditvurderinger kan opnå langfristet finansiering i

dagens kreditmarked på meget lave renter (den risikofri rente er meget lav). En del store virksomheder vil helt sikkert være fristet af at foretage opkøb, når de kan låne til 4-5 %. Vi har allerede set Kraft byde på Cadbury.

... der kommer flere virksomhedshandler i kølvandet på den stigende indtjening. (Vand på Value investorers mølle)



Stigende handel med virksomheder kommer afkastmæssigt ejerne af billige selskaber til gode, da opkøbsinteressen må antages primært at være rettet imod de billige selskaber. Denne forventede udvikling taler for investering i value-selskaber – enten i form af value-aktier eller

High Yield Value Bonds, alt afhængigt af temperament. For 2010 forventer vi et positivt afkast i omegnen af 10 % for High Yield Value Bonds. High Yield Value Bonds vil fortsat have fokus mod selskaber med relativt stærke balancer og fokus på rette sted, hvilket vil sige gældsnedbringelse. Og vi vil ikke henfalde til at "jage" de mest risikable kreditter for at se godt ud i statistikkerne.

Med venlig hilsen

Klaus Blaabjerg
Senior Porteføljeformaler
8. oktober 2009

Sparinvest Value Bonds-team



Klaus Blaabjerg
Senior Porteføljeformaler



Sune Højholt Jensen
Senior Porteføljeformaler



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

Kreditmarkedet fortsatte de positive takter fra foråret, hvor kreditspændene fortsatte med at falde i takt med en vedvarende stigning i likviditeten.

Sparinvest High Yield Value Bonds endte med et år-til-dato afkast på 72,68 % sammenlignet med et afkast for benchmark Merrill Lynch Global High Yield (EUR Hedged) på 51,58 %.

Porteføljesammensætning

Sparinvest High Yield Value Bonds har investeret i en række nye selskaber i det forgangne kvartal. Således består afdelingen af 95 positioner med en overeksponering over for energisektoren, finanssektoren og europæiske selskaber. Derudover har afdelingen en undervægt af de mest risikable selskaber (CCC-ratede obligationer) for at mindske afdelingens samlede risiko.

Til trods for stigende optimisme er der fortsat usikkerhed om, hvornår de makroøkonomiske tiltag vil stimulere den globale økonomi i en sådan grad, at den vigende industrielle produktion erstattes af vækst. Derfor fastholder vi vores fokus på selskaber med stærke value-parametre, dvs. lav gearing og lav kurs/indre værdi.

Vores 10 største positioner udgjorde 31,12 % af den samlede beholdning. Yderligere detaljer omkring vores porteføljesammensætning og afkast kan ses på sparinvest.dk.

Værdiansættelse af porteføljen

Afdelingen er 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 ca. 500 %. Porteføljens gennemsnitlige obligationskurs er 84,9 i forhold til 88,66 i vores benchmark.

Selskabskommentarer

Unifi

I starten af tredje kvartal købte vi obligationer udstedt af et mindre amerikansk tekstilselskab. Unifi brugte foråret til at sælge to ikke-rentable divisioner fra samt nedbringe gæld for at strømline selskabet og genskabe det historisk positive og stabile afkast. Som forventet har selskabets tiltag båret frugt, hvilket i starten af september fik selskabet til at øge forventningen til næste kvartalsresultat. Kursen på obligationen er steget over 30 %, siden vi købte de første obligationer i starten af juli 2009.

Cemex

Cemex er en international cement producent, der igennem en årrække har fastholdt en stærk balance med lav gearing. Byggeindustrien blev dog særligt hårdt ramt i løbet af fjerde kvartal sidste år, hvilket – ikke overraskende – også ramte Cemex' resultat. For at genetablere den sunde balance har selskabet udstedt aktier for omkring USD 1,78 milliarder samt solgt en australsk fabrik med en forventet gevinst på USD 1,7 milliarder. De enorme summer skal blandt andet benyttes til at reducere selskabets gæld samt øge den likvide beholdning til den daglige drift. Sparinvest High Yield Value Bonds har haft en lille position i Cemex siden sommeren 2008, men benyttede sommeren 2009 til at købe yderligere op til kurs 28. Ved kvartalsafslutningen handles de pågældende obligationer til kurs 74, og der er derfor tale om en betragtelig kursgevinst.

Basic Energy Services

Basic Energy Services er et energiselskab, der servicere olie- og gasproducerende selskaber. Selskabet har en lille gæld i forhold til egenkapitalen og har over USD 120 millioner i kontanter til at servicere fremtidig drift og gæld. Vi har i løbet af september købt obligationer udstedt af Basic Energy Services med en kupon på 11,625 % og

sikkerhed i selskabets aktiver.

McMoRan Exploration

McMoRan Exploration er et nyt energiselskab i afdelingen, som borer efter olie og gas i Den Mexicanske Bugt. Igen er der tale om et selskab med en solid balance, som har udstedt nye aktier for USD 162 millioner. Selskabet havde ved seneste kvartalsafslutning over USD 225 millioner i kontanter og forventes derfor at have tilstrækkeligt med kontanter til at fuldføre et større efterforsknings- og borearbejde.

Bertin

To selskaber, som afdelingen har investeret i, fusionerede i det forgangne kvartal. Bertin og JBS, som er to af Brasiliens og verdens største kødproducenter, annoncerede for nylig en sammenlægning af de to selskaber for at gøre det samlede selskab til verdens største kødproducent. Umiddelbart efter annonceringen opnåede afdelingen en kursgevinst på obligationerne, udstedt af Bertin, idet disse handlede betydeligt under kurserne på obligationer udstedt af JBS.

Bombardier

En gammel kending i afdelingen er tog- og flyproducenten Bombardier, som dels oplevede en stilstand af nye ordrer inden for forretningsfly og dels en vækst af nye togordrer i takt med den globale anerkendelse af togdriftens effektivitet. Produktionen af tog har hermed virket stabiliserende på selskabets driftsresultat. Samtidig forventer Bombardier at flyefterspørgslen fra lande som Indien og Kina mere end erstatter efterspørgselsnedgangen fra blandt andet USA og Europa.

Klaus Blaabjerg

Senior Porteføljeforvalter

8. oktober 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.