



Indhold

- Økonomisk bedring
- Forventning om fortsat faldende konkursrate
- Jagten på høj effektiv rente fortsætter
- Stigende værdi i ejerskabsklausuler
- Europæiske bankers ansvarlige lånekapital
- Forventningen til afkastet for 2010

Value Bonds

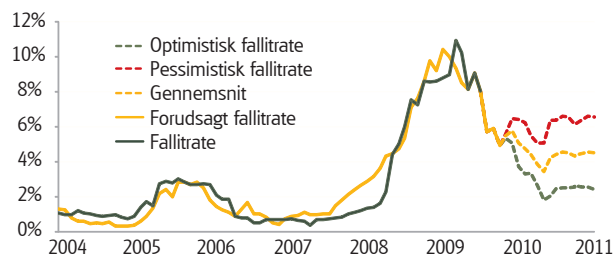
Økonomisk bedring

Den globale økonomi er i bedring. Den psykologiske effekt fra faldende huspriser og stigende ledighed har dog en dæmpende effekt på forbruget, og private husholdninger har i stedet fokuseret på at få nedbragt gælden på blandt andet bilen og huset.

Men intet er så skidt, at det ikke er godt for noget! Den langsomme økonomiske vending har bevirket, at virksomheder med stor iver fortsat optimerer produktionen og forsøger at nedbringe gæld. Dette er kreditvenlige tiltag, som reducerer kreditrisikoen markant på virksomhedsobligationer. En tendens, vi forventer fortsætter.

Forventning om fortsat faldende konkursrate

I slutningen af 2009 oplevede vi en stærkt faldende konkursrate, hvilket i høj grad afspejlede selskabernes mulighed for at refinansiere gæld i et kreditmarked med blomstrende risikovillighed. Som noget nyt har vi i det forgangne kvartal udviklet vores egen model til at forudsige konkursraten et år frem. Ved hjælp af fire økonomiske nøgletal fra USA kan man med relativ stor nøjagtighed udtale sig om konkursraten op til 12 måneder frem. Hermed giver modellen os en fornemmelse for det fremtidige kreditmarked og mulige risikoscenarier.



Kilder: JP Morgan, Sparinvest Value Bonds

Hvis vi først kigger på tiden, der ligger bag os, ses det af figuren, at vi med kun fire økonomiske nøgletal ret nøjagtigt kan forklare den faktiske konkursrate fire måneder frem i tiden. Modellen kan derudover benyttes til at forudsige konkursraten for 2010 i tre makroøkonomiske scenarier. Modellen forudsiger en konkursrate på 2,5 % og 6,3 % for henholdsvis det optimistiske og pessimistiske scenarie. Gennemsnitsscenarioet forudsiger et fald på konkursraten fra den nuværende konkursrate på 7,4 % til 4,4 % ved udgangen af 2010. Modellens estimat er selvsagt behæftet med usikkerhed, men retningen er sat – vi forventer en fortsat faldende konkursrate i 2010.

Jagten på høj effektiv rente fortsætter

Afkastpotentialet for virksomhedsobligationer er fortsat iøjnefaldende. Til trods for de historiske høje afkast i 2009 forventer vi en fortsat kreditspændingsnævring på grund af selskabernes kreditvenlige tiltag og dels investorenes søgen efter højere rente.

En kombination af investorenes mulighed for at opnå høje faste kuponer, og det faktum at obligationsinvestorerne er foranstillet aktionærerne i tilfælde af konkurs, forklarer det attraktive risikostregerede afkast på virksomhedsobligationer de sidste 20 år. I gennemsnit får investorerne 40 % af obligationens pålydende værdi tilbage, når boet gøres op i tilfælde af konkurs. Som *value-investorer* søger vi at minimere potentielle tab i tilfælde af konkurs gennem blandt andet en nøje analyse af selskabets bagvedliggende aktiver, som eksempelvis råvarer, grunde og bygninger.

Set over de sidste tre år har investorerne i Sparinvest High Yield Value Bonds nu opnået et gennemsnitligt årligt afkast på mere end 6 % – og det på trods af den værste krise i 100 år!

Stigende værdi i ejerskabsklausuler

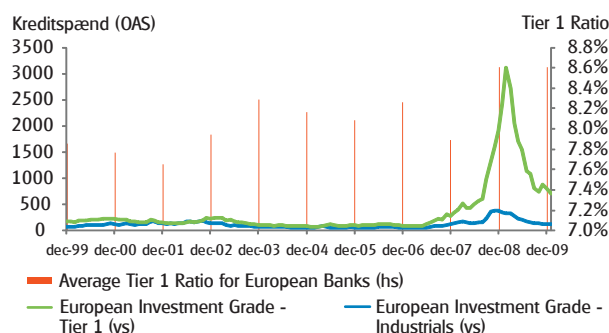
Når der udstedes virksomhedsobligationer, beskriver lånedokumentationen en række forhold, der dels sikrer kreditorerne deres del af kagen i tilfælde af konkurs, og dels holder selskabsledelsen i snor med hensyn til den daglige drift. Niveauet af restriktioner, der bliver pålagt ledelsen, varierer fra obligation til obligation, men visse klausuler kan have stor betydning for det fremtidige obligationsafkast.

Som *value-investorer* er lånedokumentationen en vigtig del af vores investeringsstrategi. Vi foretrækker obligationer, der holder selskabsledelsen i kort snor, således at de daglige driftsbeslutninger så vidt muligt gavner kreditorerne. Eksempelvis har en række af vores obligationer restriktioner på tiltag som størrelsen af aktieudbytte og aktietilbagekøb. Tiltag, der kan forårsage faldende obligationskurser, idet kagen bliver mindre i tilfælde af konkurs.

Ejerskabsklausulen "change-of-control" er en anden vigtig bestanddel af lånedokumentationen. Den betyder kort fortalt, at kreditorerne i tilfælde af virksomhedsovertagelser har mulighed for at sælge obligationerne tilbage til selskabet til kurs 101. En sådan mulighed er især værdifuld i tilfælde af gældsfinansierede overtagelser (LBO, en såkaldt leveraged buy-out), hvor eksempelvis kapitalfonde finansierer overtagelsen ved at optage nye lån i selskabet. Dette øger den samlede gældsbyrde, og obligationerne kan meget vel falde i kurs. Siden den økonomiske afmatning for alvor ramte de finansielle markeder, har vi set meget få selskabsovertagelser. Dog forventes det, at antallet af gældsfinansierede overtagelser vil stige i takt med den spirende optimisme og voksende formue hos kapitalfondene. Som *value-investorer* anser vi derfor ejerskabsklausulen som en vigtig del af lånedokumentationen blandt selskaber med øget LBO-risiko. Særligt anses *value-selskaber* med lav kurs/indre værdi, værdifulde aktiver og stærke balancer for at have en sådan risiko. Sparinvest Value Bonds søger at vende risikoen til et positivt afkastpotentiale ved blandt andet at sikre ejerskabsklausulen i lånedokumentationen.

Europæiske bankers ansvarlige lånekapital

Teamet bag Sparinvest Value Bonds valgte i starten af 2009 at fokusere på gæld udstedt af de største europæiske banker, heriblandt Fortis Bank. Som en række andre store europæiske banker kom Fortis i likviditetsproblemer i 2008, hvilket fik den belgiske regering til at indskyde ny kapital i banken. Derudover blev banken solgt til BNP Paribas fra Frankrig, som må siges at være blandt de absolut stærkeste banker i Europa. Udover direkte ejerskab gennemførte regeringerne også hjælpepakker i form af blandt andet statsgaranterede lån.



Kilder: BofA Merrill Lynch & Barclays Capital

Figuren viser, at de største europæiske banker i dag fremstår væsentligt mere kapitaliserede (stigende Tier 1 Ratio) end tidligere (se de røde søjler i figuren ovenfor, figurens venstre akse). Samtidigt er kreditspændene på disse bankobligationer fortsat historisk høje. Vi finder derfor stadig bankernes ansvarlige lånekapital attraktivt prisfastsat til trods for den allerede så markante spændingsnævring siden starten af 2009. Dog har vi taget profit i flere tilfælde.

Forventningen til afkastet for 2010

Vi har de positive briller på, når vi spejder mod 2011. Selskaberne forventes at øge indtjeningen gennem resten af 2010 på grund af et mere effektivt produktionsapparat og øget global vækst. Virksomhedernes rentabilitet er markant forbedret og gældsbyrden lavere. Vi forventer, at de fundamentale driftstiltag fortsat vil være til gavn for investorer i virksomhedsobligationer.

Sparinvest High Yield Value Bonds har igennem det første kvartal af 2010 fortsat håndplukket oversete virksomhedsobligationer udstedt af sunde, veldrevne selskaber. Ved kvartalsafslutningen havde afdelingen en gennemsnitlig kupon på over 8 % med en gennemsnitlig kurs på 85 og en effektiv rente på 11 %.

Teamet bag Sparinvest High Yield Value Bonds takker for støtten igennem første kvartal af 2010 og ser optimistisk frem mod de kommende kvartaler af 2010.

Med venlig hilsen

Klaus Blaabjerg
 Chefporteføljeformaler
 12. april 2010

Sparinvest Value Bonds-team



Klaus Blaabjerg
 Chefporteføljeformaler



Sune Højholt Jensen
 Seniorporteføljeformaler



Toke Hjortshøj
 Analyt



Anne Margrethe Tingleff
 Analyt

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

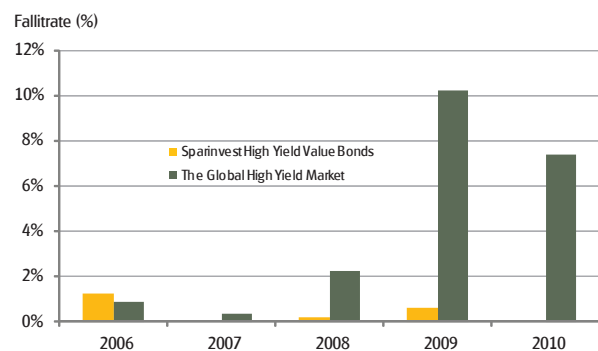
- sparinvest.dk

Afkast

Sparinvest High Yield Value Bonds startede 2010, som vi slap i 2009, med at bibeholde vores position i den absolutte top i Europa.

Sparinvest High Yield Value Bonds sammenlignet med index i %	Q1 2010	2009
Sparinvest High Yield Value Bonds	9,02	80,02
Merrill Lynch Global High Yield	5,71	60,66

Afkastet for vores sammenligningsindeks (EUR Hedged) blev for første kvartal 2010 på 5,71 %, mens afdelingen leverede et afkast på 9,02 %.



Kilde: JP Morgan, Sparinvest

Vi kan ved udgangen af første kvartal konstatere, at afdelingen ikke har haft nogen konkurser. Den konservative value-tilgang med investering i mindre selskaber med lav gæld i forhold til egenkapital samt det kontinuerlige fokus på at mindske ethvert potentielt tab for investorerne fortsætter således med at bære frugt, idet det brede marked havde en konkursrate på 7,41 %.

Porteføljesammensætning

Første kvartal blev benyttet til små justeringer af porteføljen. Afdelingen har fortsat en overvægt af energi, finans og europæiske selskaber.

Vores 10 største positioner udgjorde 34,90 % af den samlede beholdning. Yderligere detaljer omkring vores porteføljesammensætning og afkast kan ses på sparinvest.dk.

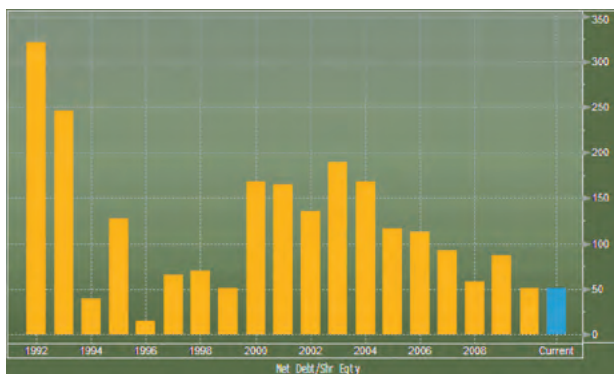
Værdiansættelse af porteføljen

Vi finder stadigvæk afdelingen attraktivt prissat til trods for de historiske høje afkast på kreditmarkedet. Porteføljen har en lav kurs/indre værdi og et forhold mellem nettogæld og egenkapital på under 100 % (finansielle selskaber fraregnet) i gennemsnit, hvilket er betydeligt under det generelle marked. Porteføljens effektive rente er 11 % mod 8,5 % for vores sammenligningsindeks.

Selskabskommentarer

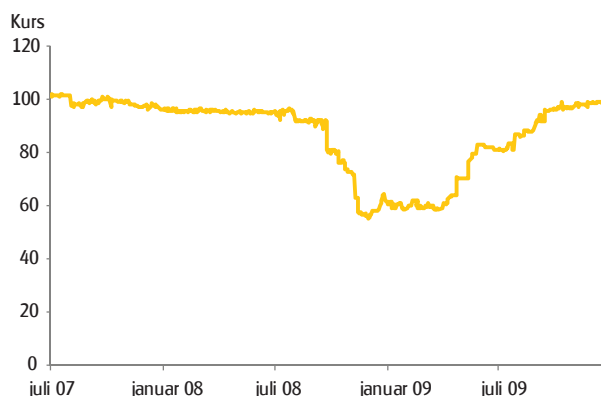
Perry Ellis International Inc

Den amerikanske tøjproducent Perry Ellis er en gammel kending for Sparinvest High Yield Value Bonds, idet vi købte de første obligationer tilbage i 2007. Perry Ellis var på daværende tidspunkt billig, målt på kurs/indre værdi, og samtidigt havde selskabet over en længere årrække nedbragt gæld.



Figur: Nettogæld i forhold til egenkapital for Perry Ellis
Kilde: Bloomberg

Perry Ellis oplevede som resten af sektoren en nedgang i indtjeningen i starten af 2009. Men den konservative ledelsesstil gav dog selskabet mulighed for at trække på deres kreditfacilitet, uden at kreditrisikoen på virksomhedsobligationerne steg nævneværdigt. Vi udnyttede derfor likviditetskrisen til at købe flere obligationer i løbet af foråret 2009.



Figur: Kursudvikling for Perry Ellis-obligationen
Kilde: Bloomberg

Obligationerne handler igen over kurs 100, og vi har derfor valgt at sælge vores Perry-obligationer i løbet af februar 2010.

Cemex

Cementproducenten har siden august 2009 gennemført en række tiltag for at styrke selskabets balance og reducere de løbende renteomkostninger på den udestående gæld. Den igangværende proces har blandt andet indbefattet udstedelse af ny gæld for USD 2,27 milliarder samt for USD 3,48 milliarder salg af aktier og aktiver. Endeligt annoncerede selskabet ved kvartalsafslutningen en refinansiering af en del af den eksisterende gæld for USD 3 milliarder. Alle sammen tiltag, der styrker Cemex fremadrettet, og som har betydet høje afkast til investorerne i Sparinvest High Yield Value Bonds.

Klaus Blaabjerg

Chefporteføljeforvalter
12. april 2010

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
- Porteføljesammensætning og værdiansættelse

Fakta

Strategi	Value Bonds
Risiko	Mellem
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

Afkast

I vores forrige brev til investorerne knyttede vi en bemærkning til vores overvægt af bankernes ansvarlige lånekapital. Der kan ikke sås tvivl om, at vores tro på ansvarlig kapital med en stærk dokumentation blandt store europæiske banker har vist sig at bære frugt. Til trods for det fornemme afkast finder vi dog fortsat ansvarlig lånekapital attraktivt prisfastsat.

Sparinvest Investment Grade Value Bonds sammenlignet med index i %	Q1 2010	2009
Sparinvest Investment Grade Value Bonds	11,89	44,61
Merrill Lynch Global Broad Market Corporate Index	2,89	16,18

Ultimo marts 2010 havde Sparinvest Investment Grade Value Bonds et afkast på 11,89 % sammenlignet med et afkast for afdelingens benchmark Merrill Lynch Global Broad Market Corporate Index (EUR Hedged) på 2,89 %.

Porteføljesammensætning og værdiansættelse

Teamet bag afdelingen finder fortsat Sparinvest Investment Grade Value Bonds attraktivt prisfastsat med en effektiv rente på 7,25 % mod 4 % for sammenligningsindekset.

Afdelingen er således stadig attraktiv for den langsigtede investor, hvor afdelingen består af 42 positioner med en overvægt af europæiske bankers ansvarlige lånekapital.

Yderligere detaljer omkring vores portefølje kan ses på sparinvest.dk.

Klaus Blaabjerg
 Chefporteføljeformaler
 12. april 2010

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.