

# Value Bonds

## Brev til investorerne

Q2/06

Nyt kvartalsbrev fra Sparinvest

Markederne generelt

Højtgearede selskaber klarede sig bedst gennem kvartalet

Historisk få fallitter

Portefølje performance

Kære Investor,

I Sparinvest lægger vi stor vægt på omhyggelig orientering til vores investorer om deres investeringer i vores produkter. I lighed med traditionen fra søsterafdelingen Sparinvest Value aktier, lancerer vi hermed et kvartalsbrev til investorerne i Sparinvest High Yield Value Bonds. Indholdet vil udelukkende koncentrere sig om emner relateret til High Yield segmentet og naturligvis selve afdelingen.

God fornøjelse! ■

2. kvartal bød på negative afkast over hele linien på de finansielle markeder. Værst gik det for aktiemarkederne. Eneste undtagelser var High Yield obligationer med kreditkvaliteterne B og CCC. B og CCC -ratede obligationers merafkast i forhold til BB -ratede obligationer virker dog ulogisk, da man under normale omstændigheder vil forvente, at CCC -ratede virksomhedsobligationer klarer sig dårligst i et negativt finansielt marked. B og CCC -ratede obligationer repræsenterer nemlig de mest risikable kategorier indenfor High Yield markedet mht. sandsynligheden for fallit. Forklaringen på de positive afkast på B og CCC -obligationer er navnespecifik; f.eks. indgår de to bilproducenter GM og Ford med store vægte i B og CCC -kategorierne, og specielt GM obligationer har leveret meget høje afkast i indeværende år.

Performance - Udvalgte markeder			
Alle i lokal valuta	2. kv. 2006	2006	2005
Merrill Lynch Global High Yield	-0,25%	2,14%	3,18%
Merrill Lynch Global High Yield BB	-0,19%	2,01%	2,80%
Merrill Lynch Global High Yield B	0,16%	3,32%	6,35%
Merrill Lynch Global High Yield CCC	2,35%	6,93%	9,09%
Merrill Lynch Global Investment Grade	-0,48%	-1,52%	-1,43%
JP Morgan Nye obligationsmarkeder	-2,14%	-0,69%	4,63%
JP Morgan Europæiske stats.obl.	-0,81%	-2,64%	-2,28%
JP Morgan Globale stats.obl.	-0,62%	-2,06%	-2,21%
MSCI World	-3,04%	2,86%	15,21%

High Yield markedet er understøttet af fortsat stærke fundamentale forhold, hvilket kommer til udtryk ved et fortsat meget lavt antal selskaber der går fallit. Faktisk var der kun én fallit i juni måned efter 2 måneder uden fallitter. I indeværende år har der været 4 fallitter mod 8 for samme periode sidste år. Til sammenligning kan det nævnes, at der i 2001 var 141 fallitter.

Vi forventer, at de stærke fundamentale forhold med et lavt antal fallitter fortsætter langt ind i 2007. Efter 2007 kan der komme problemer for en række B og CCC virksomhedsobligationer, der er udstedt i kølvandet på kapitalfondenes LBO'er. ■

2. kvartal blev en mindre god periode for afdelingen med -1,84 % i afkast. Til sammenligning gav benchmark, Merrill Lynch Global High Yield, et afkast på -0,25 %.

Value Bonds

Afdelingens konservative strategi har kostet i perioden

Portefølje statistic

Billig portefølje målt på nøgletal

Performance - Afdeling vs. benchmark			
	2. kv. 2006	2006	2005
Sparinvest High Yield Value Bonds	-1,84%	-0,50%	
Benchmark (EUR Hedged)	-0,25%	2,14%	3,18%
Benchmark Constrained (EUR Hedged)	-0,59%	1,45%	2,78%

Forklaringerne på afdelingens lidt negative udvikling i forhold til benchmark er undervægt af B og CCC -virksomhedsobligationer samt en total undervægt af obligationerne fra GM og Ford, som tilsammen fylder mere end 10 % af benchmark. Afdelingens undervægt af B og CCC -ratede virksomhedsobligationer samt obligationerne fra GM og Ford skyldes de meget høje gælds niveauer, der her er tale om. Faktisk ville det være et fundamentalt brud på vores value filosofi, hvis vi investerede i virksomhedsobligationer, hvor bagvedliggende selskaber havde så store gælds niveauer, som der er tale om for GM og Fords vedkommende. ■

Afdelingens varighed ligger lidt højere end benchmark, når der tages hensyn til kontantandelen. Afdelingen har en effektiv rente på 8,57 % mod 8,3 % for benchmark. Den gennemsnitlige rating af afdelingens selskaber er BB mod BB- for benchmark, dvs. kreditkvaliteten er i gennemsnit højere på afdelingens selskaber end for selskaberne i benchmark bedømt ud fra rating.

Portefølje statistik - High Yield Value Bonds		
	Afdeling	Benchmark
Varighed	5,07	4,53
Effektiv rente	8,57%	8,30%
Rating	BB	BB-
# Udstedelser	114	2092

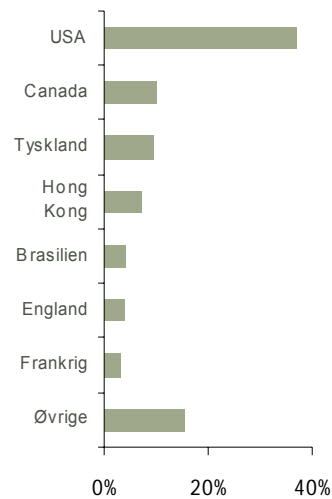
Et blik på de bagvedliggende finansielle nøgletal indikerer ligesom den gennemsnitlige rating, at afdelingen i gennemsnit opererer med mere solide selskaber, end det er tilfældet for benchmark. Nedenstående tabel viser, at afdelingens selskaber i gennemsnit har nettogæld i forhold til egenkapital (NDE) på 72,36 %, samme tal for benchmark hedder 411,28 %. Med hensyn til rentedækning (dvs. indtjening i forhold til renteudgifter) kan man se, at afdelingens selskaber i gennemsnit har en indtjening som er 4,16 gange større end renteudgifterne, for selskaberne i benchmark er der kun tale om 2,52 gange. Så rating, nettogæld i forhold til egenkapital samt selskabernes evne til at servicere sin gæld, peger entydigt i retning af, at afdelingens selskaber er mere solide (i gennemsnit). Samtidig så vi i ovenstående tabel, at afdelingen havde en højere effektiv rente end benchmark. Man kan således sige, at afdelingen på sigt har et højere forventet afkast end benchmark og samtidig en lavere forventet risiko (for fallit). Dette kan lade sig gøre, fordi afdelingen har udnyttet value parametrene. Afdelingen er typisk investeret i mindre selskaber, som er billigere prisfastsat målet på kursen i forhold til egenkapital (P/B).

Value Bonds

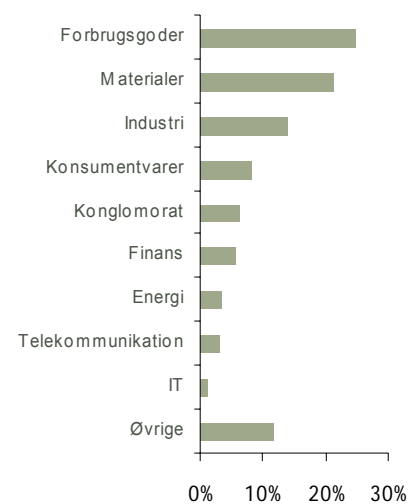
Portefølje statistik - High Yield Value Bonds		
Finans. nøgletal	Afdeling	Benchmark
Markedsværdi (mia. \$)	2.814	6.666
NDE	72,36	411,28
P/B	1,73	5,71
Rentedækning	4,16	2,52

Afdelingens fordeling på lande og sektorer fremgår af nedenstående figurer. Afdelingen har en relativ stor eksponering til stålindustrien.

Geografisk fordeling



Sektor fordeling



I forhold til søsterafdelingen Value Aktier har afdelingen ingen eksponering til japanske virksomheder. Dette hænger sammen med, at de japanske virksomhedsobligationer på nuværende tidspunkt efter vores vurdering ikke kompenserer obligationsinvestorer for fallitrisikoen.

Største beholdninger - High Yield Value Bonds			
Papir	Land	Sektor	Pct.
Hornbach Bau 6.125% 04-14 Regs	Tyskland	Forbrugsgoder	2,6%
Corus 7.5% 04-1.10.11 Senior	England	Materialer	2,4%
O Charleys 9% 04-01.11.13	USA	Forbrugsgoder	2,1%
Aker 8% 05-2.03.12	Norge	Industri	2,0%
Solvay Fin.6.375% 06-2.6.2104	Holland	Finans	1,9%
Agco 6.875% 04-15.4.14	USA	Industri	1,7%
Tui Ag 8.625%(Tv) 05-Perp.	Tyskland	Industri	1,7%
Stoneridge 11.5% 02-1.5.12	USA	IT	1,7%
Fairfax Fin.7.75% 97-15.7.37	Canada	Finans	1,7%
Htm Sport&Freiz.8.5% 04-14 Reg	Østrig	Konsumentvarer	1,7%

Afdelingens 10 største beholdninger fremgår af ovenstående tabel. Hornbach er en tysk butikskæde med eksponering til nogle af de hurtigt voksende økonomier i

### Portefølje bevægelser Nye navne i porteføljen

Østeuropa. Corus er verdens 9. største stålproducent, som med ny ledelse i spidsen har vendt udviklingen markant til det bedre. O Charley's er en kæde af restauranter i USA. Det specielt interessante ved O Charley's obligationer er for os den enormt stærke aktivbase i selskabet. Værdierne af selskabets ejendomme alene dækker gælden under konservative antagelser. AKER er et norsk konglomerat indenfor Olie- og værftsindusti; Solvay er en belgisk kemivirksomhed; AGCO laver landbrugsmaskiner, bl.a. Massey Ferguson; TUI er et tysk selskab, som beskæftiger sig med turisme og shipping; Stoneridge leverer instrumenter til person- og lastbiler; Fairfax er et canadisk forsikringselskab og udgør det ene af to overlap med Value Aktier. Andet overlap er franske elektronikproducent Thomson. Htm Sport & Freizeit er betegnelsen for HEAD, som laver tennis og ski udstyr. ■

Grundet den flotte formue tilgang har vi også i 2. kvartal foretaget en lang række indkøb. Størstedelen har været akkumulering i eksisterende navne, men der er dog også kommet et par nye selskaber til i løbet af kvartalet:

#### Solvay

Belgisk producent af medicinal- og kemikalierelaterede produkter. Selskabet beskæftiger over 30.000 ansatte, hvoraf 10 pct. udelukkende er dedikeret til forskning og udvikling. Produkterne sælges gennem 400 salgskontorer repræsenteret i over 50 lande.

#### Greenbrier

Amerikansk leverandør af udstyr og service til togindustrien. Selskabet bygger, reparerer og leaser fragtvogne i både USA og Europa. Leasingflåden er på omkring 11.000 vogne, og derudover servicerer selskabet over 130.000 vogne.

#### Smithfield Foods

Verdens største opdrætter og producent af svinekød. De opererer primært i USA, men har også datterselskaber i flere europæiske lande. De opdrætter årligt 12 mio. svin og har 45.000 ansat på verdensplan.

#### Foot Locker

Amerikansk detailkæde med fokus på sportsudstyr, primært sko. De forhandler alle kendte mærkevarer gennem deres 4.000 butikker lokaliseret i mere end 20 lande.

#### Royal Caribbean Cruises

Etableret i 1969, og er en af verdens førende krydstogtsvirksomheder. Rederiet har i alt 29 skibe, der sejler til 160 rejssemål over det meste af verdenen. Samlet passagerkapacitet er på over 70.000.

#### Hovnanian Enterprises

Amerikansk entreprenør med speciale i parcel- og byhuse samt boligkomplekser. De opererer i det meste af USA omkring de store byer, som oplever høj økonomisk vækst.

### Overtagelse af Russell Corp.

Største begivenhed i kvartalet var Berkshire Hathaway's overtagelse af Russell Corp. - et af de selskaber, hvis obligationer var de første, som blev indkøbt til porteføljen. Bag det opkøbende selskab står Warren Buffett, hvilket naturligvis er med til at bekræfte vores prædikat som konservative value investorer.

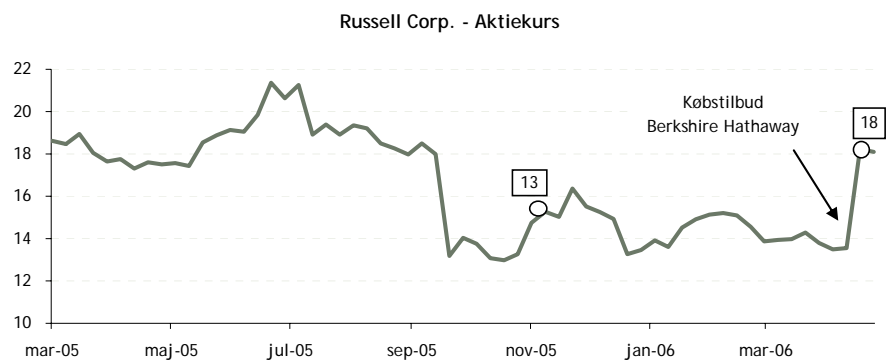
Russell Corp. blev etableret i 1902 med formålet at levere kvalitetsudstyr indenfor sportsartikler og udstyr. De startede med et smalt sortiment, men blev hurtigt markedsledende indenfor sportstøj til forskellige sportsgrene. Blandt selskabets største bedrifter er udviklingen af en af vores tids mest anvendte beklædningsgenstand - sweatshirt'en.

Gennem tiden har selskabet opkøbt flere kendte sportsmærker og råder i dag over mange forskellige brands, bla. Spalding og Brooks. Produkterne sælges over hele verden, men hjemmemarkedet er stadig størst.

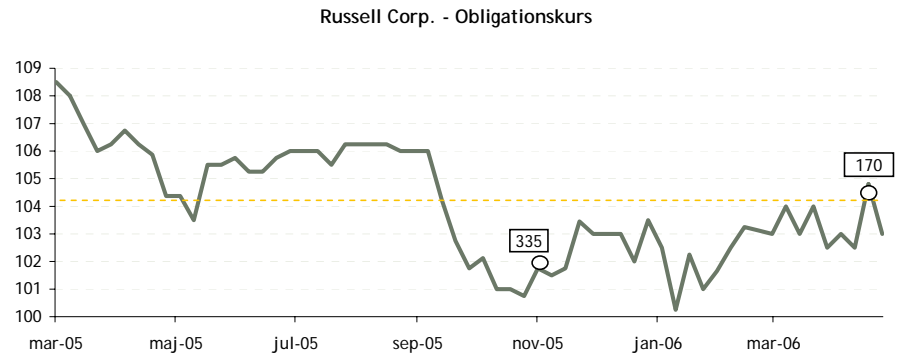
På den finansielle side har selskabet historisk set haft en stærk balance, stabil indtjening samt solid rentedækning.

På opkøbstidspunktet i november 2005 var selskabet billigt prisfastsat målt på Price Book < 1, og obligationen handlede pænt over den præmie, vi mente var fair.

Nedenstående graf viser udviklingen i selskabets aktiekurs det seneste år. Som man kan se handlede aktien på omkring kurs 13 USD, da vi valgte at investere i selskabets obligationer. 4 måneder senere kom opkøbstilbuddet på 18, hvilket naturligvis fik aktien til straks at handle på det niveau.



Når et finansielt stærkere selskab opkøber et "svagere" selskab, som det er tilfældet her, vil gælden i det opkøbte selskab få en højere kreditvurdering af markedet. Når kreditkvalitet forbedres, formindskes den risikopræmie, investorerne forlanger, og dermed stiger kursen på obligationerne. Dette fænomen ses af grafen på næste side, hvor risikopræmie og aktiekurs er angivet ved købs- og salgstidspunktet.



Vi købte obligationen på omkring kurs 102 svarende til en kreditpræmie på 335 basispunkter el. 3,35 pct. i forhold til en tilsvarende statsobligation med samme løbetid. Efter annonceringen af opkøbstilbuddet handlede obligationen op i kurs 104,50, og vi kunne på 4 måneder realisere et samlet afkast på omkring 6 %.

Alt i alt en meget tilfredsstillende investering. ■

Med venlig hilsen

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S

Klaus Blaabjerg & Thomas Bjørn Jensen  
10. juli, 2006