



## Indhold

- Verdensøkonomien
- Emerging Markets
- Udsigterne for globale virksomhedsobligationer

## Value Bonds

*Kære Investor*

Vi vil gerne starte med at takke alle investorer for at dele et godt 2010 med os. Vi ønsker alle et godt 2011.

### Verdensøkonomien

Nationaløkonomiske nøgletal indikerer, at det økonomiske opsving er intakt, og frygten for en tilbagevendende recession er aftaget. På trods af den europæiske gældskrise har tysk økonomi vist stor styrke – tyskerne høster i dag frugterne af mådeholdenhed i tiden op til den store finanskrisen, og den tyske eksportmaskine nyder godt af væksten i Emerging Markets.

Frygt for opbremsning af den kinesiske økonomi er afløst af frygt for hvor meget kinesiske politikere vil bremse økonomien, som buldrer afsted.

I USA tyder vigtige indikatorer på en acceleration i væksten på den korte bane, hvilket skatteforliget kun vil bidrage yderligere til i løbet af 2011.

Den amerikanske pengepolitik er tilmed blevet endnu mere ekspansiv i løbet af 4. kvartal 2010 med introduktionen af kvantitativ lempelse fra den amerikanske centralbank. Den europæiske centralbank har heldigvis besluttet sig for at udskyde normaliseringsprocessen for pengepolitikken og forlænge likviditetsfaciliteter og tilmed købe statsobligationer fra de såkaldte randlande i Europa. Selvom Kina faktisk har hævet renten fornylig, er den kinesiske renteforhøjelse ikke begrænsende set i lyset af den observerede vækst i den kinesiske økonomi.

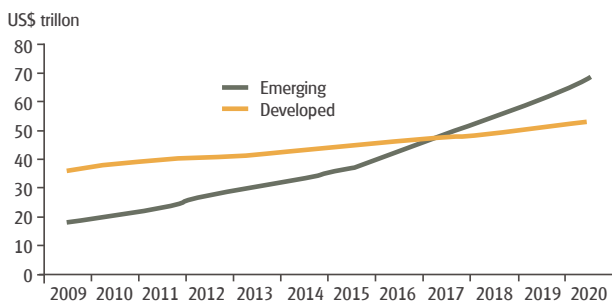
Kombinationen af fortsat vækst og ekspansiv pengepolitik udgør et meget gunstigt miljø for investeringer i High Yield obligationer og aktier på kort sigt. Dette underbygges af høje profitmarginer, stærke balancer og lempelige finansieringsomkostninger for globale virksomheder.

Den europæiske gældskrise forsvinder ikke på helt kort sigt, men vi forventer, at en løsning vil blive fundet. Den største trussel for markedet er for os normaliseringsprocessen for pengepolitikken, når centralbankerne beslutter sig for at hæve renterne og bringe dem tilbage til mere normale niveauer. Vi forventer ikke at dette sker foreløbigt.

## Emerging Markets

En række industrielle lande må med misundelse erkende, at emerging markets fortsætter med at distancere sig fra de hidtidige økonomiske og politiske stormagter, som England, Japan og USA. Således forventer økonomer, at emerging markets tegner sig for over halvdelen af det globale bruttonationalprodukt i 2017. Dette betyder, at emerging markets fremover vil være en naturlig del af investorens porteføljer. Vi introducerede i september en ny fond 'Sparinvest Emerging Markets Corporate Value Bonds', som har fået en god start.

### Udviklingen i fordelingen af det globale bruttonationalprodukt:



Kilde: JP Morgan, EM Moves into the Mainstream as an asset class.

Den stigende samhandel emerging markets landene imellem er en af forklaringerne på den fortsatte positive vækst i emerging markets. Købekraften i emerging markets er stigende i takt med at middelklassen vokser. Således bliver biler produceret i Mexico og Argentina, ikke længere bare transporteret til USA og Vesten, men solgt til andre lande i emerging markets med hurtigt voksende middelklasser.

### Selskaberne i Emerging Markets fremstår sunde med lav gældssætning

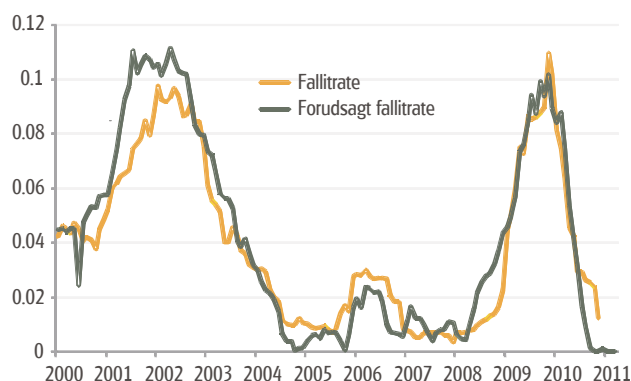
Til trods for at emerging markets har befundet sig i en positiv vækstspiral de seneste 10 år fremstår emerging markets selskaberne fortsat sunde med lavt gearede balancer. Og investorer bliver fortsat betalt en højere præmie for at købe virksomhedsobligationer udstedt af selskaber fra emerging markets. Forskellen opstår blandt andet på grund af at rating bureauerne ofte vurderer den

geografiske risiko højere end selskabets fundamentale helbred. Landerisikoen ved at investere i emerging markets er uden tvivl højere på grund af politisk risiko, lavere gennemsigtighed og svagere beskyttelse af ejendomsretten. Ved at sprede investeringerne i Emerging Markets på tværs af lande og regioner opnås en veldiversificeret portefølje med en minimering af den politiske risiko.

Mange emerging markets lande er i øjeblikket i gang med at forbedre investorers rettigheder, forny de lokale kapitalmarkeder samt øge selskabernes gennemsigtighed igennem bedre regnskabsstandarder.

## Udsigterne for globale virksomhedsobligationer

Udviklingen i den globale makroøkonomi sammenholdt med virksomhedernes fokus på gældsnedbringelse og mådehold afspejler sig tydeligt i udviklingen på den globale fallit/konkursrate (se nedenstående figur). Fallitraten er fortsat med at falde gennem 2010. Således faldt fallitraten fra 8,13 % i begyndelsen af 2010 til 0,79 % ultimo året. Vi forventer, at det lave niveau for fallitraten fortsætter i første kvartal af 2011, i henhold til vores Fallitrate model, som forklarer udviklingen i den globale fallitrate ved 3 forklarende variable.

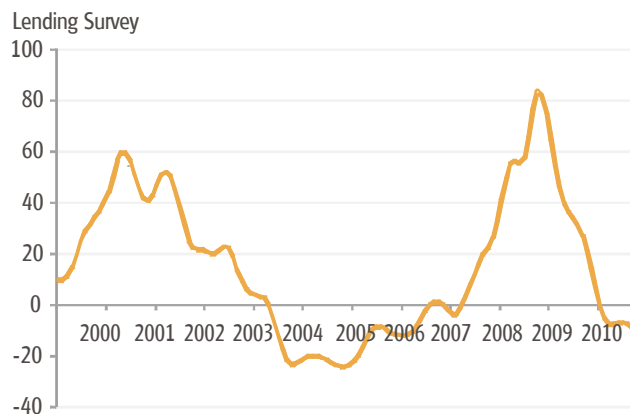


Kilde: JP Morgan og Sparinvest's egne estimater.

De tre forklarende variable er Senior Loan Officers Survey, Industri produktionen og Financing Gap'et for USA. (Amerikanske virksomhedsobligationer udgør ca. 80 % af markedet, derfor er det ok at benytte sig af amerikanske data alene).

Faktisk viser alle tre forklarende variable tegn på et sundt makroøkonomisk miljø. Senior Loan Officers Survey bygger på udlånsvilkårene i 50 amerikanske, og 20 ikke-amerikanske banker. Denne rundspørge viser, at bankerne stadig er parate til at låne penge ud.

### Senior Loan Officers rundspørge:



Kilde: The Federal Reserve's kvartalsvise survey 'Senior Loan Officers Opinion Survey on Bank Lending Practices'.

Figuren viser, at amerikanske og store udenlandske bankers villighed til at give lån er normaliseret. Dette stemmer meget overens med, hvad vi observerer for Federal Reserves "Financing Gap" – et mål for de amerikanske ikke-finansielle virksomheders "husholdning". Dvs. et udtryk for om virksomhederne har fokus på at spare op eller investere/udbetale dividender. Her ser vi, at virksomhedernes balancer stadig forbedres, hvilket selvfølgelig også betyder, at bankerne er mere villige til at udlåne til de finansielt stærkere virksomheder. Således fremkommer en positiv dynamik for de globale virksomheder – en dynamik med lavere gæld som fører til mere "venlige" banker, som fører lavere refinansieringsrisiko, lavere renter osv.. Denne dynamik fanges af vores model.

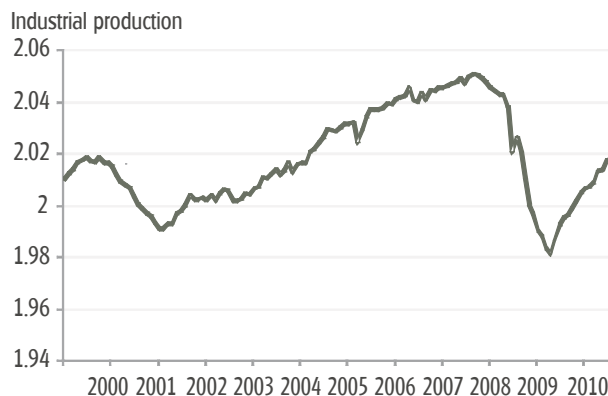
### Finansierings Gap'et for ikke-finansielle amerikanske virksomheder:



Kilde: Federal Reserve's Flow of Funds account.

Den eneste forklarende variabel, der stadig har noget vej til sit før-krise niveau, er industriproduktionen. Men industriproduktionen bevæger sig bestemt i den rigtige retning. Som vi ser af figuren, er industriproduktionen meget mindre svingende end lånerundspørgen og finansierings gap'et.

### Den amerikanske industriproduktion:



Kilde: Federal Reserve Dallas.

Den positive udvikling i disse tre variable leder os frem til en optimistisk vurdering af niveauet for den globale fallitrate for 2011. Faktisk forventer vi i tråd med modellen, at fallitraten kommer til at stabilisere sig på det nuværende lave niveau, hvilket vil sige 1 % ca.. Sparinvest High Yield Value Bonds med en effektiv rente på 10 % og Sparinvest Emerging Markets Corporate Value Bonds med en effektiv rente på 8 % er set i dette lys fortsat attraktive investeringer.

*Med venlig hilsen*

**Klaus Blaabjerg**  
 Chefporteføljeformaler  
 12. januar 2011

## Sparinvest Value Bonds-team



**Klaus Blaabjerg**  
Chefporteføljeforvalter



**Sune Højholt Jensen**  
Seniorporteføljeforvalter



**Toke Hjortshøj**  
Analyst



**Anne Margrethe Tingleff**  
Analyst



Sparinvest har tilsluttet sig UNPRI og er medlem af Eurosif og Dansif.

UN PRI er et internationalt netværk i FN-regi for professionelle investorer, der bygger på seks principper for ansvarlig investering. Målet er at hjælpe investorerne med aktivt at vurdere miljø, sociale forhold og ledelse i deres investeringer.

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
- Nøgletal for porteføljen

### 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

Sparinvest High Yield Value Bonds leverede et afkast for 4. kvartal 2010 på 1,77 %, hvilket var 0,52 % lavere end afdelingens sammenligningsindeks. Afkastet for 2010 blev 22 %. Dette var 7,32 % højere end afkastet for afdelingens sammenligningsindeks og 8,61 % mere end gennemsnittet for Morningstar kategorien. Vi er tilfredse med dette resultat, og glæder os over at det annualiserede afkast for afdelingen over de sidste 5 år lå på 7,5 % med udgangen af 2010. Dette inkluderer den værste periode for investering i virksomhedsobligationer, og viser dermed hvor robust konceptet bag Sparinvest High Yield Value Bonds er for langsigtede investorer.

Sparinvest High Yield Value Bonds sammenlignet med index i %	Q4 2010	ÅTD
Sparinvest High Yield Value Bonds	1,77	22,00
Merrill Lynch Global High Yield	2,28	14,68

Årsagerne til merafkastet for 2010 var som følger:

- Ingen konkurser
- Fornuftigt valg af finansielle obligationer.

I løbet af først halvår 2010 udnyttede vi put optioner tilknyttet nogle bankobligationerne, og vi oplevede eksempler på, at banker lavede obligationstilbagekøb på kurser over gældende markedskurser. Således havde afdelingen en mindre eksponering til finansielle obligationer, da den europæiske gældskrise ramte markedet i maj juni for alvor. Krisen udnyttede vi til at købe op i finansielle obligationer, som oplevede meget høje afkast i 2. og 3. kvartal 2010 som følge af favorable lovgivningsmæssige tiltag samt mindre frygt for fornyet recession i USA. I løbet af 4. kvartal 2010 blussede den europæiske gældskrise op igen foranlediget af den tyske kanslers forsøg på at virke hård overfor de europæiske randlande med rod i økonomien. Dette påvirkede afkastet på finansielle obligationer negativt.

- Eksponering til mindre selskaber – de såkaldte “small caps”.

Og specielt eksponering til mindre selskaber indenfor olie- og gassektoren. Vi oplevede flere virksomhedsovertagelser i løbet af sommeren 2010 blandt mindre olie- og gasselskaber, med pæne kursstigninger til følge – dette viser, at investering i obligationer udstedt af selskaber som er billige målt på kurs indre værdi kan føre til meget høje afkast i forhold til, hvad man normalt forventer at se fra investering i obligationer. Men generelt så vi høje afkast fra stort set samtlige obligationer udstedt af mindre selskaber i takt med, at likviditeten i markedet kom tilbage.

### Porteføljesammensætning

Vi er fortsat overvægtet sektorerne indenfor energi og finans. Overvægten af energi udgør den største overvægt. Grundlæggende mener vi, at de store kreditvurderingsbureauer giver for lave kreditvurderinger til små selskaber indenfor energisektoren – dette sker i vores øjne fordi, kreditvurderingsbureauerne tillægger for stor vægt til størrelse og branche (cyklisk/ikke-cyklisk) og for lidt vægt til selskabernes balance – lav gæld i forhold til egenkapital og lav belåningsgrad betyder mere for os end et selskabs størrelse. Desuden mener vi, at energisektoren i high yield markedet repræsenterer en god investeringsmulighed, hvis man tror på stigende energipriser, fordi fortsat høje energipriser for os at se ikke er inddiskonteret i obligationskurserne endnu. Vi er undervægtet tele- og forsyningssektorerne.

### Nøgletal for porteføljen

Sparinvest High Yield Value Bonds er fortsat billig med en effektiv rente på 10 % set i forhold til det brede marked med en effektiv rente på 7,5% og set i forhold til tabsrisiko, som vi måler ved at kigge på selskabernes gæld i forhold til egenkapital. Den gennemsnitlige gæld i forhold til egenkapital for vores ikke-finansielle selskaber ligger på 90 % mod mere end 300 % for markedet. Den gennemsnitlige kreditvurdering er B+ for afdelingen, samme som for sammenligningsindekset.

Kurs indre værdi på de underliggende selskaber i Sparinvest High Yield Value Bonds ligger på 1, hvilket er lavt i forhold til 4 for sammenligningsindekset. Dette betyder, at der er markant højere sandsynlighed for at opleve en virksomhedsovertagelse i afdelingen. Sparinvest High Yield Value Bonds er altså eksponeret til en stigning i antallet af virksomhedshandler. Vi forventer således et godt 2011.

#### **Klaus Blaabjerg**

Chefporteføljeformidler

12. januar 2011



Sparinvest har tilsluttet sig UNPRI og er medlem af Eurosif og Dansif.

UN PRI er et internationalt netværk i FN-regi for professionelle investorer, der bygger på seks principper for ansvarlig investering. Målet er at hjælpe investorerne med aktivt at vurdere miljø, sociale forhold og ledelse i deres investeringer.

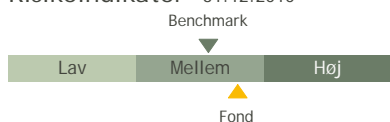
Dette materiale udgør ikke individuel investeringsrådgivning og kan ikke påberåbes som grundlag for en beslutning om køb eller salg (eller undladelse heraf) af Sparinvests produkter. Materialet er alene udarbejdet som orientering til dig og dit pengeinstitut og skal læses sammen med foreningernes gældende 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.

## Beskrivelse

### Investeringskoncept: Value Bonds

Afdelingen investerer i globalt noterede virksomhedsobligationer udstedt af børsnoterede og private selskaber. Selskabsanalysen foretages ud fra valueprincipper, og formålet er at opnå en høj kreditkvalitet og dermed en højere sikkerhed for investeringen end markedet generelt. Obligationsudvælgelsen sker på samme måde på baggrund af teoretisk velfunderede principper, hvor det er risikoen for fallit, som er fokusområdet og ikke gevinstpotentialer. Obligationerne udvælges i High Yield segmentet med ratings fra BB+ til CCC. Størstedelen af valutarisikoen bliver afdækket til EUR.

## Risikoindikator - 31.12.2010



## Stamoplysninger

ISIN	LU0239738551
Fondskode	6003095
Fondens startdato	16.11.2005
Afdelingens valuta	DKK
Udbyttetype	Akkumulerende
Foreningen	Sparinvest S.A.
Domicil	Luxembourg
Notering	InvesteringsForeningsBørsen
Afdelingens startdato	27.12.2005
Formue (mio.) - 31.12.2010	439,80 EUR
Puljeformue (mio.) - 31.12.2010	491,75 EUR
Seneste udbytte	-
Rådgiver	Sparinvest S.A.
Benchmark <sup>1</sup>	Merrill Lynch Global High Yield (EUR Hedged)
IFR kategori	-
Morningstar Kategori™ <sup>2</sup>	EUR Højrente - Obligationer
Seneste indre værdi - 31.12.2010	1078,12 DKK
Maks. emissionstillæg	2,00 %
Maks. indløsningsfradrag	0,00 %
Seneste adm. omk. - 31.12.2010	1,56 %
Årlig omk. i pct.	Beregnes ikke for udenlandske afdelinger

## Afkast - Ultimo måned, dec-2010

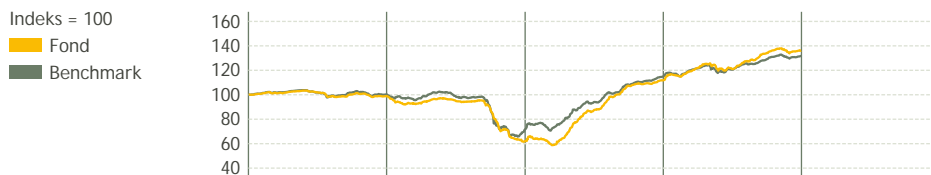
Afkast	Fond	Benchmark <sup>1</sup>	Diff.
ÅTD	22,00%	14,68%	7,32%
1 måned	1,81%	1,72%	0,08%
3 måneder	1,77%	2,28%	-0,52%
1 år	22,00%	14,68%	7,32%
3 år ann.	11,32%	9,53%	1,79%
5 år ann.	7,50%	7,61%	-0,11%

## Risiko 3 år - Ultimo måned, dec-2010

Risiko	Fond	Benchmark <sup>1</sup>	Morningstar <sup>2</sup>
Volatilitet	21,51%	17,98%	16,87%
Sharpe R.	0,47	-	0,28
Info ratio	0,24	-	-

Morningstar Rating™ **★★★★**

## Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?) - 31.12.2010

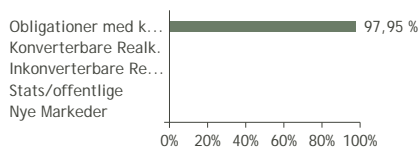


Afkast	2007	2008	2009	2010	-
Fond	-1,07%	-37,19%	80,02%	22,00%	-
Benchmark	0,41%	-28,68%	60,66%	14,68%	-
Morningstar Kategori™	-1,75%	-30,00%	53,76%	13,39%	-

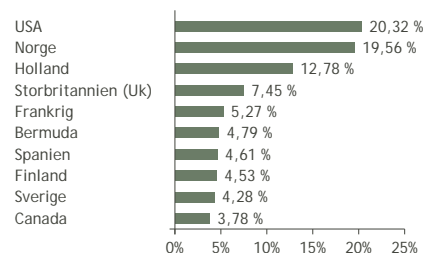
## Aktivfordeling

Antal placeringer	Aktier	Obligationer	Andet	Kontant o. lign.
86	0,0%	97,9%	0,0%	2,1%

## Obligationstype



## Top 10 Lande



## Portefølje (Top 10) - 31.12.2010

Navn	Obligationstype	Type	Land	Vægt
Boats Inv. 11% 07-31.3.17 /Pik	Obligationer med kre...	Obligationer	Holland	5,44%
Noreco 12.9% 09-20.11.14	Obligationer med kre...	Obligationer	Norge	4,20%
Groupama Sa 6.298% 07-Perp	Obligationer med kre...	Obligationer	Frankrig	4,18%
Cemex 9.25% 10-12.5.20	Obligationer med kre...	Obligationer	Spanien	3,43%
Sns 11.25% 09-Perp	Obligationer med kre...	Obligationer	Holland	3,34%
Sevan 12% 10-10.08.15	Obligationer med kre...	Obligationer	Norge	2,86%
Sevan Marine Frn 07-24.10.12	Obligationer med kre...	Obligationer	Norge	2,61%
Pa Resources 10% 06-20.06.11	Obligationer med kre...	Obligationer	Sverige	2,51%
Western Ref 11.25% 15.6.17144a	Obligationer med kre...	Obligationer	USA	2,40%
Pq En 10% 10-1.9.17	Obligationer med kre...	Obligationer	USA	2,34%

## Kreditkvalitet

AAA	AA	A	BBB	BB	B og lavere	Ikke ratet	Effektiv varighed
0,0%	0,0%	0,4%	12,6%	22,9%	61,7%	2,4%	3,8

## Afdelingen er velegnet til:

Virksomhedsskatteordning, pensions- og børneopsparing.

## Benchmark kommentar

-

<sup>1</sup> Totale formue som investeres efter samme strategi som afdelingen.

Tidligere performance er ikke nogen garanti for fremtidige afkast. Investorer er ikke garanteret at kunne bevare det fulde beløb, der er blevet investeret. Investeringer kan medføre valutarisici. Den viste performance er udregnet ud fra den samlede formue i afdelingen og inkluderer ikke gebyrer i forbindelse med emission og indløsning. For yderligere information henviser vi til vedtægter, prospekter samt års- og halvårsrapporten for foreningen, som kan rekvireres gratis hos ID-Sparinvest A/S eller hos samarbejdende distributører af Sparinvests investeringsprodukter. Investeringer foretages udelukkende på baggrund af disse dokumenter. Kilder: ID-Sparinvest A/S, Morningstar



## Investment Grade Value Bonds

### Indhold

- Hvorfor er vi opmærksomme på euro-zonens gældskrise
- 3 parts forhandlinger

### 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](http://sparinvest.dk)

2010 blev et godt år for investorer i Sparinvest Investment Grade Value Bonds selvom 4. kvartal endte med et negativt afkast på 0,42 %. Afkastet for 2010 blev 17,73 %. Dette var 10,23 % højere end for afdelingens sammenligningsindeks og 13,2 % højere end gennemsnittet i Morningstar kategorien. Det høje afkast skyldes en høj vægt af obligationer udstedt af finansielle virksomheder, som har nydt godt af bedre makroøkonomiske konjunkturer samt et ændret regelsæt for disse obligationer fremadrettet som følge af Basel III.

Sparinvest Investment Grade Value Bonds sammenlignet med index i %	Q4 2010	ÅTD
Sparinvest Investment Grade Value Bonds	-0,42	17,73
Merrill Lynch Global Broad Market Corporate Index	-1,50	7,50

### Hvorfor er vi opmærksomme på euro-zonens gældskrise

Finansielle obligationer er korreleret med statsgældsrisiko, da de europæiske banker er bygget for en fælles valuta zone. Det ville have store konsekvenser for bankerne, hvis et af medlemmerne af Euroen gik konkurs eller udgik af samarbejdet.

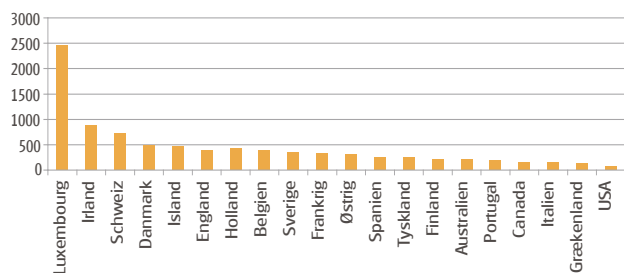
Den nye virkelighed for valutasamarbejdet, hvor fallit risikoen varierer fra land til land i Europa betyder, at bankerne må genoverveje deres forretningsmodel. Lige nu behøver bankerne ikke at holde buffere imod statsobligationer fra et euro-zone land, ligegyldigt om det er Tyskland eller Grækenland. Siden et hvilket som helst lands aktiver kan bruges som kollateral, når bankerne låner fra den europæiske centralbank (ECB), og alle lande er angiveligt uigenkaldeligt bundet til den samme valuta, bliver reglen om, at en banks aktiver og passiver i et land nogenlunde skal matche, kasseret i euro-zone fællesskabet. Banker kan samle indlån fra tyske banker og udlåne dem til forbrugere og virksomheder i Europas

randlande. Ved at gøre dette har de europæiske banker ikke været opmærksomme på den lande risiko, de har taget sammen med den traditionelle kredit risiko.

Imidlertid vil indvirkningen på banker fra et kollaps afhænge af kvaliteten af kollateral, solidaritet fra modparter for hvem udlån er blevet givet, og om lokale penge er blevet benyttet til at fonde lånene. De mest sårbare banker er dem med simple grænseoverskridende lån fundet med midler indsamlet i hjemlandet. Mange tyske banker ser ud til at være i denne position, hvilket også er tilfældet for nogle investerings banker og universal banker såsom Barclays, de har detail-lån i randlandene, der overstiger deres depoter der. Vi har ikke været aktive i tyske banker, men er derimod aktive i Royal Bank of Scotland (RBS). RBS havde i slutningen af 2009 £62 milliarder af aktiver i irske og nordiske subsidier, hvilket er lig med ca. 80% af RBS's samlede Tier 1 kapital. Dog var RBS's minimum eksponering (investeret egenkapital plus netto udlån til subsidier) £17 milliarder. Hvis en devaluering af valuta skulle finde sted, ville det være nemt for RBS delvis at gå fallit på deres lokale gæld, ved at konvertere den lokale gæld til den nye valuta. Dette ville betyde at RBS kunne tilbage betale sine irske subsidier, indskydere og kreditorer i devaluerede irske pund.

Samtidig med denne ekstra lande risiko er størrelsen af det europæiske bank system stor i forhold til størrelsen af det amerikanske, se nedennævnte figur, hvilket giver en endnu større risiko landene imellem.

### Bank aktiver som en procent af BNP



Kilde: IMF

### 3 parts forhandlinger

Generelt er en forhandling med tre parter aldrig nemt, slet ikke en forhandling med tre parter, hver med forskellig interesse og dagsorden. I euro-zone gældskrisen er de tre parter: IMF, europæiske politikere og de finansielle markeder.

De finansielle markeder er nervøse for det seneste tvist i den europæiske gældskrise, den der er skabt af infleksible tyske politikere. Tyskerne selv har gode grunde til at være utilfredse med, hvordan eurosamarbejdet udvikler sig. Tyskland har været igennem et hårdt årti med lønrestriktioner og indskrænkning af velfærd. Mange tyske stemmer mener forarget at deres euro skat, er brugt til at finansiere tidlig pensionsalder for grækere og Irlands meget lave virksomhedsskat. Den irske krise blev forværret i oktober, da Angela Merkel foreslog at ved en fremtidig euro krise, skulle private obligationsejere bære en større del af tabet, og at en yderligere europæisk traktatændring var nødvendig. Tysklands handlinger har dog skabt politiske og finansielle pres på de forgældede lande. Tyskland skal dog huske at deres bank system er meget eksponeret mod randlandene. Samtidig bruger EU og IMF en masse ressourcer på at blive enige om en udformning af hjælpepakkerne.

Som man kan se i nedennævnte tabel er der nogle meget store finansielle behov globalt, faktisk er disse behov ikke kun i de europæiske randlande, men i mange udviklede økonomier vil en enorm refinansiering af eksisterende gæld finde sted over det næste år. Med skrøbeligheden af banker i de europæiske randlande, og regionens mangel på troværdighed på de internationale markeder, vil en bæredygtig kilde af officiel finansiering være nødvendig.

### Udviklede økonomiers finansierings behov som procent af BNP

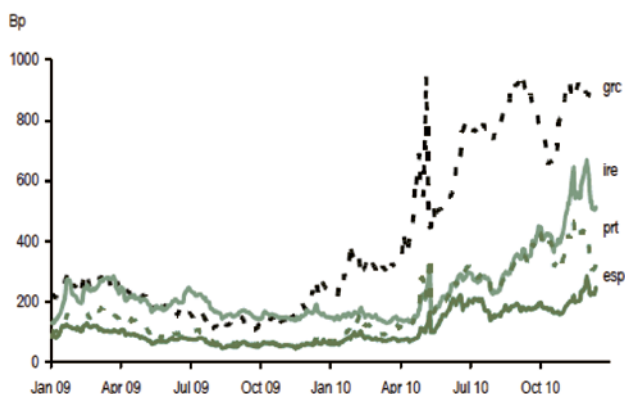
	2010			2011		
	Matning Debt	Budget Deficit	Total Financing Need	Matning Debt	Budget Deficit	Total Financing Need
Japan	43.4	9.6	53.0	48.9	8.9	57.8
United States	15.4	11.1	26.5	18.1	9.7	27.8
Italy	20.3	5.1	25.4	18.2	4.3	22.5
Ireland <sup>2</sup>	6.5	31.9	38.4	6.1	11.8	17.9
Belgium	17.8	4.8	22.6	18.4	5.1	23.4
France	14.3	8.0	22.3	16.0	6.0	22.0
Spain	10.8	9.3	20.1	11.0	6.9	17.9
Portugal	11.6	7.3	18.9	15.5	5.2	20.7
Greece	10.3	7.9	18.2	16.5	7.3	23.8
Canada	13.1	4.9	18.0	13.3	2.9	16.2
United Kingdom	5.3	10.2	15.5	7.5	8.1	15.6
Germany	8.5	4.5	13.0	9.1	3.7	12.8
Finland	9.1	3.4	12.5	9.3	1.8	11.1
Sweden	4.1	2.2	6.3	4.5	1.4	5.9
Australia	1.5	4.6	6.1	2.0	2.5	4.5
Weighted Average	17.0	9.1	26.1	19.3	7.6	26.9

Kilde: IMF Fiscal Monitor Nov., 2010

Selvom det seneste EU topmøde aflagde en aftale om at ændre Lissabon traktaten for at udforme en permanent krise mekanisme, har Europa's ledere endnu ikke gjort nok for at præcisere klarhed om den fremtidige

EU likviditets hjælp. Den manglende opnåelse af denne klarhed er opskriften på opbyggelsen af et endnu større markeds pres i begyndelsen af 2011. Der er en rimelig vej til gældsberedygtighed i Europa, men denne vej kræver, at randlandene leverer betydelig finanspolitisk konsolidering, og vil ikke være succesfuld med mindre at statsobligationer kan nyde en lang periode af likviditets support fra en subsidieret låneomkostning fra de finansielle markeder.

### Randlandes statsobligations 10-årig spread til tyske stasobligationer



Kilde JP Morgan, Global Data Watch, December 2010

De europæiske randlandes store underskud og refinansiering af gæld er meget sensitiv til udlåns renter. Lige nu er låne omkostningerne for høje til at de forgældede randlande kan møde deres forpligtelser. Ovennævnte figur viser at landene låner på spreads, der er betydelig over Tyskland. EU giver likviditets support på omkring 350 bp over hvor Tyskland kan låne. Hvis dette spread blev nedsat med 100 bp, ville gælds dynamikken for randlandene blive forbedret dramatisk og solvens bekymringer ville formindskes mens deres budgetter blev forbedret i løbet af det kommende årti.

#### Klaus Blaabjerg

Chefporteføljeformaler

12. januar 2011



Sparinvest har tilsluttet sig UN PRI og er medlem af Eurosif og Dansif.

UN PRI er et internationalt netværk i FN-regi for professionelle investorer, der bygger på seks principper for ansvarlig investering. Målet er at hjælpe investorerne med aktivt at vurdere miljø, sociale forhold og ledelse i deres investeringer.

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.





## Emerging Markets Corporate Value Bonds

### Indhold

- Afkast
- Porteføljesammensætning
- Nøgletal for afdelingen

### Fakta

Strategi	Value Bonds
Risiko	-
ISIN	LU05195053697
Afdelingens valuta	EUR
Fondens startdato	15.09.2010
Manager	Toke Hjortshøj & Sune Højholt Jensen
Benchmark	Credit Suisse Emerging Markets Corporate Bond Index
Morningstar Kategori	Nye Markeder - Obligationer

### Afkast

Sparinvest Emerging Markets Corporate Value Bonds er kommet godt fra start. Siden lanceringen af afdelingen den 15. september 2010 har den leveret et afkast på 2,34 % sammenlignet med et afkast på 0,60 % for benchmark.

Sparinvest Emerging Markets Corporate Value Bonds sammenlignet med index i %	Q4 2010	Siden start
Sparinvest Emerging Markets Corporate Value Bonds	2,43	2,34
Credit Suisse Emerging Markets Corporate Bond Index	-0,53	0,60

Afdelingen er baseret på investeringsstrategien fra Sparinvest High Yield Value Bonds, hvor vi investerer i obligationer udstedt af selskaber med sunde balancer, god drift og værdifulde aktiver. Vi kigger med andre ord på selskabernes fundamentale helbred frem for rating-bureauernes endelige dom.

Sparinvest Emerging Markets Corporate Value Bonds søger at opnå en præmie/et merafkast ved at investere i virksomhedsobligationer udstedt af emerging markets small cap-selskaber. Tabellen øverst side 2 illustrerer de faktorer, der ligger til grund for Moody's rating af det ukrainske mineselskab, Ferrexpo Plc:

Mining Industry	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa
<b>Factor 1: Reserves</b>							
a) Reserves (Years)			.				
<b>Factor 2: Cost Efficiency &amp; Profitability</b>							
a) EBIT Margin (3y-average)		.					
b) Return on Average Tangible Assets (3y-average)	.						
<b>Factor 3: Financial Policies</b>							
a) Debt/Capital			.				
b) Debt/EBITDA (3y-average)	.						
<b>Factor 4: Financial Strength</b>							
a) Interest Coverage (3y-average)		.					
b) Free Cash Flow/Debt (3y-average)			.				
c) (CFO - Dividends)/Debt (3-y average)	.						
<b>Factor 5: Business Diversity &amp; Size</b>							
a) Business Diversity Score							.
b) Size						.	
„Other“ Liabilities/Equity	.						
<b>Rating:</b>							
a) Indicated Rating from Grid				.			
b) Actual Rating Assigned						.	

Kilde: Moody's Investor Service, Credit Opinion of Ferrexpo Plc, September 29, 2010.

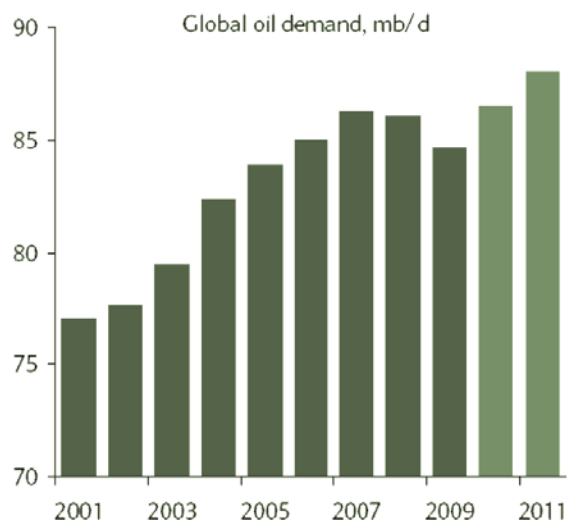
Analysen af Ferrexpos finansielle nøgletal og operationelle drift resulterer i en meget høj rating fra Moody's, hvorimod selskabets størrelse og geografiske placering får drøje hug. Det er imidlertid den geografiske placering og selskabets størrelse, der er udslagsgivende for den endelige rating på B2.

Den geografiske placering og størrelsen af selskabet vægtes således højt hos rating-bureauer som Moody's og S&P, hvilket ud fra en isoleret betragtning vel også giver mening. Men ved at holde en diversificeret, bred portefølje reduceres risikoen, og som investor kan man derfor opnå en præmie for at investere i obligationer udstedt af veldrevne emerging markets-selskaber ud fra value-tilgangen.

### Porteføljesammensætning

Afdelingen har en overvægt af selskaber inden for materiale- og energisektoren og en undervægt i finanssektoren.

En række af vores investeringer inden for olieindustrien forventes at komme til at nyde godt af stigende efterspørgsel efter olie og hermed også en forventning til, at prisen per tønde olie fortsat tilfører positivt til selskabernes indtjening.



Kilde: Barclays Capital, Oil Market Outlook, November 2010.

På nuværende tidspunkt har afdelingen ingen eksposering mod Hong Kong og Kina. Dels har en række kinesiske selskaber meget svag corporate governance, og dels er vi usikre på stabiliteten i den kinesiske byggesektor. Derudover har afdelingen en undervægt af finansielle selskaber på grund af usikkerhed om graden af gennemsigthed af bankernes balancer.

### Nøgletal for afdelingen

Ultimo december 2010 var den effektive rente 8,13 % sammenlignet med 5,75 % for afdelingens benchmark. Den gennemsnitlige kreditvurdering er BB- mod BBB for benchmark, og forholdet mellem nettogæld og egenkapital er 74 % mod 87 % for benchmark.

**Toke Hjortshøj**  
Porteføljeforvalter  
12 Januar 2011

**Sune Højholt Jensen**  
Seniorporteføljeforvalter



Sparinvest har tilsluttet sig UN PRI og er medlem af Eurosif og Dansif.

UN PRI er et internationalt netværk i FN-regi for professionelle investorer, der bygger på seks principper for ansvarlig investering. Målet er at hjælpe investorerne med aktivt at vurdere miljø, sociale forhold og ledelse i deres investeringer.

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.

## Beskrivelse

### Investeringskoncept: Value Bonds

Afdelingen investerer i virksomhedsobligationer, der er udstedt af selskaber beliggende eller med hovedparten af indtjeningen i emerging markets. Emerging markets er defineret som lande, der IKKE er klassificeret som udviklede lande i henhold til MSCI - markedsklassifikationen. Investeringsuniverset omfatter investment grade-obligationer, high yield-obligationer og ikke-ratede virksomhedsobligationer. Der kan investeres i obligationer, der er udstedt i såvel lokal valuta som hård valuta. Størstedelen af valutarisikoen bliver afdækket til EUR.

## Risikoindikator - 31.12.2010

Lav	Mellem	Høj
-----	--------	-----

## Stamoplysninger

ISIN	LU0519053697
Fondskode	5018081
Fondens startdato	15.09.2010
Afdelingens valuta	EUR
Udbyttetype	Akkumulerende
Foreningen	Sparinvest S.A.
Domicil	Luxembourg
Notering	InvesteringsForeningsBørsen
Afdelingens startdato	15.09.2010
Formue (mio.) - 31.12.2010	51,13 EUR
Puljeformue (mio.) * - 31.12.2010	50,30 EUR
Seneste udbytte	-
Rådgiver	Sparinvest S.A.
Benchmark <sup>1</sup>	Credit Suisse Emerging Markets Corporate Bond Index
IFR kategori	-
Morningstar Kategori™ <sup>2</sup>	Nye Markeder - Obligationer
Seneste indre værdi - 31.12.2010	102,26 EUR
Maks. emissionstillæg	2,00 %
Maks. indløsningsfradrag	0,00 %
Seneste adm. omk.	- %
Årlig omk. i pct.	Beregnes ikke for udenlandske afdelinger

## Afkast - Ultimo måned, dec-2010

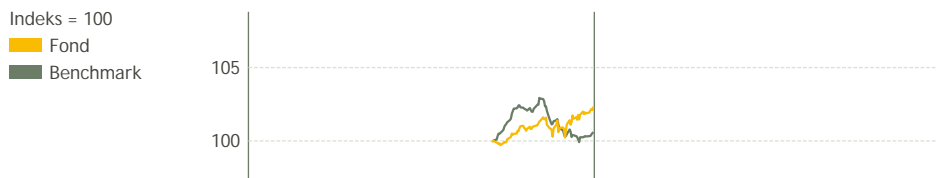
Afkast	Fond	Benchmark <sup>1</sup>	Diff.
ÅTD	-	11,36%	-
1 måned	1,52%	0,14%	1,37%
3 måneder	2,43%	-0,53%	2,96%
Siden start	2,34%	0,60%	1,73%
1 år	-	11,36%	-
3 år ann.	-	-	-

## Risiko 3 år - Ultimo måned, dec-2010

Risiko	Fond	Benchmark <sup>1</sup>	Morningstar <sup>2</sup>
Volatilitet	-	-	14,76%
Sharpe R.	-	-	0,55
Info ratio	-	-	-

Morningstar Rating™	-
---------------------	---

## Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?) - 31.12.2010

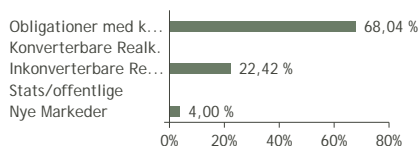


Afkast	2010	-
Fond	-	-
Benchmark	11,36%	-
Morningstar Kategori™	19,28%	-

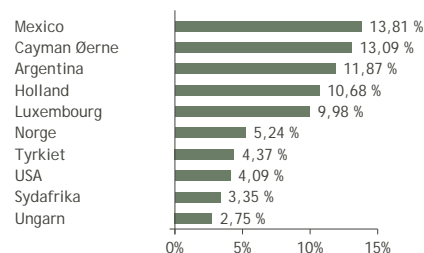
## Aktivfordeling

Antal placeringer	Aktier	Obligationer	Andet	Kontant o. lign.
46	0,0%	94,5%	0,0%	5,5%

## Obligationstype



## Top 10 Lande



## Portefølje (Top 10) - 31.12.2010

Navn	Obligationstype	Type	Land	Vægt
Yuksek 9.5% 10-10.11.15 Regs	Inkonverterbare Real.	Obligationer	Tyrkiet	4,37%
Pemex Pro Fdg 6.625%08-15.6.38	Obligationer med kre...	Obligationer	USA	3,73%
Edcon Hldgs Frn07-15.6.15reg.S	Obligationer med kre...	Obligationer	Sydafrika	3,35%
Cemex Fin.4.75% 07-5.03.14	Obligationer med kre...	Obligationer	Holland	3,32%
Kmg Finance 7% 10-5.5.20 Regs	Inkonverterbare Real.	Obligationer	Holland	3,11%
Panoro Energy 12% 15.11.18/Pool	Obligationer med kre...	Obligationer	Norge	3,00%
Csn Isl 7% 10-23.9.15	Obligationer med kre...	Obligationer	Cayman Øerne	2,95%
Grupo Kuo 9.75% 10-17.10.17	Obligationer med kre...	Obligationer	Mexico	2,84%
Gt 2005 St-Up 09-21.07.14	Obligationer med kre...	Obligationer	Holland	2,76%
Mol Hu O&G 5.875% 10-20.4.17	Obligationer med kre...	Obligationer	Ungarn	2,75%

## Kreditkvalitet

AAA	AA	A	BBB	BB	B og lavere	Ikke ratet	Effektiv varighed
4,4%	0,0%	0,0%	19,0%	25,0%	34,0%	17,8%	4,5

## Afdelingen er velegnet til:

Afdelingen er særlig velegnet til investering af pensionsmidler og midler under virksomhedsskatteordningen. Benyttes afdelingen til investering af frie midler, skal man være opmærksom på, at afdelingen er lagerbeskattet.

## Benchmark kommentar

-

\*Totale formue som investeres efter samme strategi som afdelingen.

Tidligere performance er ikke nogen garanti for fremtidige afkast. Investorer er ikke garanteret at kunne bevare det fulde beløb, der er blevet investeret. Investeringer kan medføre valutarisici. Den viste performance er udregnet ud fra den samlede formue i afdelingen og inkluderer ikke gebyrer i forbindelse med emission og indløsning. For yderligere information henviser vi til vedtægter, prospekter samt års- og halvårsrapporten for foreningen, som kan rekvireres gratis hos ID-Sparinvest A/S eller hos samarbejdende distributører af Sparinvests investeringsprodukter. Investeringer foretages udelukkende på baggrund af disse dokumenter. Kilder: ID-Sparinvest A/S, Morningstar