



Indhold

- Hvilket kvartal!
- Energisektoren
- Finansielle obligationer
- M&A aktivitet
- Fallitraten forventes stabil

Value Bonds

Kære Investor

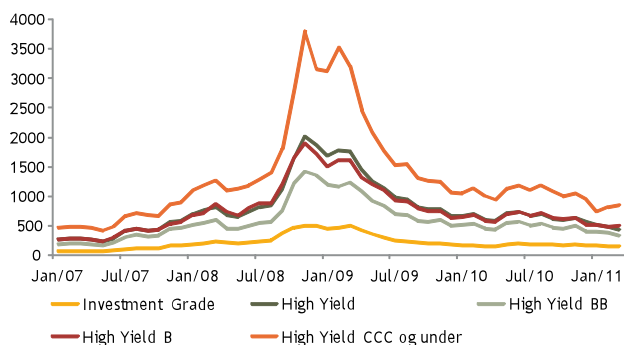
Først, vil vi gerne takke alle vores investorer, vi håber at I har haft en god start på 2011.

Hvilket kvartal!

Den globale økonomi har i løbet af det seneste kvartal været vidne til store enestående begivenheder, der har været fuldstændig uforudsete. Disse omfatter hastigt stigende revolutioner i Mellemøsten, naturkatastrofer og atomkræftværks utætheder i Japan, NATO's luftbårne angreb på vegne af libyske oprørere, og den stadig tikende bombe under de offentlige finanser i USA, Japan og Europa. Igennem alle disse begivenheder har de globale kredit markeder været bemærkelsesværdigt godt understøttet.

Den pludselige og brede udbredelse af politiske forandringer i Mellemøsten og Nordafrika, samt omfanget af de menneskelige og fysiske ødelæggelser efter jordskælvet i Japan er svære helt at forarbejde, og var helt uventede. Selvom man tilføjer en betydelig grad af usikkerhed til de fremtidige udsigter, mener vi ikke, at denne udvikling vil være de vigtigste drivkræfter for den globale økonomiske udvikling eller markedseffektivitet i de kommende måneder. Tværtimod, mens geopolitiske risici kan holde sig højt i nogen tid fremover, er vi fortsat overbeviste om, at den positive udvikling i den globale og emerging markeds økonomi vil forsætte resten af året. Figur 1 viser, at udviklingen af kreditspænd på tværs af ratings ikke har udvidet sig i løbet af første kvartal af 2011, undtagen for de lavest ratede virksomhedsobligationer, dette er på trods af overbelastning af uventede begivenheder.

Figur 1: Kredit Spænd



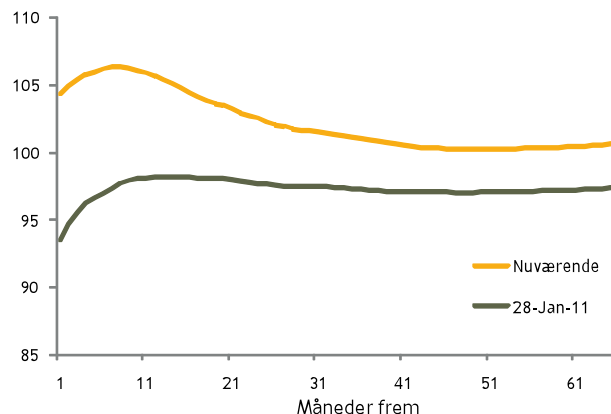
Kilde: Bloomberg og BofA Merrill Lynch

Endvidere viser figur 1, at der stadig er en vis værdi til stede i at investere i virksomhedsobligationer, men spændene er tæt på det niveau vi observerede før den finansielle krise. Vi befinder os derfor ikke længere i et miljø, hvor bekræftelse af bæredygtigheden af det økonomiske opsving reducerer risikopræmierne, og genererer en omvurdering af billige prissatte virksomhedsobligationer. I stedet er virksomhedsobligations priserne tættere på dagsværdi, og en stærkere vækst er nu ledsaget af tegn på højere inflation og en øget sandsynlighed for stramminger. Det betyder, at investorer bliver nødt til at være opmærksomme på analyser af enkelt obligationer. Dette miljø gør vi os godt i som value investorer med 'bottom up' investeringsfilosofien, hvor vi fokuserer på small cap selskaber med en lav 'kurs indreværdi' og 'nettogæld i forhold til egenkapital'.

Energisektoren

Vi har i vores High Yield Value Bonds og Emerging Market Corporate obligationsafdelinger en høj eksponering mod energi sektoren i forhold til vores benchmarks. Denne eksponering har været et resultat af vores 'bottom up' investerings filosofi, da dette har været en sektor, vi har fundet en god værdi i igennem lang tid. Urolighederne i Mellemøsten har medført en stigende olie pris, som vores investeringer i energisektoren nyder gavn af.

Figur 2: Olie future kurven er rykket op



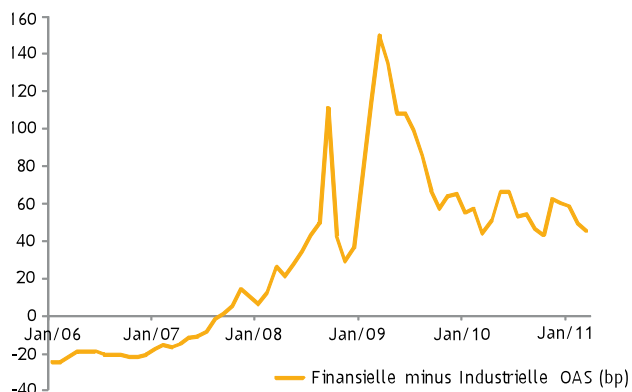
Kilde: NYMEX WTI Future kurve (\$/tønne), Bloomberg.

Olie future kurven viser olieprisen i forskellige tidsperioder. Figur 2 viser en olie future kurve fra begyndelsen af kvartalet og den nuværende. Det ses at stigende produktionsomkostninger, global økonomisk vækst og tabet af leverancer fra Libyen, samt risikoen for mere udvidet forsyningsafbrydelser i andre olieproducerende nationer har resulteret i en stigning i den forreste ende af olie future kurven igennem det seneste kvartal, mens to år ud er kurven kun rykket beskedent op, hvilket afspejler en mindre langsigtet risiko præmie. Det er almindeligt kendt at OPEC er lig med Saudi-Arabien, ligesom mange andre regimer i Mellemøsten står Saudi Arabiens Kong Abdulla overfor uroligheder, her i den olieproducerende østlige provins af Saudi Arabien. Disse uroligheder har betydet at Kong Abdulla har tilbudt en stigning på 90 mia. dollars i sociale ydelser for at berolige optøjerne. Som følge heraf har Saudi Arabien derfor et incitament til at holde olieprisen på et højt niveau til at finansiere stigningen i det offentlige budget, og dermed holde en stigning i olieforsyningen tilbage. Dog viser olie future kurven, at markedet ikke forventer opadgående stigning i olie prisen på langt sigt, vi ser derfor ikke at stigningen i oliepriserne vil sætte alvorlige indhug i den globale økonomiske vækst. Lige nu nyder vi, at vores investeringer drager fordel af stigningen.

Finansielle obligationer

Som vi netop har beskrevet er spændet for virksomhedsobligationer nu meget tæt på at være på samme niveau som før den finansielle krise. Globalt set bliver virksomhedernes regnskaber stærkere og stærkere, hvilket betyder at den industrielle sektor af investment grade segmentet er tæt på at handle på samme niveau som før krisen. Vi synes derfor på nuværende niveau at risiko/afkast profilen for mange industrielle obligationer er negativ, da de har begrænset upside i et rally når man tager de stramme spredninger i betragtning. Mens mange ikke-finansielle kreditter er rimeligt prissatsat, ser vi stadig en værdi i finansielle obligationer, der stadig handler til en lavere pris end industri obligationer jf. figur 3.

Figur 3: Finansielle vs Industrielle spreads



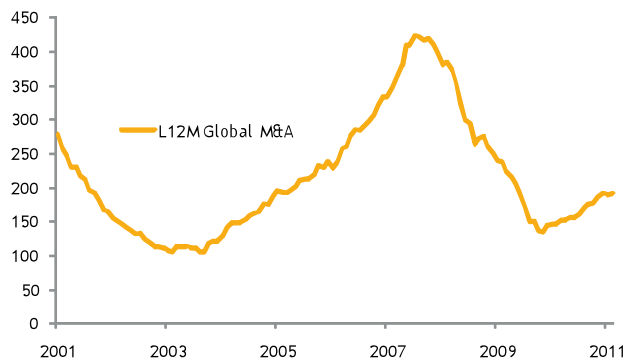
Kilde: BofA Merrill Lynch and Bloomberg

Figur 3 viser, at prisen på finansielle obligationer stadig ligger en del lavere end prisen på industrielle obligationer. Vores analyser viser ligesom figuren, at vi stadig finder god værdi i finansielle obligationer, derfor har vi en overvægt af sektoren i vores fonde Investment Grade Value Bonds og High Yield Value Bonds. I øjeblikket ser vi, at bankerne rejser en del kapital. De udsteder aktier for at opfylde kapital krav. Det betyder, at vores investeringer i finansielle obligationer bliver mindre risikable.

M&A aktivitet

Det økonomiske opsving er nu blevet solidt fastgjort til virksomhederne, og virksomhedernes balancer er blevet styrket. Mange virksomheder har gennem nedjustering af deres gæld nået deres gælds mål, og har nu en lav gearing. Andre har en betydelig mængde kontanter. Derfor vil der være et forøget pres for virksomhederne for at forbruge deres øgede likviditet. Selskaber med en høj rating har kapacitet til at låne, og der er masser af aktiver tilgængelige, og nogle er stadig billige. Dette betyder at virksomhederne har disponible midler, og vil være åbne for overtagelses muligheder. Dette tema af Merger & Acquisitions er et vi har draget fordel af flere gange, og vi mener, at vi vil fortsætte med at drage fordel af det som value investorer i fremtiden. Vores tro på en stigning i overtagelser er ikke kun bundet på virksomhedernes stærke balancer, men også en nødvendighed for virksomheder, der står overfor globaliserings udfordringer som stræben for vækst gennem produktlinje og geografiske udvidelser, samt behovet for omkostnings synergier i sektorer med udfordringer i indtægtsmuligheder. Kapitalkrav og regulering for banker, og ændringer i teknologiske tendenser for industrielle virksomheder er nogle af de mere specifikke drivere af den forventede M&A aktivitet. Figur 4 viser, at M&A aktiviteten er steget i løbet af det seneste år.

Figur 4: Global M&A annoncerede transaktioner



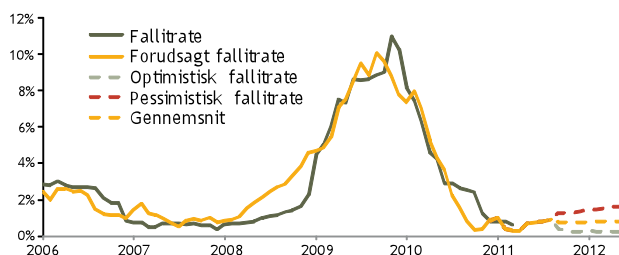
Kilde: Bloomberg

M&A aktivitet kan præsentere flere muligheder for os som investorer. Som en del af vores investerings proces fokuserer vi på klausuler, navnlig fokuserer vi på ændringen af ejerskifte klausulen¹. Dette betyder, at hvis vi vurderer at en overtagelse er finansieret med for meget gæld, har vi mulighed for at sælge vores obligationer tilbage til selskabet. Hvis det selskab vi har investeret i, bliver overtaget af en stærkere virksomhed, vil vi opleve en stigning i værdien af det mindre robuste selskab, hvilket betyder at prisen på vores beholdning vil stige betydeligt, og vi vil derfor ikke gøre brug af vores ændring af ejerskifte klausul med mulighed for at sælge omkring par, men i stedet nyde godt af at spændet strammes og prisen på obligationen ryger over par. Som value investorer investerer vi i mindre virksomheder med værdifulde aktiver og mindre gæld, det er netop disse typer af virksomheder, der er mål for overtagelser.

Fallitraten forventes stabil

Ligesom virksomhedernes balancer er styrket, viser vores fallitrate model, som vi i tidligere skriv har præsenteret, at fallitraten forventes at forblive på sit nuværende lave niveau. Dette betyder, at vi for tiden investerer i et miljø med meget lav sandsynlighed for fallit. Det er dog stadig vigtigt for os at investere i selskabet med en lav 'nettogæld i forhold til egenkapital'.

Figur 5: Sparinvest's Value Bonds Fallitrate Model



Kilde: Sparinvest, JP Morgan

¹ En klausul der betyder, at hvis der sker en ændring i virksomhedens ejerskab, skal vi som låntagere have mulighed for at sælge vores obligation tilbage til virksomheden tæt på eller til par.

Modellens prognose for en lav fremtidig fallitrate, er et resultat af at de globale selskaber befinder sig i et godt miljø for tiden. Selskaberne har nem adgang til udlån, og finansierings gap'et viser godt helbred fra et cash flow perspektiv.

Opsummering; vi er fortsat tilfredse med vores overvægt af energi og den finansielle sektor i vores fonde, og forventer at vi i den nærmeste fremtid vil drage fordel af vores investeringer i disse sektorer. Samtidig forventer vi at nyde godt af M&A aktiviteter.

Mere specifikke opdateringer og nøgletal (f.eks effektiv rente og varighed) af vores fonde gives i de enkelte kvartalskommentarer.

Med venlig hilsen

Klaus Blaabjerg
Chefporteføljeforvalter
11. april 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

- Stigende oliepriser
- Landefordeling
- Sparinvest High Yield Value Bonds – key figures

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

1. kvartal af 2011 var et godt kvartal for Sparinvest High Yield Value Bonds. Afdelingen genererede et afkast på 6,23 % sammenlignet med 4,02 % for afdelingens benchmark, Merrill Lynch Global High Yield EUR Hedged. Efter årets første kvartal er afdelingens gennemsnitlige afkast på fem års sigt 8,51 % sammenlignet med 7,93 % på afdelingens benchmark.

Sparinvest High Yield Value Bonds sammenlignet med index i %	Q1 2011	2010
Sparinvest High Yield Value Bonds	6,23	22,00
Merrill Lynch Global High Yield	4,02	14,68

De stærke resultater skyldes især den store eksponering til europæiske finansielle selskaber – dvs. obligationer udstedt af europæiske banker og forsikringselskaber. Eksponeringen til den finansielle sektor har været til stede længe, og vi har ingen planer om at nedbringe den, selvom afkastene har været stærke de seneste tre år. Grunden til, at vi fortsat finder attraktive investeringsmuligheder i denne sektor, er enkel: Sektoren har stadig stort fokus på gældsnedbringelse, hvilket i stort omfang er foreskrevet af Basel 3-reglerne. Denne tendens bliver tydeliggjort, når store banker som italienske Banca Intesa offentliggør planer om at udstede nye aktier, hvilket medvirker til at nedbringe risikoen for bankens kreditorer. Hvad angår energisektoren mener vi ikke, at den nuværende høje oliepris er fuldt inddiskonteret i kurserne på high yield-obligationer i sektoren. Grundantagelsen bag vores obligationsinvesteringer i energisektoren er ikke en oliepris på mere end \$100 pr. tønde – og vi finder obligationerne attraktive selv ved en oliepris på \$70 pr. tønde. Vi foretrækker stadig at investere i obligationer i energisektoren, hvor vi kan få ekstra sikkerhed for vores investeringer gennem enten pant i aktiver eller klausuler for, hvor meget gæld selskaberne må påtage sig.

Stigende oliepriser

Santos

Santos Limited udvinder og producerer naturgas og råolie. Selskabet udvinder både på landjorden og offshore fra olie- og gasfelter i Australien, USA, Indonesien og Papua Ny Guinea. Selskabet har en stærk balance med et forhold mellem nettogæld og egenkapital på 15,28 % og en rentedækning på 9,27. Sparinvest High Yield Value Bonds har investeret i BB-obligationer udstedt af Santos med en effektiv rente (udløb i september 2017) på 7,6 %.

PA Resources

PA Resources AB er et mindre svensk olie- og gasselskab med aktiviteter inden for udvinding og produktion. Selskabets portefølje består af oliefelter, som er erhvervet gennem selskabsopkøb, opkøb af licensandele og ansøgning om og tildeling af licenser og tilladelse.

Selskabet har i dag en række værdifulde oliefelter og har et forhold mellem nettogæld og egenkapital på 59,71 %. Vi har for nyligt deltaget i en refinansiering af virksomhedsobligationer udstedt af PA Resources, hvor det lykkedes for os at forhandle en meget høj kuponrente på 12,25 % hjem.

Landefordeling

Hvad angår den landemæssige fordeling har afdelingen meget lavere eksponering til USA end tidligere i dens levetid. Den simple grund er, at vi finder større værdi andre steder. Eksponeringen til Norge er 19 %, mens afdelingen som sagt er undervægtet amerikansk high yield med en eksponering på blot 9,4 % sammenlignet med 62 % for afdelingens benchmark.

Afdelingen har stadig en overvægt af energiselskaber og finansielle selskaber, mens afdelingen er undervægtet inden for kommunikationssektoren og ikke-cykliske forbrugsgoder.

Med hensyn til fordelingen på rating-spektret er afdelingen overvægtet i "cross over"-obligationer i krydsfeltet mellem investment grade og high yield grundet den høje eksponering til finansielle selskaber. Derudover er afdelingen undervægtet i obligationer med BB- og BB+ rating.

Sparinvest High Yield Value Bonds – key figures

Porteføljen er stadig billig – når den høje kreditkvalitet og underliggende forbedring af balancerne i de europæiske banker tages i betragtning, samt at den høje oliepris øger sikkerheden for vores investeringer i energisektoren. Den nuværende effektive rente er 9,5 % mod 7,3 % for afdelingens benchmark med en varighed på 3,11 år (3,8 for afdelingens benchmark). Den gennemsnitlige rating er BB-, og det gennemsnitlige nettogæld/egenkapitalforhold er 89 % (eks. finans), hvilket er langt lavere end de 238 % for benchmarket. Samtidig har der ikke været nogen tilfælde, som har tvunget os til at sælge fra. Porteføljen har ingen eksponering til Japan.

Vi forventer, at Sparinvest High Yield Value Bonds også i resten af 2011 vil klare sig bedre end sit benchmark.

Klaus Blaabjerg

Chefporteføljeformaler

11. april 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.

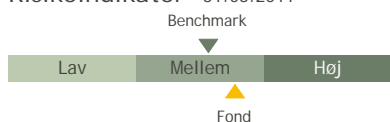
Dette materiale udgør ikke individuel investeringsrådgivning og kan ikke påberåbes som grundlag for en beslutning om køb eller salg (eller undladelse heraf) af Sparinvests produkter. Materialet er alene udarbejdet som orientering til dig og dit pengeinstitut og skal læses sammen med foreningernes gældende 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 - 31.03.2011



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.) - 31.03.2011	641,87 EUR
Puljeformue (mio.) - 31.03.2011	717,31 EUR
Seneste udbytte	-
Rådgiver	Sparinvest S.A.
Benchmark ¹	Merrill Lynch Global High Yield (EUR Hedged)
IFR kategori	-
Morningstar Kategori™ ²	Obligationer - EUR Højrente
Seneste indre værdi - 31.03.2011	1145,25 DKK
Maks. emissionstillæg	2,00 %
Maks. indløsningsfradrag	0,00 %
Seneste adm. omk. - 31.12.2010	1,57 %
Årlig omk. i pct.	Beregnes ikke for udenlandske afdelinger

Afkast - Ultimo måned, mar-2011

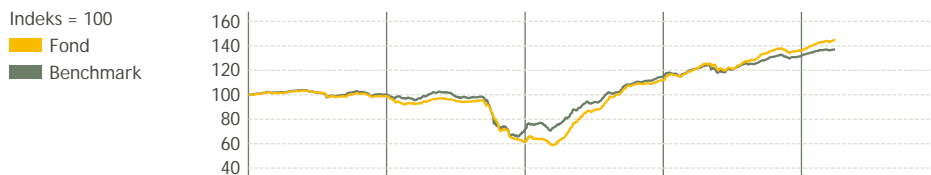
Afkast	Fond	Benchmark ¹	Diff.
ÅTD	6,23%	4,02%	2,20%
1 måned	1,00%	0,34%	0,66%
3 måneder	6,23%	4,02%	2,20%
1 år	18,82%	12,79%	6,03%
3 år ann.	15,73%	12,24%	3,49%
5 år ann.	8,51%	7,93%	0,58%

Risiko 3 år - Ultimo måned, mar-2011

Risiko	Fond	Benchmark ¹	Morningstar ²
Volatilitet	21,21%	17,86%	16,43%
Sharpe R.	0,67	-	0,49
Info ratio	0,40	-	-

Morningstar Rating™ **★★★★**

Værdiudvikling (Hvad er 100 DKK blevet til?) - 31.03.2011

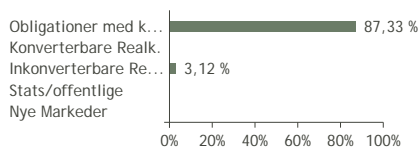


Afkast	2007	2008	2009	2010	03-2011
Fond	-1,07%	-37,19%	80,02%	22,00%	6,23%
Benchmark	0,41%	-28,68%	60,66%	14,68%	4,02%
Morningstar Kategori™	-1,75%	-30,00%	53,76%	13,39%	3,28%

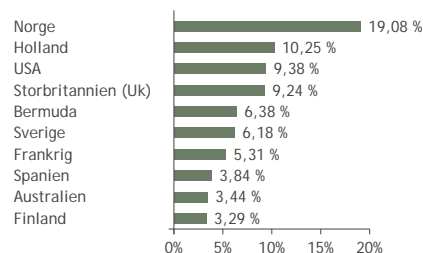
Aktivfordeling

Antal placeringer	Aktier	Obligationer	Andet	Kontant o. lign.
98	0,0%	91,1%	0,0%	8,9%

Obligationstype



Top 10 Lande



Portefølje (Top 10) - 31.03.2011

Navn	Obligationstype	Type	Land	Vægt
Boats Inv. 11% 07-31.3.17 /Pik	Obligationer med kre...	Obligationer	Holland	4,55%
Golden Close 11% 10-09.12.15	Obligationer med kre...	Obligationer	Bermuda	3,74%
Santos Fin8.25%(Frn)10-22.9.70	Obligationer med kre...	Obligationer	Australien	3,44%
Noreco 12.9% 09-20.11.14	Obligationer med kre...	Obligationer	Norge	3,37%
Pa Res 12.25% 11-05.04.16	Obligationer med kre...	Obligationer	Sverige	3,04%
Groupama Sa 6.298% 07-Perp	Obligationer med kre...	Obligationer	Frankrig	2,81%
Sns 11.25% 09-Perp	Obligationer med kre...	Obligationer	Holland	2,78%
Fuerst Cap Frn 09-Perp	Obligationer med kre...	Obligationer	Luxembourg	2,47%
Ccbp 9.25% 09-Perp	Obligationer med kre...	Obligationer	Frankrig	2,44%
Bbva Intl Frn 09-Perp	Obligationer med kre...	Obligationer	Spanien	2,33%

Kreditkvalitet

AAA	AA	A	BBB	BB	B og lavere	Ikke ratet	Effektiv varighed
0,0%	0,5%	0,2%	19,4%	23,1%	48,0%	8,8%	3,1

Afdelingen er velegnet til:

Virksomhedsskatteordning, pensions- og børneopsparing.

Benchmark kommentar

-

¹ 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