

Value Bonds

Brev til investorerne

Q3/06

Generel markedsudvikling

De finansielle markeder udviklede sig positivt i 3. kvartal. Dette skete i takt med, at forventningerne til yderligere rentestigninger i USA blev nedtonet dramatisk som følge af tegn på en mindre økonomisk afmatning. Emerging markets obligationer og globale aktier, som er mest følsomme overfor en stramning af den amerikanske pengepolitik, leverede de højeste afkast.

Højeste kreditkvalitet klarede sig bedst i kvartalet

På markedet for virksomhedsobligationer var det de BB-vurderede obligationer, der gav det højeste afkast. Men år til dato er det fortsat de lavest vurderede virksomhedsobligationer (B og CCC-obligationer), som har gjort det bedst - anført af de to bilproducenter GM og Ford. En af årsagerne til, at obligationer fra de to problemramte selskaber på trods af skrantende salgstal har leveret så høje afkast, er muligheden for fusion med franske Renault, der har en væsentlig stærkere balance og højere kreditvurdering. Sidste nyt peger dog ikke i retning af en fusion.

Performance - Udvalgte markeder

Alle i lokal valuta	3. kv. 2006	2006	2005
Merrill Lynch Global High Yield	3,42%	5,64%	5,84%
Merrill Lynch Global High Yield BB	4,13%	6,22%	6,40%
Merrill Lynch Global High Yield B	3,88%	7,33%	8,80%
Merrill Lynch Global High Yield CCC	3,68%	10,86%	10,84%
Merrill Lynch Global Investment Grade	3,40%	1,83%	2,21%
JP Morgan Nye obligationsmarkeder	6,55%	5,82%	7,81%
JP Morgan Europæiske stats.obl.	3,18%	0,46%	0,35%
JP Morgan Globale stats.obl.	2,87%	0,75%	1,06%
MSCI World	4,99%	7,99%	12,77%

High Yield markedet er fortsat understøttet af stærke fundamentale forhold. Det kommer til udtryk ved et historisk set lavt antal selskaber, der går fallit. Vi forventer, at de positive takter med det lave antal fallitter fortsætter ind i 2007 - også selvom den globale vækst aftager en smule. ■

Portefølje performance

Tredje kvartal gav et afkast til afdelingen på 2,28 %. Til sammenligning gav benchmark, Merrill Lynch Global High Yield, et afkast på 3,42 %.

Performance - Afdeling vs. benchmark

	3. kv. 2006	2006	2005
Sparinvest High Yield Value Bonds	2,28%	1,77%	
Benchmark (EUR Hedged)	3,42%	5,64%	5,84%
Benchmark Constrained (EUR Hedged)	3,13%	4,62%	5,05%

Performance påvirket af svindel i et af porteføljens selskaber

Afdelingens negative udvikling i 3. kvartal i forhold til benchmark skyldes primært problemer med svindel i en af afdelingens investeringer.

Selskabet, Ocean Grand Ltd. (Hong Kong), der producerer aluminium, har været udsat for intern svindel. Sagen startede d. 11. juli, hvor selskabet udsendte en pressemeddelelse, hvoraf det fremgik, at en finans controller fra et af selskabets datterselskaber var forsvundet sammen med 1 mio. USD. På trods af at det umiddelbart blev anset som en enlig svale, resulterede det i, at aktien faldt 20 % og blev suspenderet. Obligationen tog også et dyk fra omkring 100 til 75.

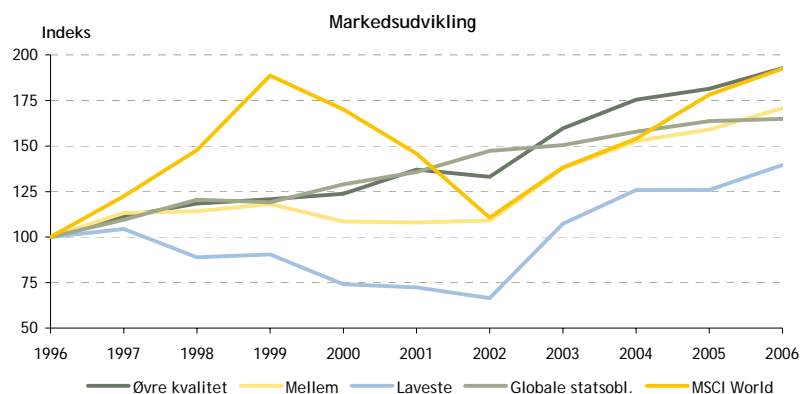
Den efterfølgende revision viste, at omfanget var langt større. Faktisk var hele selskabets kontantbeholdning på omkring 110 mio. USD forsvundet sammen med en række nøglepersoner fra adskillige datterselskaber. Dette blev offentliggjort tirsdag d. 25. juli, hvorefter selskabet blev downgraded til D. Sparinvest havde fuld tiltro til de rapporterede nøgletal fra selskabet, som var i fuld overensstemmelse med afdelingens konservative strategi om udvælgelse af selskaber med en relativ lille gældsandel i forhold til den samlede kapitalisering.

ING, en af Hollands og Europas største banker, har organiseret de største obligationsejere i en gruppe med det formål at opnå den bedst mulige forhandlingsposition overfor Ocean Grands kuratorer. ING og gruppen af obligationsinvestorer har valgt det engelske advokatfirma Cadwalader til at varetage sine interesser. Sparinvest har også valgt Cadwalader som advokat i sagen. Sagen er ikke afsluttet endnu, og myndighederne i Hong Kong arbejder på at stille de skyldige for en domstol. Der er stadig en chance for, at de stjålne penge beslaglægges, og vi får en del af vores investerede kapital tilbage. Hvor stor denne chance er, er meget svær at kvantificere. Afdelingen har dog valgt en konservativ tilgang til prisfastsættelsen af Ocean Grand obligationerne og prissat dem til kurs 10 - yderligere tab vil derfor være yderst minimale.

Som investor er det umuligt at gardere sig mod kriminelle handlinger som dem, der er foregået i Ocean Grand. Den mest effektive forholdsregel man som investor kan tage imod svindel på selskabsniveau er ved at holde en diversificeret portefølje - vores afdeling er således investeret i 100 forskellige selskaber.

Fortsat fokus på selskaber med høj kreditværdighed indenfor high yield markedet

År til dato er afdelingens relative afkast desuden påvirket negativt af fravalgene af de lavest kreditvurderede CCC-selskaber samt GM & Ford. På langt sigt er vi overbeviste om, at vores strategi med at vælge selskaber med "øvre" kreditkvalitet og relativt lav risiko målt ved gæld i forhold til egenkapital vil føre til de mest attraktive risikostjerede afkast. Belæg herfor findes i nedenstående figur, hvor udviklingen for forskellige aktivklasser er angivet for de sidste 10 år.



Af figuren kan man se, at 100 kr. investeret i kategorierne "øvre kvalitet" (som dækker over selskaber med en kreditkvalitet på BB) samt MSCI World (et globalt aktieindeks) har givet de højeste afkast over perioden - siden 1996 er det blevet til næsten 200 kr. for de to aktivklasser. Virksomhedsobligationerne med den øvre kreditkvalitet har dog leveret et højere risikojusteret afkast end de globale aktier over perioden - da formueudviklingen her er mindre svingende. Desuden kan man se, at "laveste" (som dækker over selskaber med nedre kreditkvalitet - CCC kategorien) klarer sig dårligst på sigt. Dette skyldes, at man som investor på langt sigt ikke kompenseres tilstrækkeligt ved at købe de mere risikofyldte virksomhedsobligationer. Vores afdeling har fokus på selskaberne med den højeste kreditkvalitet indenfor high yield markedet.

Portefølje statistik

Afdelingen har en lidt højere effektiv rente end benchmark på trods af en højere gennemsnitlig rating af afdelingens selskaber, BB for afdelingen mod BB- for benchmark. En del af forklaringen på den lidt højere effektive rente er, at afdelingen har en højere rentefølsomhed end benchmark. En anden væsentlig forklaring er, at afdelingen har investeret i henhold til value-parametrene - altså i mindre og lavt prisfaste selskaber.

Portefølje statistik - High Yield Value Bonds		
	Afdeling	Benchmark
Varighed	5,29	4,49
Effektiv rente	8,08%	7,96%
Rating	BB	BB-
# Udstedelser	100	2058

Et blik på de bagvedliggende finansielle nøgletal indikerer ligesom ratingen, 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 70,96 %. Samme tal for benchmark er 348,88 %. Med hensyn til rentedækning (dvs. indtjening i forhold til renteudgifter) kan man se, at afdelingens selskaber i gennemsnit har en indtjening som er 4,18 gange større end renteudgifterne. For selskaberne i benchmark er der kun tale om 2,43 gange. Så rating og nettogæld i forhold til egenkapital samt selskabernes evne til at servicere deres 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 aktivt udnytter value-effekterne.

Afdelingen er typisk investeret i mindre selskaber, som er billigere prisfaste målt på kursen i forhold til egenkapital (P/B) og som har mindre nettogæld i forhold til egenkapital (NDE). Risikoen for tab bør således være lavere for investor alt andet lige end ved blot at investere i det helt brede marked for high yield obligationer.

Fortsat billig portefølje målt på nøgletal

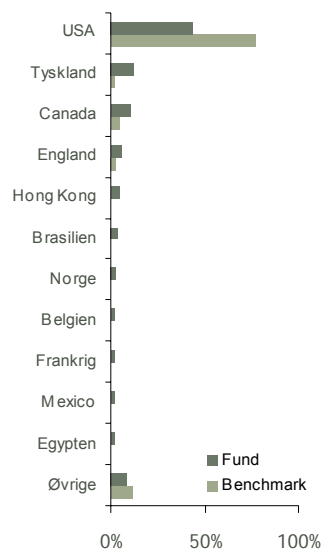
Value Bonds

Portefølje statistik - High Yield Value Bonds		
Finans. nøgletal	Afdeling	Benchmark
Markedsværdi (mia. \$)	3.695	6.370
NDE	70,96	348,88
P/B	1,62	3,89
Rentedækning	4,18	2,43

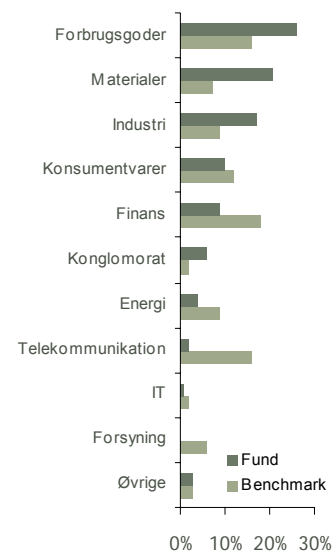
Afdelingens fordeling på lande og sektorer fremgår af nedenstående figurer. I lighed med søsterafdelingen Value Aktier har afdelingen en stor undervægt af USA samt overvægt af Tyskland. Afdelingen har en relativ stor eksponering til sektoren Materialer - herunder specielt stålindustrien, hvor afdelingen har foretaget en stor investering i engelske Corus, som på mange områder er attraktiv som opkøbskandidat.

I modsætning til benchmark har afdelingen foretaget få investeringer indenfor Telekommunikation pga. den relativt høje gældsandel blandt selskaberne indenfor denne sektor.

Geografisk eksponering



Sektor eksponering



Japanske virksomhedsobligationer fortsat meget dyre

I forhold til søsterafdelingen Value Aktier har afdelingen ingen eksponering til japanske virksomheder. Det hænger sammen med, at japanske virksomhedsobligationer fortsat er meget dyre.

Afdelingens største investering er tyske Linde AG, som efter opkøbet af engelske BOC nu er blandt verdens absolut førende indenfor industrielle gasser. Efter Linde følger den europæiske kemi og raffinaderi koncern Ineos. Selskabet Landry's restaurants er nu en top 10 beholdning i afdelingen. Det attraktive - ud fra et value perspektiv - ved de to restaurantkæder Landry's og O'Charleys er, at de udover at være veldrevne forretninger med stabile indtjening, også er i besiddelse af fast ejendom. Faktisk er værdierne af de to selskabers ejendomme så store, at de i princippet dækker den gæld, selskaberne har optaget. Dette øger sikkerheden for vores investeringer. ■

Største beholdninger - High Yield Value Bonds

Papir	Land	Sektor	Pct.
Linde Fin. 7.375%(Tv)06-14.7.66	Holland	Materialer	4,0%
Ineos Group 7.875% 06-16 Reg.	England	Materialer	2,8%
Agco 6.875% 04-15.4.14	USA	Industri	2,6%
Hornbach Bau 6.125% 04-14 Regs	Tyskland	Forbrugsgoder	2,6%
Corus 7.5% 04-1.10.11 Senior	England	Materialer	2,5%
Solvay Fin. 6.375% 06-2.6.2104	Holland	Materialer	2,3%
O Charleys 9% 04-01.11.13	USA	Forbrugsgoder	2,2%
Aker 8% 05-2.03.12	Norge	Energi	2,1%
Fresenius Fin. 5.5% 06-16 Reg.S	Holland	Sundhedspleje	2,0%
Landry S Rest. 7.5% 04-15.12.14	USA	Forbrugsgoder	1,9%

Portefølje bevægelser

I 3. kvartal er der både foretaget nogle nyinvesteringer og frasalg i de tilfælde, hvor vores forventninger er indfriet.

Nye navne i porteføljen

Linde AG

Linde AG er blandt de største selskaber i verden indenfor industrielle gasser. Desuden producerer Linde maskiner som gaffel trucks etc., hvilket dog forventes frasolgt snarest med henblik på gældsnedbringelse. Gas-delen af forretningen er meget stabil indtjeningsmæssigt. De første Linde-obligationer købte afdelingen i juni på en kurs svarende til en rente på 3,35 % over statsrenten. Pt. handles obligationerne på en kurs svarende til en rente på 2,6 % over statsrenten - altså en indsnævring af kreditpræmien på 0,75 %, hvilket svarer til et afkast på ca. 6,5 % over perioden.

US Concrete

US Concrete er den sjette største beton-producent i USA med en markedsandel på 1,3 %. US Concrete har 3.150 ansatte og opererer i 11 stater. US Concrete har en diversificeret forretning, når man ser på aftagerne af selskabets produkter. 45 % afsættes til privat byggeri, 40 % går til erhvervsbyggeri, og 15 % til den offentlige sektor. Selskabet har mærket en afmatning på markedet for privat boligbyggeri, som dog opvejes af øget aktivitet på markedet for erhvervsbyggeri. US Concrete handler på en lav P/B og er lavt gearet. Selskabet er en oplagt kandidat for overtagelse.

Frasalg

Petrohawk

Amerikansk olie- og gasselskab som handler på en lav P/B har en stabil indtjening og gode muligheder for at nedbringe gæld fremadrettet.

I løbet af 3. kvartal har afdelingen solgt ud af flere selskaber, hvor vores forventninger er indfriet. Disse selskaber er: Houston Exploration, Wolverine Tube, Rexel, Gamestop og Goldkist. ■

Med venlig hilsen

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S
 Klaus Blaabjerg & Thomas Bjørn Jensen, den 10. oktober, 2006