

Value Bonds

Brev til investorerne

Q4/06



Laveste kreditkvalitet klarede sig bedst i kvartalet og i 2006

Generel markedsudvikling

De finansielle markeder udviklede sig positivt igen i 4. kvartal, drevet af tegn på en blød landing i amerikansk økonomi og fortsat pæn vækst i Europa og Asien. Aktier og de mest risikable virksomhedsobligationer klarede sig bedst.

På markedet for virksomhedsobligationer gav de CCC kreditvurderede obligationer det højeste afkast. Dette gælder også år til dato. CCC obligationerne gav 18,03 % i afkast i 2006 - næsten det dobbelte af afkastet for High Yield aktivklassen som helhed!

En af hovedårsagerne til de meget høje afkast for de laveste rating klasser, er de imponerende afkast, som obligationerne fra de amerikanske bilproducenter, Ford og GM, har givet i 2006. GM's 30-årige Euro obligation gav således et afkast på over 50 % i 2006. GM og Ford fylder tilsammen 12 % af Merrill Lynch Global High Yield, som er afdelingens benchmark.

Performance - Udvalgte markeder			
Alle i lokal valuta	4. kvrt. 2006	2006	2005
Merrill Lynch Global High Yield	3,59%	9,43%	9,43%
Merrill Lynch Global High Yield BB	3,42%	9,86%	9,86%
Merrill Lynch Global High Yield B	3,97%	11,59%	11,59%
Merrill Lynch Global High Yield CCC	6,47%	18,03%	18,03%
Merrill Lynch Global Investment Grade	0,80%	2,64%	2,64%
JP Morgan Nye obligationsmarkeder	3,83%	9,88%	9,88%
JP Morgan Europæiske stats.obl.	-0,37%	0,08%	0,08%
JP Morgan Globale stats.obl.	0,05%	0,81%	0,81%
MSCI World	7,01%	15,55%	15,55%

2006 markerede endnu et år med meget få selskaber, som gik fallit. For 2007 forventer vi, at de positive takter med et lavt antal fallitter fortsætter - også selvom den globale vækst aftager en smule. ■

Portefølje performance

Fjerde kvartal gav et afkast til afdelingen på 3,41 %. Til sammenligning gav benchmark, Merrill Lynch Global High Yield, et afkast på 3,59 %.

Performance - Afdeling vs. benchmark		
	4. kvrt. 2006	2006
Sparinvest High Yield Value Bonds	3,41%	5,23%
Benchmark (EUR Hedged)	3,59%	9,43%
Benchmark Constrained (EUR Hedged)	3,48%	8,26%

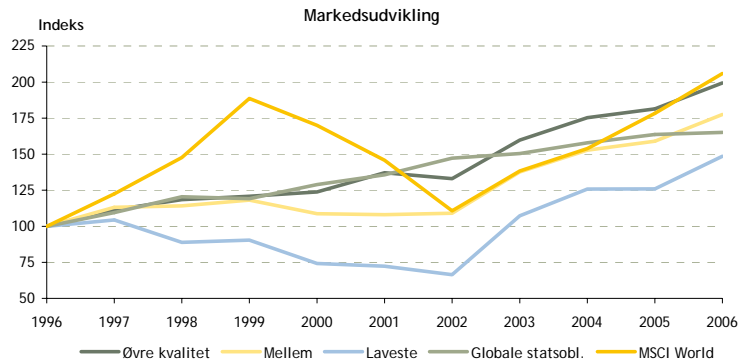
Performance påvirket af GM og Ford

Afdelingen producerede således et tilfredsstillende afkast for 4. kvartal. Når benchmark gav et højere afkast, skyldes det de meget høje afkast fra CCC kategorien samt GM og Ford. Afdelingen har en undervægt på 16 % indenfor CCC kategorien og

Fortsat fokus på selskaber med høj kreditværdighed indenfor high yield markedet

ingen obligationer i GM og Ford.

På lang sigt er vi overbeviste om, at vores strategi med at vælge selskaber med relativt lav risiko målt ved gæld i forhold til egenkapital vil føre til det mest attraktive risikojusterede 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 "Upper tier" (som dækker over selskaber med en kreditkvalitet på BB, som er den højeste kreditkvalitet indenfor high yield markedet) 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 "Lower" (som dækker over selskaber med laveste 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 effektiv rente på 7,6 %, det samme som benchmark. Afdelingen har en højere rentefølsomhed end benchmark og en højere gennemsnitlig kreditkvalitet.

Portefølje statistik - High Yield Value Bonds		
	Afdeling	Benchmark
Varighed	4,83	4,33
Effektiv rente	7,62%	7,56%
Rating	BB	B+
# Udstedelser	91	2056

Fortsat billig portefølje målt på nøgletal

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 75,96 %. Samme tal for benchmark er 354,46 %. Med hensyn til rentedækning (dvs. indtjening i forhold til renteudgifter) kan

Value Bonds

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 2,49 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).

Afdelingen er også investeret i henhold til de klassiske value parametre, nemlig i mindre selskaber, som er billigere prisfastsat målt på kurs indre værdi.

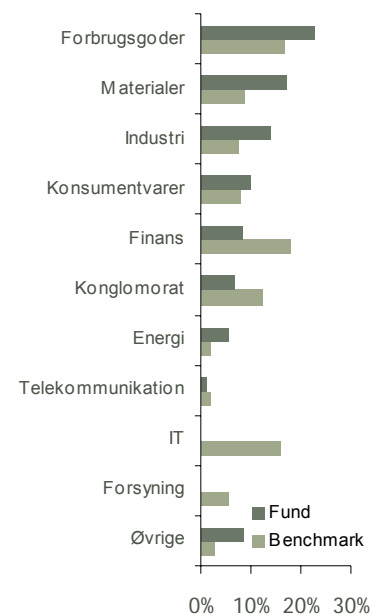
Portefølje statistik - High Yield Value Bonds		
Finans. nøgletal	Afdeling	Benchmark
Markedsværdi (mia. \$)	4.068	9.849
NDE	75,96	354,46
P/B	2,12	3,86
Rentedækning	4,16	2,49

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 relativt store eksponeringer til sektorerne for Materialer og Industri og er undervægtet i forhold til benchmark indenfor telekommunikations sektorer pga. den relativt høje gældsandel blandt selskaberne indenfor denne sektor.

Geografisk eksponering



Sektor eksponering



Afdelingen er undervægtet USA og overvægtet Tyskland og andre europæiske lande.

På sektorniveau er afdelingen overvægtet materialer og industri og undervægtet telekommunikation

Afdelingens største investering er fortsat tyske Linde AG, som på det seneste har leveret en række positive nyheder mht. frasalg og gældsreduktion. Efter Linde følger den europæiske kemi- og raffinaderikoncern Ineos. Selskabet Chesapeake er en ny top 10 beholdning i afdelingen sammen med italienske Lottomatica, hollandske NXP og græske Fage. ■

Største beholdninger - High Yield Value Bonds

Papir	Land	Sektor	Pct.
Linde Fin. 7.375%(Tv)06-14.7.66	Tyskland	Materialer	3,8%
Ineos Group 7.875% 06-16 Reg.	England	Materialer	3,1%
Chesapeake 6.25% 06-15.1.2017	USA	Energi	2,8%
Agco 6.875% 04-15.4.14	USA	Industri	2,3%
Hornbach Bau 6.125% 04-14 Regs	Tyskland	Forbrugsgoder	2,2%
Lottomatica 8.25%(Tv)06-66Regs	Italien	Forbrugsgoder	2,2%
Aker 8% 05-2.03.12	Norge	Energi	2,1%
Nxp 8.625% 06-15.10.15 Reg-S	Holland	IT	2,0%
O Charleys 9% 04-01.11.13	USA	Forbrugsgoder	1,8%
Fage Dairy 7.5% 5-15.1.15 Regs	Grækenland	Konsumentvarer	1,8%

Portefølje bevægelser

I 4. kvartal er der foretaget nyinvesteringer og frasalg i de tilfælde, hvor vores forventninger er indfriet. Frasalg inkluderer OM Group, Fresenius AG og Corus Group Plc.

Nye navne i porteføljen

Chesapeake

Chesapeake Energy Corporation producerer olie og gas i USA og Canada. Chesapeake har foretaget en række opkøb historisk set, men har finansieret disse opkøb med omtanke, dvs. uden at ødelægge en sund balance. Faktisk har Chesapeake på trods af opkøb været i stand til at nedbringe sin nettogæld i forhold til egenkapital. Selskabet står stærkt mht. størrelsen af reserver og gæld i forhold til reserver. Desuden fører selskabet en fornuftig afdækningspolitik overfor udsving i prisen på gas og olie. Vi forventer at Chesapeake indenfor de næste 18 måneder bliver opjusteret til Investment Grade.

Lottomatica

Lottomatica er Italiens største udbyder af spil og lotteri. Lottomatica blev nedjusteret til High Yield markedet efter købet af amerikanske GTECH i sommeren 2006. Efter købet af GTECH har Lottomatica fortsat en relativ stærk balance, og fremadrettet forventer vi markant nedbringelse af gæld drevet af en stærk pengestrøm.

NXP

NXP er en af verdens største producenter af halvledere med over 50 års erfaring. Frem til september 2006 var NXP en integreret del af hollandske Philips. Philips solgte 80,1 % af NXP til et konsortium af kapitalfonde og beholdte den resterende del selv. NXP er markedsførende indenfor sine respektive forretningsområder. NXP er atypisk for en Leveraged Buyout fordi selskabet er konservativt finansieret - med nettogæld i forhold til egenkapital på 80 %.

Med venlig hilsen

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S
 Klaus Blaabjerg den 8. januar, 2007