

Value Bonds

Brev til investorerne
 Q1/07

Uro på det amerikanske
 "subprime" lånemarked

Laveste kreditkvalitet
 klarede sig igen bedst

Generel markedsudvikling

De finansielle markeder udviklede sig positivt i 1. kvartal. Frem til slutningen af februar oplevede både aktier og kreditobligationer pæne stigninger. Men usikkerhed omkring det fremtidige amerikanske vækstforløb fik de globale aktiemarkeder til at falde. Kilden til denne usikkerhed kom fra det amerikanske "subprime" lånemarked samt en række nøgletal for den amerikanske økonomi, der var svagere end forventet. Det amerikanske "subprime" lånemarked dækker over det lånemarked, hvor de mindst kreditværdige husholdninger optager lån hos finansielle selskaber med henblik på køb af bolig. Nogle af disse subprime lån har haft belåningsgrader på 100 % og meget lave variable renter. En meget stor del af de finansielle selskaber, som udbyder disse subprime lån, gik eller var meget tæt på at gå fallit i starten af 2007 som følge af låntagernes manglende evne til at betale terminerne.

"Subprime" markedet er imidlertid ikke ret stort i forhold til det samlede amerikanske boligmarked, så den amerikanske økonomi vil med stor sandsynlighed være i stand til at ryste dette problem af sig. Desuden skal man være opmærksom på, at de problemfyldte lån stammer fra køb af boliger i løbet af 2005 og 2006, hvor efterspørgslen på det amerikanske boligmarked kulminerede. Der er indtil videre ikke problemer med lån optaget før 2005, idet lånene her er givet til boliger, som allerede har opnået pæne værdistigninger med skabelse af friværdi til følge - på trods af eventuelt høje belåningsgrader.

De seneste tal for den globale økonomi tyder dog på fortsat vækst. I forhold til tidligere vil det dog ikke længere være USA, der trækker læsset, men derimod Asien og Europa. I Europa er det meget glædeligt at se, at de tiltag, man har gjort i Tyskland for at fremme landets konkurrenceevne, tilsyneladende er ved at bære frugt. De tyske selskaber oplever fortsat stigende indtjening og positiv udvikling i ordrebøgerne, hvilket fører til faldende ledighed og øget optimisme blandt de tyske husholdninger.

På markedet for virksomhedsobligationer var det som i 2006 de lavest vurderede CCC kreditobligationer, der gav det højeste afkast. CCC obligationerne gav 4,24 % i afkast i 1. kvartal 2007, hvilket svarer til en fordobling i forhold til det globale aktieindeks MSCI World.

Performance - Udvalgte markeder			
Alle i lokal valuta	1. kv. 2007	2007	2006
Merrill Lynch Global High Yield	2,17%	2,17%	9,18%
Merrill Lynch Global High Yield BB	1,82%	1,82%	9,43%
Merrill Lynch Global High Yield B	2,63%	2,63%	11,02%
Merrill Lynch Global High Yield CCC	4,24%	4,24%	17,77%
Merrill Lynch Global Investment Grade	1,08%	1,08%	4,85%
JP Morgan Nye obligationsmarkeder	2,29%	2,29%	10,75%
JP Morgan Europæiske stats.obl.	-0,17%	-0,17%	1,80%
MSCI World	2,11%	2,11%	11,23%

For resten af 2007 forventer vi, at de positive takter med et lavt antal fallitter vil fortsætte. Dog må det forventes, at en lidt lavere global vækst og et generelt øget fokus i selskaberne på at tilfredsstille aktionærene begynder at trække i retning af flere fallitter. Netop fokuset på aktionærvenlig udgør her den største risiko. Virksomheder, der køber aktier tilbage for kontanter, øger aktivt risikoen for at gå fallit. ■

Porteføljeafkast

Fjerde kvartal gav et afkast til afdelingen på 1,67 %. Til sammenligning gav benchmark, Merrill Lynch Global High Yield, et afkast på 2,17 %.

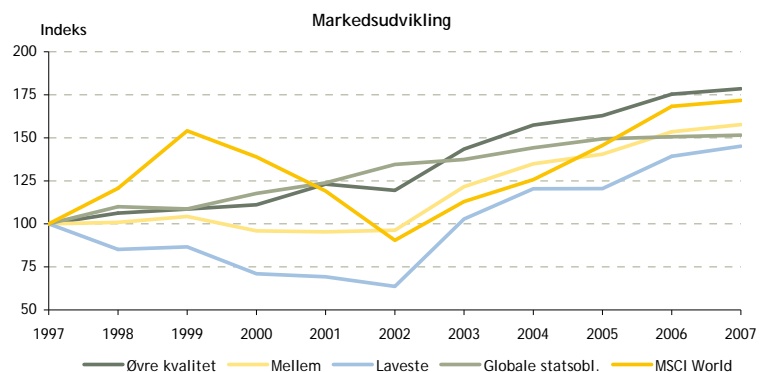
Performance - Afdeling vs. benchmark	
1. kvrt. 2007	
Sparinvest High Yield Value Bonds	1,67%
Benchmark (EUR Hedged)	2,17%

Når benchmark gav et højere afkast, skyldes det primært de meget høje afkast fra CCC kategorien samt indeksets store vægtning af GM og Ford obligationer. Afdelingen har fortsat ikke obligationer i GM og Ford, og netop Ford ser ud til at have store problemer pt. med manglende salg og faldende produktion til følge. Når Ford obligationerne alligevel har gjort det godt, skyldes det primært rygter om et muligt samarbejde med japanske Toyota, som har en meget høj kreditvurdering.

Fortsat fokus på selskaber med lav gæld i forhold til egenkapital

På lang sigt er vi overbeviste om, at vores strategi med at vælge selskaber med relativ lav risiko, målt ved gæld i forhold til egenkapital, vil føre til det mest attraktive risikjusterede afkast. Selskaber med relativt lidt gæld i forhold til egenkapital vil typisk have en højere kreditvurdering end mere forgældede selskaber.

Som det fremgår af nedenstående figur er den "øvre kreditkvalitet" den aktivklasse, som har gjort det bedst over de sidste 10 år, der omfatter både en nedtur og en efterfølgende optur.



Ovenstående figur holder også over længere tidshorisonter. Det skyldes, at man som investor på langt sigt ikke kan kompensere tilstrækkeligt ved at købe virksomhedsobligationer med den laveste kreditkvalitet.

Fortsat billig portefølje
 målt på nøgletal

Porteføljestatistik

Afdelingen har en effektiv rente på 7,8 %, hvilket er 0,4 % højere end benchmark. Afdelingen har en marginalt højere rentefølsomhed end benchmark og en højere gennemsnitlig kreditkvalitet.

Portefølje statistik - High Yield Value Bonds		
	Afdeling	Benchmark
Varighed	4,64	4,36
Effektiv rente	7,80%	7,44%
Rating	BB-	B+
# Udstedelser	106	2045

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 en nettogæld i forhold til egenkapital (NDE) på 86,91 %. Samme tal for benchmark er 424,04 %. Med hensyn til rentedækning (dvs. indtjening i forhold til renteudgifter) kan man se, at afdelingens selskaber i gennemsnit har en indtjening, som er 4,43 gange større end renteudgifterne. For selskaberne i benchmark er der kun tale om 2,92 gange. Så ud fra en gennemsnitsbetragtning af rating, nettogæld i forhold til egenkapital samt selskabernes evne til at servicere gæld tyder det på, at afdelingens selskaber i gennemsnit er mere solide, end det er tilfældet for det brede marked.

Afdelingen er også investeret i henhold til de klassiske value parametre - nemlig i mindre selskaber, som er billigere prisen målt på kursen i forhold til den indre værdi (P/B).

Portefølje statistik - High Yield Value Bonds		
Finans. nøgletal	Afdeling	Benchmark
Markedsværdi (mia. \$)	5.178	6.993
NDE	86,91	424,04
P/B	2,29	5,18
Rentedækning	4,43	2,92

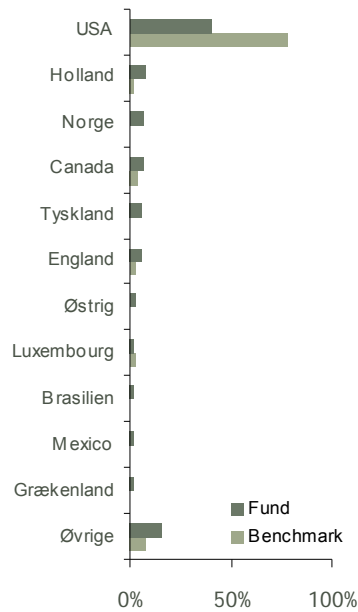
Value Bonds

Undervægt i USA og
 overvægt i Europa

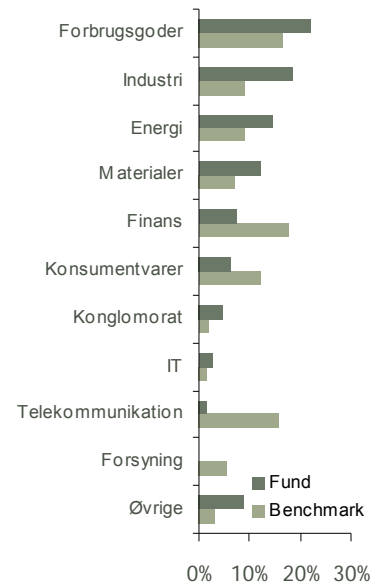
Sektorniveau:
 overvægtet i industri,
 forbrugsgoder, energi og
 materialer & undervægt i
 telekommunikation,
 konsumentvarer, finans og
 forsyning

Afdelingens fordeling på lande og sektorer fremgår af nedenstående figur. Afdelingen er fortsat undervægtet i USA og overvægtet i Europa i forhold til benchmark. Afdelingen har relativt store eksponeringer til sektorerne for Materialer, Industri, forbrugsgoder og energi. Afdelingen er undervægtet i forhold til benchmark indenfor telekommunikation konsumentvarer, finans og forsyning.

Geografisk eksponering



Sektor eksponering



Afdelingens største investering er fortsat Ineos og Linde AG. Herefter følger tyske TUI AG, som er et konglomerat bestående af en turist og shipping division. TUI er i færd med et større program for gældsnedbringelse og rationaliseringer. I tråd med selskabets fokus på at nedbringe gæld, undlader selskabet nu at udbetale dividende for at nedbringe sin gæld. Sinvest udgør også en markant post i afdelingens portefølje. Det er et norsk selskab med aktiviteter indenfor olie og gas, som bistår store olieselskaber som eksempelvis Shell i at bore efter olie. Dette marked befinder sig i en meget positiv udvikling, da de store olieselskabers reserver er støt faldende i takt med, og derfor er der et stigende behov for efterforskning af nye felter. På udbudssiden kan man hæfte sig ved, at der kun i beskedent omfang er investeret i nye boretårne siden 1980'erne. ■



Reuters Photo Archive

Største beholdninger - High Yield Value Bonds			
Papir	Land	Sektor	Pct.
Ineos Group 7.875% 06-16 Reg.	Tyskland	Materialer	3,6%
Linde Fin. 7.375%(Tv)06-14.7.66	Holland	Materialer	3,6%
Tui Ag 8.625%(Tv) 05-Perp.	Tyskland	Forbrugsgoder	3,1%
Nxp 8.625% 06-15.10.15 Reg-S	Holland	Forbrugsgoder	2,7%
Chesapeake 6.25% 06-15.1.2017	USA	Energi	2,6%
Agco 6.875% 04-15.4.14	Italien	Industri	2,1%
Sinvest 9.5% 05-22.12.09	Norge	Energi	2,0%
Htm Sport & Freiz. 8.5% 04-14 Reg	Østrig	Forbrugsgoder	2,0%
Aker 8% 05-2.03.12	Norge	Energi	2,0%
O Charleys 9% 04-01.11.13	USA	Forbrugsgoder	1,9%

Porteføljebevægelser

Nye navne i porteføljen

I starten af 2007 havde afdelingen en betydelig del kontanter som følge af emissioner. Disse kontanter er investeret i en række nye selskaber, som ses nedenfor.

Freescall semiconductor Inc.

Freescall er hovedleverandør til produkter inden for trådløse netværk, mobiltelefoner og elektroniske komponenter i biler. Freescall's forretning er karakteriseret ved stærke kunderelationer og høje barrierer mod indtrængen på markedet fra konkurrenter. Freescall's ledelse har gennem de seneste år desuden vist, at de evner at forbedre indtjeningsmarginer og pengestrømme til fordel for gældsnedbringelse. Freescall er et privatejet selskab. Men i modsætning til mange andre private selskaber i high yield markedet er Freescall stærkt kapitaliseret.

Avatec Technologies

Avatec Technologies er også en høj teknologisk virksomhed. De første 40 år tilhørte Avatec Hewlett-Packard. I 2005 blev Avatec købt af kapitalfondene KKR og Silver Lake Partners. Under det nye ejerskab har Avatec strømlinet og rationaliseret forretningen. I den forbindelse er tre forretningsområder blevet frasolgt.

Allis-Chalmers Energy

Allis er et forholdsvis lille amerikansk selskab med rødder tilbage til 1913. Det er et selskab inden for olie- og gasindustrien. Allis' indtjening er knyttet til de store amerikanske olieselskabers søgen efter nye olie- og gasfelter. Denne søgen intensiveres i disse år, hvilket Allis' ordrebøger nyder godt af.

Broadview Networks

Broadview Networks er en integreret udbyder af kommunikationsydelser baseret i New York. Broadview har 70.000 kunder blandt små og mellemstore selskaber. Størsteparten af Broadviews kontrakter løber over adskillige år, hvilket er med til at sikre en stabil pengestrøm med mulighed for gældsnedbringelse.

Med venlig hilsen

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S
 Klaus Blaabjerg den 20 april, 2007