

Value Bonds

Brev til investorerne

Q2/07

Acceleration i amerikansk
industriproduktion

Fortsat uro på det amerikanske
"subprime" lånemarked

Markedsudvikling

Andet kvartal bød på stigende aktiekurser og renter som følge af tegn på acceleration i den amerikanske industriproduktion og et generelt højt aktivitetsniveau i Europa og den øvrige verden. Accelerationen i den amerikanske industriproduktion har betydet, at man ikke længere forventer rentenedsættelser fra den amerikanske centralbank i 2. halvår af 2007. Samtidig med de positive vækstindikatorer for USA er der tegn på, at den amerikanske inflation er stabiliseret. Historisk set er kombinationen af høj vækst og begrænset inflation forbundet med positive afkast på aktier og kreditobligationer.

Men ikke alt er rosenrødt. Problemer på det amerikanske boligmarked udgør en reel trussel mod den amerikanske og globale vækst. Det amerikanske boligmarked befinder sig i en dyb uligevægt, hvilket kommer til udtryk ved et massivt overudbud af boliger. Vejen til ligevægt på det amerikanske boligmarked kan blive hård i form af lavere byggeaktivitet og stigende ledighed. Faktisk ser vi allerede nu, at ledigheden stiger i de amerikanske stater med størst eksponering til boligsektoren nemlig Californien, Florida, Arizona og Nevada (de såkaldte "solbælte" stater). Vejen til ligevægt besværliggøres af problemer på "subprime"¹ lånemarkedet, hvor antallet af misligholdte lån fortsat ligger på et højt niveau. Derudover øger de stigende lange obligationsrenter boligudgiften for købere med fastforrentede lån. Problemerne med "subprime" markedet har afskåret de mindst kreditværdige husholdninger fra køb af bolig, fordi de finansielle institutioner har strammet op på kreditgivningen. Således er der pt. marginalt færre købere på boligmarkedet.

Konklusionen er derfor, at amerikansk økonomi pt. er vidne til en slags "skyttegravs-krig" mellem de forskellige sektorer i økonomien - med byggesektoren på den ene side og de "øvrige sektorer" på den anden side. Indtil videre ser det ud til, at de "øvrige sektorer" kan modstå presset. Dette er dog under forudsætning af, at boligpriser og aktiekurser ikke falder markant. Hvis det kommer til at ske, vil husholdningernes formuer komme under pres, sandsynligvis med faldende forbrug og vækst til følge, da forbrugskomponenten vejer tungt i det amerikanske bruttonationalprodukt.

Uden for USA går det fortsat stærkt. Tyske firmaers ordreboøger er fulde og den tyske ledighed er faldende. Væksten i fjernøsten buldrer også fortsat derudaf - specielt i Kina, selvom de kinesiske myndigheder har forsøgt at bremse noget af den mere

¹ 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 til at begynde med. En meget stor del af de finansielle selskaber, som giver disse subprime lån var i starten af 2007 tæt på at gå fallit eller allerede gået fallit som følge af manglende tilbagebetalingsevne fra låntagerne.

"Subprime" markedet er imidlertid ikke ret stort i forhold til det samlede amerikanske boligmarked, så amerikansk økonomi vil med stor sandsynlighed være i stand til at ryste problemet af sig. Desuden skal man være opmærksom på, at de problemfyldte lån stammer fra køb af boliger i løbet af 2005 og 2006, da 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.

Value Bonds

Laveste kreditkvalitet klarede sig bedst i kvartalet ligesom i 2006

spekulative vækst gennem pengepolitiske tiltag. Den største trussel mod europæisk og asiatisk vækst kommer fra den amerikanske forbruger. Hvis den amerikanske forbruger bliver mindre købelysten, vil det få negative konsekvenser for asiatisk og europæisk vækst.

På markedet for virksomhedsobligationer var det ligesom i 1. kvartal de lavest vurderede CCC kreditobligationer, der gav det højeste afkast. CCC obligationerne gav lidt over 1 % i afkast i 2. kvartal 2007. For året har CCC obligationer givet 4,96 % i afkast, hvilket er mere end dobbelt op i forhold til det brede High Yield marked.

Performance - Udvalgte markeder		
Alle i lokal valuta	Q2 2007	2007
Merrill Lynch Global High Yield	-0,01%	2,17%
Merrill Lynch Global High Yield BB	-0,64%	0,79%
Merrill Lynch Global High Yield B	0,21%	2,47%
Merrill Lynch Global High Yield CCC	1,06%	4,96%
Merrill Lynch Global Investment Grade	-1,18%	-0,33%
Merrill Lynch Global Government Bonds	-1,03%	-0,30%
MSCI World	4,84%	6,41%

Et afkast på 2,17 % er pænt for High Yield markedet set i forhold til et afkast på -0,3 % for globale statsobligationer. Men forskellen var endnu større i midten af juni. De sidste dage i juni og de første dage i juli har været præget af stigende kreditpræmier², hvorfor afkastene på kreditobligationer har været negative ved indgangen til 3. kvartal. Som investor rejser dette to spørgsmål. Hvad fik kreditpræmierne til at stige, og hvad kan vi forvente i fremtiden for kreditpræmierne?

Hvad er status på det globale kreditmarked?

Hvad fik kreditpræmierne til at stige?

Udvidelsen af kreditpræmierne skyldes en kombination af to forhold. For det første er der blandt de store investeringsbanker foregået en signifikant reduktion af risiko oven på store tab i to af Bear Stearns' Hedge Fonde. De to hedge fonde fra Bear Stearns har tabt mange penge på gearede investeringer i problemfyldte "subprime" lån. En situation, som minder en del om de problemer, der opstod omkring LTCM. LTCM blev en af de mest kendte hedge fonde i de finansielle markeders historie, da den kollapsede i 1998 oven på Ruslandskrisen som følge af akut mangel på likviditet fra det finansielle system.

For det andet har kreditmarkedet på det seneste oplevet et stort udbud af selskaber, som efter at være købt af kapitalfonde, søger finansiering i form af virksomhedsobligationer. Dette har på kort sigt skubbet til ligevægten på kreditmarkedet.

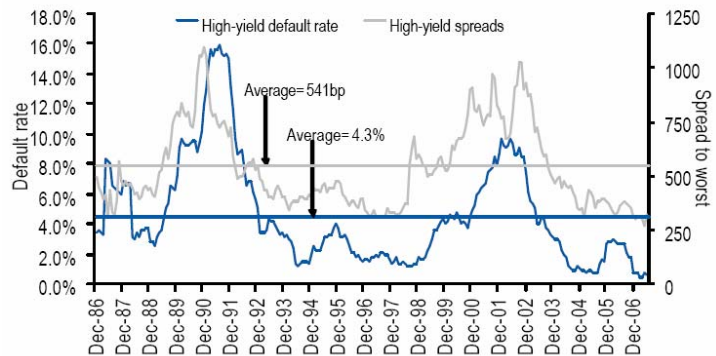
Hvad kan vi forvente fremadrettet?

For det første er det værd at bemærke, at udvidelsen af kreditspændende er sket på trods af et positivt aktiemarked. Dvs. kreditpræmierne er ikke steget som følge af dårlige regnskaber eller dårlige makroøkonomiske nøgletal, som har peget i retning af økonomisk afmatning.

² Kreditpræmien er kompensation for tab ved investering i kreditobligationer. Det potentielle tab er bestemt af sandsynlig heden for fallit og dividenden i tilfælde af fallit. Denne dividende ligger typisk på 40 % af hovedstolen.

Hvis man sammenholder antallet af fallitter med kreditpræmien på High Yield markedet er der pt. ikke noget, der tyder på, at kreditpræmierne vil stige markant (under forudsætning af konstant dividende ved konkurs) jf. nedenstående figur:

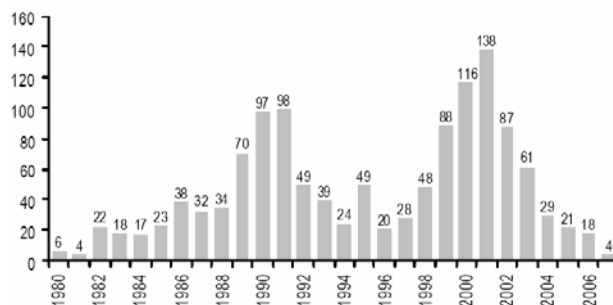
Antal fallitter sammenholdt med kreditpræmien for High Yield markedet 1986-2007:



Kilde: Moody's

Faktisk ligger antallet af fallitter på et historisk lavpunkt i slutningen af 2. kvartal:

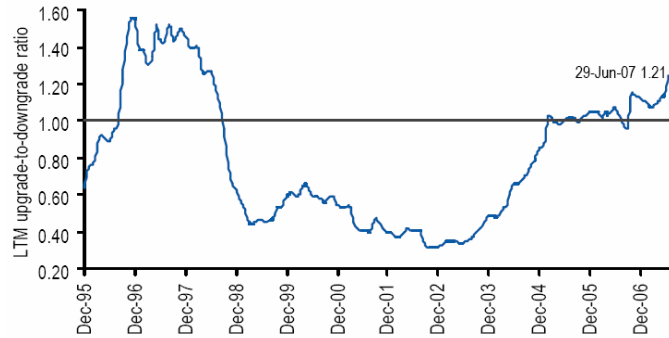
Antal globale fallitter 1980-2007



Kilde: Moody's

Fremadrettede indikatorer fra kreditmarkedet peger ikke i retning af en markant og pludselig stigning i antal fallitter. Nedenstående figur viser forholdet mellem antallet af selskaber, som får opjusteret sin kreditvurdering og dem som får nedjusteret sin kreditvurdering. Forholdet mellem op- og nedjusteringer var i slutningen af juni over 1. Dvs. at der er flere selskaber, der har opnået højere kreditvurdering end lavere kreditvurdering. Af figuren kan man også se, at dette forhold faldt til omkring 0,5 et par år før den sidste nedtur på kreditmarkedet. Pt. befinder vi os altså i den "sikre" zone.

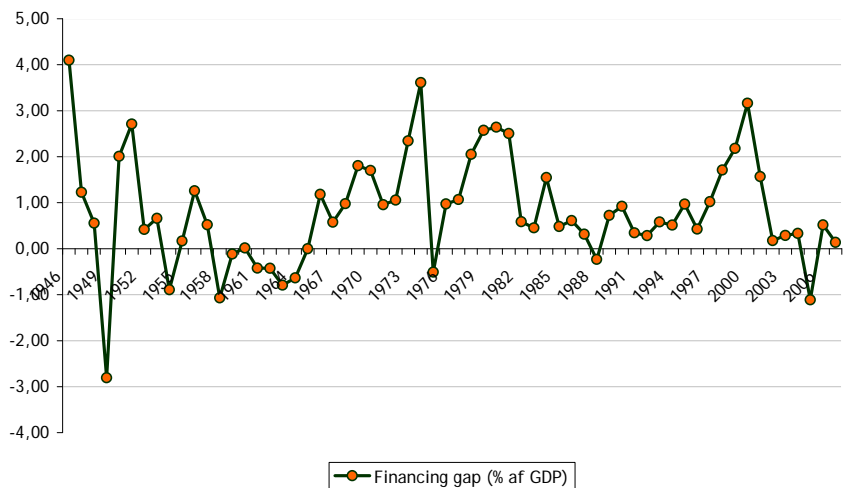
Opjusteringer i forhold til nedjusteringer 1995-2007



Kilde: Moody's

Den amerikanske centralbank offentliggør hvert kvartal en rapport under navnet "Flow of Funds". I denne rapport kan man bl.a. følge det såkaldte "financing gap", som er et mål for samtlige amerikanske ikke-finansielle virksomheders opsparingsoverskud. Af "Flow of Funds" rapporterne fremgår, at de amerikanske virksomheder pt. er i fin balance. Dette var ikke tilfældet i 1999 og 2000, hvor virksomhederne investerede stærkt over evne med en efterfølgende byge af konkurser til følge.

Det "finansielle gab" for amerikanske ikke-finansielle virksomheder 1946-2007



Kilde: The Federal Reserve

Konklusionen er derfor, at man pt. ikke har belæg for "panik" som investor i virksomhedsobligationer, særligt hvis man investerer i de selskaber, som har lav gæld i forhold til egenkapital, hvilket er fokusområdet for Sparinvest High Yield Value Bonds. Dette forventes at gælde for resten af 2007 og 2008. ■

Porteføljeafkast

Andet kvartal gav et afkast for afdelingen på 0,71 %. Til sammenligning gav benchmark, Merrill Lynch Global High Yield, et afkast på -0,01 %. Afdelingen har givet et afkast på 2,41 % ultimo 2. kvartal mod 2,17 % for benchmark.

Performance - Afdeling vs. benchmark		
	Q2 2007	2007
Sparinvest High Yield Value Bonds	0,71%	2,41%
Benchmark (EUR Hedged)	-0,01%	2,17%

Afdelingens merafkast skyldes i høj grad eksponeringen til norske selskaber inden for olie- og gasindustrien.

Porteføljestatistik

Afdelingen har en effektiv rente på 8,8 %, hvilket er 1 % højere end benchmark. Afdelingen har en marginalt højere rentefølsomhed end benchmark og den samme gennemsnitlige kreditkvalitet. Afdelingen har dog fortsat undervægtet CCC kreditterne.

Porteføljestatistik - High Yield Value Bonds		
	Afdeling	Benchmark
Varighed	4,79	4,50
Effektiv rente	8,80%	7,80%
Rating	B+	B+
# Udstedelser	118	2057

Et blik på de bagvedliggende finansielle nøgletal indikerer, 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 72 %, hvilket er en reduktion i forhold til sidste kvartals 86,91 %. Samme tal for benchmark er 424 %, hvilket er uændret i forhold til sidste kvartal. Når det gælder rentedækning (dvs. indtjening i forhold til renteudgifter) kan man se, at afdelingens selskaber i gennemsnit har en indtjening, som er 4,44 gange større end renteudgifterne. For selskaberne i benchmark er der kun tale om 2,9 gange. Hvis man ser på nettogæld i forhold til egenkapital og på selskabernes indtjening i forhold til renteudgifterne, peger det i retning af, 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 - altså i mindre selskaber, som er billigere prisfastsat målt på kurs indre værdi (P/B).

Porteføljestatistik - High Yield Value Bonds		
Finans. nøgletal	Afdeling	Benchmark
Markedsværdi (mia. \$)	3.965	6.993
NDE	72,00	424,00
P/B	2,32	5,20
Rentedækning	4,44	2,90

Fortsat billig portefølje målt på nøgletal

Nettogæld i forhold til egenkapital er nedbragt i 2. kvartal

Value Bonds

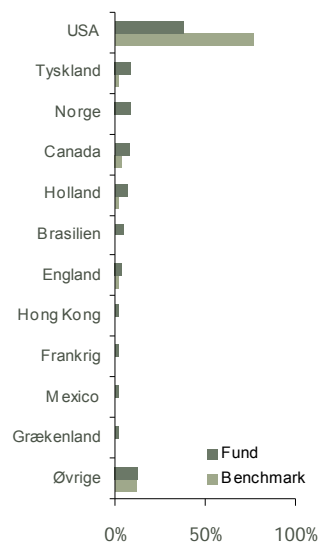
Afdelingen er undervægtet i USA og overvægtet i Europa - specielt Norge

På sektorniveau er afdelingen overvægtet i energi og undervægtet i telekommunikation, konsumentvarer

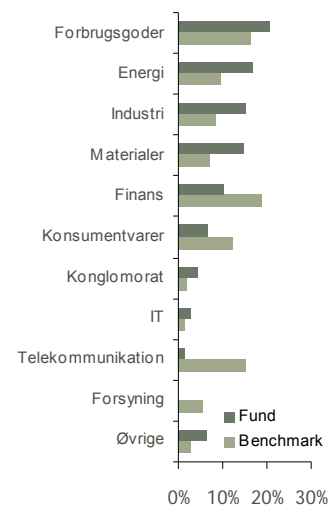
Afdelingens fordeling på lande og sektorer fremgår af nedenstående figurer. Afdelingen er fortsat undervægtet i USA og overvægtet i Europa, specielt Norge er overvægtet.

Afdelingen har relativt store eksponeringer til sektorerne inden for Materialer, Industri og energi. Afdelingen er undervægtet i forhold til benchmark inden for telekommunikation, konsumentvarer, finans og forsyning.

Geografisk eksponering



Sektor eksponering



Afdelingens største investering er fortsat engelske Ineos. Beholdningen af Linde AG og TUI AG obligationer er nedbragt, da target blev nået for disse to selskaber.

Største beholdninger - High Yield Value Bonds

Papir	Land	Sektor	Pct.
INEOS Group 7,875% 2016	England	Kemi	3,6%
Fairfax Fin. 8,25% 2015	Canada	Forsikring	3,1%
Norske Skogindustrier 7% 2017	Norge	Papir	2,8%
NXP 8,625% 2015	Holland	Teknologi	2,8%
Chesapeake 6,25% 2017	USA	Olie & Gas	2,3%
Sinvest 9,5% 2009	Norge	Olie & Gas	2,1%
AGCO 6,875% 2014	USA	Maskiner	2,0%
Aker ASA 8% 2012	Norge	Konglomerat	1,8%
Head Sport & Freizeit 8,5% 2014	Østrig	Sportsudstyr	1,8%
O'Charleys 9% 2013	USA	Restauranter	1,7%

Nye navne i porteføljen

Porteføljebevægelser

Norske Skogindustrier ASA

Norske Skogindustrier ASA er verdens næststørste producent af papir. Norske Skogindustrier har produktionsanlæg i Europa, Nordamerika, Sydamerika og Asien. Norske Skogindustrier ejer desuden skove og vandkraftværker i skandinavien.

Edgars

Edgars er den største detailvirksomhed i Sydafrika med en markedsandel på 32 % inden for sko og beklædning. Edgars åbnede sin første forretning for 75 år siden og har i dag 948. Med til Edgars aktiviteter hører også forbrugslån. Edgars har mere end 4 millioner brugere af sit kreditkort.

Liberty Mutual

Liberty Mutual Group er et diversificeret globalt forsikringselskab. Det største forretningsområde er bilforsikringer baseret på præmieindtægter. Liberty Mutual Group er USA's ottendestørste forsikringselskab for private og det fjerdestørste for virksomheder med samlede aktiver på 86 milliarder USD.

Med venlig hilsen

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S
Klaus Blaabjerg og Sune Højholt Jensen
10. juli 2007