

Value Bonds

Brev til investorerne
 Q3/07



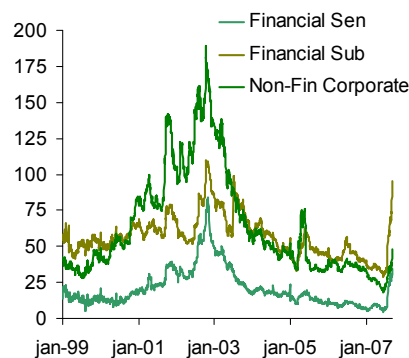
Markedsudvikling

Resume fra 2. kvartal

Fortsat uro på det amerikanske "subprime" lånemarked

I sidste kvartal fortalte vi om stærk global vækst, men også om en potentiel trussel mod fortsat vækst i form af problemer med det amerikanske boligmarked. Konklusionen var, at amerikansk økonomi var vidne til en slags "skyttegravskrig" mellem de forskellige sektorer i økonomien - boligsektoren som trak ned på den ene side og de "øvrige sektorer" som trak op på den anden side. Ved indgangen til 3. kvartal så det ud til, at de "øvrige sektorer" kunne modstå presset under forudsætning af, at boligpriser og aktiekurser ikke faldt markant.

Skyttegravskrigen mellem de forskellige sektorer i amerikansk økonomi er fortsat med uændret styrke i 3. kvartal. Antallet af misligholdte subprime lån er fortsat stort, hvilket sammen med investeringsbankernes problemer med at afsætte lån, som de havde taget i løbet af 2. kvartal, har bidraget til en global finansiell krise svarende til den finansielle krise i 1998. Figuren herunder viser kreditspændende for finansielle og ikke-finansielle selskaber. Bemærk, at kreditspændet for efterstillet bankkapital (Financial Sub) i løbet af 3. kvartal steg til niveauer, vi sidst så i 2002/2003, hvor antallet af globale fallitter var markant højere end det er tilfældet i dag.

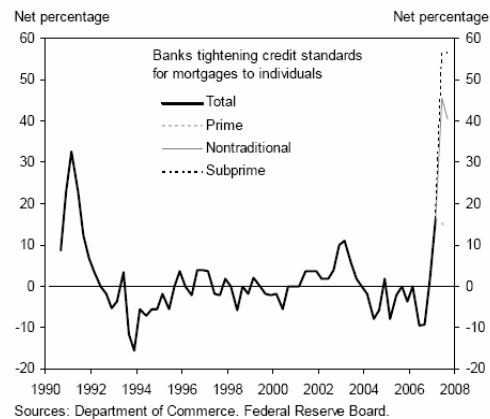


Den finansielle krise har krævet sine ofre - primært i Europa hvor det mindst var ventet. Havde det ikke været for centralbankernes indgriben, var både IKB (tysk bank) og Northern Rock (engelsk bank) gået ned. Centralbankerne med FED og ECB i spidsen har stillet trecifrede milliard beløb til rådighed i likviditet for det globale finansielle system. Den amerikanske centralbank har ydermere sænket renten. Den amerikanske rentenedsættelse og det faktum at ikke flere banker ser ud til at bukke under, har medført en gradvis normalisering af det globale finansielle system - med stærkt stigende aktiekurser til følge i løbet af september og begyndelsen af august. Fremadrettet tyder pengepolitisk lærdom på, at den amerikanske centralbank vil sætte renten yderligere ned.

Value Bonds

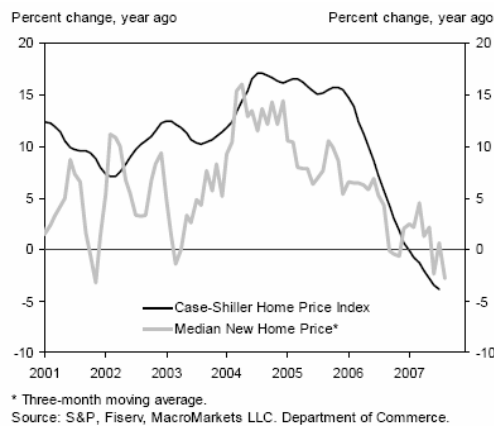
Strammere kreditgivning ovenpå
 subprime krisen

Problemerne på det amerikanske boligmarked er desværre ikke ovre. Faktisk har den finansielle krise været medvirkende til at forværre situationen, fordi kreditgivningen er strammet yderligere op i løbet af 3. kvartal jf. nedenstående figur:



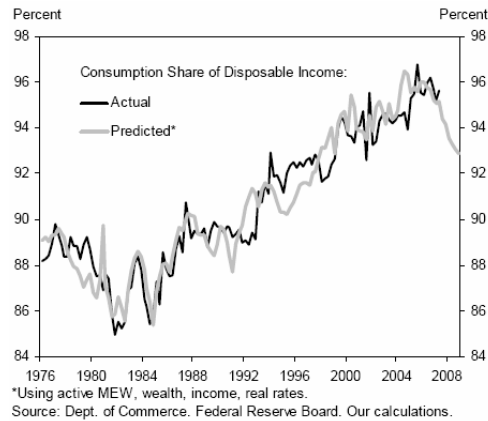
Den strammere kreditgivning og den usædvanligt store mængde usolgte boliger har ført til direkte prisfald på det amerikanske boligmarked illustreret ved nedenstående figur:

Prisfald på det amerikanske
 boligmarked

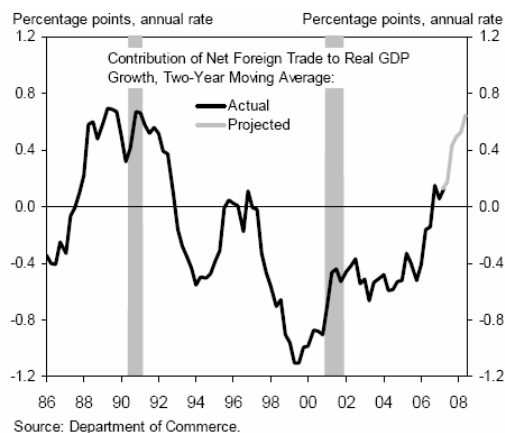


I visse regioner er der tale om prisfald, der langt overstiger de 5 %. Dette kan bekræftes på mikroniveau, hvor amerikanske entreprenører i forsøget på at rydde deres lagre, har sænket priserne med mellem 10 % og 30 %.

Set i lyset af boligmassens høje andel af amerikanernes samlede formue, vil det være naturligt at forvente en hvis afmatning i det amerikanske privatforbrug, i takt med de faldende boligpriser. Denne sammenhæng er modelleret af den amerikanske centralbank, jf. nedenstående figur. Beregningen fra den amerikanske centralbank viser, at privatforbrugets andel af husholdningernes disponible indkomst, givet udviklingen på boligmarkedet og den forventede udvikling i indkomster og renter, står foran et fald på i hvert fald et par procentpoint. En modgående positiv effekt til privatforbruget kommer fra de stigende amerikanske aktiekurser (S&P 500 + 10 % år til dato). Helt præcist hvor meget det amerikanske privatforbrug kommer til at falde er dog endnu svært at forudse.

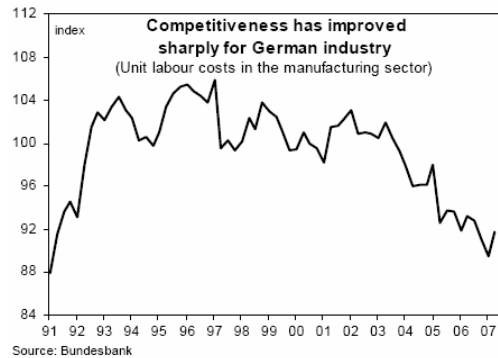


Når vi ikke forventer en hård landing i amerikansk økonomi, skyldes det i meget høj grad, at eksportsektoren ser ud til at være kommet i omdrejninger, understøttet af en svækket dollarkurs, og fremadrettet vil komme til at bidrage positivt til den amerikanske vækst. Denne udvikling understøttes på mikroniveau af aktiemarkedet, hvor man kan se, at store amerikanske virksomheder med global rækkevidde fortsat har indtjeningsfremgang.

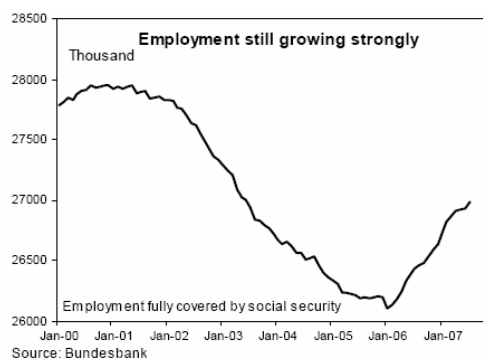


På lang sigt kan man sige, at den nuværende situation med moderat faldende indenlandsk efterspørgsel, i form af lavere privatforbrug og øget udenlandsk efterspørgsel, er med til at genoprette en form for balance i amerikansk økonomi, som i en del år har været helt ude af balance - manifesteret ved store underskud på handelsbalancen. Faktisk har underskuddene på den amerikanske handelsbalance været så store, at de har været nævnt som en mulig trussel mod stabiliteten af det finansielle system. Denne trussel er altså blevet formindsket.

Uden for USA går det fortsat stærkt i asien og i visse dele af Europa. Endnu engang er det værd at fremhæve den kæmpemæssige forbedring vi ser i Tyskland - tysk konkurrenceevne er forbedret dramatisk i takt med de markant lavere tyske enhedslønomkostninger.



Den forbedrede tyske konkurrenceevne har sammen med de kunstige afsætningsmuligheder for tyske virksomheder (primært i Asien) medført øget tysk beskæftigelse.



På selskabsniveau kan vi rapportere om positive meldinger fra de tyske virksomheder. De melder om pæn vækst og fulde ordrebøger - nok er væksten aftaget i USA, men væksten i Kina og Indien er indtil videre tilstrækkelig til at kompensere herfor.

På de finansielle markeder var det, set i lyset af den finansielle krise, ikke overraskende statsobligationer, der leverede højeste afkast i 3. kvartal. Nye Obligationsmarkeder eller emerging markets kom overraskende fint igennem den finansielle krise - noget tyder derfor på, at denne aktivklasse har ændret status og ikke længere opfattes som risikabel.

I High Yield segmentet gav de højest vurderede BB obligationer højeste afkast. I takt med de mere positive aktiemarkeder er de lavest kreditvurderede CCC obligationer imidlertid kommet stærkt tilbage. CCC obligationerne har stadig leveret det højeste afkast indenfor High Yield segmentet.

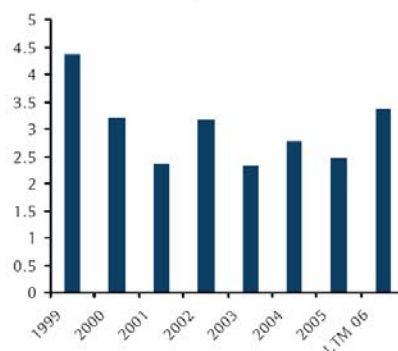
Performance - Udvalgte markeder			
Alle i lokal valuta	3. kvrt. 2007	2007	2006
Merrill Lynch Global High Yield	-0,31%	1,86%	9,43%
Merrill Lynch Global High Yield BB	0,85%	2,36%	9,86%
Merrill Lynch Global High Yield B	0,16%	3,34%	11,59%
Merrill Lynch Global High Yield CCC	-2,20%	3,39%	18,03%
Merrill Lynch Global Investment Grade	1,32%	1,39%	2,64%
JP Morgan Nye obligationsmarkeder	2,58%	3,54%	9,88%
JP Morgan Europæiske stats.obl.	2,33%	0,13%	0,08%
JP Morgan Globale stats.obl.	2,64%	1,84%	0,81%
MSCI World	-0,20%	7,96%	15,55%

Hvad kan vi forvente fremadrettet på kreditmarkedet?

For det første er det værd at bemærke, at udvidelsen af kreditspændende er sket på trods af forholdsvis stabile aktiemarkeder (MSCI World aktieindekset har kun været nede med 0,2 % i løbet af kvartalet) - dvs. forventningerne til virksomhedernes indtjening er intakte på trods af subprime krisen.

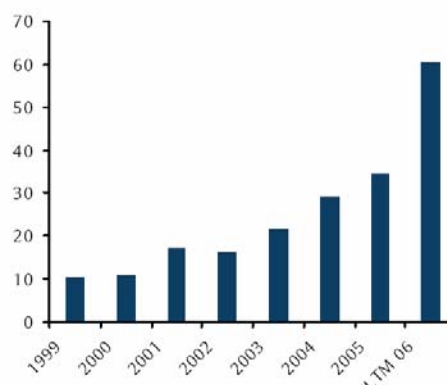
De europæiske High Yield selskabers evne til at betale sine renteudgifter ligger fortsat på et højt niveau.

Interest cover ratios (x)



Desuden har rigtig mange selskaber benyttet de senere år til aktiv gældspleje - selskaberne har indfriet kortfristet gæld og udstedt langfristet gæld. Derved er risikoen for en pludselig "byge" af konkurser som følge af refinansieringsproblemer reduceret betragteligt.

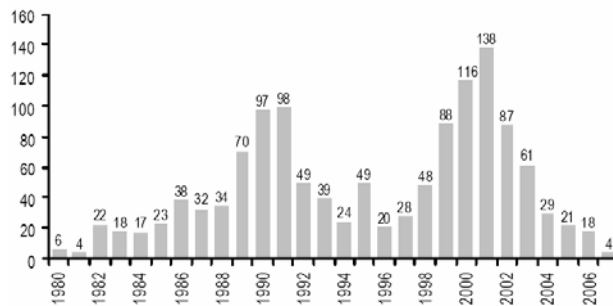
Long-term debt to Short-term debt ratios (x)



Læg mærke til, hvordan selskaberne tilbage i 1999-2000 havde finansieret sig helt anderledes med hovedvægten på kortfristet gæld og dermed havde en markant højere refinansieringsrisiko.

Baseret på ovenstående figurer er der således ikke belæg for at tro på en markant højere fallitfrekvens på den korte til mellemlange bane - selvfølgelig under forudsætning af, at vi ikke får en global recession, hvilket vi altså ikke forudsiger.

Antal globale konkurser 1980-2007



Kilde: Moody's

Porteføljeafkast

Tredje kvartal gav et negativt afkast for afdelingen på 2 %. Til sammenligning gav benchmark, Merrill Lynch Global High Yield, et negativt afkast på 0,3 %.

Performance - Fund vs. benchmark			
	Q3 2007	2007	2006
Sparinvest High Yield Value Bonds	-2,03%	0,32%	5,23%
Benchmark (EUR Hedged)	-0,31%	1,86%	9,43%

Afdelingens lavere afkast end benchmark skyldes fokuseringen på mindre virksomheder og Europa.

Porteføljestatistik

Afdelingen har en effektiv rente på 9,5 %, hvilket er 0,7 % 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	4,98	4,68
Effektiv rente	9,50%	8,80%
Rating	B+	B+
# Udstedelser	109	2018

Fortsat billig portefølje målt på nøgletal

Value Bonds

Nettogæld i forhold til egenkapital er nedbragt i 2. kvartal

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 66 %. Samme tal for benchmark er 391 %. Når det gælder rentedækning (dvs. indtjening i forhold til renteudgifter) kan man se, at afdelingens selskaber i gennemsnit har en indtjening, som er 4,42 gange større end renteudgifterne. For selskaberne i benchmark er der kun tale om 2,63 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).

Portefølje statistik - High Yield Value Bonds		
Finans. nøgletal	Afdeling	Benchmark
Markedsværdi (mia. \$)	2.831	6.573
Nettogæld i forhold til egenkapital	65,58	391,00
Kurs indre værdi	1,96	5,00
Rentedækning	4,42	2,63

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

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

Lande	Afdeling	Benchmark
USA	41%	76%
Norge	17%	0%
Canada	6%	4%
Storbritanien	6%	3%
Holland	4%	3%
Brasilien	3%	0%
Østrig	2%	0%
Jomfruøerne	2%	0%
Grækenland	1%	0%
Litauen	1%	0%
Frankrig	1%	1%
Mexico	1%	1%
Øvrige	13%	11%

Afdelingen er overvægtet i industri, forbrugsgoder, energi og materialer og undervægtet i telekommunikation, konsumentvarer, finans og forsyning

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.

Value Bonds

Sektor	Afdeling	Benchmark
Forbrugsgoder	19%	10%
Energi	17%	16%
Industri	13%	7%
Materialer	11%	8%
Finans	11%	19%
Konsumentvarer	6%	13%
Konglomerat	4%	2%
IT	4%	2%
Telekommunikation	3%	6%
Forsyning	2%	15%
Øvrige	11%	3%

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% 06-16 Reg.	Storbritanien	Materialer	4,5%
Norske Skogind 7% 07-26.6.17	Norge	Materialer	3,7%
Nxp Bv/Nxp Fd 8.625% 07-15-Wi-	Holland	IT	3,6%
Norw.Energy Co 11% 07-13.7.10	Norge	Energi	3,2%
Landry S Rest.7.5% 04-15.12.14	USA	Forbrugsgoder	2,3%
Chesapeake 6.25% 06-15.1.2017	Italien	Energi	2,2%
Sinvest 9.5% 05-22.12.09	Norge	Energi	2,1%
Htm Sport&Freiz.8.5% 04-14 Reg	Østrig	Konsumentvarer	2,0%
Agco 6.875% 04-15.4.14	USA	Industri	1,9%
Firestone Hld 10.125% 06-16 Wi	Grækenland	IT	1,9%

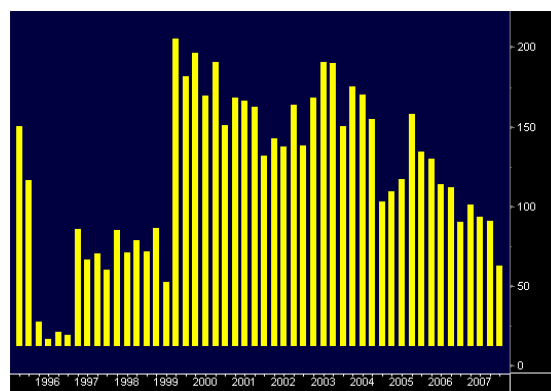
Nyt navn i porteføljen

Porteføljebevægelser

Perry Ellis

Perry Ellis er et amerikansk tøjfirma med en større portefølje af tøjmærker. Mest kendte mærke er PING, som er laver golftøj. Perry Ellis er billigt, målt på kurs indre værdi, og interessant for en kreditinvestor, fordi selskabet over de senere år har nedbragt gæld. Samtidig giver Perry Ellis obligationer en rente på ca. 9 %. Nedenstående figur viser hvorledes Perry Ellis har nedbragt sin gæld - i 2003 havde Perry Ellis gæld i forhold til egenkapital på ca. 200 %, sidste kvartal var gælden reduceret til 61 %.

Pery Ellis nettogæld i forhold til egenkapital



Med venlig hilsen

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S

Klaus Blaabjerg, Sune Højholt Jensen og Toke Lilhaug Hjortshøj.
10. oktober 2007 ■