

High Yield Value Bonds Brev til investorerne Q4 2007

4. kvartal i hovedtræk

Kære investor,

2007 var generelt et skuffende år for High Yield-investorer. Dette gælder også for investorer i Sparinvests High Yield Value Bond-afdeling. Kvartalet resulterede i et tab på 1,4 %, mens det blev til et negativt afkast på 1,09 % for hele året.

Det brede High Yield-marked steg 0,34 % i 2007, målt på Merrill Lynch's Global High Yield Index. På aktiemarkederne blev tabene på MSCI World Value og MSCI World Small Cap henholdsvis - 6,74 % og - 9,10 % sammenlignet med et negativt resultat for MSCI World Index på - 1,66 %. Dette illustrerer, at Value- og Small Cap-selskaber generelt ikke var i vælten i 2007, hvilket forklarer afdelingens afkast i forhold til det brede High Yield-marked. Dette ændrer imidlertid ikke på det faktum, at investering i Value- og Small Cap-selskaber på lang sigt giver højere afkast end investering i Vækst- og Large Cap-selskaber.

Nedenstående tabel viser afdelingens afkast for 4. kvartal og 2007 sammenlignet med en række High Yield-indeks:

Performance - Udvalgte markeder		
	Q4 2007	2007
Sparinvest High Yield Value Bonds	-1.40%	-1.09%
Merrill Lynch Global High Yield	-1.09%	0.34%
Merrill Lynch Global High Yield BB	-1.52%	0.29%
Merrill Lynch Global High Yield B	-1.04%	1.10%
Merrill Lynch Global High Yield CCC	-3.45%	-1.35%
Merrill Lynch Global Investment Grade	1.01%	1.93%

Alle afkast er i EUR. ■

Økonomi

Historien gentog sig i 2007. Det er ikke første gang, at en boligboble kombineret med mangel på ordentlige kreditkontroller har ført til problemer, som har spredt sig til aktie- og kreditmarkederne. Subprime-krisen er således et bevis på, at globaliseringen og integrationen af de internationale finansielle markeder har ændret spillereglerne. Den nuværende krise kan på mange måder sammenlignes med krisen på det japanske boligmarked i slutfirserne. Her var tabene imidlertid primært begrænset til japanske selskaber og deres investorer. På trods af at det særligt har været amerikanske banker, der har lidt under den nuværende krise, har krisen også haft negativ indflydelse på økonomierne i Kina, Tyskland og andre fjerne dele af verdensøkonomien. De store centralbanker har benyttet såvel individuelle rentesænkninger som koordinerede

indsatser med at tilføre likviditet i bestræbelserne på at tæmme markedsudviklingen. Det er sket i takt med, at likviditeten på markederne er svundet ind som følge af markedsdeltagernes generelle tilbageholdenhed, som igen skyldes frygt for modparters subprime-eksponering.

Den amerikanske centralbank, the Federal Reserve, sænkede i september renten med 0,5 procentpoint, hvilket blev efterfulgt af endnu en rentenedsættelse på 0,25 procentpoint i november. Kreditkrisen fortsatte imidlertid i slutningen af november og begyndelsen af december, og derfor ventede markedsdeltagerne endnu en rentenedsættelse på 0,5 procentpoint d. 12. december. Aktiemarkederne dykkede således endnu engang, da centralbanken blot gennemførte en rentenedsættelse på 0,25 procentpoint. Dette førte den følgende dag til den største koordinerede aktion fra centralbankernes side siden 11. september 2001. Udover den amerikanske centralbank deltog centralbankerne i England, Canada og Schweiz også i aktionen for at stille likviditet til rådighed for bankerne.

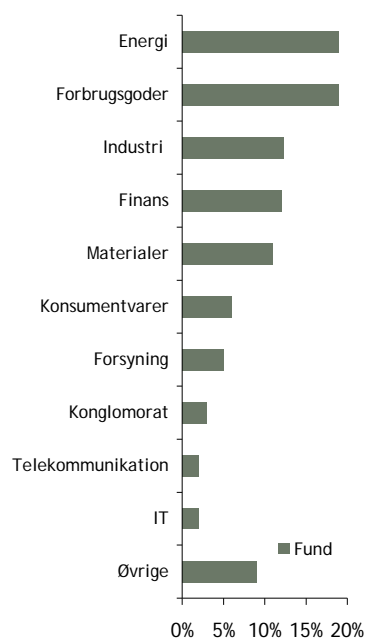
I takt med kreditkrisens negative indvirkning på de finansielle markeder kom den amerikanske dollar under pres. Dollaren faldt til et rekordlavt niveau over for Euroen. Det skyldtes især, at beslutningen om at investere en del af Kinas gigantiske valutareserver på 1,4 bio. dollars i andre valutaer skabte uro. Den amerikanske dollar har tabt næsten halvdelen af sin værdi over for Euroen i forhold til 2001.

Fremtidsudsigterne for både inflation og produktion i industrilandene er forværret i 2007. Olieprisen har ikke gjort situationen bedre, da den er steget løbende og satte ny rekord i løbet af 4. kvartal. I starten af det nye år steg prisen til over 100 dollars pr. tønde, hvilket endnu engang resulterede i fald på aktiemarkederne og stigende kreditspænd. ■

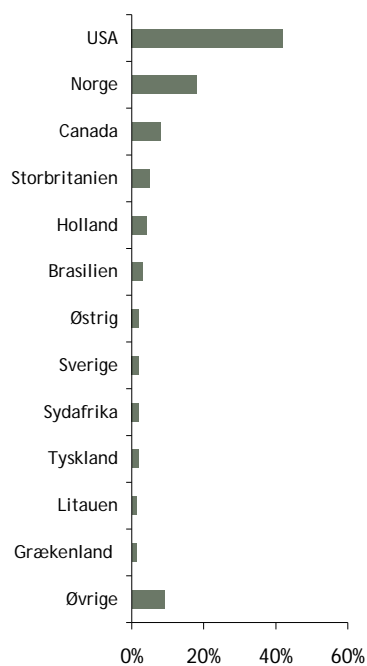
Udvikling i porteføljen

Ved slutningen af kvartalet var afdelingen fuldt investeret. Afdelingen havde 95 udstedelser opdelt på følgende sektorer og lande:

Sektor eksponering



Geografisk eksponering



Handelsaktiviteten har været begrænset i 4. kvartal. High Yield-markedet havde svære betingelser i 4. kvartal, og vi har kun foretaget mindre justeringer. Afdelingen har mindsket eksponeringen mod Ineos med 0,5 % og udbygget positionen i Landry's Restaurants, Bombardier og Payless Shoesource.

Største beholdninger - High Yield Value Bonds

Papir	Land	Sektor	Pct.
Ineos Group 7.875% 2016	UK	Materialer	4.0%
Bombardier 7.25% 2016	CA	Industri	3.7%
Norske Skog 7% 2017	NO	Materialer	3.7%
NXP 8.625% 2015	NL	Teknologi	3.7%
Norwegian Energy Company 11% 2010	NO	Energi	3.7%
Landry's Restaurants 9.5% 2014	US	Forbrugsgoder	3.2%
Head 8.5% 2014	AT	Forbrugsgoder	2.4%
Sinvest 9.5% 2009	NO	Energi	2.2%
Payless Shoesource 8.25% 2013	US	Forbrugsgoder	2.2%
Liberty Mutual 7.8% 2037	US	Finans	2.0%

Portefølje statistik - High Yield Value Bonds

	Afdeling	Benchmark
Varighed	3.59	4.37
Effektiv rente	10.20%	8.50%
Rating	B+	B+
# Udstedelser	95	1991

Portefølje statistik - High Yield Value Bonds

Finans. nøgletal	Afdeling	Benchmark
Markedsværdi (mia. \$)	2,028	377
Net Debt to Equity	80.00	390.00
Price to Book	1.77	5.30
Rentedækning	4.50	3.20

Afdelingen investerer ud fra value-principperne. Det betyder, at der fokuseres på mindre selskaber med relativt stærke balancer. Det skyldes, at mindre selskaber betaler en højere rente for at låne, og samtidig mindskes risikoen for tab, når der investeres i selskaber med stærke balancer. Selskaber med stærke balancer har altså "noget at stå imod med", når de økonomiske konjunkturer bliver mindre fordelagtige. Ved at kombinere disse to forhold tilbyder afdelingen en højere effektiv rente og samtidig en lavere gennemsnitlig kreditrisiko.

Afdelingens gennemsnitlige effektive rente var ved udgangen af 4. kvartal på 10,2 %

sammenlignet med 8,5 % for afdelingens benchmark. Forholdet mellem nettogæld og egenkapital er 80 % for afdelingen og 390 % for det brede High Yield marked.

Payless Shoesource

På den mere positive side kan det nævnes, at der er dukket mange high yield-investeringsmuligheder op inden for i den seneste tid. Blandt disse er den amerikanske skotøjskæde Collective Brands, der tidligere var kendt som Payless Shoesource. Collective Brands står som det største selskab inden for skotøj på den vestlige halvkugle, og selskabet har desuden en lang tradition for obligationsvenlig adfærd, hvilket vil sige gældsnedbringelse efter fornuftige tilkøb. Collective Brands obligationer handles på en effektiv rente på 10 %, hvilket er meget billigt set i forhold til selskabets langsigtede indtjeningsevne. ■

Fremtidsudsigter

Markedsvilkårene har været svære de seneste kvartaler, og afkastet har været skuffende. Men for den langsigtede investor med fokus på høj sikkerhed gennem investering i selskaber med lav gearing findes der nu en lang række særdeles interessante investeringsmuligheder på High Yield-markedet. ■

Med venlig hilsen

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S

Klaus Blaabjerg
9. januar 2008