

High Yield Value Bonds

Brev til investorerne

Q1 2008

1. kvartal i hovedtræk

Kære investor,

1. kvartal 2008 var negativt for High Yield-investorer. Dette gælder også for investorer i Sparinvest High Yield Value Bonds, hvor kvartalet resulterede i et tab på 5,42 %.

Merrill Lynch Global High Yield-indekset faldt 3,32 %, mens Lehman Brothers Pan European High Yield-indekset til sammenligning faldt 5,98 %. Merrill Lynch Global High Yield-indeks består af ca. 80 % amerikansk High Yield. I den forbindelse har Sparinvests High Yield Value Bonds en markant lavere eksponering til amerikansk High Yield end Merrill Lynch-indekset. Afdelingens geografiske eksponering svarer derimod nærmere til Lehman Brothers Pan European High Yield-indekset.

Nedenstående tabel viser afdelingens afkast for både 1. kvartal 2008 og hele 2007 sammenlignet med en række indeks for virksomhedsobligationer og en gruppe af sammenlignelige High Yield-afdelinger i Europa:

Performance - Udvalgte markeder		
	Q1 2008	2007
Sparinvest High Yield Value Bonds	-5.42%	-1.08%
Merrill Lynch Global High Yield	-3.32%	0.34%
Lehman Brothers Pan European High Yield	-5.98%	-2.01%
Merrill Lynch Global Investment Grade	-0.22%	1.93%
MSCI World	-16.10%	-1.40%
EFFAS 5-7	2.86%	2.03%
Morningstar percentil	36%	30%

Alle afkast er i EUR.

Afkastet på det globale aktiemarked var på -16,1 % i 1. kvartal, mens det danske EFFAS 5-7-indeks for risikofri obligationer gav et positivt afkast på 2,86 %.

Morningstar percentilen i den ovenstående tabel viser, hvordan afdelingen ligger placeret i forhold til sin Morningstar-kategori. I tabellen kan man se, at afdelingen i 2007 lå blandt de bedste 30 % inden for Morningstar-kategorien. Efter 1. kvartal ligger afdelingen nu blandt de 36 % bedste inden for kategorien. ■

Den økonomiske udvikling

I 1. kvartal fortsatte den negative stemning på de finansielle markeder. Det skyldtes, at omfanget af den amerikanske kreditkrise bredte sig og nåede en foreløbig kulmination, da en af de største og ældste investeringsbanker i USA, Bear Stearns, måtte reddes fra undergang af den amerikanske centralbank og JPMorgan Chase i fællesskab. Blandt aktørerne på de finansielle markeder er der derfor nu en udbredt frygt for en længerevarende amerikansk lavkonjunktur.

Centralbankerne i USA, Europa, England og Japan har gennem koordinerede indsatser forsøgt at lempe både kreditkrisen og det hårde pres på bankerne. Den amerikanske centralbank har været mest aggressiv og vist sig parat til at tage alle midler i brug for at undgå yderligere skade på det finansielle system. Bl.a. har banken nedsat den korte

rente til 2,25 % - den var for blot et år siden på 5,25 %. Vi mener, at betydningen af den amerikanske centralbanks vilje til at bistå det finansielle marked ikke bør undervurderes.

I takt med udvidelsen af spændet mellem de korte renter i USA og Europa har den europæiske centralbank valgt ikke at nedsætte renten. Og som frygten for en amerikansk recession har taget til, er den amerikanske dollar faldet markant over for euroen i kvartalet. Dollarens fald er sammen med den amerikanske centralbanks markante rentenedsættelser og vedtagelsen af en større finanspolitisk hjælpepakke væsentlige grundforudsætninger for fortsat amerikansk vækst.

I kølvandet på dollarens fald er prisen på olie steget yderligere til ca. 110 dollar pr. tønde. Den høje oliepris er sammen med faldende boligpriser med til at lægge et yderligere pres på de amerikanske forbrugere.

Den høje oliepris bør på et tidspunkt komme afdelingens investorer til gode, da afdelingen har en stor overvægt af selskaber inden for olie- og gassektoren.

Lyspunktet i verdensøkonomien er fortsat den høje vækst i emerging markets og de olieproducerende lande - tendenser, der kommer et land som Tyskland til gode. Effekten kan ses på tyske VW, som rapporterer om salg fremgang på over 8 % for 1. kvartal 2008 sammenlignet med 1. kvartal 2007. Fremgangen er drevet af lande som Kina og Brasilien, og dette understreger netop vigtigheden af at have en portefølje med en god geografisk spredning. ■

Udvikling i porteføljen

Afdelingen investerer ud fra value-principperne, hvilket betyder, at den fokuserer på mindre selskaber med relativt stærke balancer. Det skyldes, at mindre selskaber betaler en højere rente for at låne - med andre ord tilbyder obligationer udstedt af mindre selskaber en højere kupon. Samtidig mindskes risikoen for tab, når der investeres i selskaber med stærke balancer, da disse selskaber har "noget at stå imod med", når de økonomiske konjunkturer bliver mindre fordelagtige. Ved at kombinere disse to forhold tilbyder afdelingen en højere effektiv rente samtidig med en lavere gennemsnitlig kreditrisiko.

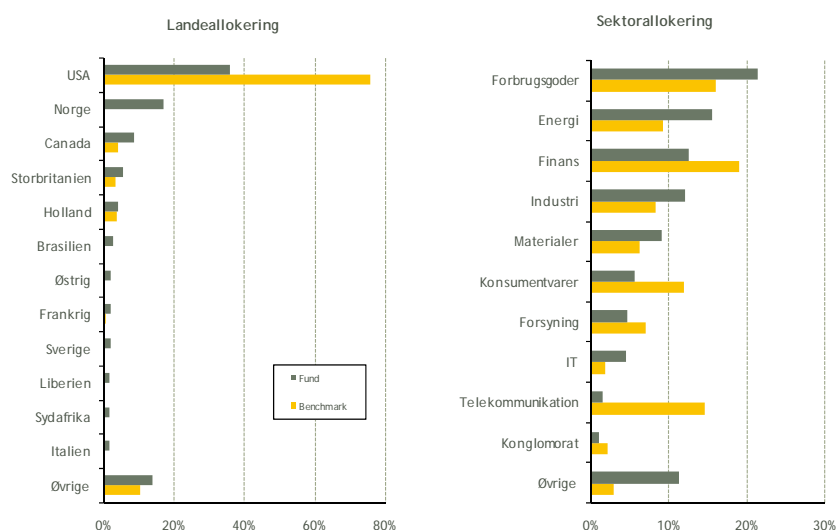
Portefølje statistik - High Yield Value Bonds		
	Afdeling	Benchmark
Varighed	4.02	4.31
Effektiv rente	11.81%	10.89%
Rating	B+	B+
# Udstedelser	91	1989

Portefølje statistik - High Yield Value Bonds		
Finans. nøgletal	Afdeling	Benchmark
Markedsværdi (mia. \$)	2,059	5,327
NDE	88.16	441.51
P/B	2.09	5.52
Rentedækning	4.70	4.89

Afdelingens gennemsnitlige effektive rente var ved udgangen af 1. kvartal på 11,8 % sammenlignet med 10,9 % for benchmark. Samtidig var afdelingens forhold mellem

nettogæld og egenkapital på 88 %, mens den for det brede High Yield-marked var på 441 %.

Ved slutningen af kvartalet var afdelingen fuldt investeret, og value-tilgangen betyder på nuværende tidspunkt, at afdelingen er undervægtet i USA i forhold til benchmark. Dette kan være hensigtsmæssigt i og med, at den amerikanske økonomi har det sværest, og amerikanske virksomheder som følge heraf har størst risiko for faldende indtjening. Afdelingen har en stor overvægt i Norge - et resultat af afdelingens store eksponering mod norske olie- og gasselskaber. Afdelingen er i øvrigt undervægtet i finansielle og kommunikationsselskaber. I kvartalet havde afdelingen i alt 91 udstedelser opdelt på følgende lande og sektorer:



Handelsaktiviteten i afdelingen har været moderat i 1. kvartal, hvor eksponeringen til Perry Ellis er øget oven på positive nyheder fra selskabet og udsigt til fortsat resultatmæssig fremgang. Desuden har afdelingen købt to gamle kendinge tilbage - Hornbach AG og Royal Caribbean Cruises. Begge er købt omkring kurs 80. Hornbach AG-obligationen solgte afdelingen for et år siden til kurs 105, og siden har Hornbach AG styrket sin balance yderligere.

Største beholdninger - High Yield Value Bonds			
Papir	Land	Sektor	Pct.
Bombardier 7.25% 06-15.11.16	Canada	Industri	4.5%
Ineos Group 7.875% 06-16 Reg.	UK	Kemi	4.1%
Norske Skogind 7% 07-26.6.17	Norge	Papir	3.6%
Norw.Energy Co 11% 07-13.7.10	Norge	Olie & Gas	3.5%
Nxp Bv/Nxp Fd 8.625% 07-15-Wi-	Holland	Elektronik	3.5%
Landry S Rest. 9.5% 07-15.12.14	USA	Restaurant	3.1%
Perry Ellis 8.875% 03-13 S.B	USA	Tøj	2.9%
O Charleys 9% 04-01.11.13	USA	Restaurant	2.3%
Sinvest 9.5% 05-22.12.09	Norge	Olie & Gas	2.2%
Htm Sport&Freiz.8.5% 04-14 Reg	Østrig	Fritids udstyr	2.2%

Hynix

Mange interessante investeringsmuligheder er kommet til i løbet af kvartalet. Et eksempel er Hynix Semiconductor Inc. fra Korea. Hynix er verdens næststørste producent af memory til computerindustrien. Hynix har en meget stærk balance, da gælden i forhold til egenkapital kun er på 15,3 %, og Hynix-aktien handler på en kurs indre værdi på beskedne 1,38. Hynix-aktien er steget 3,5 % år-til-dato, men alligevel er Hynix-obligationen med en kupon på 7,875 % med udløb i 2017 handlet helt ned på kurs 71, svarende til en effektiv rente på 13,5 %. Hynix har en kreditvurdering på BB, hvilket er det højeste inden for High Yield-obligationer med et stabilt outlook. Hynix-obligationen er beskyttet af en lang række klausuler i lånedokumentet. Den vigtigste klausul er den, der er hæftet til et eventuelt ejerskifte i selskabet. Den betyder, at ejere af Hynix-obligationer kan sælge deres obligationer til kurs 101, hvis Hynix får en ny ejer - dvs. +30 kurspoint. Dette udfald er ikke usandsynligt i betragtning af den beskedne prisfastsættelse af selskabet og det faktum, at Hynix' nuværende ejer, den koreanske stat, har planer om at sælge sin andel. ■

Fremtidsudsigter

Markedsvilkårene har været meget svære igennem de seneste kvartaler, og afkastet har derfor været negativt. Vi mener dog, at langsigtede investorer, som fokuserer på høj sikkerhed ved at investere i selskaber med lav gæld, bør udnytte den nuværende nervøsitet i kreditmarkederne til at købe undervurderede obligationer. ■

Med venlig hilsen

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S

Klaus Blaabjerg

11. april 2008