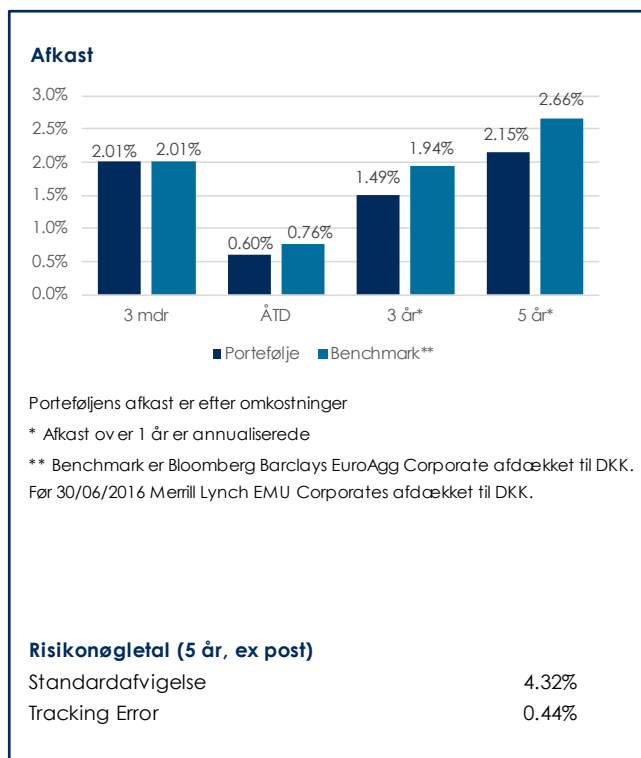


Kære investor

Indledningsvist gøres opmærksom på, at omtale af selskaber (udstedere) og værdipapirer (fx aktier eller obligationer) i dette investorbrev ikke skal ses som investeringsanbefalinger om at købe, sælge eller holde værdipapirer. Eventuel omtale af selskaber og værdipapirer skal alene ses i forhold til afdelingens portefølje- og risikoprofil for det pågældende kvartal.

Opsummering

- Bedre økonomiske udsigter og fortsat massive centralbankopkøb fik universets kreditpræmie til at falde fra 1,49% til 1,19% i tredje kvartal. Der er fortsat et stykke vej ned til niveauet primo 2020 på 0,93%
- De underliggende statsobligationsrenter forblev stort set uforandret (omkring -0,6% mod -0,4% primo 2020), og universets effektive rente faldt fra 0,89% til 0,55%. Den effektive rente lå primo året på 0,51%
- Afdelingens effektive rente lå på 0,8% ultimo kvartalet
- Afdelingen fastholdt en høj bæredygtigheds-score (ESG) på AA
- Andelen af grønne obligationer blev hævet ved køb af de første miljøvenlige obligationer fra Daimler og VW. Interessen var enorm og kreditpræmierne lidt lavere end forventet. Grønne obligationer handler nu med en renteforskel på ca. -0,1 pct.point til andre obligationer
- Vi forventer, at kreditpræmien vil bevæge sig ned mod 1%-mærket (historisk gennemsnit), hvis ikke det amerikanske præsidentvalg løber løbsk, de amerikanske politikere ikke kan enes om at forlænge hjælpepakkerne, eller Covid-19 påny gør et hårdt indhug i økonomien



Afdelingen leverede i kvartalet et afkast på niveau med universet, men er fortsat marginalt efter universet for hele året.

Afdelingen havde igennem kvartalet en højere effektiv rente (i niveauet 0,2-0,3 pct.point) via en selektiv overvægt af lavere ratede ECB-opkøbsegnede obligationer samt subordonerede bank-, forsikrings- og industriobligationer med forventet udløb inden for 18 måneder. Afdelingen investerede for første gang og i beskedent omfang i dybt subordonerede Additional Tier 1 obligationer fra tre store veldrevne europæiske banker. Obligationerne har høje reprisningsrenter, hvis de ikke, som forventet, bliver førtidsindfriet.

I løbet af kvartalet blev eksponeringen til autobranchen øget, da salgstal og udmeldingerne fra de fleste større aktører var positive. Nye grønne obligationer fra VW og Daimler blev købt, ligesom vi købte obligationer fra Fiat. Fiat er i færd med at fusionere med Peugeot, og de 6-årige Fiat-obligationer blev købt til en merrrente på 0,8 pct.point til de tilsvarende Peugeot obligationer. Fusionen skulle gerne

være på plads i første kvartal 2021, hvor obligationerne burde handle til en nogenlunde identisk rente.

Gasproducenten Wintershall Dea, som vi har beskrevet i de seneste to kvartalsbreve, tilhører gruppen af virksomheder, der har medfinansieret Nord Stream 2 gas-ledningen fra Rusland til Tyskland. Wintershall Dea har lånt ca. 700 mia. EUR til projektet. Nyheden om, at Merkel overvejer at stoppe projektet, gav fornyet turbulens for afdelingens Wintershall Dea obligationer. Positionen var dog reduceret forud for nyheden.

Afdelingen har en stor eksponering til sikkerhedsvirksomheden G4S, da ledelsen er i færd med at frasælge aktiviteter, hæve cash-flow og nedbringe gælden. G4S' største konkurrent, canadiske GardaWorld, afgav et gældsfinansieret købstilbud på at overtage G4S, hvilket sendte afdelingens G4S-obligationer ned med ca. 1-3%. GardaWorld er private equity ejet og noget mere risikofyldt med en B rating.

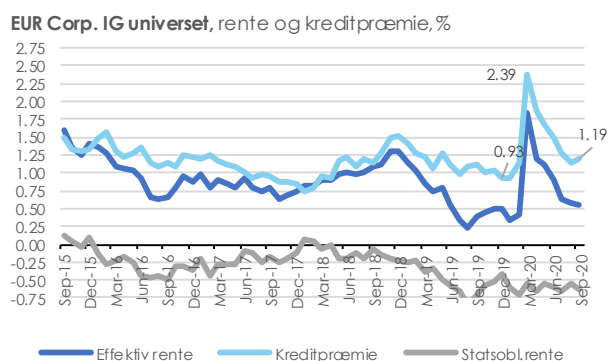
Afdelingens G4S-obligationer indeholder dog en klausul om, at kuponen stiger med 1,25 pct.point, hvis

BankInvest Virksomhedsobligationer IG Akk.

obligationerne nedjusteres til High Yield unvierset, ligesom vi kan kræve obligationerne indfriet til kurs 100 ved ændring af majoritets-ejerskabet. Obligationerne lukkede tæt på kurs 100,5, så down-side er meget begrænset, mens upside er pæn, hvis G4S' nuværende aktionærer afviser købstilbuddet. Det kommer dog nok til at tage tid, før vi bliver klogere.

Afdelingen lukkede kvartalet med en effektiv rente på ca. 0,8%, dvs. 0,25 pct.point mere end universet, og en varighed på ca. 5 år, hvilket er marginalt under universets 5,1 år ultimo kvartalet.

Graf 1: Udvikling i universets rente og kreditspænd (%)



Kilde: Bloomberg

Afdelingens ESG-score fastholdt i kvartalet

Afdelingen gennemsnitlige ESG-score er placeret solidt i AA-kategorien. Investeringen i VW, der scorer som det dårligste selskab grundet dieselgate-sagen fra 2015 trak ESG-score lidt ned, mens opjustering af eksempelvis de Volksbank trak i den anden retning. Omkring VW forventer vi, at MSCI snart anerkender det store arbejde, som den nye VW ledelse har lagt for dagen.

Andelen af grønne obligationer blev hævet fra 14% til 16%.

Forventninger til 2020

Set i et historisk perspektiv er kreditpræmien stadig attraktiv, om end præmien er skrumpet noget siden første kvartal. På den korte bane er kreditpræmien udsat for pres fra anden bølge af Covid-19, udstedelsespres, rating nedjusteringer og den amerikanske valgkamp.

Vi forventer, at kreditpræmien over tid vil gå ned mod det historiske gennemsnit på ca. 1%, hvorfor IG virksomhedsobligationer fortsat vurderes som attraktive. Vi forventer, at universets kreditpræmie lukker året lidt lavere end nu.

Med venlig hilsen

Carsten Horn Nielsen

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
"BankInvest"

Redaktion afsluttet d. 30. september 2020