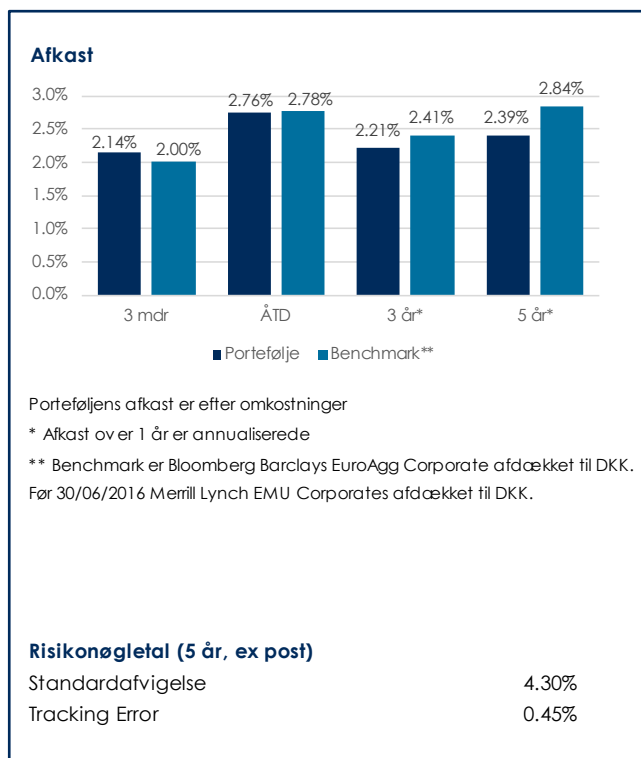


## Kære investor

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

- Udrulning af Covid-19 vaccinen var meget positivt for kreditmarkederne med en reduktion af universets kreditpræmie fra 1,19% til 0,92% til følge. Vi lukkede på niveauet fra årets start.
- Afdelingen var overvægtet lavere ratede udstedere og leverede et pænt merafkast
- ECB forlængede/udvidede hjælpeprogrammerne, hvilket fik de underliggende statsrenter til at forblive på -0,68% (mod -0,4% primo året)
- Universets effektive rente faldt fra 0,55% til 0,24% med et lavpunkt på 0,17% i december
- Afdelingens effektive rente androg ca. 0,5% ultimo kvartalet med en rentefølsomheden lige under 5 år
- Afdelingen fastholdt en ESG-score på AA og en andel af grønne obligationer på ca. 16%
- I 2021 forventes markant lavere nyudstedelsesaktivitet (efter et rekordår i 2020), og med ECB-opkøb vil kreditpræmien formentlig bevæge sig mod den "normale bund" omkring 0,7%. Vi forventer, at afdelingen giver et pænt merafkast til statsobligationer i niveauet 1%
- Ligger kreditpræmien ultimo 2021 omkring de 0,7%, da vil merafkastet blive lidt højere



Afdelingen leverede i kvartalet et lidt højere afkast end universet, hvorved afkastet for hele 2020 blev på niveau med universet.

Afdelingen havde igennem kvartalet en højere effektiv rente (i niveauet 0,25-0,3 pct.point) via en selektiv overvægt af lavere ratede ECB-opkøbsegnede obligationer samt subordinerede bank-, forsikrings- og industriobligationer med forventet udløb inden for de næste 18 måneder.

I løbet af kvartalet investerede afdelingen i obligationer udstedt af cykliske virksomheder, der har været hårdere ramt af Covid-19. Eksempelvis investerede afdelingen i virksomhedsobligationer fra Heathrow (lufthavn), Schäffler og Vaelo (bil-underleverandører), General Electric (industri) og AT&T (teleselskab). Modsat blev der bl.a. solgt obligationer fra mindre cykliske virksomheder som Pepsi (drikkevarer), SAP (it), Philips (healthcare) og Eurogrid (el-forsyning).

Afdelingen har igennem flere år haft 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 Garda-World, afgav i tredje kvartal et gældsfinansieret købstilbud på at overtage G4S, hvilket sendte afdelingens G4S-obligationer ned med fra omkring kurs 102,5-103 til ca. kurs 100,5. GardaWorld er private equity ejet og noget mere risikofyldt med en B rating. Vi reducerede i løbet af fjerde kvartal eksponeringen med ca. 20% på kurs 102,4.

I løbet af 4. kvartal kom nye spillere til kampen om G4S, og medio december accepterede G4S' bestyrelse et købstilbud på 3,8 mia. GBP fra den amerikanske konkurrent Allied Universal Security Services, hvis senior obligationer er rated CCC.

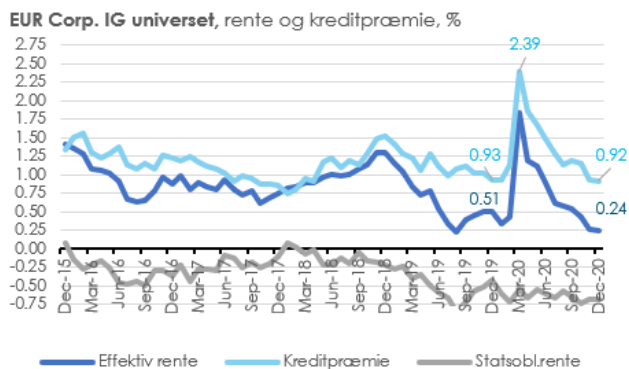
Afdelingens G4S-obligationer indeholder en klausul om, at kuponen stiger med 1,25 pct.point, hvis obligationerne nedjusteres til High Yield universet, ligesom vi kan kræve obligationerne indfriet til kurs 100

**BankInvest Virksomhedsobligationer IG Akk.**

ved ændring af majoritets-ejerskabet, som nu er ved at være tilfældet. Vi afventer en offentliggørelse af kapitalstrukturen i G4S efter overtagelsen, før vi tager stilling til, om obligationerne skal sælges til par. Hvis G4S forbliver et BB rated selskab, kommer vi formentlig til at beholde obligationerne.

Afdelingen lukkede kvartalet med en effektiv rente på ca. 0,5%, dvs. 0,25 pct.point mere end universet, og en varighed på ca. 5 år, hvilket er marginalt under universets 5,2 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.

Andelen af grønne obligationer forblev på ca. 16%.

**Forventninger til 2021**

Set i et historisk perspektiv er kreditpræmien rimelig attraktiv, om end den nu ligger lidt under det historiske gennemsnit på 1%. Men virksomhedsobligationernes effektive rente er påvirket af de ultra lave og negative statsobligationsrenter, hvorfor universets effektive rente på 0,24% ikke lader meget upside tilbage.

I 2021 forventes markant lavere nyudstedelsesaktivitet, og med ECB-opkøb vil kreditpræmien formentlig bevæge sig mod den "normale bund" omkring 0,7%. Vi forventer, at afdelingen giver et merafkast til statsobligationer i 2021 i niveauet 1%. Falder kreditpræmien til omkring de 0,7%, da vil merafkastet blive lidt højere.

I kreditpræmierne er der ikke indiskonteret megen downside, og pludselige chok vil kunne påvirke markedet i negativ retning og lede til stigende kreditpræmier. Vi anser p.t. ikke sandsynligheden herfor som stor.

Med venlig hilsen

Carsten Horn Nielsen

**BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S**  
"BankInvest"

Redaktion afsluttet d. 31. december 2020