

Foreningen The Danish European High Yield Fund f.m.b.a.

Halvårsrapport 2008
Semi-Annual Report 2008

Hjemstedsadresse *Registered adress*

Foreningen The Danish European High Yield Fund f.m.b.a.
c/o BI Management A/S
DK-2100 København Ø
Denmark
Tel. +45 77 30 90 00
Fax +45 33 41 90 00
www.delff.co.uk

BI Management A/S is a part of the Bankinvest Group

CVR-nr *CVR no*

28 30 61 56

Bestyrelse *Board of Directors*

Allan Klug, formand *chairman*
Jens Zilstorff
Søren Plesner

Direktion *Executive Board*

BI Management A/S, Christina Larsen

Investeringsrådgiver *Financial Advisor*

Delff Asset Management Ltd.

Revisor *Auditors*

KPMG, Statsautoriseret Revisionsinteressentskab
Borups Allé 177
DK-2000 Frederiksberg
Denmark

Depotbank *Custodian Bank*

Danske Bank
Holmens kanal 2-12
DK-1092 København K
Denmark

Indholdsfortegnelse *Contents*

Ledelsesberetning <i>Management review</i>	4
Anvendt regnskabspraksis <i>Accounting policies</i>	9
Resultatopgørelse <i>Income statement</i>	10
Balance <i>Balance sheet</i>	10
Hoved- og nøgletal <i>Key figures and ratios</i>	10

Ledelsesberetning

Afkastoversigt for første halvår – The Danish European High Yield Market

Første halvår af 2008 har været det værste siden 2002 for det europæiske High Yield Markets.

Merrill Lynch European High Yield-indekset faldt 4,65% i første halvår og var især påvirket af to meget negative måneder nemlig januar og juni der begge faldt mere end 4,00%. Det var de to værste måneder siden juni 2002. Foreningen fik et nettoafkast på -3,48%, klarede sig 1% bedre end indekset i den periode (næsten 2% før afdelingsomkostninger). At foreningen klarede sig bedre end indekset skyldes kombinationen af tre faktorer:

- Foreningens lave eksponering i CCC-ratede papirer, som har klaret sig dårligst indtil nu i år
- Foreningens lave investeringsgrad, foreningen holdt minimums-investeringsgraden på 80% indtil maj 2008.
- Foreningens store eksponering i telekommunikationssektoren, hvor trådløs + kabel udgjorde 20% af foreningens investeringer.

I årsrapporten for 2007 konkluderede foreningen følgende:

“Foreningen mener, at European High Yield og Leveraged Finance står over for et turbulent år, som begyndte volatilt på grund af kreditkrisen og det finansielle systems likviditetsproblemer. Selvom foreningen forventer, at antallet af misligholdelser vil stige, vil dette ske fra det nuværende meget lave niveau. Foreningen forventer, at spændene vil udvides, før de indsnævres, men når året er gået, regner foreningen med, at de vil være indsnævret. Foreningen forventer således, at European High Yield sandsynligvis vil give et afkast på 5-7% for 2008. Foreningen forventer et tab på 5-7% i første kvartal, en stabilisering af markedet, hvor kurserne retter sig en smule, i andet kvartal, efterfulgt af et større opsving i andet halvår. Da den gennemsnitlige effektive rente på foreningens marked er ca. 10%, forventer foreningen, at det gennemsnitlige kursfald på 5% vil mere end opvejes af cash flowet fra obligationer, og foreningens mål for året er således et afkast på 5-7%.

Foreningens forudsigelse om et markant fald i første halvår viste sig desværre at være rigtig. Forskellen mellem de to kvartaler, med et markant fald i det første kvartal efterfulgt af en lille bedring i det andet, var også meget nøjagtig. Det store spørgsmål er nu, om den anden del af foreningens forventning (opsving i andet halvår) er plausibel, og om årets samlede afkast ligger inden for det område på 5-7%, som foreningen forudsagde, eller om det bliver nødvendigt at nedjustere forventningerne.

Management Review

First-Half Performance Review – The Danish European High Yield Market

The first-half of 2008 has been the worst since 2002 for the European High Yield markets.

The Merrill Lynch European High Yield index performance for the half was -4.65%, and was particularly affected by 2 very negative months: January and June, which decreased more than 4% each. Those 2 months were the worst since June 2002. Our fund, with a net performance of -3.48%, outperformed the index by 1% in that period (almost 2% before Fund Costs). This outperformance is due to the combination of 3 factors:

- The fund's low exposure to CCC rated names, which have been the worst performers this year to date
- The fund's low invested ratio: The fund have maintained the investment ratio at the minimum of 80% until May 2008.
- The fund's strong exposure to the telecom sector, with wireless + wireline representing 20% of the fund's investments.

In the annual report for 2007, the fund stated in the following conclusion:

“The fund believes that European High Yield and leveraged finance are in for a turbulent year with a volatile start, given the background of the credit crunch and liquidity problems of the financial system. Although the fund does expect defaults to increase, this will be from the current low levels. The fund expects spreads to get wider before they get tighter, but our view is that they will end up the year tighter. Given this, the fund believes that European High Yield would most likely return 5-7% for 2008. This would be divided between a loss of 5-7% in the 1st quarter, a stabilization of the market with a small recovery in prices in the 2nd quarter, followed by a larger recovery in the second half. Given the fact that the average yield in our market is around 10%, we would expect the average drop in price of 5% to be more than compensated by the cash flows of the bonds, hence our target of 5-7% total return for the year.”

Our prediction of a sharp drop in the first half was unfortunately accurate. The split between the 2 quarters, with a large drop in the 1st one followed by a small recovery in the second, was also very accurate. The big question now is whether the second part of the forecast (recovery in the second half of the year) is plausible, and whether the total return for the year will effectively be in the 5-7% range that the fund predicted, or whether the fund has to downgrade that forecast.

Første halvår 2008

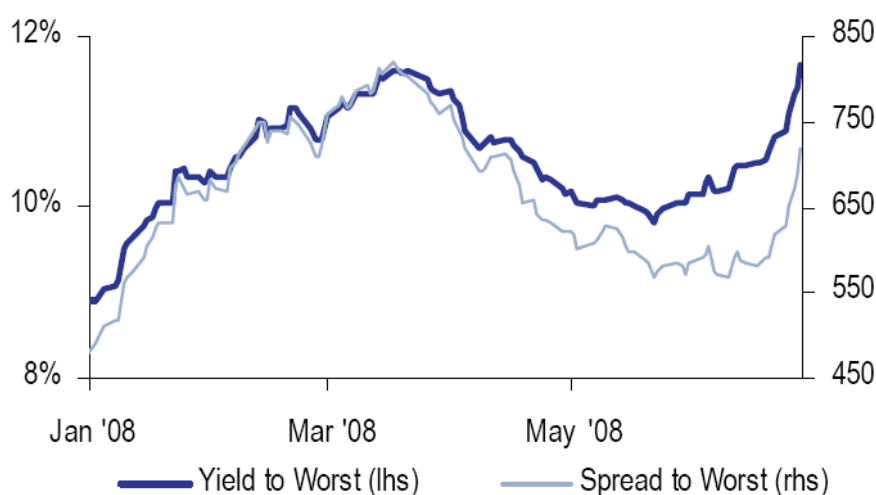
Alle markedsbarometre har været udsat for hårde knubs i år. YTW for indekset lå i starten af året på 9,59% og er nu på 10,92%. Da situationen var værst i marts, steg den effektive rente til over 11%. I slutningen af halvåret var spændet på 747 basispoint – udvidet med ca. 150 basispoint siden årets begyndelse (hvilket betyder, at kursen på obligationer, som udløber om gennemsnitligt 7 år, er faldet med omkring 7,5%)

1st half 2008

All measures of the markets have been hit hard this year. The yield to worst on the Index came into the year at 9.59% and is now out to 10.92%. At its worst in March, yields exceeded 11%. Spreads are at 747bp at the end of the half — roughly 150bp wider than the beginning of the year (which for bonds maturing in 7 years on average, translates into a price drop of around 7.5%)

Historical Yield and Spread of the European High Yield Market, Jan-Jul 08

Source: Citibank



Ved årets begyndelse mente foreningen, at antallet af misligholdelser ville stige og økonomien forværres. Når alt kommer til alt, er en effektiv rente på 11% temmelig attraktiv, når blot den opvejer stigningen i misligholdelser. På nuværende tidspunkt er det foreningens opfattelse, at markedet er begyndt at prisfaste ud fra en betydelig misligholdelsesrate.

I maj oplevede Europa den første misligholdelse i højtforrentede siden Focus DIY sidste sommer på et selskab, som hedder Kremikovtzi. Før denne misligholdelse, så Moody's 12-måneders misligholdelsesrate ellers ud til at ville falde til 0% inden længe. Således synes vores ellers forsigtige gæt på en misligholdelsesrate for hele 2008 på 2,5% at være højt sat.

At the year's start, our opinion was based on the idea that default rates would go up and the economy would deteriorate. At the end of the day, an 11% yield in our market is very attractive, as long as it compensates for the increase in Defaults (our job is of course to avoid those defaults). At this point, the fund thinks that the market has begun to price in a sizable default rate.

In May Europe experienced its first high yield default since Focus DIY the previous summer, on a company called Kremikovtzi. Without this, the 12-month default rate as measured by Moody's was looking likely to fall to 0% very soon. That makes even our conservative 2.5% default rate forecast for FY08 seem on the high side.

Foreningen forventer nu en misligholdelsesrate på 3-4% for hele 2009, hvilket er tæt på gennemsnittet på lang sigt. Obligationer for blot €2,6 mia. udløber i andet halvår af 2008, efterfulgt af i alt €8,0 mia. i 2009; over 50% af det samlede beløb med udløb i de kommende 18 måneder, er fra GMAC eller FMCC (€ 4,9 mia.).

De fleste lån, som er udstedt de senere år, har ligeledes haft lange oprindelige løbetider, og foreningen mener, at et fåtal af dem vil forfalde inden for kort tid; ifølge S&P LCD er mindre end en tredjedel af faciliteterne ældre end to år. Efter foreningens opfattelse, er dårlige driftsresultater årsagen til misligholdelser i øjeblikket. De mest udsatte kreditter er de højt gearede med en lav indtjeningsbase i konjunkturfølsomme brancher. Et antal selskaber i højrentemarkedet matcher disse kriterier, men det vil være på det gearede lånemarked, at de første krisetegn vil vise sig. I USA steg antallet af misligholdelser på lånemarkedet efter årsskiftet, og det samlede antal var oppe på 26 i slutningen af maj, sammenlignet med 3 i hele 2007 og 5 i hele 2006. I Europa er antallet af misligholdelser endnu ikke steget, og med markedets nuværende kursfastsættelse er der masser af plads til en stigning. Med et niveau på 700 basispoint burde misligholdelsesraten ligge på mellem 8 og 10%, når man ser på de historiske tal.

The fund is now forecasting a 3-4% rate for the whole of 2009, a figure that is close to the long-term average. Only €2.6bn of bonds are maturing in 2H08, followed by a total of €8.0bn in 2009; over 50% of the total amount maturing over the coming 18 months, is from GMAC or FMCC (€4.9bn).

Similarly, most loans issued in recent years had long initial lives and the fund believe few are coming due soon; according to S&P LCD less than a third of facilities are older than 2 years. The fund sees operational performance as the driver of defaults for the time being. The most vulnerable credits are those that are highly geared with a small EBITDA base, in cyclical industries. While there are some companies that fit those criteria in the high yield market, the leveraged loan market is where the first signs of distress will start to show. Loan market deals in 2006 and 2007 averaged 4.6x and 5.1x senior leverage respectively according to S&P LCD, with an additional 0.9x junior debt on top. In the US the number of loan market defaults accelerated coming into the New Year, and the total count has now reached 26 up to the end of May, from 3 in FY2007 and 5 in FY2006. The fund is yet to see European rate defaults going up, and the market's current pricing is providing ample room for that rate to go up. At 700bps, based on historical figures, the default rates should be between 8 to 10%.

Historical Relationship Between Default Rates (In Percent) and Spread to Worst of the High-Yield Market Index, 1985-1Q 08 (In Basis Points)

Source: Citibank



Der er strukturelle årsager til, at misligholdelsesraten for europæriske high yield nok ikke kommer over det langsigtede gennemsnit på 4,5-5% og holder sig under raten for USA. Ganske få af de lavt ratede (CCC eller NR) selskaber udstedte obligationer i de 12 måneder, som gik forud for sidste sommer – udstedelser for blot €4,5 mia. ud af i alt €35 mia. i dette tidsrum, og de fleste CCC-udstedelser går tilbage til 2005 og første halvår af 2006, hvor udlånskriterierne var strengere, og der er nu betalt mange afdrag tilbage på disse kreditter, som har klaret sig godt siden udstedelsen. De svage high yield-kreditter, som står for de seneste handlede repræsenterer kun en lille del af det samlede marked. Flertallet af de selskaber, foreningen dækker, er i god form og med lav gearing efter historiske standarder:

For European high yield there are structural reasons why default rates may not move above the long-term average of 4.5-5%, and should stay below the US rate. Very few lower rated (CCC or relevant NR) companies issued bonds in the 12 months prior to last summer – just €4.5bn out of a total €35bn of paper issued during that time and most CCC supply dates back to 2005 and 1H06 when lending criteria were tighter, and many of these credits are now seasoned and have performed well since issue. Weak high yield credits having done recent deals represent a small proportion of the overall market. The majority of companies that we cover are in good shape with leverage still low by historical standards:

	No. Companies	Previous 2008E	Current 2008E	2007
Aggregate				
	40	3.7 x	3.9 x	4.1x
Sector				
Cable	5	4.3 x	4.6 x	4.9 x
Chemicals	3	3.1 x	3.4 x	3.3 x
Food	3	4.2 x	5.1 x	6.0 x
General Industrials	9	3.5 x	3.6 x	3.6 x
Media	5	3.1 x	3.5 x	3.8 x
Retail	5	3.3 x	3.5 x	3.8 x
Telecoms	5	4.3 x	4.4 x	4.6 x

Source: JPMorgan estimates, company data.

Konklusion

På negativsiden er den globale økonomi hurtigt på vej ned i gear på grund af strammere kreditforhold, faldende husstandsformuer og stigende fødevarer- og energipriser. Samtidig stiger inflationen til det højeste niveau i ti år. Mens USA's økonomi ser ud til at stabilisere sig på et lavt, men positivt væksth niveau, viser de seneste tal, at en kraftig nedgearing er på vej i Vesteuropa og Japan. Mange af de samme bremseklodser, der har bremset væksten i USA, er også til stede i Europa, herunder faldende eksport, strammere kreditforhold samt korrektioner på boligmarkedet i flere lande. Økonomien i euroområdet er således på vej mod afmatning og forventes at lande på en vækst på ca. 1 procent i andet halvår.

På positivsiden er foreningen nu på et stadie, hvor markedet allerede har indregnet så mange dårlige nyheder, at det ikke er sikkert, at det vil falde yderligere, selvom nyhederne skulle vise sig at holde stik. European high yield er et lille og skrumpende marked, som er præget af unormalt store bevægelser fra relativt små kapitaloverførsler, både ind og ud af aktivklassen, og foreningen er stadig helt trygge ved mange af de kreditter, foreningen overvåger.

Conclusion

On the negative side, the global economy is downshifting rapidly in response to tighter credit conditions, falling household wealth, and higher food and energy prices. At the same time, inflation is rising to levels at a decade high. While the US economy appears to be stabilizing at a weak but positive growth pace, the recent data flow confirms that a sharp downshift is in train in Western Europe and Japan. Many of the same drags on US growth also are present in Europe, including slower external demand, tightening credit conditions, and housing corrections in a number of countries. As a result, the Euro area economy is downshifting sharply and is expected to settle around a 1%-growth path in the second half of the year.

On the positive side, the fund is now at a stage where the market has priced so many bad news that even if the news do indeed materialise, it is not obvious that the market would drop further. European high yield is a small and shrinking market, which makes it susceptible to exaggerated moves from relatively minor capital flows, both in and out of the asset class, and we are still very comfortable with many of the credits which we are monitoring.

I modsætning til starten af året, har de fleste investorer store kassebeholdninger, som kombineret med obligationsindfrielse og kuponudbetalinger for €10 mia. henover året skulle fungere som en stødpude mod kapitaludstrømning. Ved årsskiftet var foreningens målsætning for året et markedsafkast på 5 til 7%. For at kunne opnå dette skal foreningen have et afkast på 10% i de næste seks måneder. Vi kan høste 5% på indtægter fra porteføljen; for at kunne opnå de andre 5% skal den gennemsnitlige effektive rente falde fra 11% til 10%. De væsentligste risici forbundet med dette scenarie er hvis inflationen stiger yderligere (fx med en oliepris på 200\$), hvis en stor bank eller et multinationalt selskab går konkurs, eller hvis der sker en forværring af den makroøkonomiske situation, så USA's recession bliver dybere og Europa følger efter. Disse risici eksisterer naturligvis, men foreningen har kunnet læse markedet rigtigt indtil nu i 2008, og foreningen mener stadig, at scenariet er det mest sandsynlige. Foreningen fastholder derfor forventningen om et afkast på 5-7% for året.

Unlike at the start of the year, most investors are carrying high cash balances which, combined with €10bn of bond redemptions and coupon payments over the year should provide a cushion against outflows. Our target for the year at the beginning of the year was a market performance of 5 to 7%. The fund would need a 10% performance in the next 6 months to achieve that. 5% will be gained with the income of the portfolio; to achieve the other 5% we need the average yield to drop from 11% to 10%. Key risks to this scenario are of inflation moving up further (say with oil at 200\$), a major bank or multinational going under, or the macroeconomic situation worsening further with the US going deeper into recession and Europe following. Of course those risks do exist, but we have called the market right so far in 2008, and still think our base scenario is the most likely. The fund will therefore maintain our initial forecast of 5-7% return for the year.

Formue pr. 30. juni 2008 / Shareholders equity as of the June 30, 2007	33.674
Formue ultimo 2007 / Shareholders equity	37.205
Nettoemissioner / indløsninger / Issues - Redemptions	431
Nettovæksten i afdelingens formue / Net growth in shareholders equity	3.531

Finansielle instrumenter / Financial Securities	30.06.08	30.06.2007
Børsnoterede finansielle instrumenter / Quoted Financial Securities	92,5%	76,1%
Øvrige finansielle instrumenter / Other Financial Securities	7,5%	23,9%

Anvendt regnskabspraksis

Halvårsrapporten for The Danish European High Yield Fund f.m.b.a. er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v, samt Bekendtgørelse om finansielle årsrapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2007.

Accounting policies

The interim Accounts for The Danish European High Yield Fund f.m.b.a. has been prepared in accordance with Act on Investment funds and Special-purpose funds and Other Collective Investment Schemes etc., and executive orders of financial annual reports for Investment funds and Special-purpose funds etc.

Accounting policies are unchanged from the annual report 2007.

Resultatoppgørelse *Income statement*

	30.06.08 (t.eur.)	20.10.06 -30.06.07 (t.eur.)
Renter og udbytter / <i>Net interest and Fee income</i>	1.402	1.640
Kursgevinster og -tab / <i>Currency Value Adjustments</i>	-2.378	920
Administrationsomkostninger / <i>Administrative Expenses</i>	322	615
Resultat før skat / <i>Profit before Tax</i>	-1.298	1.945
Skat / <i>Dividend Tax</i>	2	0
Halvårets nettoresultat / <i>Net profit for the period</i>	-1.300	1.945

Balance *Balance*

	30.06.08 (t.eur.)	30.06.07 (t.eur.)
Aktiver / <i>Assets</i>		
Likvide midler / <i>Cash</i>	1.693	8.039
Obligationer / <i>Bonds</i>	31.733	29.796
Kapitalandele / <i>Securities</i>	0	0
Afledte finansielle instrumenter / <i>Financial Derivatives</i>	0	0
Andre aktiver / <i>Other Assets</i>	675	712
Aktiver i alt / <i>Total Current Assets</i>	34.101	38.547
Passiver / <i>capital, reserves and liabilities</i>		
Medlemmernes formue / <i>Shareholders Equity</i>	33.674	38.234
Afledte finansielle instrumenter / <i>Financial Derivatives</i>	0	0
Anden gæld / <i>Other Liabilities</i>	427	313
Passiver i alt / <i>Total Liabilities</i>	34.101	38.547

Hoved- og nøgletaloversigt

Key figures and ratios

	30.06.2008	30.06.2007
Halvårets nettoresultat (t.eur) / <i>Net profit for the period</i>	-1.300	1.945
Medlemmernes formue (t.eur) / <i>Shareholders Equity</i>	33.674	38.234
Cirkulerende andele (t.eur) / <i>Units in circulation</i>	36.073	35.600
Indre værdi / <i>Net Asset Value</i>	9,33	10,74
Omkostninger (%) / <i>Cost ratio</i>	0,92	1,85
Årets afkast (%) / <i>Performance</i>	-3,48	7,10
Sharpe ratio / <i>Sharpe ratio</i>	-0,30%	-