

High Yield Value Bonds

Lettre trimestrielle

T4 2008

Points forts du quatrième trimestre

Cher investisseur,

En comparaison historique, les six derniers mois de l'exercice 2008 ont été les pires que les marchés du crédit aient jamais connus. Le resserrement du crédit et l'effondrement de Lehman Brothers, conjugués à la détérioration des indicateurs économiques, ont entraîné une réaction en chaîne de ventes forcées sur les marchés du crédit. Les spéculateurs et les *hedge funds* en particulier se sont vus forcés de recourir à des désengagements massifs, ce qui a fait chuter les prix et incité les banques à resserrer davantage le crédit, forçant les investisseurs à vendre encore davantage. Dans les pays industrialisés, la plupart des gouvernements ont mis en place de gigantesques plans de sauvetage au quatrième trimestre, dans le but de restaurer la confiance entre les banques et de stabiliser des marchés financiers internationaux en déroute.

Au quatrième trimestre, la panique a frappé l'ensemble du marché, entraînant un effondrement de presque tous les types d'obligations d'entreprises, indépendamment de la solidité financière de la société sous-jacente ou même lorsque l'investissement était garanti par des actifs sous-jacents. Ce phénomène a aussi pesé sur l'approche « value » et sur le fonds High Yield Value Bonds. Même si les bilans des sociétés incluses en portefeuille sont sensiblement plus solides que la moyenne du marché, les investisseurs se sont plutôt demandé quelles obligations les *hedge funds* et autres vendeurs forcés précités avaient réussi à vendre.

Le fonds Sparinvest High Yield Value Bonds a perdu 30,5% au quatrième trimestre, contre une baisse de 20,09% pour l'indice Merrill Lynch Global High Yield et un repli de 21,37% pour l'indice Pan-European High Yield de Barclays.

Performance – Fonds High Yield Value Bonds par rapport à certains marchés			
Toutes les performances sont exprimées en EUR	T4 2008	YTD	2007
Sparinvest High Yield Value Bonds (LU0232765429)	-30,50%	-37,12%	-1,09%
Merrill Lynch Global High Yield	-20,09%	-28,55%	0,34%
Pan European High Yield Index	-21,37%	-32,06%	-2,01%
Merrill Lynch Global Investment Grade	0,27%	-4,99%	1,93%
MSCI World	-20,95%	-37,64%	-1,66%
EFFAS 5-7	6,88%	10,76%	2,03%

Nous souhaitons préciser que la sous-performance du fonds High Yield Value Bonds sur le trimestre n'est aucunement imputable à un risque de crédit « supérieur » du fonds par rapport à son indice de référence. L'exposition du fonds High Yield Value Bonds au segment noté CCC s'élève à 11%, contre 21% pour l'indice de référence. Cette sous-performance s'explique en revanche par la surexposition du portefeuille aux secteurs cycliques comme l'énergie et le secteur manufacturier, ainsi que par la sous-pondération dans la distribution et les télécommunications. Notre approche *bottom-up*, qui se concentre sur des ratios endettement/capitaux propres et cours/valeur comptable faibles, est d'abord à l'origine de ces positions. D'autre part, les petites capitalisations détenues par le fonds High Yield Value Bonds ont particulièrement souffert de l'assèchement du crédit. Etre peu connu n'est pas sans conséquence. Enfin, le fonds High Yield Value Bonds est fortement sous-exposé aux Etats-Unis, à hauteur de 36% contre 76% pour l'indice de référence. Pour

Exposition à l'énergie

nous, une exposition de 36% dans un seul pays est relativement élevée et nous optons pour une diversification géographique plus vaste que celle de l'indice. L'une des raisons pour lesquelles le haut rendement américain s'est mieux comporté que son homologue européen relève de la décision du gouvernement américain de sauver General Motors, GMAC et Chrysler, les faisant échapper à la faillite. GMAC ne fait pas partie du portefeuille du fonds High Yield Value Bonds car le bilan sous-jacent de la société ne satisfait pas nos critères d'investissement. ■

Le volume de pétrole subsistant dans les champs pétrolifères développés à travers le monde est en recul. Dans certaines régions, la production a diminué en conséquence. Par exemple, dans la partie danoise de la Mer du Nord, la production totale est tombée de 22,6 millions de mètres cubes en 2004 à 18 millions en 2007 et 16,4 millions en 2008. Afin d'assurer la production future, les compagnies pétrolières et gazières sont forcées d'investir dans le développement de nouveaux champs pétrolifères, ce qui nécessite des plateformes pétrolières.

A la date de la rédaction du présent texte, quelque 23% du portefeuille du fonds High Yield Value Bonds sont alloués au secteur du pétrole et du gaz. Une grande partie de ces investissements porte sur des sociétés norvégiennes qui exploitent des plateformes pétrolières opérationnelles ou produisent du pétrole en Mer du Nord. Les obligations émises par les sociétés norvégiennes ont perdu davantage de terrain que le marché au quatrième trimestre en raison des ventes forcées réalisées par deux *hedge funds* londoniens, du fait des demandes de remboursement qui les ont contraints à prendre de telles décisions.

Même si notre exposition au pétrole a pesé sur la performance, nous demeurons convaincus de la valeur à long terme de nos investissements dans ce secteur. Nous nous sommes attachés d'une part à garantir nos investissements au moyen des actifs de la société, et pensons d'autre part qu'une consolidation du secteur est probable à l'avenir.

Sevan Marine ASA constitue un bon exemple de société énergétique norvégienne, dont les obligations s'échangent bien en dessous de la valeur de ses actifs. Sevan a lancé une plateforme pétrolière cylindrique, qui convient particulièrement bien aux zones subissant des conditions météorologiques instables et difficiles, telles que la Mer du Nord ou le Golfe du Mexique. L'une des obligations de Sevan (arrivant à échéance en 2011) est garantie par une sûreté de premier rang sur la plateforme « Hummingbird » exploitée en Mer du Nord. Une évaluation prudente de la valeur de marché de Hummingbird par rapport à la dette de la plateforme permet de constater que la valeur de cette dernière, c'est-à-dire la valeur de notre titre, dépasse sa dette d'environ 70%. Nous estimons par conséquent que l'obligation de Sevan arrivant à échéance en 2011 offre une valeur significative, étant donné son prix de marché de 55 dollars correspondant à un rendement à échéance de 30%. ■

Revus Energy

Face à la chute du prix du pétrole et des cours boursiers des compagnies pétrolières et gazières opérant en Mer du Nord, les prévisions de consolidation des sociétés énergétiques scandinaves de relativement petite taille ont progressé. Fin octobre, le portefeuille du fonds High Yield Value Bonds a acquis Revus Energy, la société pétrolière norvégienne de petite taille spécialisée dans l'extraction de pétrole dans les sous-bassins nordiques, qui avait été rachetée par le groupe allemand BASF, l'une des premières sociétés de produits chimiques. Un autre rachat a été récemment finalisé lorsque Bayerngas a repris les activités de PA Resources en Mer du Nord. Ces transactions montrent que les sociétés allemandes se concentrent de plus en plus sur la Mer du Nord, ce qui pourrait révéler un désir de gagner en indépendance à l'égard des réserves de gaz russes.

High Yield Value Bonds Lettre trimestrielle

Economie

Malgré les perspectives maussades, les banques centrales et les gouvernements ont fait preuve d'une détermination sans faille en lançant une série de mesures visant à soutenir les banques. Il est également prévu que des mesures de politique budgétaire expansionnistes soient prises, sous la forme d'un accroissement des dépenses publiques et de baisses de l'impôt sur le revenu. De telles mesures devraient être bénéfiques à l'économie au cours de l'année 2009. ■

Bilan du portefeuille

Nous avons continué de rééquilibrer le portefeuille en faveur de titres bénéficiant de meilleures notes de crédit au quatrième trimestre. Les perspectives économiques demeurent très incertaines et il est donc naturel que nous privilégions les sociétés assorties de bilans sains.

Données du portefeuille - High Yield Value Bonds

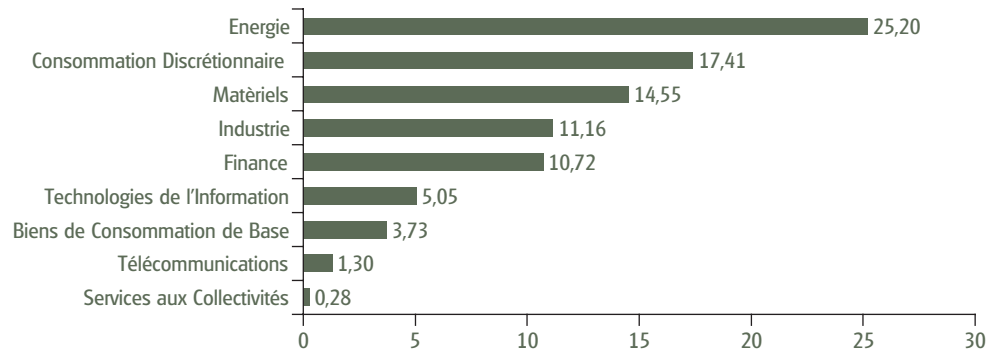
	Fonds	Indice
Duration	3,9	4,123
Rendement	20,5%	18,5%
Notation	B+	B+
Nbre d'émissions	84	1981

Conformément à nos critères « value », le portefeuille investit dans des petites capitalisations, dont l'endettement est inférieur à celui du marché global et dont les prix sont relativement faibles.

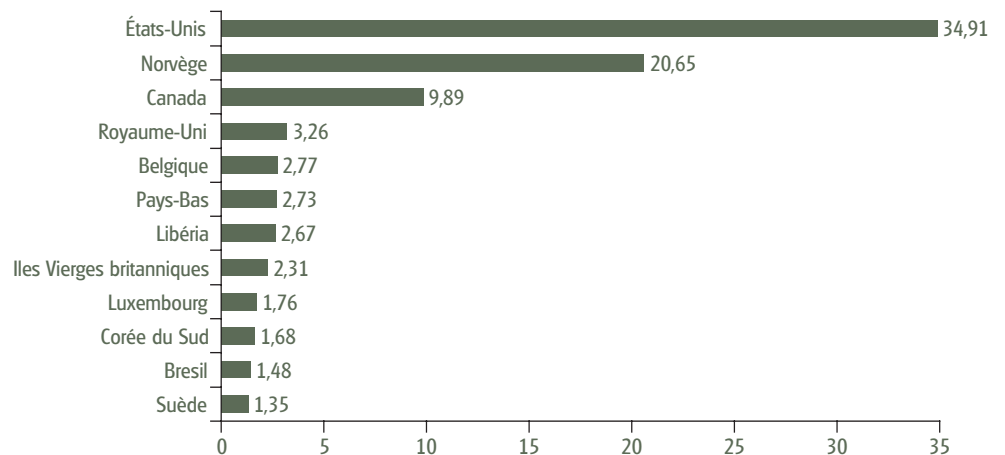
Données du portefeuille - High Yield Value Bonds

Ratios financiers	Fonds	Indice
Cap. boursière (mia. \$)	1740	5275
Dette nette/fonds propres	84,40	493,30
Cours/valeur comptable	0,94	8,20
Taux de couverture des intérêts	4,94	5,70

Allocation sectorielle (valeurs en %)



Allocation géographique (valeurs en %)



Perspectives

Tous les indicateurs suggèrent que le ralentissement de l'économie se soldera par une hausse des taux de défaillance et une multiplication des faillites en 2009. Toutefois, les cours du fonds High Yield Value Bonds sont désormais tellement faibles qu'un taux de défaillance annuel d'environ 25% au cours des trois prochaines années est d'ores et déjà anticipé. Un tel phénomène est cependant improbable. Par conséquent, le fonds revêt à nos yeux un intérêt certain pour les investisseurs long terme. ■

Je vous prie d'agréer, cher investisseur, mes salutations distinguées.

Sparinvest Asset Management

Klaus Blaabjerg
Senior Portfolio Manager
Le 9 janvier 2009

Le compartiment mentionné fait partie de Sparinvest SICAV, fonds ouvert à compartiments multiples de droit Luxembourgeois. Pour des informations complémentaires, veuillez vous référer au prospectus et aux rapports annuels et semi-annuels. Ces documents peuvent être obtenus sur simple demande et sans frais auprès des différents bureaux de Sparinvest ou auprès des distributeurs agréés, tout comme les statuts d'origine des fonds et tous changements relatifs aux dits statuts. Tout investissement doit être effectué sur la base de ces documents. Les performances passées ne doivent pas être considérées comme garantes de résultats futurs. Le capital investi n'est pas garanti. Une transaction comportant des opérations de change peut être sujette à des fluctuations du taux de change qui peuvent affecter la valeur d'un investissement. Les investissements effectués sur les marchés émergents impliquent un risque plus élevé. La performance indiquée est calculée en comparant les valeurs nettes d'inventaires libellées dans la devise du compartiment, sans tenir compte des droits d'entrée ou de rachat. Pour les investisseurs en Suisse, le représentant légal et l'agent payeur du fonds est RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zürich branch, Badenerstrasse 567, P.O. Box 101, CH-8066 Zürich. Publié par Sparinvest S.A., 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.