



## High Yield Value Bonds

### Titres

- Performance
- Composition du portefeuille
- Evaluation du portefeuille
- Commentaires sur les sociétés

### Informations

Stratégie	Obligations « Value »
Risque	Moyen
ISIN	LU0232765429
Devise du compartiment	EUR
Date de lancement	16/11/2005
Gérant	Klaus Blaabjerg
Indice de référence	Merrill Lynch Global High Yield (EUR Hedged)
Catégorie Morningstar	Obligations EUR Haut Rendement



### Performance

Le fonds Sparinvest High Yield Value Bonds a connu un troisième trimestre positif, aussi bien en termes absolus que relatifs. Le fonds a réalisé une performance de 10,17%, contre 6,74% pour son indice de référence. Depuis le début de l'exercice, le fonds s'inscrit en hausse de 19,72%, alors que l'indice de référence a progressé de 11,95%.

Sparinvest High Yield Value Bonds par rapport à son indice en %	T2 2010	Année
Sparinvest High Yield Value Bonds	10,17	19,72
Merrill Lynch Global High Yield	6,74	11,95

Toutes les performances sont exprimées en EUR

Les raisons de cette surperformance trimestrielle sont les suivantes :

- Absence de défaillance
- Surexposition aux valeurs financières
- Exposition aux petites capitalisations du secteur de l'énergie

Les positions du portefeuille ne présentent aucun problème de qualité et nous n'avons en conséquence subi aucune défaillance. La couverture de la dette par les bénéfiques et les actifs est très bonne et les résultats sont en amélioration.

Le fonds a profité de l'embellie des fondamentaux des valeurs financières. L'effet de levier a été réduit et les fonds propres Core Tier 1 ont été substantiellement augmentés au cours de l'année dernière. De surcroît, la nouvelle réglementation Bâle III a aidé la dette des banques à enregistrer d'excellentes performances.

Nos petites capitalisations du secteur de l'énergie ont fait l'objet de rachats. En effet, les actifs du secteur sont bon marché et, dans certains cas, les cours auxquels s'échangent les sociétés sont si bas qu'il est en fait moins cher d'acheter l'entreprise que d'investir dans de nouveaux équipements. Nous identifions toujours des opportunités intéressantes dans ce segment du marché.

### Composition du portefeuille

Nous demeurons surexposés à la finance et à l'énergie, les deux secteurs qui recèlent encore à nos yeux le plus de valeur. En ce qui concerne les titres, nous avons pris nos bénéfices sur AIG 8% et Skeie 12%. Nous avons acheté AIG 8% l'année dernière à 28 et l'avons vendu à 98. Nous avons atteint notre objectif sur Skeie en deux mois grâce à une prise de contrôle qui a fait bondir le cours de ses obligations. La compagnie aérienne canadienne Air Canada est une nouvelle venue dans le portefeuille : nous avons investi dans ses obligations avec une garantie sur ses actifs. Si l'on compare la valeur de la garantie à celle de la dette, ces obligations présentent un ratio Loan to Value (dette totale rapportée à la valeur des actifs) entre 45% et 60%, tandis que le poids de la dette et les bénéfices sont en amélioration. Le rendement des obligations Air Canada est d'environ 10%.

### Evaluation du portefeuille

Le portefeuille est toujours bon marché. Son rendement est de 10,2% contre 7,85% pour l'indice de référence. Sa note de crédit moyenne est B+, tout comme celle de l'indice. Le ratio endettement net / fonds propres est inférieur à 90% pour le fonds, contre 390% pour l'indice de référence. Sur la base du ratio cours sur valeur comptable (Price to Book), les sociétés dans lesquelles le fonds investit sont bon marché et s'échangent plus ou moins à leur valeur comptable, ce qui est nettement inférieur à l'indice de référence dont le cours s'échange à quatre fois la valeur comptable. Nous anticipons de nouveaux rachats qui devraient profiter à notre fonds dans les trimestres à venir.

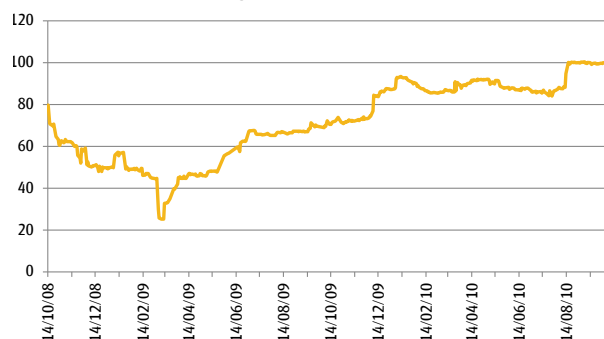
### Commentaires sur les sociétés

Allis-Chalmers Energy Inc. offre une variété de produits et de services au secteur du forage pétrolier et gazier par l'intermédiaire de ses filiales. La société fournit des équipements et services d'installation pour le cuvelage et

les colonnes de production nécessaires à la construction des puits de pétrole et de gaz. Allis-Chalmers propose aussi une vaste gamme de services de forage et de tuyaux de forage.

Le 13 août dernier, le prestataire norvégien de services pétroliers Seadrill Ltd. (SDRL.05) a annoncé que sa filiale détenue majoritairement, Seawell Limited, avait convenu d'un commun accord d'acquiescer la société américaine Allis-Chalmers Energy Inc. dans le cadre d'une transaction d'un montant de 890 millions d'USD, la dette supposée étant incluse. Suite à cette annonce, le cours du titre Allis-Chalmers 8,5% arrivant à échéance en 2017 a bondi de 84 à 100. Seawell et Seadrill sont toutes deux notées BB par les banques locales, aussi n'avons-nous pas vendu à 100. Notre objectif est plus proche de 107, ce qui correspond à la valeur intrinsèque de l'obligation si l'on se base sur une courbe BB en tenant compte du cours auquel s'échangent les obligations Seadrill. Seadrill financera l'acquisition au moyen d'une quantité substantielle de fonds propres. Aussi la note BB de Seawell / Seadrill n'est-elle pas menacée. Avant le rachat, l'action Allis-Chalmers Energy Inc. s'échangeait à environ 0,6 fois la valeur comptable. Le ratio endettement net / fonds propres d'Allis-Chalmers Energy Inc. était proche de 100%.

Cours de l'obligation Allis-Chalmers 8,5% 2017



A l'image d'Allis-Chalmers Energy Inc., Skeie Drilling (SKDP.05) a fait l'objet d'un rachat par Rowan Companies Inc., l'une des grandes sociétés de forage mondiales. Rowan est notée Baa3 par Moody's et bénéficie de la qualification investment grade. Nous avons cédé les obligations Skeie à 110,75, ce qui correspond à un rendement de 4,9%. Skeie n'est restée que deux mois dans le fonds.

Le fonds investit dans plusieurs sociétés similaires à Allis-Chalmers Energy Inc. et Skeie Drilling. Mais il convient de préciser que nous n'avons pas besoin qu'elles fassent l'objet de rachats pour réaliser de bonnes performances. Un bon nombre des obligations sont « adossées à des actifs », ce qui renforce leur sécurité, mais elles devraient dégager malgré cela un rendement solide compris entre 9% et 12% sur les trois à cinq prochaines années.

**Klaus Blaabjerg**  
Lead Portfolio Manager  
Le 12 octobre 2010

Il est recommandé de lire ce point trimestriel conjointement avec la dernière lettre dans laquelle notre équipe Obligations « value » donne son point de vue sur l'investissement « value » et les évolutions des marchés.

Sparinvest High Yield Value Bonds type de parts disponibles	ISIN
EUR E	LU0324847606
EUR I	LU0258535045
EUR R	LU0232765429
EUR UKI	LU0258535631
EUR UKR	LU0258534311



Sparinvest est signataire des accords de l'UN PRI et est membre de l'Eurosif et du Dansif.

L'UN PRI est une initiative d'investisseurs internationaux soutenue par les Nations Unis et basée sur six principes destinés aux investisseurs responsables. Le but est d'aider les investisseurs à intégrer de manière active des problématiques environnementales, sociales et de gouvernance au sein même de leurs investissements.

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/représentants agréés, tout comme les statuts d'origine de la SICAV 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 garantant des 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. Sources (si mentionnées): Sparinvest, Standard & Poors, Morningstar, Bloomberg. 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. Sous réserve d'éventuelles erreurs typographiques, de calcul et autres pouvant apparaître dans la documentation.

## Description

### Philosophie d'investissement: Obligations "Value"

Le fonds investit dans des obligations corporate émises par des sociétés cotées sur les bourses internationales. L'analyse des sociétés porte un soin tout particulier à l'étude de leur solvabilité dans le but d'atteindre une meilleure qualité de crédit et par conséquent une meilleure préservation du capital que le marché en général. Le sélection des obligations elles mêmes est basée sur des principes théoriques éprouvés. Le risque de défaut est analysé très en détail et constitue une priorité par rapport aux rendements potentiels.

## Indicateur de risque - 30/09/2010

Indice de référence



## Informations

Code ISIN	LU0232765429
Bloomberg	SPAHYVB.LX
Compartiment	EUR R
Date de création du fonds	16/11/2005
Devise du compartiment	EUR
Affectation des résultats	(C)
Nom de société	Sparinvest Luxembourg
Domiciliation	Luxembourg
Date de lancement	16/11/2005
Actif net (millions) - 30/09/2010	407,68 EUR
Gestion financière	Sparinvest Fondsmæglersekskab A/S
Gérant	Klaus Blaabjerg
Gère le fonds depuis	16/11/2005
Indice de référence <sup>1</sup>	Merrill Lynch Global High Yield (EUR Hedged)
Morningstar catégorie <sup>2</sup>	Obligations EUR Haut Rendement
VL - 30/09/2010	142,18 EUR
Droits d'entrée (jusqu'à)	2,00 %
Droits de sortie	0,00 %
Frais de gestion	1,25 %
TER - 31/12/2009	1,56 %

## Performance - Mensuelle, sept.-2010

Perf.	Fonds	Ind. de réf <sup>1</sup>	Différence
Ex. en cours	19,72%	11,95%	7,77%
1 mois	4,22%	2,87%	1,35%
3 mois	10,17%	6,74%	3,43%
1 an	24,82%	18,69%	6,13%
3 ans ann.	10,18%	8,21%	1,97%
5 ans ann.	-	-	-

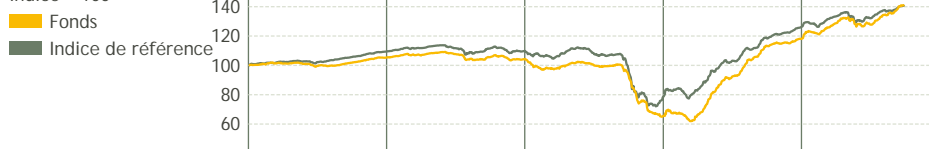
## Risque 3 ans - Mensuelle, sept.-2010

Risque	Fonds	Ind. de réf <sup>1</sup>	Morningstar <sup>2</sup>
Volatilité	21,40%	17,90%	17,27%
Sharpe	0,45	-	0,24
Ratio info	0,26	-	-

Notation Morningstar **★★★★**

## Performance - 30/09/2010

Indice = 100

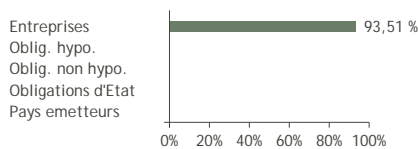


Performance	2006	2007	2008	2009	09-2010
Fonds	5,23%	-1,09%	-37,12%	80,21%	19,72%
Indice de référence	9,42%	0,39%	-28,55%	60,71%	11,95%
Morningstar catégorie <sup>TM</sup>	6,01%	-1,78%	-29,88%	53,80%	12,00%

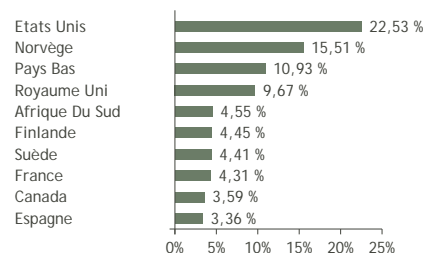
## Allocation d'actifs (%)

Positions	Actions	Obligations	Autre	Liquidités
73	0,0%	93,5%	0,0%	6,5%

## Type d'obligation



## Dix premiers pays



## Portefeuille (Top 10) - 30/09/2010

Nom de la valeur	Type d'obligation	Type	Pays	Poids
Boats Inv. 11% 07-31.3.17 /Pik	Entreprises	Obligations	Pays Bas	5,33%
Lbg Cap2 15% 09-21.12.19	Entreprises	Obligations	Royaume Uni	4,78%
Groupama Sa 6.298% 07-Perp	Entreprises	Obligations	France	4,18%
Edcon Hldgs Frn07-15.6.15reg.S	Entreprises	Obligations	Afrique Du Sud	4,01%
Noreco 12.9% 09-20.11.14	Entreprises	Obligations	Norvège	3,74%
Cemex 9.25% 10-12.5.20	Entreprises	Obligations	Espagne	3,36%
Sns 11.25% 09-Perp	Entreprises	Obligations	Pays Bas	3,15%
Pa Resources 10% 06-20.06.11	Entreprises	Obligations	Suède	2,60%
Eureko Bv 06%-..Perp.	Entreprises	Obligations	Pays Bas	2,45%
Fuerst Cap Frn 09-Perp	Entreprises	Obligations	Luxembourg	2,43%

## Qualité de Crédit

AAA	AA	A	BBB	BB	B et moins	Pas noté	Sensibilité
0,0%	0,0%	0,5%	15,1%	23,7%	51,3%	9,4%	3,9

## Notes:

Le compartiment mentionné fait partie de Sparinvest SICAV, fonds ouvert à compartiments multiples de droit luxembourgeois.

## Commentaire sur l'indice de référence

-