



High Yield Value Bonds

Titres

- Exemples d'anomalies et titres « value »
- Qu'est-ce qui est inclus dans le prix ?
- Chiffres importants

Informations

Stratégie	Obligations « Value »
Risque	Moyen (5)
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



- sparinvest.eu

On ne se souviendra pas du troisième trimestre 2011 comme d'une période marquée par de bonnes performances. Le style « value » a sous-performé, tout comme l'Europe par rapport aux Etats-Unis. Les cycles économiques précédents nous ont montré que l'approche « value » battait de l'aile lorsque le marché anticipait une récession. Cette fois-ci ne fait pas figure d'exception. L'Europe a elle aussi sous-performé en raison de la crise de la dette qui y sévit. Il s'est donc agi d'un double coup dur pour la performance relative du fonds Sparinvest High Yield Value Bonds.

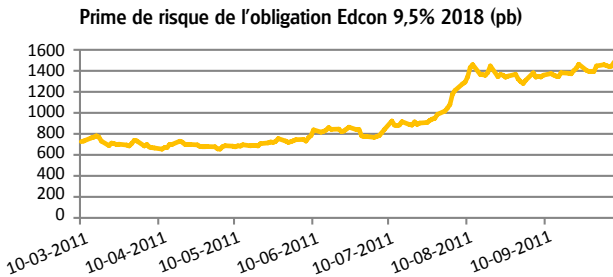
Sparinvest High Yield Value Bonds par rapport à son indice en %	T3 2011	Année
Sparinvest High Yield Value Bonds	-15,55	-10,75
Merrill Lynch Global High Yield	-7,10	-2,38

Pourtant la performance des sociétés sous-jacentes a en fait été très solide. La plupart de nos sociétés n'ont jamais été en meilleure forme. Prenons le secteur énergétique par exemple : le baril de Brent est toujours resté supérieur à 100 USD pendant le trimestre, permettant ainsi au secteur pétrolier de générer de bons revenus. Les sociétés de forage ont donc pu appliquer des tarifs journaliers de plus en plus élevés et les sociétés pétrolières ont été en mesure de vendre le pétrole considérablement plus cher que ce qu'il leur avait coûté. Ces entreprises derrière nos deux principales positions du secteur de l'exploration et de la production ont soit cédé des actifs soit découvert de nouveaux gisements, augmentant ainsi leur profil de liquidités. Ecobat, la plus grosse position du Sparinvest High Yield Value Bonds, a connu un excellent premier semestre 2011 et maintient des perspectives solides, le cours de ses obligations ayant toutefois chuté de 25%, de telle sorte que son rendement dépasse 20% aujourd'hui. Il est difficile d'assister à de telles ventes systématiques d'obligations de qualité, mais en tant qu'investisseurs « value », nous nous devons d'envisager les choses à long terme et de rester concentrés sur les

fondamentaux, sans céder ni à la crainte ni à la panique. Nous sommes d'avis que le Sparinvest High Yield Value Bonds offre une excellente valeur future, aussi bien en termes absolus que par rapport au reste du marché.

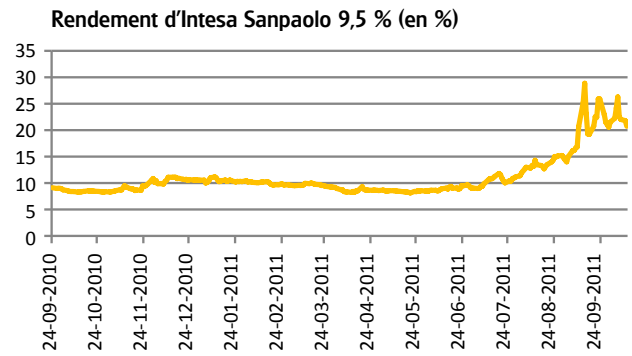
Exemples d'anomalies et titres « value »

Edcon est l'un des premiers distributeurs d'Afrique du Sud. La prime de crédit de son obligation 9,5% arrivant à échéance en 2018 est passée de 7 % au-dessus du taux sans risque en mai 2011 à plus de 14% aujourd'hui. Or la performance opérationnelle de la société n'a pas été mauvaise, au contraire. Le chiffre d'affaires et les marges se sont améliorés en glissement annuel et l'économie sud-africaine semble suivre une tendance satisfaisante, comme en atteste l'évolution de l'indice boursier national TOP40, qui a perdu quelque 4% sur la même période. Cela n'est pas du tout logique ! – L'obligation Edcon 9,5% 2018 ne devrait pas tomber d'un prix au comptant de 95 à 75 alors même que le marché boursier général ne perd que 4%. Une morosité et un risque de défaillance excessifs sont intégrés à cette obligation. La morosité ne peut être expliquée par des liens directs avec l'Europe étant donné qu'Edcon opère seulement en Afrique du Sud. Mais indirectement, l'Europe détient la clé de cette anomalie de cours, Edcon étant négocié par les services spécialisés dans les titres européens à haut rendement des grandes banques à Londres. Or ces services de négociation ont fortement contribué à la panique cet été.

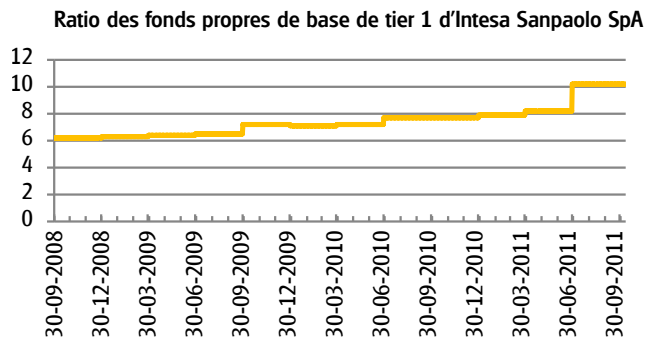


Intesa Sanpaolo SpA

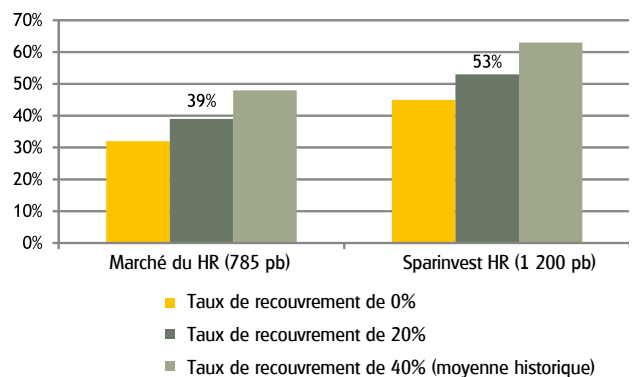
L'obligation 9,5% Intesa Sanpaolo est un autre exemple de « morosité excessive intégrée dans le cours ». Son cours a chuté de 105 en juin à 65 aujourd'hui. Intesa Sanpaolo est l'une des deux grandes banques d'Italie. Elle n'a pas connu l'évolution essor / crise d'autres grands établissements car elle a été gérée de manière consistante et conservatrice depuis de longues années.



Dans le cadre de son approche conservatrice, Intesa a procédé à une émission de droits de souscription au début de l'été afin de porter son ratio de fonds propres tier 1 à 10%, son plus haut niveau historique. Intesa n'est exposée ni aux emprunts d'Etat grecs ni portugais, mais possède des emprunts d'Etat italiens. Cela ne nous pose pas de problème. L'Italie n'est pas la Grèce. Sa balance primaire était déjà excédentaire avant qu'elle ne mette en œuvre de nouvelles mesures d'austérité. Le pays souffre d'un manque de confiance que pourrait facilement résoudre un changement à sa tête, une éventualité qui pourrait se concrétiser dans un avenir relativement proche.



Qu'est-ce qui est inclus dans le prix ?



Une analyse du nombre de défaillances implicitement anticipées par la prime de crédit moyenne ou par le spread du portefeuille permet de déterminer si un portefeuille est bon marché ou non. Sur la base d'une hypothèse buy-and-hold, il est prévu que 39% du portefeuille de référence, dont la prime de risque s'élève actuellement à 785 points de base (= 7,85%), tomberont en défaut de paiement avec un taux de recouvrement moyen de 20% pendant la durée de vie résiduelle du portefeuille. Il s'agit là d'une prévision très pessimiste et ce scénario ne repose sur aucun précédent historique. Pour notre fonds, les attentes sont encore plus brutales : sur la base aussi d'un taux de recouvrement estimé de 20%, 53% des sociétés de notre fonds devraient tomber en défaut de paiement. Cette prévision ne se matérialisera pas étant donné que nos sociétés présentent un endettement financier très faible. Et si une défaillance survient, il est fort probable que nous obtenions plutôt un taux de recouvrement de 40% en moyenne en raison de la faiblesse du rapport prêt / valeur de nos sociétés. Or si l'on s'appuie sur un taux de recouvrement escompté de 40% pour notre fonds, alors 63% du fonds tomberaient en défaut de paiement au cours des cinq prochaines années, en supposant une approche buy-and-hold. Il s'agit là d'un point de vue bien trop pessimiste de l'état sous-jacent de nos entreprises et du monde en général.

Chiffres importants

Le fonds est devenu de moins en moins cher dernièrement. Aujourd'hui, son rendement est de 14,6% contre 9,4% pour l'indice. Nous n'avons jamais constaté de différence de rendement aussi prononcée entre le fonds et l'indice de référence. La durée du fonds est de 4,4 ans, soit légèrement supérieure à celle de l'indice. La note de crédit moyenne est de BB- pour le fonds, contre B+ pour le reste du marché, du fait de la surexposition du fonds aux financières.

Données du portefeuille – High Yield Value Bonds		
	Fond	Ind. de réf.
Duration	4.41	4.22
Rendement	14.6%	9.4%
Note	BB-	B+
Nbre d'émissions	69	2655

Notre capitalisation boursière moyenne est supérieure à celle du marché, ce qui s'explique une fois de plus par notre exposition aux grandes financières européennes.

S'agissant du taux d'endettement financier, le ratio endettement net / fonds propres de notre fonds est de 72,63% en moyenne, contre presque 300% pour le marché. Enfin, nous aimerions souligner le fait que notre fonds investit dans certaines sociétés très bon marché, dont plusieurs sont d'évidentes cibles de rachat. Le fonds est composé de telle sorte que ces opérations lui seraient bénéfiques et non préjudiciables.

Données du portefeuille – High Yield Value Bonds		
	Fond	Ind. de réf.
Cap. bour. (milliards \$)	8.711	3.943
End. net / fonds propres	72.63	292.57
Cours / valeur comptable	0.69	3.88
Couverture des intérêts	3.73	4.05

Klaus Blaabjerg

Lead Portfolio Manager

11 octobre 2011

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 I	LU0258535045
EUR R	LU0232765429
EUR RD	LU0259215183
EUR UKI	LU0258535631
DKK R	LU0239738551
SEK R	LU0611997304



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 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. 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.

Risques et rendements



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 S.A.
Domiciliation	Luxembourg
Date de lancement	16/11/2005
Actif net (millions) - 30/09/2011	460,62 EUR
Gestion financière	Sparinvest Fondsmæglersekskab A/S
Gérant	Klaus Blaabjerg
Gère le fonds depuis	16/11/2005
Indice de référence ¹	Merrill Lynch Global High Yield (EUR Hedged)
Morningstar catégorie ²	Obligations EUR Haut Rendement
VL - 30/09/2011	129,09 EUR
Droits d'entrée (jusqu'à)	2,00 %
Droits de sortie	0,00 %
Frais de gestion	1,25 %
TER - 31/12/2010	1,57 %

Performance - Mensuelle, sept.-2011

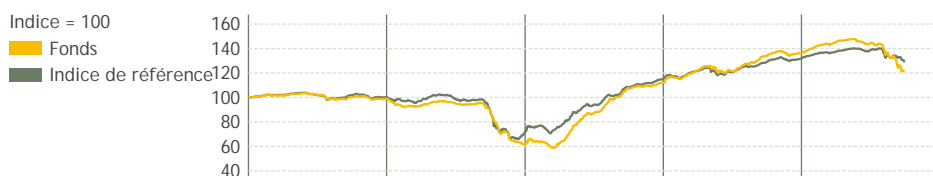
Perf.	Fonds	Ind. de réf ¹	Différence
Ex. en cours	-10,75%	-2,38%	-8,37%
1 mois	-8,27%	-3,87%	-4,40%
3 mois	-15,55%	-7,10%	-8,44%
1 an	-9,21%	-0,15%	-9,06%
3 ans ann.	10,83%	12,81%	-1,97%
5 ans ann.	4,73%	5,94%	-1,22%
10 ans ann.	-	8,25%	-

Risque 3 ans - Mensuelle, sept.-2011

Risque	Fonds	Ind. de réf ¹	Morningstar ²
Volatilité	22,03%	17,10%	16,23%
Sharpe	0,52	-	0,50
Ratio info	-0,09	-	-

Notation Morningstar **★★★★★**

Performance - 30/09/2011

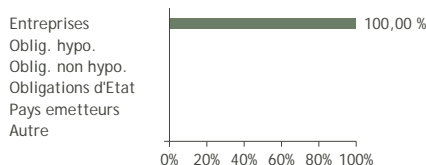


Performance	2007	2008	2009	2010	09-2011
Fonds	-1,09%	-37,12%	80,21%	21,79%	-10,75%
Indice de référence	0,39%	-28,55%	60,71%	14,51%	-2,38%
Morningstar catégorie ^M	-1,78%	-29,88%	53,80%	13,22%	-5,41%

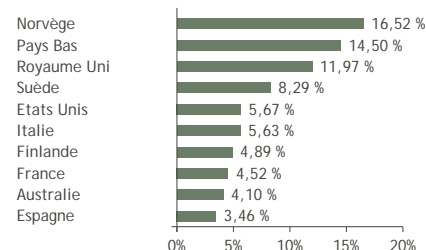
Allocation d'actifs (%)

Positions	Actions	Obligations	Autre	Liquidités
71	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%

Type d'obligation



Dix premiers pays



Portefeuille (Top 10) - 30/09/2011

Nom de la valeur	Type d'obligation	Type	Pays	Poids
Boats Inv. 11% 07-31.3.17 /Pik	Entreprises	Obligations	Pays Bas	5,34%
Noreco 12.9% 09-20.11.14	Entreprises	Obligations	Norvège	4,92%
Pa Res 12.25% 11-05.04.16	Entreprises	Obligations	Suède	4,85%
Santos Fin 8.25%(Frn) 10-22.9.70	Entreprises	Obligations	Australie	4,10%
Ocean Rig UdW 9.5% 11-27.4.16	Entreprises	Obligations	Etats Unis	3,48%
Bbva Intl Frn 09-Perp	Entreprises	Obligations	Espagne	3,46%
Fuerst Cap Frn 09-Perp	Entreprises	Obligations	Allemagne	3,28%
Srlev Nv 9% 11-15.4.41	Entreprises	Obligations	Pays Bas	3,16%
Intesa San 9.5%(Frn) 10-Perp	Entreprises	Obligations	Italie	3,14%
Edcon Holdings 9.5% 1.3.2018	Entreprises	Obligations	Afrique Du Sud	3,06%

Qualité de Crédit

AAA	AA	A	BBB	BB	B et moins	Pas noté	Sensibilité
0,0%	0,0%	0,0%	20,3%	20,2%	24,0%	35,4%	5,5

Notes:

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

Commentaire sur l'indice de référence

-