



High Yield Value Bonds

Titres

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

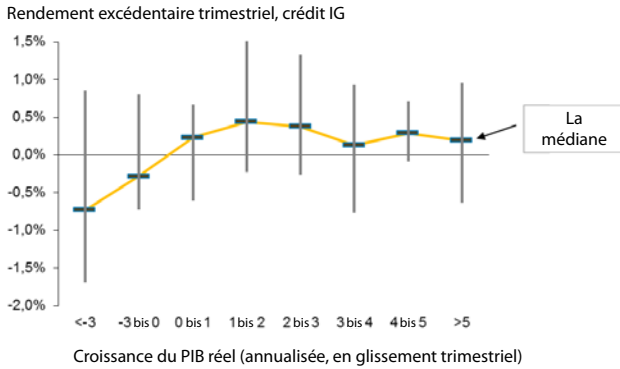
Informations

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

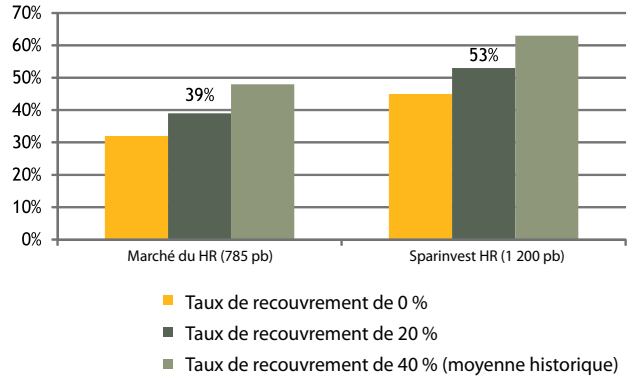


Le quatrième trimestre 2011 a été défavorable à la performance relative. L'investissement « value », en tant que style, a continué de souffrir, tout comme l'Europe par rapport aux Etats-Unis. Les cycles d'affaires précédents nous ont appris que l'approche « value » battait de l'aile lorsque le marché anticipait une récession. Or cette fois-ci ne fait pas figure d'exception. L'Europe est restée à la traîne des Etats-Unis et du reste du monde en raison de la crise de sa dette. Nous misons sur un premier semestre volatil et sur un exercice 2012 marqué par de bonnes performances pour le haut rendement par rapport aux emprunts d'Etat notés AAA. A ce titre, il convient de noter qu'une croissance « molle » n'est pas un obstacle à la performance du crédit. Le graphique ci-dessous montre que pour le crédit *investment grade*, les rendements excédentaires ont été les plus élevés pendant les périodes de croissance faible (croissance de 1% à 2% du PIB) depuis 1948. Ce phénomène s'explique par le comportement prudent adopté par les entreprises pendant de telles périodes, c'est-à-dire qu'elles ne dépensent pas outre mesure et ont tendance à se concentrer sur la réduction de leur endettement.

Sparinvest High Yield Value Bonds par rapport à son indice en %	T4 2011	Année
Sparinvest High Yield Value Bonds	-0,09	-10,83
Merrill Lynch Global High Yield	5,61	3,10



Performances du crédit par rapport à l'évolution du PIB depuis 1948

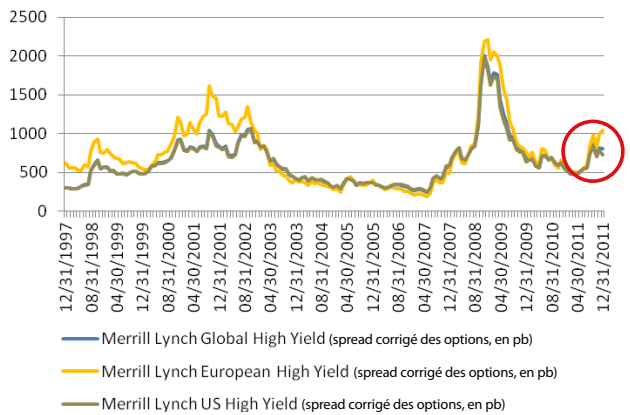


Qu'est-ce qui est inclus dans le prix ?

Une analyse du nombre de défaillances implicitement contenus dans la prime de crédit moyenne ou par le *spread* du portefeuille permet de déterminer si un portefeuille est bon marché ou non. Si l'on se réfère à l'indice de référence dont la prime de crédit s'élève à 785 points de base (soit 7,85%), ce niveau élevé correspond à une anticipation très pessimiste de 39% d'émetteurs tombant en défaut de paiement avec un taux de recouvrement moyen de 20% pendant la durée de vie résiduelle du portefeuille (sur base d'une hypothèse *buy-and-hold*). Ce niveau, tel qu'anticipé, n'a jamais été atteint historiquement. Pour notre fonds, les défauts implicites (c'est-à-dire contenus dans la prime de crédit) sont encore plus élevés: sur la base ici 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 car nos sociétés présentent un endettement très faible. Même si une défaillance survient, il est fort probable que nous obtenions plutôt un taux de recouvrement de 40% en moyenne en raison du bon niveau de couverture de la dette par la valeur des actifs de nos sociétés. Si l'on retient l'hypothèse d'un taux de recouvrement escompté de 40% pour notre fonds, alors, selon les prix actuels, cela correspond à un taux de défaut de 63% du portefeuille au cours des cinq prochaines années, toujours 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.

Exemples d'anomalies et titres « value »

Comme il a été indiqué plus haut, le fonds Sparinvest High Yield Value Bonds a sous-performé son indice de référence au second semestre 2011 en raison d'un écartement du *spread* (Option Adjusted Spread en points de base) entre les marchés du haut rendement américain et européen. La note de crédit moyenne du marché européen du haut rendement est de BB-, contre B+ pour son équivalent américain. L'écart de rendement entre les deux marchés est donc en réalité plus élevé que celui indiqué dans le graphique ci-après.



Dans une vaste mesure, cet écart reflète une prime de risque « systémique », c'est-à-dire un phénomène généré par le marché et découlant du souhait d'éviter tout ce qui est lié à l'Europe par crainte que la crise de la dette souveraine européenne n'entraîne un effondrement de l'euro. Il existe de nombreux exemples de la manière dont les acteurs du marché cherchent à éviter « à tout prix » une exposition à l'euro. Un exemple tiré du monde réel est illustré dans l'impression d'écran Bloomberg ci-dessous.

WIND UPDATE -	
7 ³ / ₈	€87 ¹ / ₂ / 88 ¹ / ₂
7 ¹ / ₄	\$92 / 93
11 ³ / ₄	€83 ¹ / ₂ / 84 ¹ / ₂
11 ³ / ₄	\$91 ¹ / ₂ / 92 ¹ / ₂
12 ¹ / ₄	€69 ¹ / ₂ / 71 ¹ / ₂
12 ¹ / ₄	\$69 / 71
5yr	+23 ¹ / ₂ / 25 ¹ / ₂

L'on peut voir dans l'impression d'écran (tirée en direct de Bloomberg le 12 janvier 2012), que l'obligation Wind 11,75% en EUR cote 8 points en dessous à l'obligation Wind 11,75% en USD. La seule différence est la monnaie. Cet écart est irrationnel, il s'agit en fait d'une opportunité d'arbitrage. Il est recommandé dans ce cas d'acheter Wind 11,75% en EUR et de couvrir l'exposition de l'EUR à l'USD afin d'éviter le risque lié à la monnaie unique.

Expositions du portefeuille

Le fonds Sparinvest High Yield Value Bonds est fortement surexposé aux pays autres que les Etats-Unis car les évaluations américaines sont « très » bon marché par rapport à celles du reste du monde.

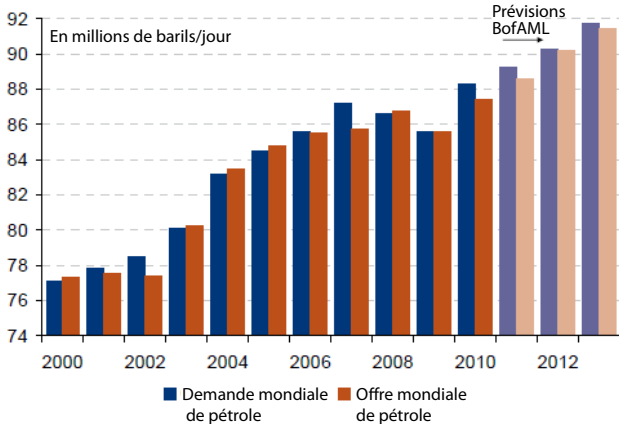
Pays	Fonds (en %)	Indice de référence (en %)
Royaume-Uni	14%	4%
Pays-Bas	12%	2%
Norvège	12%	0%
Suède	7%	0%
Luxembourg	7%	1%
France	6%	3%
Iles Caïmans	5%	0%
Italie	4%	2%
Canada	4%	1%
Finlande	3%	0%
Afrique du Sud	3%	0%
Australie	3%	0%
Autres	19%	86%

Du point de vue sectoriel, le fonds Sparinvest High Yield Value Bonds est surexposé à l'énergie, à la finance et aux matériaux de base.

Secteurs	Fonds (en %)	Indice de référence (en %)
Finance	34%	15%
Energie	33%	10%
Matériaux de base	9%	5%
Consommation cyclique	5%	14%
Communication	5%	13%
Industrie	3%	10%
Technologie	3%	3%
Diversifié	0%	1%
Consommation non cyclique	2%	25%
Autres	6%	4%

Dans le secteur de l'énergie, le risque sous-jacent relève du prix du pétrole, qui est soutenu par un manque chronique d'offre par rapport à la demande. Naturellement, cette situation pourrait changer à l'avenir à mesure que de « nouvelles ressources » ou solutions alternatives arriveront sur le marché, même si des pressions à court terme pourraient propulser les prix vers le haut si le conflit avec l'Iran s'intensifie. Il est essentiel de comprendre que les obligations des sociétés énergétiques sont assorties d'une échéance finale – de généralement trois à cinq ans. **Or rien ne viendra remplacer le pétrole au cours des trois à cinq prochaines années !**

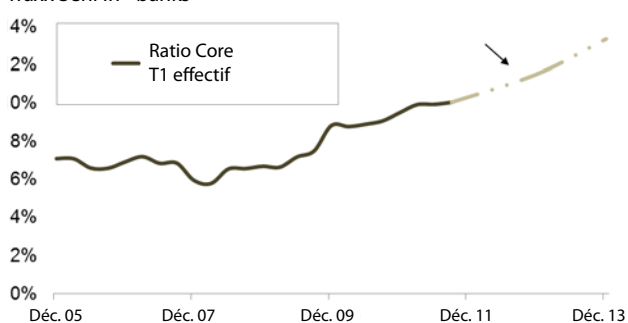
Ecart entre l'offre et la demande mondiales de pétrole



Source : IEA, BofA Merrill Lynch Global Commodities Research

Le secteur financier est « soutenu » par les liquidités injectées par la BCE par l'intermédiaire de l'Opération de refinancement à long terme (LTRO) et d'autres mesures extraordinaires. La BCE a montré qu'elle n'abandonnerait pas les grandes banques de la zone euro qui rencontreraient des problèmes de liquidités. Du point de vue de la solvabilité, les banques se débarrassent de leurs actifs pondérés du risque, émettant des actions et rachetant des obligations de Tier 1 en dessous du pair afin de doper le ratio de fonds propres. Cette dynamique se poursuivra dans un avenir proche, même si l'abandon des actifs pondérés du risque pourrait ralentir au second semestre 2012 car les banques ont montré à l'ABE qu'elles étaient parvenues à atteindre le seuil de 9% du ratio de fonds propres.

Traxx SenFin - banks



S'agissant de la répartition du portefeuille par notations, nous sommes surexposés aux obligations appartenant à la catégorie *investment grade* (ou notés *investment grade* par l'une au moins des agences de notation). Cette surpondération en titres *investment grade* est liée à notre exposition financière.

Notes	Fonds (en %)	Indice de référence (en %)
Crossover	18,3%	1,5%
Haut rendement	78,7%	97,3%
BB+	5,7%	14,7%
BB	14,9%	14,1%
BB-	7,9%	12,2%
B+	2,2%	15,3%
B	22,6%	13,3%
B-	15,7%	12,4%
CCC+ et en dessous	9,6%	15,4%
Non noté	0,0%	1,2%

Chiffres importants

Le fonds est très bon marché aussi bien en termes relatifs qu'absolus. Aujourd'hui, son rendement est de 15,3% contre 8,7% 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 3,71 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.

Données du portefeuille – High Yield Value Bonds

	Fonds	Ind. de réf.
Duration	3,71	3,84
Rendement	15,3%	8,7%
Note	BB-	B+
Nbre d'émissions	69	2659

Notre capitalisation boursière moyenne est supérieure à celle du marché, ce qui s'explique une fois de plus par notre exposition aux groupes financiers européens. S'agissant du taux d'endettement des sociétés, le ratio endettement net / fonds propres de notre fonds est particulièrement faible, à 110,2% en moyenne, contre 321,2% pour le marché du haut rendement mondial. Enfin, nous aimerions souligner le fait que notre fonds investit dans certaines sociétés très bon marché, dont plusieurs sont d'évidentes cibles de rachat.

Données du portefeuille – High Yield Value Bonds		
Données financières	Fonds	Ind. de réf.
Cap. bour. (milliards \$)	8.201	4.560
End. net / fonds propres	110,20	321,20
Cours / valeur comptable	0,61	2,90
Couverture des intérêts	3,57	5,87

Klaus Blaabjerg

Lead Portfolio Manager

11 janvier 2012

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 garanties 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) - 31/12/2011	426,40 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 - 30/12/2011	128,97 EUR
Droits d'entrée (jusqu'à)	2,00 %
Droits de sortie	0,00 %
Frais de gestion	1,25 %
TER - 31/12/2010	1,57 %

Notes

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

Performance - Mensuelle, déc.-2011

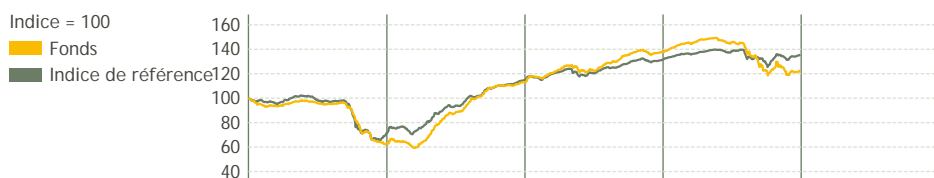
Perf.	Fonds	Ind. de réf ¹	Différence
Ex. en cours	-10,83%	3,10%	-13,93%
1 mois	3,10%	2,56%	0,54%
3 mois	-0,09%	5,61%	-5,71%
1 an	-10,83%	3,10%	-13,93%
3 ans ann.	25,08%	23,80%	1,29%
5 ans ann.	4,01%	6,36%	-2,35%
10 ans ann.	-	8,12%	-

Risque 3 ans - Mensuelle, déc.-2011

Risque	Fonds	Ind. de réf ¹	Morningstar ²
Volatilité	17,54%	11,65%	11,60%
Sharpe	1,31	-	1,52
Ratio info	0,22	-	-

Notation Morningstar **★★★★★**

Performance - 31/12/2011

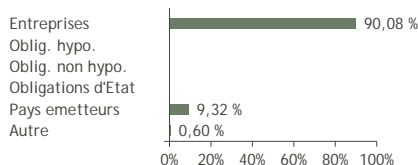


Performance	2008	2009	2010	2011	-
Fonds	-37,12%	80,21%	21,79%	-10,83%	-
Indice de référence	-28,55%	60,71%	14,51%	3,10%	-
Morningstar catégorie TM	-29,88%	53,80%	13,22%	-1,08%	-

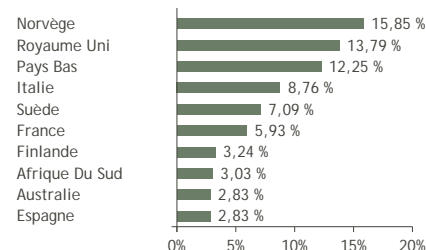
Allocation d'actifs (%)

Positions	Actions	Obligations	Autre	Liquidités
70	0,0%	90,7%	0,0%	9,3%

Type d'obligation



Dix premiers pays



Portefeuille (Top 10) - 30/12/2011

Nom de la valeur	Type d'obligation	Type	Pays	Poids
Noreco 12.9% 09-20.11.14	Entreprises	Obligations	Norvège	4,40%
Pa Res 12.25% 11-05.04.16	Entreprises	Obligations	Suède	4,23%
Boats Inv. 11% 07-31.3.17 /Pik	Entreprises	Obligations	Pays Bas	4,10%
Srlev Nv 9% 11-15.4.41	Entreprises	Obligations	Pays Bas	3,63%
Intesa San 9.5%(Frn) 10-Perp	Entreprises	Obligations	Italie	3,52%
Sns 11.25% 09-Perp	Entreprises	Obligations	Pays Bas	3,04%
Ccbb 9.25% 09-Perp	Entreprises	Obligations	France	2,98%
RI Fin.Bds 6.125%(Frn)05-.Per	Entreprises	Obligations	Royaume Uni	2,92%
Santos Fin8.25%(Frn)10-22.9.70	Entreprises	Obligations	Australie	2,83%
Bbva Intl Frn 09-Perp	Entreprises	Obligations	Espagne	2,83%

Qualité de Crédit

AAA	AA	A	BBB	BB	B et moins	Pas noté	Sensibilité
0,0%	0,0%	0,0%	20,4%	23,7%	54,2%	1,7%	3,6

Commentaire sur l'indice de référence

-