

# High Yield Value Bonds

## Lettre trimestrielle

### T1 2008

#### Performances

#### Cher investisseur,

Le marché des obligations à haut rendement a enregistré des performances négatives pour le premier trimestre 2008, en ligne avec la morosité générale des marchés financiers. Au premier trimestre le fonds Sparinvest High Yield Value Bonds a accusé une perte de 5,42%.

En comparaison, l'indice Merrill Lynch Global High Yield a perdu 3,32% et le Lehman Brothers Pan European High Yield a chuté de 5,98%. L'indice Merrill Lynch Global High Yield est composé à environ 80% d'obligations américaines à haut rendement. L'exposition géographique du fonds Sparinvest High Yield Value Bonds est plus en ligne avec celle de l'indice Lehman Brothers Pan European High Yield car il a une exposition aux obligations américaines à haut rendement bien moindre que celle de l'indice Merrill Lynch.

Le rendement des marchés boursiers mondiaux était de -16,1% pour le premier trimestre 2008 et de +2,86% pour les obligations sans risque.

Le classement de Morningstar indique comment le fonds Sparinvest High Yield Value Bonds se compare aux autres fonds de sa catégorie. D'après le tableau ci-dessous, le fonds Sparinvest High Yield Value Bonds était dans le premier tiers des fonds de sa catégorie Morningstar en 2007. Au premier trimestre 2008, le fonds Sparinvest High Yield Value Bonds était parmi les meilleurs 36% des fonds de sa catégorie Morningstar.

Performance - High Yield Value Bonds par rapport à certains marchés		
Toutes les performances sont exprimées en EUR	T1 2008	2007
Sparinvest High Yield Value Bonds	-5,42%	-1,08%
Merrill Lynch Global High Yield	-3,32%	0,34%
Lehman Brothers Pan European High Yield	-5,98%	-2,01%
Merrill Lynch Global Investment Grade	-0,22%	1,93%
MSCI World	-16,10%	-1,40%
EFFAS 5-7	2,86%	2,03%
Morningstar percentile	36%	30%

#### Economie

Le premier trimestre 2008 a été dominé par la persistance des pertes liées aux crédits hypothécaires à risque et par l'assèchement du crédit en découlant, ainsi que par les craintes de récession aux Etats-Unis. Les banques centrales, et surtout la Réserve Fédérale américaine (Fed), la BCE et les banques centrales d'Angleterre, du Canada et de Suisse, ont continué de coordonner leurs efforts visant à atténuer les pressions sur les liquidités, la Fed abaissant notamment ses taux d'intérêt de manière agressive. Elle avait déjà assoupli sa politique monétaire de 100 points de base au quatrième trimestre 2007, mais après une réunion improvisée le 22 janvier, la Banque a annoncé une forte baisse de 75 points de base, avant d'abaisser à nouveau ses taux lors de sa réunion ordinaire huit jours plus tard.

D'aucuns craignaient que la crise de liquidités ne soit un jour fatale à une grande banque d'investissement américaine. Le 17 mars a vu l'annonce douce-amère de la déroute de Bear Stearns, qui allait cependant être reprise par JPMorgan Chase dans le cadre d'une

transaction organisée à la hâte et comprenant une injection de capitaux massive par la Fed. Le lendemain, une nouvelle baisse des taux de 75 points de base et la publication de bénéfices encourageants par Lehman Brothers et Goldman Sachs sont venues soutenir quelque peu les marchés. Plus tard en mars, le Secrétaire au Trésor Hank Paulson a proposé une réorganisation de la réglementation des établissements financiers par le gouvernement, avec un renforcement du rôle de la Fed.

Au Japon, le Gouverneur Fukui de la Banque centrale est arrivé au terme de son mandat mais la désignation de son remplaçant a été retardée par une impasse entre les Démocrates libéraux au pouvoir et l'opposition incarnée par le Parti démocratique du Japon. Un compromis semble finalement avoir été trouvé avec la candidature de Masaaki Shirakawa, l'ancien gouverneur adjoint.

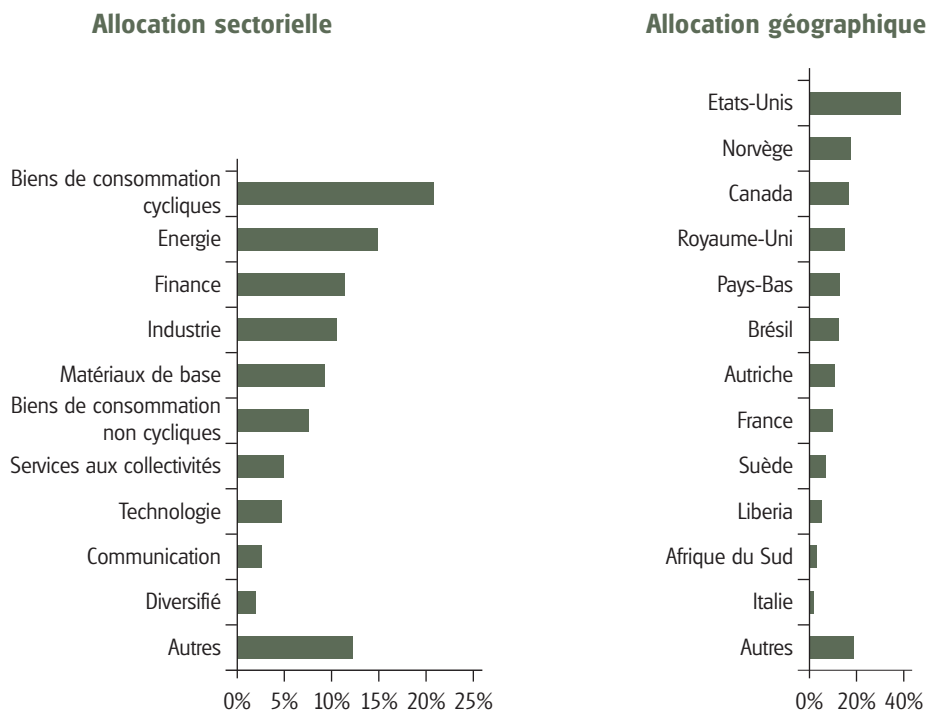
Le dollar américain s'est effondré durant le trimestre, frôlant 1,60 euros et 95 yen à la mi-mars. Les deux dernières semaines du trimestre ont toutefois vu un certain relâchement de cette pression baissière. Il n'est peut-être pas étonnant dans ce contexte de faiblesse du billet vert que la hausse des cours pétroliers ait continué à exercer une certaine pression sur les marchés. Après les sommets du début d'année, les prix sont retombés en dessous du seuil de 90 dollars avant de se redresser à nouveau à compter de la mi-février pour atteindre 110 dollars à la mi-mars. Le cours de l'or s'est montré tout aussi solide.

Le Japon émet certains signes encourageants, les estimations préliminaires de la croissance annualisée du PIB réel au quatrième trimestre 2007 s'inscrivant à 3,7% et l'IPC (Indice des Prix à la Consommation) sous-jacent de février en hausse de 1,0%, sa plus forte progression en 15 ans. Aux Etats-Unis, les ventes de logements existants ont grimpé en février pour la première fois en sept mois mais la confiance des consommateurs s'est trouvée en mars à son plus bas niveau sur 5 ans. Le 2 avril, le président de la Fed Ben Bernanke a affirmé devant le Congrès des Etats-Unis que l'économie du pays pourrait « se contracter légèrement » au premier semestre 2008.

Dans la zone Euro, la dernière estimation de la croissance annualisée du PIB réel du 4<sup>ème</sup> trimestre a été donnée le 9 avril et confirme que la croissance a ralenti à 2,3% contre 2,7% au trimestre précédent. Alors que nous entamons le deuxième trimestre, certains signes de stabilisation apparaissent mais les marchés financiers devraient rester sous pression pendant un certain temps. ■

### Bilan du portefeuille

A l'heure actuelle, le fonds a 91 positions réparties selon les allocations sectorielle et géographique suivantes :



Le fonds est largement sous-exposé aux Etats-Unis comparé à son indice de référence. Ceci pourrait s'avérer judicieux à l'avenir car le cycle économique des Etats-Unis est celui qui présente le plus de risques au niveau mondial. Le fonds est largement surpondéré en Norvège, un résultat de notre processus de sélection bottom-up. Les titres de crédit liés à l'énergie sont largement surreprésentés mais les secteurs financier et de la communication sont largement sous-représentés dans le fonds par rapport à son indice de référence.

L'activité de trading a été modérée au cours du premier trimestre. Le fonds a augmenté son exposition à US Perry Ellis après que la société a publié des chiffres satisfaisants sans effet à la hausse sur ces titres obligataires. Le fonds a également racheté deux obligations à haut rendement qui avaient été vendues l'an dernier avant la crise du crédit quand leurs valeurs avaient atteint ce que nous estimions être, à l'époque, leurs valeurs cibles. La première est Hornbach AG. Nous avons initialement acheté des obligations Hornbach en décembre 2005 au prix comptant de 98 euros et les avons revendus en mai 2007 au prix comptant de 105 euros. En janvier 2008, nous en avons racheté au prix de 80 euros. Rien ne justifie cette chute dramatique du cours, il s'agit plutôt du résultat de ventes forcées sur le marché du haut rendement par des fonds ayant subi de forts rachats. Hornbach a même réduit son endettement depuis le printemps 2007 ! ■

## High Yield Value Bonds Lettre trimestrielle

Principales positions - High Yield Value Bonds			
Position	Pays	Secteur	Poids.
Ineos Group 7.875% 06-16 Reg.	Royaume-Uni	Matériaux de base	4,04%
Norw. Energy Co 11% 07-13.7.10	Norvège	Energie	3,68%
Norske Skogind 7% 07-26.6.17	Norvège	Matériaux de base	3,51%
Nxp Bv/Nxp Fd 8.625% 07-15-Wi-	Pays-Bas	Technologie	3,49%
Landry's Rest. 9.5% 07-15.12.14	Etats-Unis	Biens de consommation cycliques	3,12%
Bombardier 7.25% 06-15.11.16	Canada	Industrie	3,05%
Perry Ellis 8.875% 03-13 S.B	Etats-Unis	Industrie	2,76%
O Charleys 9% 04-01.11.13	Etats-Unis	Biens de consommation cycliques	2,25%
Sinvest 9.5% 2009	Norvège	Energie	2,21%
Htm Sport & Freiz. 8.5% 04-14 Reg	Autriche	Biens de consommation cycliques	2,13%

Données du portefeuille - High Yield Value Bonds Bonds		
	Fonds	Indice
Duration	4,02	4,31
Rendement	11,8%	10,9%
Notation	B+	B+
Nbre d'émissions	91	1989

Données du portefeuille - High Yield Value Bonds		
Ratios financiers	Fonds	Indice
Cap. boursière (mia. \$)	2.059	5.327
Dettes nettes/fonds propres	88,16	441,51
Cours/valeur comptable	2,09	5,52
Taux de couverture des intérêts	4,70	4,89

Le fonds est investi conformément aux critères « value », c'est-à-dire qu'il se concentre sur les petites entreprises disposant de bilans solides. Il se trouve que ces dernières versent un intérêt supérieur lorsqu'elles émettent un emprunt. Parallèlement, les risques de défaut sont minimisés par la solidité du bilan des sociétés sélectionnées, car ces sociétés ont une meilleure chance de survivre à un ralentissement économique.

Le rendement moyen des sociétés du fonds est de 11,8% contre 10,9% pour l'indice de référence, tandis que le ratio moyen dette nette/fonds propres du fonds s'inscrit à 88%, contre 400% pour la moyenne des sociétés de l'indice. ■

### Hynix Semiconductor Inc.

Un point très positif à souligner pour tous les investisseurs à long terme : un grand nombre d'obligations à haut rendement peu onéreuses ont été émises. L'obligation Hynix 7,875% à échéance 2017 en est un bon exemple. Entreprise coréenne, Hynix Semiconductor Inc. est le deuxième producteur mondial de barrettes mémoires. Hynix dispose d'un solide bilan avec un ratio dette nette/fonds propres de 15%. L'action Hynix s'échange à un ratio cours/valeur comptable de 1,38, ce qui est peu comparé au marché boursier dans son ensemble. Même si l'action Hynix a grimpé de 3,5% depuis le début de l'année, l'obligation Hynix 7,875% a été chahutée sur le marché du crédit. L'obligation s'échangeait à 71 dollars début mars ce qui revient à un rendement de 13,5%. Nous avons acheté des obligations Hynix à 71,25 dollars ! Hynix est notée BB, la note la plus élevée de l'univers des hauts rendements, et dispose toujours de belles perspectives. L'obligation Hynix est également protégée par de nombreuses conventions. La plus importante d'entre elles est la possibilité de rachat en cas de changement de contrôle. Cette convention assure que dans l'éventualité d'un rachat de Hynix les détenteurs d'obligations ont le droit de remettre les obligations à la société au prix de 101 USD, c'est à dire +30 points, ce qui est plutôt un bon rendement pour une obligation ! La possibilité d'un tel événement est relativement élevée car le propriétaire de Hynix, le gouvernement coréen, a indiqué qu'il cherchait à vendre sa participation dans la société, ce qui déclencherait la convention de changement de contrôle. ■

### Perspectives

Les conditions de marché ont été difficiles ces deux derniers trimestres et les performances décevantes. Mais les investisseurs long terme, qui privilégient l'adossé à des actifs solides et un faible endettement, se voient pour l'instant récompensés par des opportunités d'investissement très intéressantes sur le marché du haut rendement actuel. ■

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

Sparinvest Asset Management

Klaus Blaabjerg

Le 8 avril 2008

**Notes**

## Notes

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.