



Ethical High Yield Value Bonds

Titres

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

Informations

Stratégie	Obligations « Value »
Risque	-
ISIN	LU0473784196
Devise du compartiment	EUR
Date de lancement*	01/02/2010
Gérant	Sune Højholt Jensen
Indice de référence	Merrill Lynch Global High Yield (EUR Hedged)
Catégorie Morningstar	Obligations EUR Haut Rendement

- sparinvest.eu

Performance

Lancé en février 2010, Sparinvest Ethical High Yield Value Bonds figure déjà parmi les fonds obligataires européens les plus performants.

Sparinvest Ethical High Yield Value Bonds par rapport à son indice en %	T2 2010	Depuis lanc.*
Sparinvest Ethical High Yield Value Bonds	-0,39	4,48
Merrill Lynch Global High Yield	-0,79	3,01

Toutes les performances sont exprimées en EUR

Composition du portefeuille

Nous avons profité du dernier trimestre pour prendre de nouvelles participations, entre autres dans Stora Enso et UPM-Kymmene. Le fonds reste très orienté vers les sociétés du secteur de l'énergie, de la finance et les entreprises européennes. En outre, nous sommes toujours sous-pondérés sur les sociétés de télécommunications car leur niveau d'endettement et leur goodwill sont supérieurs aux niveaux tolérés par notre processus d'investissement.

Nos dix premières positions représentent 36,37% du portefeuille.

Pour obtenir de plus amples informations sur la composition et la performance du portefeuille, veuillez vous rendre à l'adresse [Sparinvest.eu](http://sparinvest.eu).

Evaluation du portefeuille

Nous estimons que la valeur du fonds est toujours attrayante compte tenu des fondamentaux des sociétés émettrices et du potentiel de rendement du fonds. Le ratio cours / valeur comptable (price/book) du fonds est

faible et son ratio endettement net / fonds propres est inférieur à 100% (non compris les valeurs financières). Ces deux chiffres sont très inférieurs à la moyenne du reste du marché. Le rendement effectif du portefeuille est de 11,6%, contre 9,1% pour l'indice de référence.

Commentaires sur les sociétés

Sevan Marine - Voyageur

Sevan conçoit et produit des plateformes pétrolières cylindriques flottantes de production et de stockage qui sont bien adaptées aux mers agitées. Ces plateformes, d'une forme originale, sont en mesure de maintenir un rythme de production élevé dans des régions et dans des conditions météorologiques dans lesquelles les plateformes classiques seraient forcées de suspendre provisoirement leurs opérations.

Le fonds possède des obligations émises par Sevan Marine depuis les deux dernières années, et notamment une obligation comportant une sûreté de deuxième rang sur la plateforme pétrolière Sevan Voyageur.



Photo : Sevan Voyageur

Cette obligation est très intéressante en raison de l'adossement des actifs. La valeur de marché de la plateforme est actuellement très supérieure à la valeur de sa dette. Début mai, Sevan a annoncé que la plateforme Voyageur continuerait d'être exploitée dans la Mer du Nord grâce à un contrat d'une valeur de 535 millions de USD conclu pour cinq ans avec la société énergétique anglaise E.ON. Sevan Voyageur doit mettre à niveau les équipements de la plateforme. Cette mise à niveau représente un coût de 90 millions de USD qui sera financé par une dette de 80 millions de USD et le reste sous forme d'actions.

L'examen rigoureux des prospectus de souscription des obligations porte ses fruits à long terme

Une lecture approfondie des prospectus de souscription des obligations d'entreprise constitue une étape naturelle de notre processus d'investissement. La mise à niveau de la plateforme Sevan Voyageur illustre à quel point il est rentable à long terme d'acheter des obligations assorties d'une clause restrictive.

Sevan souhaitait financer la mise à niveau en contractant un nouvel emprunt assorti d'une sûreté de premier rang sur la plateforme pétrolière Voyageur. Mais en raison des clauses prévues dans nos obligations d'entreprises, Sevan ne pouvait prendre unilatéralement cette décision. Sevan était tenue d'obtenir notre autorisation afin d'accorder, à une éventuelle nouvelle dette, un rang supérieur à celui de notre dette existante. Sevan a dû négocier avec nous car nos obligations comportent une clause « pari passu » (« negative pledge ») qui interdit à Sevan d'accroître les dettes assorties d'une sûreté de premier rang sur ses actifs.

En tant que créancier, cette situation à elle seule était positive puisque Sevan était obligée soit de racheter nos obligations d'entreprises aux prix de 104, soit de renégocier les clauses de souscription des obligations. Sevan a choisi cette seconde option, ce qui nous a été favorable.

L'équipe chargée des obligations « value » a participé activement aux négociations avec Sevan afin d'accroître la valeur du portefeuille pour les investisseurs. Nous sommes très heureux des résultats, qui se soldent notamment par une augmentation du coupon de 4,5% et une valeur à l'échéance de 105 au lieu de la valeur nominale.

Un adossement d'actifs très attrayant

La valeur de marché actuelle de la plateforme pétrolière Sevan Voyageur est de 449 millions USD. En cas de défaillance, les porteurs d'obligations assorties d'une sûreté de premier rang récupéreraient leur part (230 millions USD, y compris la nouvelle émission de 80 millions USD). Le reste du gâteau – évalué à plus de 210 millions USD – est plus que suffisant pour couvrir l'émission d'obligations assorties d'une sûreté de deuxième rang dont nous détenons une partie.

Après avoir signé le nouvel accord avec Sevan, le prix de nos obligations est passé de 90 à plus de 100. Leur rendement de 15 % les rend toujours attractives.

Ethix SRI Advisors : résumé des critères d'exclusion

Filtrage basé sur les normes (principes des Nations Unies)

- Tolérance zéro

Filtrage sectoriel

S'agissant de la pornographie, de l'alcool, du tabac et des jeux de hasard

- Tolérance zéro pour la production
- Tolérance de 5% pour la distribution

Armes

- Tolérance zéro pour les équipements de combat
- Tolérance de 5% pour les autres équipements militaires et services associés

Ethix SRI Advisors: Reporting éthique

Nouvelles positions

Au cours du trimestre, aucun nouvel investissement potentiel n'a été exclu en raison du filtrage éthique.

Titres faisant l'objet d'une surveillance :

Western Refinery

Emission	Pays	Filtrage normatif			Filtrage sectoriel				
		Rouge	Orange	Vert	L'armement	L'alcool	Les jeux d'argent	La pornographie	Les tabac
Western Refinery	US	—	—	—	—	!	—	—	!

La division distribution de la société exploite des stations service, ce qui inclut les boutiques et les kiosques. La vente d'alcool sous forme de bière, vins et spiritueux fait partie de ces activités.

Le chiffre d'affaires total s'est élevé à 6,8 Mds USD. Le chiffre d'affaires distribution s'est élevé à moins de 10 % du total. La vente d'alcools et de tabac a représenté une part négligeable du chiffre d'affaires total.

O Charleys

Emission	Pays	Filtrage normatif			Filtrage sectoriel				
		Rouge	Orange	Vert	L'armement	L'alcool	Les jeux d'argent	La pornographie	Les tabac
O Charleys	US	—	—	—	—	!	—	—	—

O'Charleys est présent dans la vente d'alcools au travers de ses trois chaînes de restauration exploitées sous les dénominations commerciales « O'Charleys », « Ninety Nine » et « Stoney River Legendary Steaks ».

Le chiffre d'affaires total s'est élevé à 880,8 Mns USD en 2009. Selon les évaluations, la vente d'alcools n'a constitué qu'une part négligeable du chiffre d'affaires total.

Stora Enso

Emission	Pays	Filtrage normatif			Filtrage sectoriel				
		Rouge	Orange	Vert	L'armement	L'alcool	Les jeux d'argent	La pornographie	Les tabac
Stora Enso	FI	—	—	—	—	—	—	—	!

Stora Enso fabrique des papiers et cartons utilisés pour l'emballage du tabac. Les produits sont spécialement conçus pour répondre aux « strictes prescriptions en matière de flaveurs parasites et d'odeur » de l'industrie du tabac. La part représentée par ces produits dans le chiffre d'affaires est incertaine. La production de papier d'emballage du tabac s'effectue au sein de la division « cartons de consommation », laquelle a représenté 17,2 % des ventes en 2007. Il est probable que les emballages de tabac n'en représentent qu'un pourcentage marginal. La société ne produit ni cigarettes ni autres produits du tabac.

Le chiffre d'affaires total s'est élevé à 11,02 Mds EUR en 2008.

UPM-Kymm.

Emission	Pays	Filtrage normatif			Filtrage sectoriel				
		Rouge	Orange	Vert	L'armement	L'alcool	Les jeux d'argent	La pornographie	Les tabac
UPM-Kymm.	FI	—	—	—	—	—	—	—	!

La division « Papiers souples » d'UPM vend des produits d'emballage utilisés par plusieurs industries, notamment dans l'alimentaire et le tabac. L'emballage de tabac ne représente qu'un pourcentage

marginal du chiffre d'affaires. La société ne produit ni cigarettes ni autres produits du tabac.

Le chiffre d'affaires total s'est élevé à 9,5 Mds EUR en 2008.

Sune Højholt Jensen
Senior Portfolio Manager
12 July 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 Ethical High Yield Value Bonds type de parts disponibles	ISIN
EUR I	LU0473785169
EUR R	LU0473784196

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. 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.