



## Ethical Global Value

### Titres

- Performance
- Composition du portefeuille
- Évaluation du portefeuille
- Positions individuelles
- Ethix SRI Advisors – Résumé des critères d'exclusion
- Ethix SRI Advisors – Reporting éthique

### Informations

Stratégie	Actions « Value »
Risque	N/A
ISIN	LU0362355355
Devise du compartiment	EUR
Date de lancement	30/05/2008
Gérant	Jens Moestrup Rasmussen
Indice de référence	MSCI World (EUR)
Catégorie Morningstar	Actions Internationales Gdes Cap.

- [sparinvest.eu](http://sparinvest.eu)

### Performance

Le fonds Sparinvest Ethical Global Value a enregistré une performance de 11,66% au premier trimestre 2010, tandis que le marché boursier mondial, tel que mesuré par l'indice MSCI World, progressait de 9,47%. Simultanément, l'univers des actions « value » (MSCI World Value) a gagné 9,58%, contre 9,36% pour les valeurs « growth ». Les petites capitalisations se sont montrées relativement solides avec une performance de 14,05%.

Sparinvest Ethical Global Value par rapport aux indices en %	T1 2010	2009
Sparinvest Ethical Global Value	11,66	22,75
MSCI World Index	9,47	25,94
MSCI World Value Index	9,58	22,73
MSCI World Growth Index	9,36	29,12
MSCI World Small Cap Index	14,05	39,63

Les indices MSCI World, MSCI World Value, MSCI World Growth et MSCI World Small Cap sont tous des indices incluant une large sélection de sociétés partout dans le monde. Toutes les performances sont exprimées en Euro.

Le fonds s'est bien comporté, tant en termes absolus que relatifs. Au premier trimestre, il a surperformé le marché global de 2,19% malgré notre exposition importante aux valeurs européennes dont la performance a été médiocre par rapport à celle des marchés américain et japonais. Notre exposition aux valeurs nipponnes s'est révélée favorable, tandis que notre pondération relativement faible du marché américain, qui s'est bien comporté, a joué contre nous. En termes de secteurs, notre allocation a porté ses fruits grâce à la pondération élevée des biens de consommation discrétionnaire et de l'industrie, qui a profité de la surperformance des valeurs cycliques.

Il convient de garder à l'esprit que nos pondérations régionales et sectorielles ne sont pas les fruits de décisions actives. L'allocation résulte exclusivement de

l'existence de valeurs bon marché dans une région ou un secteur donné(e). La bonne performance des valeurs cycliques au cours du trimestre est probablement liée à l'amélioration des rapports trimestriels et au sentiment général selon lequel les sociétés solides peuvent et finiront par renouer avec un niveau de bénéfices normalisé en dépit des difficultés à venir.

La performance trimestrielle est globalement satisfaisante mais notre priorité reste, comme toujours, la génération de performances solides à long terme. Comme nous en avons discuté dans nos précédentes lettres trimestrielles, les titres que nous détenons en portefeuille présentent selon nous un potentiel d'appréciation considérable en termes de performance future.

### Composition du portefeuille

A la fin du trimestre, les liquidités constituaient 3,9% des actifs sous gestion. Le fonds comptait 92 positions, dont les dix premières représentaient 31,21% du total.

Depuis notre dernier communiqué, nous avons procédé à trois nouveaux investissements. Ainsi avons-nous acheté des actions de Caltex Australia, un raffineur de pétrole et distributeur de produits pétroliers, et de Vishay Intertechnology, un fabricant américain de composants électroniques. Nous avons également investi dans Canadian Tire, un détaillant canadien. A l'occasion du rééquilibrage général du portefeuille, nous avons renforcé certaines positions existantes et réduit la part de certaines autres. Nous avons vendu nos positions dans AGCO Corp et Océ, comme il est indiqué ci-dessous, et cédé certaines positions mineures assorties de pondérations négligeables.

*Pour obtenir de plus amples informations sur le fonds, y compris sur toutes les positions du portefeuille, la performance et les répartitions par secteur et zone géographique, veuillez consulter notre site Internet ainsi que la dernière fiche d'information sur le fonds.*

### Evaluation du portefeuille

Malgré les bonnes performances réalisées par les marchés boursiers depuis leur plancher de mars 2009, les valorisations de nos positions restent excellentes. Si l'on cumulait les chiffres de toutes nos positions en une seule société théorique, celle-ci s'échangerait à un ratio cours / valeur comptable de 0,99 fois seulement. S'agissant des bénéfices, son ratio valeur d'entreprise / EBITDA (excédent brut d'exploitation) serait égal à 3,1 fois les estimations Bloomberg 2010 et à seulement

2,7 fois les estimations 2011. Le bilan consolidé est sain avec un ratio endettement net / fonds propres de 28% seulement (contre 55% pour le MSCI World), et un rapport immobilisations incorporelles / fonds propres de 17% seulement (contre 51% pour l'indice). Nous avons confiance dans la qualité de nos positions car elles bénéficient de bilans sains et de modèles d'entreprise robustes. Nous sommes persuadés que la robustesse et la faible valorisation de notre portefeuille nous permettront de générer des performances solides à long terme.

### Positions individuelles

#### **AGCO**

##### *Objectif atteint*

AGCO est l'un des premiers fabricants mondiaux de machines agricoles. Il fabrique et vend des tracteurs, des moissonneuses-batteuses et d'autres équipements sous des marques aussi diverses que Massey Ferguson, Challenger, Fendt et Valtra. Son siège est situé dans l'Etat de Géorgie, aux Etats-Unis, mais le groupe possède des sites de production en Amérique du Nord et en Amérique du Sud ainsi qu'en Europe et vend ses produits dans le monde entier.

Nous avons acheté nos premières actions AGCO Corp au mois de mars 2009, pour un prix d'environ 18 dollars par action. Nous étions impressionnés à l'époque par l'image de marque et la part de marché de la société et même si ses bénéfices subissaient naturellement un ralentissement cyclique lié aux économies de coûts réalisées par les exploitations agricoles, nous étions convaincus de la forte demande sectorielle à long terme et de la capacité bénéficiaire de la société. La direction avait également prouvé sa disposition à prendre des mesures de restructuration en fonction des besoins pour protéger le modèle économique. L'action s'échangeait à des multiples de bénéfices faibles et était également bon marché par rapport à la valeur comptable de son actif corporel.

Comme nous l'avons mentionné auparavant, nous investissons dans des sociétés qui présentent une forte décote par rapport à leur valeur intrinsèque et ne tentons pas de prévoir à quel moment le prix du marché atteindra cette valeur intrinsèque. Pour certaines sociétés, cela arrive plus tôt que pour d'autres, et cela a été le cas d'AGCO. Les actions ont grimpé régulièrement pendant le reste de l'année 2009, et, au mois de janvier 2010, nous avons décidé de vendre à plus de 33 dollars, ce qui nous a permis de réaliser une performance supérieure à 80% en moins d'un an.

## Océ

### *Offre de rachat acceptée*

Comme nous en avons fait part dans notre précédente lettre trimestrielle, nous avons reçu une offre de rachat sur Océ au mois de novembre 2009.

Océ est un fabricant néerlandais de photocopieurs et d'imprimantes haut de gamme dans lequel le fonds investit depuis longtemps. Le groupe a développé des créneaux d'activités intéressants dans l'impression grand format et à volumes élevés, un domaine dans lequel il occupe une solide position concurrentielle. Mais les dernières années n'ont pas été de tout repos pour la société : ses parts de marché se sont affaiblies dans le segment des imprimantes de bureau standard et, dans un contexte de mondialisation rapide, la situation est devenue de plus en plus difficile pour une société dont la base de coûts est européenne.

Compte tenu de ces facteurs, personne n'a donc été surpris lorsque Canon a annoncé une offre de rachat sur la société. Stratégiquement, les entreprises étaient faites pour se rapprocher car Canon allait bénéficier des créneaux d'activités bien établis d'Océ et Océ de la présence mondiale de Canon.

Malgré tout, nous avons été déçus que le conseil d'administration et les dirigeants d'Océ acceptent ce changement pendant une crise économique. Les négociations avec les acheteurs potentiels ont commencé au plus bas du cycle économique, ce qui s'est traduit par une offre de rachat qui ne reflète pas, selon nous, la valeur à long terme d'Océ. Nous avons clairement fait part de notre mécontentement à la direction et aux conseils d'administration de Canon et d'Océ ainsi qu'en personne lors d'une assemblée générale extraordinaire relative à l'offre. Malheureusement, comme une majorité d'actionnaires ont soutenu l'offre de Canon à 8,60 euros, nous n'avons pas réussi à modifier son issue.

Le fonds avait initialement acquis des actions lors de son lancement, début 2003, à un prix d'environ 8,40 euros par action. Il est évident que l'offre de 8,60 euros est loin de ce niveau et correspond à une performance totale négative, après dividendes, de quelque 5%. Il va sans dire que cette performance n'est pas du tout satisfaisante, d'autant plus que l'offre ne reflétait pas selon nous la valeur à long terme de la société.

Néanmoins, la majorité des voix exprimées en faveur de l'offre signifie que, si nous l'avions refusée, nous serions devenus actionnaires minoritaires d'une société assortie

d'un flottant extrêmement faible, qui aurait même pu être radiée de la cote. Nous avons finalement décidé qu'une telle situation ne serait pas dans l'intérêt de nos actionnaires et que nos actions devaient être rachetées. Nous avons perçu le règlement en mars 2010.

## **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

### Nouveaux titres en portefeuille

Durant le trimestre, aucun nouvel investissement potentiel n'a été rejeté suite au filtrage éthique.

### Canadian Tire

Emission	Pays	Filtrage normatif			Filtrage sectoriel				
		Rouge	Orange	Vert	L'armement	L'alcool	Les jeux d'argent	La pornographie	Les tabac
Canadian Tire	CA	—	—	—	—	—	—	—	—

Canadian Tire exerce plusieurs types d'activités, y compris l'exploitation de 1 180 stations-services et magasins de détail vendant des marchandises diverses et des vêtements, des services financiers et une banque agréée à l'échelle fédérale. Le tabac est vendu par les commerces de proximité attachés aux stations-services.

Le chiffre d'affaires total de la société est de 10,6 milliards de CAD en 2008. Les ventes de tabac relèvent du segment « Produits pétroliers », qui ont représenté 5% du chiffre d'affaires total. Selon le rapport annuel 2008 de la société, la hausse des ventes des magasins de proximité s'explique en partie par la progression des ventes de tabac. Le chiffre d'affaires généré par les produits pétroliers a constitué la plus grande partie des ventes du segment. On estime donc que les ventes de tabac n'ont représenté qu'une part négligeable du chiffre d'affaires total de la société. Cette société peut intégrer le portefeuille.

### Vishay Intertechnology Inc.

Emission	Pays	Filtrage normatif			Filtrage sectoriel				
		Rouge	Orange	Vert	L'armement	L'alcool	Les jeux d'argent	La pornographie	Les tabac
Vishay Intertechnology Inc	US	—	—	—	—	—	—	—	—

Vishay fabrique d'« autres équipements militaires ». La société construit ainsi des composants électroniques destinés à une vaste gamme de marchés, y compris celui des fournisseurs de l'armée. La plus grande partie de l'activité de la société est cependant concentrée sur les secteurs de l'industrie, de l'informatique, de l'automobile et des biens de consommation. Le rapport annuel de Vishay indique que 5% du chiffre d'affaires 2008 étaient attribuables au marché « militaire/aérospatial ». Si l'on en croit ce chiffre, moins de 5% du chiffre d'affaires de la société étaient donc réalisés sur le marché militaire.

Selon le rapport annuel de la société, « les composants que Vishay fabrique sont utilisés dans le matériel de cockpit, la navigation GPS, les radars et sonars, les communications radio et satellite, les armes comme les missiles et les torpilles, et dans un vaste éventail de systèmes militaires, spatiaux, aéroportés et aérospatiaux. Ils sont conçus pour résister à des températures extrêmes, des vibrations intenses, une humidité élevée et d'autres contraintes environnementales ». Les composants utilisés dans les missiles ne sont pas considérés comme des « équipements de combat » car il n'a pas été clairement défini qu'ils étaient utilisés pour diriger et contrôler les missiles en question. Vishay a enregistré un chiffre d'affaires net de 2,82 milliards de dollars en 2008. Cette société peut intégrer le portefeuille.

### Caltex Australia Ltd.

Emission	Pays	Filtrage normatif			Filtrage sectoriel				
		Rouge	Orange	Vert	L'armement	L'alcool	Les jeux d'argent	La pornographie	Les tabac
Caltex Australia Ltd	AU	—	—	—	—	—	—	—	—

Rien à signaler concernant l'implication dans les activités controversées ou la part de chiffre d'affaires provenant de telles activités.

### Position existante

Durant le dernier trimestre aucune des sociétés du portefeuille n'a dû être retirée du portefeuille suite au suivi de nos positions par le filtrage éthique.

### Jens Moestrup Rasmussen

Lead Portfolio Manager

Le 12 avril 2010

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.