



Global Value

Titres

- Performance
- Composition du portefeuille
- Évaluation du portefeuille
- Positions individuelles

Informations

Stratégie	Actions « Value »
Risque	Moyen
ISIN	LU0138501191
Devise du compartiment	EUR
Date de lancement	14/12/2001
Gérant	Jens Moestrup Rasmussen
Indice de référence	MSCI World (EUR)
Catégorie Morningstar	Actions Internationales Gdes Cap. Valeur

- sparinvest.eu

Performance

Le fonds Sparinvest Global Value a enregistré une hausse de 10,92% au premier trimestre 2010, tandis que le marché 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 ont bien progressé avec une performance de 14,05%.

Sparinvest Global Value par rapport aux indices en %	T1 2010	2009
Sparinvest Global Value	10,92	23,11
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 1,45% 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 sous pondération 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

À la fin du trimestre, les liquidités représentaient 3,8% des actifs sous gestion. Le fonds comptait 95 positions, dont les dix premières représentaient 30,07% 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. À 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.

Évaluation du portefeuille

Malgré les performances attrayantes réalisées par les marchés 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 bénéfiques, 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 et 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'État de Géorgie, aux États-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. L'offre à 8,60 représente une performance annuelle de seulement 5% si l'on prend en compte les dividendes. 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.

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.