



Global Value

Titres

- Performance
- Composition du portefeuille
- Evaluation 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

Au quatrième trimestre 2010, le fonds Sparinvest Global Value a progressé de 11,41%, ce qui a porté sa performance sur l'année à 26,36%. Les marchés boursiers mondiaux, tels que mesurés par l'indice MSCI World, ont performé de 10,87% sur le trimestre et de 19,53% sur l'exercice. Le fonds Sparinvest Global Value a donc surperformé le reste du marché d'environ 6,83% en 2010.

Il est intéressant de noter que le fonds Sparinvest Global Value a enregistré une performance relativement élevée en 2010 alors que l'indice MSCI World Value (+16,59%) est resté en deçà de l'indice MSCI World Growth (+22,46%). Ce constat n'est pas particulièrement surprenant, après tout, car il s'agit d'un fonds « value » qualitatif, à gestion active qui vise une performance absolue et non une réplique de l'indice MSCI World Value. L'écart est toutefois intéressant. Nous discuterons de cela, et de plusieurs des thèmes abordés ci-dessous, de manière plus détaillée dans la Lettre Trimestrielle.

Sparinvest Global Value par rapport aux indices en %	T4 2010	Année
Sparinvest Global Value	11,41	26,36
MSCI World Index	10,87	19,53
MSCI World Value Index	9,67	16,59
MSCI World Growth Index	12,03	22,46
MSCI World Small Cap Index	13,46	34,89

Dans l'ensemble, le fonds a profité des performances solides de certaines actions spécifiques. Par exemple, les marchés européens se sont montrés relativement faibles en 2010. L'indice MSCI Europe a progressé de 11,10% sur l'année mais nos positions ont affiché des performances plus proches de 25%. Au niveau géographique, nous avons tiré parti de notre faible exposition à des pays comme la Grèce, le Portugal et l'Espagne. Mais ce qui est encore plus important, c'est que dans les

pays européens auxquels nous étions fortement exposés, comme l'Allemagne, le Royaume-Uni et les Pays-Bas, nos performances ont largement dépassé celles des marchés.

En Europe, ainsi que dans d'autres régions comme l'Amérique du Nord et le Japon, nos meilleures performances proviennent de secteurs cycliques comme les biens de consommation discrétionnaires, les valeurs industrielles et les technologies de l'information. Ces segments se sont, certes, très bien comportés au sein des marchés mais nos positions se sont également montrées particulièrement robustes.

Notre exposition à l'Amérique du Nord, traditionnellement bien inférieure à 10%, frôle désormais les 13% à mesure que nous continuons de dénicher des opportunités d'investissement intéressantes. Certaines de nos positions aux Etats-Unis, acquises au cours des deux dernières années, ont d'ores et déjà généré d'excellentes performances, à l'instar de Columbia Sportswear dont le cas est abordé plus bas, et nous conservons de nombreuses autres valeurs dont le potentiel d'appréciation est toujours considérable.

Naturellement, pendant toute période, certains secteurs, régions ou titres individuels d'un portefeuille diversifié se comportent moins bien que d'autres. Ainsi, le secteur des matériaux s'est-il révélé relativement faible pour notre fonds en 2010, tandis que les valeurs énergétiques dans leur ensemble ont manqué d'éclat. Les actions japonaises ont elles aussi traversé une année difficile mais ont toutefois regagné rapidement du terrain au cours de ces deux derniers mois. Il est évident que la vigueur du yen ne les a pas aidées. En ce qui concerne le risque de change, vous pouvez consulter à cet égard la partie de la Lettre Trimestrielle dédiée à ce thème. Comme toujours, nous avons surveillé de près l'évolution des fondamentaux ainsi que la valeur intrinsèque des régions, secteurs et titres individuels qui se sont moins bien comportés. Nos conclusions sont très encourageantes et nous sommes convaincus de la capacité des titres en question à générer des rendements solides à long terme.

Composition du portefeuille

A la fin du trimestre, les liquidités représentaient 5,4% de l'encours sous gestion. Le fonds comptait 98 positions, les dix plus importantes représentant 29,20% du total.

Depuis notre dernière lettre, nous avons effectué deux nouveaux investissements : nous avons acheté des actions d'Inpex, une société japonaise du secteur du pétrole et du gaz, et des actions de Zurich Financial Services, une grande compagnie d'assurances basée en Suisse.

Afin de rééquilibrer l'ensemble de notre portefeuille, nous avons renforcé notre exposition existante à certains

titres et réduit la part de certains autres. Nos positions dans BIC, Daetwyler et Columbia Sportswear, abordées ci-dessous, ont ainsi été vendues.

Pour obtenir de plus amples informations sur le fonds, notamment l'intégralité des positions du portefeuille, sa performance et la répartition par secteur et par zone géographique, veuillez consulter la fiche d'information du fonds figurant à la fin de ce document ou notre site Internet.

Evaluation du portefeuille

Plusieurs facteurs ont contribué à la performance robuste du fonds en 2010. Cependant, en tant que gestionnaires de fonds, nous sommes surtout encouragés par le potentiel considérable de performances futures qui subsiste selon nous. Les valorisations restent très intéressantes.

Pour en donner une indication, nous regroupons les positions en une société théorique dont le ratio cours / valeur comptable est de tout juste 1,07 fois, contre 2,26 fois pour l'indice MSCI World. Les multiples de bénéficiaires sont eux aussi encourageants : grâce au levier opérationnel solide d'un bon nombre de nos positions, un potentiel de croissance bénéficiaire robuste apparaîtra au fur et à mesure du rétablissement progressif des conditions économiques et de l'amélioration du chiffre d'affaires des sociétés. Le rapport EV / EBITDA (valeur de l'entreprise / excédent brut d'exploitation), un indicateur utile du prix des sociétés par rapport à leur capacité bénéficiaire, correspond à 8,2 fois l'EBITDA pour l'exercice écoulé, contre 9,2 fois pour le MSCI World. Cependant, par rapport aux estimations Bloomberg pour les exercices 2010 et 2011, le ratio EV / EBITDA du portefeuille tombe à 5,7 et 5,3 fois, contre 7,5 et 6,9 fois pour le MSCI World.

Le bilan consolidé est sain, avec un ratio endettement net / fonds propres de tout juste 26% (contre 51% pour le MSCI World) et un ratio immobilisations incorporelles / fonds propres de 17% seulement (contre 51% pour l'indice).

Le fonds Sparinvest Global Value est un portefeuille composé de sociétés fortement décotées qui offrent un adossement à des actifs solides ainsi qu'une capacité bénéficiaire robuste à long terme. Nous sommes convaincus que ce portefeuille générera des performances substantielles pendant les années à venir.

Positions individuelles

COLUMBIA SPORTSWEAR

Objectif atteint

Columbia Sportswear, le fabricant de vêtements d'extérieur qui rivalise avec des marques comme The North Face, a une présidente extrêmement dure. Gertrude Boyle a 86 ans. En novembre 2010, un homme qui tentait

de la kidnapper pour obtenir une rançon l'a menacée de son arme, mais elle a réussi à alerter la police qui l'a secourue sans encombre. Mais lorsque le chef de la police locale lui a rendu visite chez elle, il portait malheureusement une veste The North Face et quand il a demandé à Gertrude si elle allait bien, elle lui a immédiatement répondu : « *J'allais bien jusqu'à ce que vous entriez chez moi avec cette veste.* »

Cette attitude indépendante et rebelle se reflète dans la société. Après en avoir hérité le contrôle en 1970 et s'être rendu compte que Columbia était fortement endettée, Gertrude s'est juré de ne plus jamais trop s'appuyer sur les banques. Quarante ans plus tard, le bilan est extrêmement sain et l'entreprise dispose de liquidités nettes abondantes. Parallèlement, Columbia a continuellement renforcé la réputation de sa marque ainsi que sa part de marché, tout en développant son chiffre d'affaires qui est passé de moins d'un million d'USD en 1970 à plus de 1,3 milliard d'USD en 2007.

Néanmoins, à compter de mi-2007, il est devenu évident que cette croissance des bénéfices allait ralentir, ce qui a fait chuter le cours boursier de Columbia. Cette réaction nous a paru exagérée : après une telle croissance, une période de contraction était peut-être naturelle après tout. Son historique et la solidité de son bilan nous donnaient confiance dans l'avenir du groupe en dépit de la concurrence accrue à laquelle Columbia devait faire face. Nous pensions que ce titre comportait toujours une décote importante par rapport à sa valeur intrinsèque et nous avons donc acheté des actions à un prix d'environ 42 USD mi-2008, ce qui correspondait à un ratio cours / bénéfices d'environ 10 fois et un ratio cours / valeur comptable d'environ 1,5 fois.

Bien sûr, le ralentissement économique et l'effondrement des dépenses de consommation qui ont suivi ont particulièrement fait souffrir les ventes de Columbia. C'est là que son bilan solide, un critère pour tous nos investissements, est entré en jeu. Columbia a volontairement augmenté ses dépenses au plus bas du cycle économique, a ouvert de nombreux magasins en Europe et aux États-Unis alors que des baux à bas prix étaient disponibles, a lancé davantage de campagnes publicitaires, a augmenté ses dépenses de R&D et a même sponsorisé une équipe du Tour de France. En bref, pendant que certains de ses concurrents pansaient leurs blessures, Columbia était dans une position financière suffisamment confortable pour se permettre d'adopter une politique agressive.

Cette stratégie porte ses fruits aujourd'hui et, si les ventes réelles n'ont pas encore renoué avec leurs niveaux d'avant la crise, le carnet de commandes de la société s'est nettement reconstitué. Le cours du titre a entamé une reprise à partir de la mi-2009, atteignant notre valeur intrinsèque fin 2010. Nous avons vendu nos actions à un prix de 60 USD et réalisé une plus-value totale de plus de

50% sur notre investissement initial, dividendes inclus.

Daetwyler Holding

Objectif atteint

Daetwyler Holding est une société suisse qui fabrique toute une gamme de composants industriels, de produits en caoutchouc, de câbles et d'emballages pour produits pharmaceutiques. Malgré cette diversité, elle possède une part de marché solide pour plusieurs de ses produits et peut se targuer d'être un « acteur multi-niches ».

Daetwyler fait partie des titres « value » de Sparinvest depuis longtemps et le titre a été acheté initialement par le Danish Value Aktier Fund en 1997, date à laquelle son cours était bien inférieur à sa valeur comptable, soit environ 20 CHF par action (chiffre ajusté pour tenir compte des fractionnements ultérieurs). L'action est venue rejoindre le portefeuille Global Value lors du lancement du fonds fin 2001.

Les produits Daetwyler l'exposent à une certaine cyclicité des bénéfices, même si son activité d'emballages pharmaceutiques est naturellement un peu moins sensible aux cycles économiques. Sa division Câbles a bien sûr souffert de l'éclatement de la bulle informatique en 2000 et la plupart de ses divisions ont dû faire face à un effondrement de la demande pendant la crise mondiale de 2008. Quoiqu'il en soit, aussi bien lors de notre premier investissement qu'au fil des ans, la direction a maintenu un bilan sain et des niveaux d'endettement net faibles. Malgré des périodes difficiles, il nous a semblé évident que la capacité bénéficiaire à long terme de la société resterait intacte à tous les stades du cycle, sa santé financière nous donnant en outre une certaine tranquillité d'esprit.

En 2009 et 2010, le potentiel de redressement rapide des bénéfices est devenu évident et le cours boursier a réagi en conséquence. En décembre 2010, il a atteint notre estimation de sa valeur intrinsèque et la position a été vendue à environ 75 CHF par action, ce qui correspond à un rendement solide sur notre investissement original, dividendes inclus.

Deutsche Postbank

Cédée lors d'un rachat

Nous investissons depuis longtemps dans Deutsche Postbank, la première banque de détail d'Allemagne. Postbank compte plus de 14 millions de clients et dispose d'un vaste réseau d'agences à travers le pays. D'après nous, ces atouts étaient fort susceptibles d'attirer un acheteur. La vaste base de comptes de dépôts de clients constituait une source de financement relativement stable et nous pensions qu'il existerait très certainement une possibilité de maximiser le potentiel de ventes de ce réseau d'agences très étendu.

En 2008, il est devenu évident que Deutsche Post, le

premier actionnaire de Postbank détenant une participation de 70%, cherchait à vendre. Deutsche Bank est apparue en tant qu'acheteuse et en septembre 2008, Deutsche Post a accepté de lui vendre une position initiale de 30% à un prix d'environ 57 EUR par action. Mais le lendemain, Lehman Brothers a fait faillite. Les transactions ont été gelées un peu partout dans le monde et les valeurs financières se sont effondrées : Deutsche Postbank est tombée en dessous de 8 EUR en mars 2009.

En octobre 2010, alors que les conditions commençaient à se normaliser, Deutsche Bank a annoncé une offre publique d'achat de toutes les actions de Deutsche Postbank. A 25 EUR, le prix d'offre présentait une forte prime par rapport aux planchers auxquels la panique avait fait plonger les cours pendant la crise financière, mais s'inscrivait évidemment bien en dessous du prix mentionné en 2008. On a toutefois appris que Deutsche Post et Deutsche Bank avaient conclu un accord assez spécial : Deutsche Post avait accepté non pas de céder sa participation importante à 25 EUR, mais plutôt de la vendre à Deutsche Bank en 2012 à environ 40 EUR par action.

La structure de cette opération, pour le moins obscure, a largement retenu l'attention des médias. Dans les faits, Deutsche Bank était parvenue à annoncer une offre de rachat à 25 EUR tout en promettant de payer au principal actionnaire un prix bien plus élevé ultérieurement. Normalement, lors d'un rachat, le même prix est proposé aux actionnaires aussi bien majoritaires que minoritaires et les organismes de réglementation s'efforcent généralement de protéger ce principe.

Nous sommes d'avis que cette structure est pour le moins allée à l'encontre de l'esprit de bonne gouvernance d'entreprise et de traitement équitable des actionnaires. Elle a malgré cela été approuvée par les autorités de réglementation allemandes et, après un examen approfondi de la situation, il nous restait les deux options suivantes : nous pouvions vendre nos actions immédiatement à 25 EUR ou rester actionnaires en partant du principe qu'un prix bien supérieur pourrait être obtenu ultérieurement. Cette seconde solution impliquait de conserver une action assortie d'un free float potentiellement très faible et de devoir attendre pendant peut-être longtemps pour espérer obtenir un prix supérieur, si nous y parvenions

un jour. Face à une telle incertitude, nous avons décidé qu'il était dans l'intérêt de nos fonds d'accepter l'offre de rachat et de réinvestir le produit de la cession ailleurs.

Donc, si notre scénario d'investissement initial s'est révélé correct, c'est-à-dire que les actifs de Deutsche Postbank ont effectivement fait l'objet d'une prise de contrôle, l'issue finale ne nous a pas satisfaits pleinement. Naturellement, l'intensité de la crise financière y a été pour quelque chose. Mais il est quelque peu décevant que la réglementation n'ait pas empêché ce qu'on peut considérer comme un rachat en deux étapes dans le cadre duquel l'actionnaire majoritaire a perçu un prix et les actionnaires minoritaires en ont perçu un autre.

Société BIC

Objectif atteint

La marque BIC a été connue du monde entier dans les années 1950 avec l'énorme succès de ses stylos à bille. La société conserve d'ailleurs une forte présence dans le segment des stylos à travers d'autres marques comme Ballograf et Sheaffer. BIC fabrique cependant une vaste gamme de produits concentrés sur trois domaines clés : la papeterie, les briquets et les rasoirs. Ses produits sont vendus partout dans le monde et elle bénéficie de positions de leader sur la plupart de ses segments.

Fin 2007, les bénéfices de BIC s'étaient révélés quelque peu inférieurs aux attentes en raison de la concurrence âpre dans le segment des rasoirs et de l'essoufflement des ventes de papeterie en Amérique du Nord, sur fond de ralentissement économique. Les sociétés considérées traditionnellement comme défensives, telles que BIC, peuvent être sévèrement punies par le marché boursier lorsque leurs bénéfices déçoivent et ses actions se sont donc effondrées mi-2008. BIC offrait toutefois un portefeuille de marques solide, conjugué à un bilan extrêmement sain assorti de liquidités nettes depuis des années. Nous étions donc convaincus que sa capacité bénéficiaire à long terme serait intacte. En juin 2008, nous avons pu prendre une participation dans BIC à 33 EUR par action, soit environ 10 fois les bénéfices et 1,4 fois la valeur comptable de ses immobilisations corporelles. Il s'agissait là d'une rare opportunité.

Nous ne sommes pas adeptes du market timing et notre objectif n'est pas de prédire quelles actions ou quels secteurs sont susceptibles de bien se comporter au cours

des prochains trimestres. Nous préférons nous concentrer strictement sur l'analyse et l'évaluation des fondamentaux et acheter des titres qui semblent présenter une forte décote par rapport à leur valeur intrinsèque et qui offrent donc une marge de sécurité confortable. Cette stratégie nous amène souvent à acheter, avec le recul, des actions qui se rapprochent de leur plus bas. C'était certainement le cas pour BIC. Son cours boursier a continuellement progressé à partir de juin 2008 à mesure que la confiance dans les bénéfices du groupe réapparaissait. En effet, aujourd'hui, des bénéfices record sont attendus en 2010 et 2011. En octobre 2010, les actions ont atteint notre estimation de la valeur intrinsèque à 60 EUR et nous avons donc cédé notre position. Dividendes inclus, nous avons réalisé une performance de plus de 90% sur notre investissement initial.

Jens Moestrup Rasmussen

Lead Portfolio Manager

12 janvier 2011

Il est recommandé de lire ce point trimestriel conjointement avec la dernière lettre dans laquelle notre équipe Actions « value » donne son point de vue sur l'investissement « value » et les évolutions des marchés.

Sparinvest Global Value type de parts disponibles	ISIN
EUR I	LU0258533180
EUR R	LU0138501191
EUR UKI	LU0258534071
EUR UKR	LU0259214707
GBP UKR	LU0258527455
USD I	LU0294897425
USD R	LU0298896787



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.

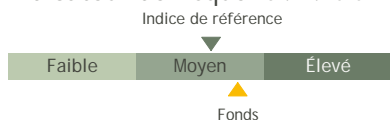
Le compartiment mentionné fait partie de Sparinvest SICAV, fonds ouvert à compartiments multiples de droit luxembourgeois. Pour des informations complémentaires, veuillez vous référer au prospectus et aux rapports annuels et semi-annuels. Ces documents peuvent être obtenus sur simple demande et sans 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 garantant des 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: Actions "Value"

Le fonds est un fonds d'actions internationales qui investit globalement (zones émergentes exclues) sur la base du « stock picking ». La sélection de valeurs est basée sur une approche « value ». Après une analyse approfondie de l'information publique disponible, les titres qui ont une évaluation très inférieure à leur valeur intrinsèque sont sélectionnés. La marge de sécurité est très importante et par conséquent le fonds a un risque plus faible que celui du marché. Le fonds est axé sur la préservation du capital.

Indicateur de risque - 31/12/2010



Informations

Code ISIN	LU0138501191
Bloomberg	SPAGLV.LX
Compartiment	EUR R
Date de création du fonds	14/12/2001
Devise du compartiment	EUR
Affectation des résultats	(C)
Nom de société	Sparinvest S.A.
Domiciliation	Luxembourg
Date de lancement	14/12/2001
Actif net (millions) - 31/12/2010	885,85 EUR
Gestion financière	Sparinvest S.A.
Gérant	Jens Rasmussen
Gère le fonds depuis	14/12/2001
Indice de référence ¹	MSCI World
Morningstar catégorie™ ²	Actions International Gdes Cap. "Value"
VL - 31/12/2010	168,89 EUR
Droits d'entrée (jusqu'à)	3,00 %
Droits de sortie	0,00 %
Frais de gestion	1,50 %
TER - 31/12/2009	2,00 %

Performance - Mensuelle, déc.-2010

Perf.	Fonds	Ind. de réf ¹	Différence
Ex. en cours	26,36%	19,53%	6,83%
1 mois	6,01%	4,17%	1,84%
3 mois	11,41%	10,87%	0,53%
1 an	26,36%	19,53%	6,83%
3 ans ann.	-3,67%	-2,09%	-1,58%
5 ans ann.	0,09%	-0,17%	0,26%

Risque 3 ans - Mensuelle, déc.-2010

Risque	Fonds	Ind. de réf ¹	Morningstar ²
Volatilité	21,72%	18,49%	19,24%
Sharpe	-0,16	-	-0,20
Ratio info	-0,10	-	-

Notation Morningstar **★★★**

Performance - 31/12/2010

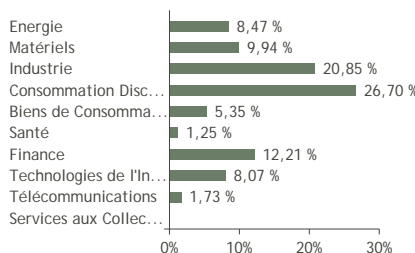


Performance	2007	2008	2009	2010	-
Fonds	-1,04%	-42,54%	23,11%	26,36%	-
Indice de référence	-1,66%	-37,64%	25,94%	19,53%	-
Morningstar catégorie™	-3,11%	-37,78%	27,06%	15,45%	-

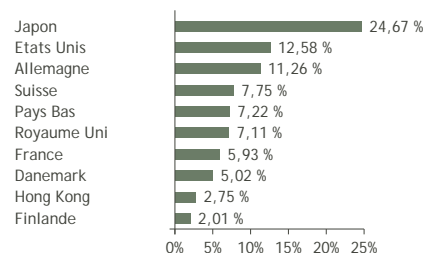
Allocation d'actifs (%)

Positions	Actions	Obligations	Autre	Liquidités
98	94,6%	0,0%	0,0%	5,4%

Allocation sectorielle



Dix premiers pays



Portefeuille (Top 10) - 31/12/2010

Nom de la valeur	Secteur	Type	Pays	Poids
Ms&Ad Insurance Group Holdings	Finance	Actions	Japon	3,88%
A.P. Moeller - Maersk A/S B	Industrie	Actions	Danemark	3,50%
Koninklijke Dsm Nv	Matériels	Actions	Pays Bas	3,05%
J.Sainsbury Plc	Biens de Consomma...	Actions	Royaume Uni	3,01%
Hochtief A.G.	Industrie	Actions	Allemagne	2,84%
Frankfurt Airport Serv.Worldw.	Industrie	Actions	Allemagne	2,76%
Hutchison Whamp/Hk0.25	Industrie	Actions	Hong Kong	2,75%
Dillards Inc A	Consommation Discrét...	Actions	Etats Unis	2,75%
Roy.Philips Electr./Eur 0.2	Industrie	Actions	Pays Bas	2,33%
Peugeot Sa	Consommation Discrét...	Actions	France	2,33%

Notes:

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

Commentaire sur l'indice de référence

-