



Ethical Global Value

Titres

- Performance
- Composition du portefeuille
- Evaluation 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

Performance

Au premier trimestre 2011, Sparinvest Ethical Global Value a perdu 1.38% du fait de l'effondrement des marchés boursiers en mars, qui lui a coûté 3.72%. Les événements tragiques survenus au Japon et les troubles politiques au Moyen-Orient ont été les principaux coupables de cette baisse. Le marché boursier global – tel que mesuré par l'indice MSCI World – a cédé quant à lui 0,93% sur la même période, c'est-à-dire que Sparinvest Ethical Global Value a baissé d'environ 1%.

Il est intéressant de noter qu'au premier trimestre, les actions « value » dans leur ensemble – telles que mesurées par l'indice MSCI World Value (+0,12%) – ont surperformé les titres « growth », tels que mesurés par l'indice MSCI World Growth (-1,96%). A l'inverse, en 2010, elles avaient affiché une sous-performance relative, alors que nos fonds « value » s'étaient distingués par des niveaux de surperformance significatifs. Nous avons abordé ce thème dans notre précédente Lettre trimestrielle.

Sparinvest Ethical Global Value par rapport aux indices en %	T1 2011	2010
Sparinvest Ethical Global Value	-1,38	27,88
MSCI World Index	-0,93	19,53
MSCI World Value Index	0,12	16,59
MSCI World Growth Index	-1,96	22,46
MSCI World Small Cap Index	0,42	34,89

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.

Ce net recul de la performance s'explique, naturellement, par l'exposition importante du fonds aux actions japonaises, qui ont été nombreuses à voir leur cours chuter immédiatement après le tremblement de terre tragique et le tsunami qui l'a suivi. Quoi qu'il en soit, le marché

japonais dans son ensemble et les positions que nous y possédons ont opéré un net redressement pendant les deux dernières semaines du mois. Ainsi, sur le trimestre, l'indice MSCI Japon a baissé de 10,0%, un chiffre sur lequel s'est plus ou moins alignée la performance de nos positions nipponnes.

Dans notre Lettre trimestrielle actuelle, nous mentionnons les différentes crises que le monde a traversées ces dernières années, et traitons bien entendu de la situation du Japon en profondeur. Nous soulignons cependant qu'en tant qu'investisseurs long terme, il est essentiel d'éviter la panique, de rester calmes et de continuer à nous concentrer sur les faits et sur l'analyse fondamentale de nos positions. Aussi surveillons-nous rigoureusement nos positions dans l'Archipel nippon, convaincus que les arguments d'investissement restent solides et que les faibles valorisations offrent un potentiel certain.

En Europe, les performances se sont montrées très différentes en fonction des régions. Le sud du continent, auquel nous sommes relativement peu exposés, a connu un léger rebond après un exercice 2010 médiocre. En Allemagne, pays auquel nous sommes fortement exposés, nos positions se sont mieux comportées que le reste du marché, alors que nous avons enregistré une sous-performance au Royaume-Uni.

Notre exposition à l'Amérique du Nord continue d'augmenter, surtout en raison de performances absolues et relatives robustes, et est désormais proche de 15%. Citons à titre d'exemple Cabela's, un détaillant américain que nous avons vendu après seulement sept mois de présence au sein du portefeuille et dont nous discutons ci-dessous.

A l'échelle sectorielle, l'énergie a mené la danse, sans grande surprise, et nos positions dans le secteur ont réalisé une nette surperformance par rapport à leurs pairs. De plus, notre participation dans la consommation discrétionnaire a subi une chute assez brusque surtout imputable à l'exposition japonaise.

Indépendamment des événements extraordinaires, nous ne pouvons nous montrer satisfaits des résultats trimestriels aussi bien absolus que relatifs. Les fondamentaux sous-jacents de nos positions nous semblent toutefois émettre des signes encourageants d'une reprise en cours après la crise financière mondiale. Les valeurs intrinsèques sont robustes. Nous demeurons concentrés sur la génération de performances absolues saines à long terme et persuadés que notre portefeuille présente un potentiel significatif à l'avenir.

Composition du portefeuille

A la fin du trimestre, les liquidités représentaient 4.5% des actifs sous gestion. Le fonds comptait 94 positions, les dix plus importantes représentant 30.47% du total.

Depuis notre dernière lettre, nous avons effectué un nouvel investissement : nous avons acquis des actions Yamaha, un fabricant japonais d'instruments de musique.

Pour rééquilibrer l'ensemble de notre portefeuille, nous avons renforcé nos positions dans certains titres et réduit certaines autres. Notre participation dans Cabela's, qui est mentionnée ci-dessous, a été cédée.

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

Les évaluations restent très intéressantes. Les positions sont réunies en une société théorique pour donner une indication approximative de l'évaluation.

Cette société présente un ratio cours / valeur comptable de tout juste 1,04 fois, contre 2,17 fois pour l'indice MSCI World. Le bilan est sain, avec un ratio endettement net / fonds propres de 23% seulement (contre 46% pour l'indice MSCI World) et un rapport immobilisations incorporelles / fonds propres de 17% seulement (contre 52% pour l'indice).

Le portefeuille bénéficie d'un effet de levier opérationnel solide et ses multiples basés sur les bénéfices montrent une croissance des profits telle que nous en avons discuté plus haut. Le ratio cours / bénéfices atteint 16,1 fois pour l'exercice précédent, un chiffre qui tombe à 12,9 fois les estimations Bloomberg pour 2011 et 10,8 fois pour 2012 (contre 11,9 fois pour le MSCI World). Parallèlement, le rapport VE / EBITDA (valeur d'entreprise/excédent brut d'exploitation), un indicateur utile du prix des sociétés par rapport à leur capacité bénéficiaire, n'est que de 4,8 fois les estimations Bloomberg 2012, contre 6,5 fois pour le MSCI World.

Sparinvest Ethical Global Value est un portefeuille composé de sociétés affichant une décote prononcée, qui offrent un adossement à des actifs solides ainsi qu'un pouvoir bénéficiaire robuste à long terme. Nous sommes

convaincus qu'il générera des performances d'investissement substantielles pendant les années à venir.

Positions individuelles

Cabela's

Objectif atteint

Cabela's est un détaillant américain dont le siège est dans le Nebraska, mais qui possède des magasins dans toute l'Amérique du Nord. Il vend des équipements et des vêtements d'extérieur destinés à des activités telles que la chasse, la pêche et le camping. Conçus pour être divertissants en eux-mêmes, ses magasins offrent une multitude d'attractions visant à attirer les clients. Cabela's a aussi développé des activités florissantes de vente directe via ses catalogues et Internet, qui représentent aujourd'hui près de la moitié de son chiffre d'affaires. De plus, la société propose une carte de crédit qui a déjà séduit plus d'un million de clients.

Nous avons investi dans Cabela's en juillet 2010. Si la société a naturellement été affectée par la crise financière, ses bénéfices ont fait preuve de robustesse et nous sommes convaincus que la capacité bénéficiaire de base de son réseau de magasins et son image de marque restent intacts. Alors que certains de ses concurrents souffraient quelque peu de la faiblesse de leur bilan, la santé financière de Cabela's lui a conféré une position compétitive de choix. Nous sommes en outre impressionnés par la gestion conservatrice de son activité de carte de crédit : la base des porteurs de la carte Cabela's jouit d'une solvabilité particulièrement élevée et a affiché des taux de défaillance bien inférieurs à la moyenne pendant la crise financière.

Les multiples d'évaluation étaient faibles, le cours de l'action correspondant à environ une fois la valeur comptable et le ratio cours / bénéfice s'inscrivant à 10 fois. Aussi bien du point de vue des actifs que des bénéfices, nous avons vu là une occasion d'investir dans la qualité, à bas prix. Après notre investissement, le cours boursier s'est progressivement rapproché de notre estimation de la valeur intrinsèque. Ce que prouve peut-être l'exemple de Cabela's, c'est que l'investissement n'est pas toujours motivé par des moteurs clairs poussant les cours boursiers vers le haut – il est souvent tout simplement guidé par les anomalies de prix de certaines sociétés, qui se rapprochent petit à petit de leur véritable valeur. Alors que nous avons acheté les actions au prix de 14,70 USD en juillet 2010, nous les avons cédées pour 24 USD en janvier 2011, réalisant ainsi une performance de plus de 63%.

Ethix SRI Advisors : résumé des critères d'exclusion

Filtrage normatif (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.

Yamaha

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

Yamaha Corp possède une participation de 12% dans Yamaha Motor. Ce dernier produit des « équipements militaires autres », tels que des hélicoptères sans équipage, essentiellement développés pour une utilisation dans des applications civiles. Les hélicoptères peuvent potentiellement être convertis pour un usage militaire. La société affirme avoir reçu des « demandes de la part de responsables gouvernementaux et militaires. »

Si l'on en croit les informations disponibles sur le portefeuille d'activités de la société, il semble que le chiffre d'affaires lié à l'offre d'équipements et de services spécifiquement militaires soit négligeable.

Positions existantes

Aucune nouvelle n'est à signaler sur le trimestre.

Jens Moestrup Rasmussen

Lead Portfolio Manager

11 avril 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 Ethical Global Value type de parts disponibles	ISIN
EUR I	LU0362355439
EUR R	LU0362355355
EUR UKI	LU0362355785
EUR UKI	LU0362355603



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 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. 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. Un screening impartial est réalisé par Ethix SRI Advisors à deux niveaux : Norm-Based Screening® (normes globales internationales) - Sector-Based Screening® (critères sectoriels). Ce filtrage permet que seuls les investissements véritablement éthiques puissent entrer dans le portefeuille.

Indicateur de risque - 31/03/2011

Indice de référence



Performance - Mensuelle, mars-2011

Perf.	Fonds	Ind. de réf ¹	Différence
Ex. en cours	-1,38%	-0,93%	-0,45%
1 mois	-3,72%	-3,63%	-0,09%
3 mois	-1,38%	-0,93%	-0,45%
1 an	12,95%	8,17%	4,77%
3 ans ann.	-	3,49%	-
5 ans ann.	-	-1,12%	-

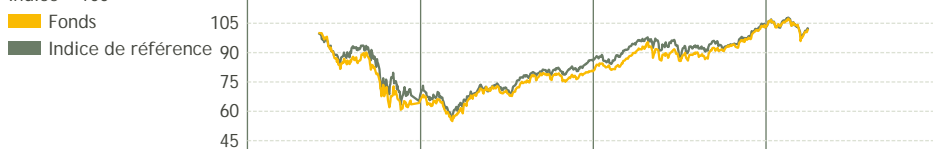
Risque 3 ans - Mensuelle, mars-2011

Risque	Fonds	Ind. de réf ¹	Morningstar ²
Volatilité	-	17,55%	18,19%
Sharpe	-	-	0,08
Ratio info	-	-	-

Notation Morningstar -

Performance - 31/03/2011

Indice = 100



Performance	2008	2009	2010	03-2011
Fonds	-	22,75%	27,88%	-1,38%
Indice de référence	-37,64%	25,94%	19,53%	-0,93%
Morningstar catégorie TM	-37,78%	27,06%	15,45%	-1,02%

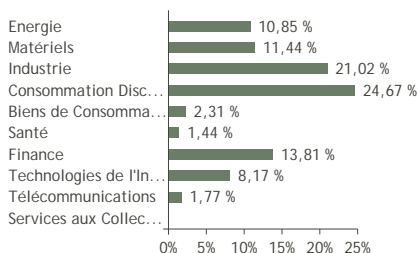
Allocation d'actifs (%)

Positions	Actions	Obligations	Autre	Liquidités
94	95,5%	0,0%	0,0%	4,5%

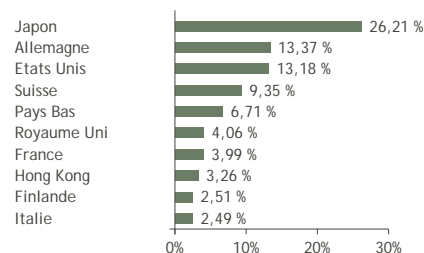
Informations

Code ISIN	LU0362355355
Bloomberg	SPAEGVR.LX
Compartiment	EUR R
Date de création du fonds	30/05/2008
Devise du compartiment	EUR
Affectation des résultats	(C)
Nom de société	Sparinvest S.A.
Domiciliation	Luxembourg
Date de lancement	30/05/2008
Actif net (millions) - 31/03/2011	137,65 EUR
Gestion financière	Sparinvest S.A.
Gérant	Jens Rasmussen
Gère le fonds depuis	30/05/2008
Indice de référence ¹	MSCI World
Morningstar catégorie TM ²	Actions International Gdes Cap. "Value"
VL - 31/03/2011	101,38 EUR
Droits d'entrée (jusqu'à)	3,00 %
Droits de sortie	0,00 %
Frais de gestion	1,50 %
TER - 31/12/2010	1,99 %

Allocation sectorielle



Dix premiers pays



Portefeuille (Top 10) - 31/03/2011

Nom de la valeur	Secteur	Type	Pays	Poids
Frankfurt Airport Serv.Worldw.	Industrie	Actions	Allemagne	3,80%
Hochtief A.G.	Industrie	Actions	Allemagne	3,70%
Ms&Ad Insurance Group Holdings	Finance	Actions	Japon	3,64%
Koninklijke Dsm Nv	Matériels	Actions	Pays Bas	3,38%
Hutchison Whamp/Hk0.25	Industrie	Actions	Hong Kong	3,26%
Roy.Philips Electr./Eur 0.2	Industrie	Actions	Pays Bas	2,95%
Peugeot Sa	Consommation Discrét...	Actions	France	2,77%
Bqe.Cantonale Vaudoise /Nom.	Finance	Actions	Suisse	2,47%
Man Se	Industrie	Actions	Allemagne	2,28%
Ericsson Tel. B	Technologies de l'Info...	Actions	Suède	2,22%

Notes:

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

Commentaire sur l'indice de référence

-

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. Pour toutes 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 de la société de gestion Sparinvest SA, auprès du représentant légal de la SICAV ou auprès des distributeurs agréés. Tout investissement doit être effectué sur la base de ces documents. Sources: Sparinvest S.A., Morningstar, Standard & Poors, Bloomberg aux dates indiquées.