



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	Élevé (6)
ISIN	LU0362355355
Devise du compartiment	EUR
Date de lancement	30/05/2008
Gérants	Jens Moestrup Rasmussen & Kasper Billy Jacobsen
Indice de référence	MSCI World (EUR)
Catégorie Morningstar	Actions Internationales Gdes Cap.



Performance

Au troisième trimestre 2011, le fonds Sparinvest Ethical Global Value a perdu 15,66%. Sur la même période, le marché mondial des actions – tel que mesuré par l'indice MSCI World – s'est replié de 9,89%, tandis que le segment des actions « value » - tel que mesuré par l'indice MSCI World Value – a cédé 10,37%. La performance négative du fonds, en termes aussi bien absolus que relatifs, s'explique avant tout par son exposition relativement élevée aux actions des petites capitalisations européennes cycliques. L'indice MSCI Europe a perdu 16,37% sur le trimestre, alors que le marché mondial des petites capitalisations a reculé de 14,04%.

Sparinvest Ethical Global Value par rapport aux indices en %	T3 2011	Année
Sparinvest Ethical Global Value	-15,66	-19,15
MSCI World Index	-9,89	-12,21
MSCI World Value Index	-10,37	-12,27
MSCI World Growth Index	-9,43	-12,16
MSCI World Small Cap Index	-14,04	-15,98

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.

Depuis le début de l'exercice 2011, le fonds Sparinvest Ethical Global Value a perdu de 19,15%, contre un recul de 12,21% pour le MSCI World. Le fonds a souffert du séisme japonais au premier semestre, mais nos positions dans l'Archipel se sont montrées relativement robustes au troisième trimestre. La rapidité de la reprise opérationnelle au Japon a été impressionnante et nos investissements nippons ont compté parmi les plus performants depuis début 2011 si l'on tient compte de la vigueur du yen.

Il ne fait aucun doute que les principaux obstacles à la performance sont venus de la crise de la zone euro et des craintes de ralentissement de la croissance mondiale, voire de récession. L'évolution des marchés boursiers a été dictée avant tout par la peur, créant un contexte difficile pour un portefeuille dont l'exposition aux actions européennes est relativement élevée, bien qu'essentiellement concentrée sur l'Europe du Nord. Par moments, il a semblé que le simple fait d'avoir un code postal européen suffisait à déclencher de fortes baisses de cours. De plus, à l'échelle mondiale, le fonds est assez fortement exposé aux secteurs tels que la consommation discrétionnaire, l'industrie et les matériaux, qui ont particulièrement souffert de l'excès récent de pessimisme du marché en Europe, bien entendu, mais aussi en Amérique du Nord et au Japon.

Naturellement, une telle baisse de la performance trimestrielle n'a rien de réjouissant. Rappelons toutefois que les fluctuations extrêmes récemment affichées par les cours boursiers sont largement décorrélées de l'évolution fondamentale de nos positions. De surcroît, ces marchés ont offert d'excellentes opportunités d'investissement, huit nouvelles sociétés ayant été acquises sur le trimestre.

Mais des problèmes majeurs restent sans solution, surtout dans la zone euro. Le besoin de mesures politiques décisives est vital. Comme nous le disons depuis longtemps, la reprise après une crise du crédit n'est jamais rapide ni facile. Nous ne prédirons pas ici avec précision le scénario macroéconomique auquel le monde fait face, mais la situation est bien différente de celle de la fin 2008 pour une raison essentielle : en 2008, la rapidité du repli avait pris de cours bien des sociétés. Aujourd'hui, à la fin 2011, le climat des affaires n'a pas encore subi de repli notable et dans l'ensemble, les sociétés dans lesquelles nous investissons font état de commandes et de bénéfices encore en bonne voie. Mais cette fois-ci, elles sont prêtes à affronter une éventuelle baisse de régime. Les bilans ont été consolidés grâce, par exemple, à une baisse de l'effet de levier et des stocks. Des économies de coûts disciplinées se sont traduites par une baisse massive des seuils de rentabilité. Nous abordons ce thème plus en détail dans notre dernière Lettre trimestrielle.

Si nous partageons les craintes quant à la situation actuelle en Europe et identifions des risques de croissance relativement faible à court terme, les marchés boursiers actuels nous semblent aussi particulièrement irrationnels. Les évaluations du portefeuille sont mentionnées ci-dessous, mais ce qui ne fait aucun doute à nos yeux, c'est que quels que soient les événements macroéconomiques, les cours boursiers actuels de nos

positions offrent de profondes décotes par rapport à la valeur intrinsèque qui se traduiront par des performances solides dans les années à venir.

Composition du portefeuille

A la fin du trimestre, les réserves de trésorerie étaient à sec. Le fonds comptait 100 positions, les dix plus importantes représentant 25,53% du total.

Nous avons réalisé huit nouveaux investissements sur le trimestre. Ainsi avons-nous acquis des actions BlueScope Steel (Australie, acier), Nokia (Finlande, télécommunications mobiles), Clariant (Suisse, produits chimiques) et Nyrstar (Belgique, mines de zinc et fonderie). Au Japon, nous avons investi dans Nintendo (jeux) et Mitsui OSK (expédition). Deux fabricants d'appareils électroménagers, Whirlpool (Etats-Unis) et Electrolux (Suède) sont eux aussi venus rejoindre le portefeuille.

Il convient de noter que de temps à autre, certaines actions se retrouvent dans le portefeuille à la suite d'opérations stratégiques sur le capital de positions existantes. Citons à titre d'exemple les scissions, c'est-à-dire les cas où une position existante scinde l'une de ses divisions pour former une nouvelle entité cotée séparément. Au cours des derniers trimestres, de telles opérations ont entraîné deux ajouts au sein du portefeuille : ANF Immobilier, un Real Estate Investment Trust issu de la position française existante Eurazeo, et Antoneum, un fabricant de pièces détachées automobiles issu de la position suisse existante Rieter. Les fusions peuvent elles aussi entraîner la création de nouvelles entités, à l'image, du rapprochement récent de Tokyo Style et Sanei International, deux positions existantes, qui ont formé la nouvelle société TSI Holdings. Dans tous ces cas, nous analysons l'entité nouvellement formée et demeurons la plupart du temps investis si nous estimons que le cours du marché présente une décote importante par rapport à la valeur intrinsèque.

Aucune position n'a été entièrement liquidée durant le trimestre. Nous discutons toutefois ci-après du cas de Dillard's, un investissement américain qui a été cédé au deuxième trimestre. Afin de rééquilibrer l'ensemble de notre portefeuille, nous avons renforcé notre exposition existante dans certains titres et réduit la part de certains autres.

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

Dans l'ensemble, les marchés boursiers affichent désormais des niveaux de valorisation attractifs, mais celles de nos positions semblent extrêmes. Pour donner une indication approximative, nous regroupons les positions en une société théorique dont le ratio cours / valeur comptable est de tout juste 0,77 fois, contre 1,52 fois pour l'indice MSCI World. Le bilan demeure solide avec un effet de levier financier faible (ratio endettement net / fonds propres médian de 5% seulement contre 29% pour le MSCI World). Si l'on exclut les immobilisations incorporelles, le fonds s'échange à 1,22 fois sa valeur comptable corporelle, un chiffre qui s'inscrit à 2,38 pour l'indice.

Les multiples basés sur les bénéfices suggèrent qu'un scénario extrêmement négatif est désormais anticipé. Le ratio cours / bénéfices est de 10,0 fois pour l'exercice actuel si l'on en croit les estimations du consensus et de 8,82 fois pour l'exercice suivant (contre 10,8 et 9,68 fois respectivement pour le MSCI World). 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 3,7 fois les estimations pour l'année en cours et de 3,1 fois pour l'année prochaine, contre 5,9 et 5,2 fois respectivement pour le MSCI World. Une comparaison de ces multiples avec les prix effectivement payés pour les sociétés dans le cadre des fusions-acquisitions révèle un potentiel haussier significatif pour le marché dans son ensemble et pour le fonds en particulier.

Le fonds Sparinvest Ethical Global Value investit dans une large gamme de sociétés qui bénéficient d'adossements à des actifs solides ainsi que d'un pouvoir bénéficiaire sur l'ensemble du cycle. En dépit de la volatilité actuelle du marché boursier, la valeur intrinsèque du portefeuille reste tout à fait intacte et nous sommes convaincus qu'il génèrera des performances d'investissement robustes pendant les années à venir.

Positions individuelles

Dillard's

Objectif atteint

Dillard's gère des grands magasins dans le sud-ouest, le sud-est et la région du Midwest des Etats-Unis. La société a été fondée en 1983 par le père de l'actuel CEO et reste sous contrôle familial. Lorsque nous nous sommes intéressés à Dillard's pendant l'été 2007, le groupe venait de traverser une rude période de recul de ses ventes à périmètres constants et de ses marges et sous-performait ses pairs dans un contexte de concurrence âpre.

Alors même qu'elle s'échangeait à 0,75 fois la valeur comptable, l'action n'était pas intéressante du point de vue des bénéfices, ce qui la rendait impopulaire aux yeux de nombreux analystes. Mais nous voyions les choses sous un autre angle. La société détenait la vaste majorité de ses magasins, ce qui nous semblait très précieux, et même plus précieux que les chiffres inscrits à son bilan. Nous estimions que ces actifs constitueraient une valeur plancher solide le jour où les choses tourneraient mal pour la société. Nous identifions par ailleurs un potentiel considérable d'amélioration des bénéfices, et nous n'étions pas les seuls. Pendant l'été 2007, Barington Capital, un hedge fund, a demandé à rencontrer la direction pour l'inciter à fermer les magasins non rentables, à recourir à la cession bail au titre des biens immobiliers de la société ainsi qu'à mieux gérer les magasins et les stocks. Nous avons procédé à l'évaluation de Dillard's sur la base d'une estimation conservatrice des valeurs immobilières en appliquant un multiple faible à sa capacité bénéficiaire potentielle et avons obtenu une décote significative. Le fonds Sparinvest Global Value Fund a acheté ses premières actions Dillard's en août 2007 à 26 USD par action et Dillard's a rejoint le fonds Sparinvest Ethical Global Value Fund lors de son lancement en 2008.

Peu après notre investissement, la crise économique a frappé Dillard's, tout comme le reste du secteur. En dépit de la dépréciation de son cours boursier, nous avons gardé confiance dans notre investissement. Pendant la crise, le titre s'échangeait en dessous de 3 USD, mais nous étions davantage préoccupés par le scénario d'investissement sous-jacent, qui a alors connu une amélioration. La structure du conseil a été modifiée en 2008 et une stratégie officielle relative au déploiement des capitaux, aux économies de coûts et à la maximisation de la valeur pour les actionnaires a été communiquée. A titre d'exemple, Dillard's a vendu un jet d'entreprise superflu et utilisé le produit de la vente pour racheter des actions.

Une fois la crise terminée, Dillard's a commencé à mieux gérer ses magasins et son flux de trésorerie est passé de moins 1 USD par action en 2007 à plus de 6 USD par action en 2009. Puis, en janvier 2011, Dillard's a annoncé son intention de créer un Real Estate Investment Trust afin d'exploiter la valeur substantielle de ses biens immobiliers. Le cours de l'action s'est alors envolé à 55 USD en juillet 2011 et nous avons vendu nos parts lorsqu'il a atteint notre valeur intrinsèque estimée. Il s'agissait là d'une performance satisfaisante et d'un parfait exemple de la manière dont la volatilité de marché peut temporairement rendre un investissement apparemment mauvais, en dépit d'une valeur intrinsèque basée sur des valeurs d'actifs et un potentiel opérationnel robustes.

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

S'agissant des armes

- Tolérance zéro pour les équipements de combat
- Tolérance de 5% pour la production d'équipement militaire et les services associés

Ethix SRI Advisors : Reporting éthique

Nouvelles positions

Huit nouveaux investissements ont été effectués sur le trimestre. Les détails suivent.

Nokia

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

Nokia Siemens Networks, une filiale de Nokia, fait la publicité de sa participation à des systèmes de communication militaire sur le site Internet de la société. Cependant, en 2010, les contrats conclus par Nokia avec le ministère américain de la Défense – présenté comme le principal partenaire dans ce secteur - portaient sur l'offre de matériel de télécommunication de base (et non spécifique au domaine militaire) et de services liés d'une valeur inférieure à 5 millions d'USD (soit bien moins de 0,1% du chiffre d'affaires annuel de Nokia en 2010).

Nintendo

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

Aucun commentaire relatif à la participation à des activités controversées et à la part du chiffre d'affaires découlant de ces activités.

Mitsui OSK

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

Mitsui OSK est une société japonaise de transport spécialisée dans l'envoi de colis à l'international et dans la gestion de paquebots de croisière. La vente d'alcool et de tabac fait partie de ces activités.

Le chiffre d'affaires total s'est élevé à 1,54 trillions de JPY en 2011, l'essentiel découlant du transport maritime en gros et par containers. Le segment « Activités associées », qui inclut les opérations de paquebots de croisière de la société, a représenté 7% du chiffre d'affaires. On estime que la part du chiffre d'affaires découlant de la vente d'alcool et de tabac est négligeable.

Clariant

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

La brochure 2010 de Clariant cite « le secteur militaire » comme client final de ses produits ignifuges. Mais, par nature, ces produits sont à usage double et rien ne prouve que la gamme d'articles ignifuges de Clariant est conçue sur la base de spécifications militaires. Certains autres produits plastiques, textiles et céramiques de Clariant peuvent eux aussi avoir des applications militaires mais n'ont pas été spécifiquement conçus à cette fin.

BlueScope Steel

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

Aucun commentaire relatif à la participation à des activités controversées et à la part du chiffre d'affaires découlant de ces activités.

Whirlpool

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

Aucun commentaire relatif à la participation à des activités controversées et à la part du chiffre d'affaires découlant de ces activités.

Electrolux

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

Aucun commentaire relatif à la participation à des activités controversées et à la part du chiffre d'affaires découlant de ces activités.

Nyrstar

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

Aucun commentaire relatif à la participation à des activités controversées et à la part du chiffre d'affaires découlant de ces activités.

Jens Moestrup Rasmussen
Chief Portfolio Manager
11 octobre 2011

Kasper Billy Jacobsen
Chief Portfolio Manager

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 garanties 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.

Risques et rendements



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) - 30/09/2011	109,93 EUR
Gestion financière	Sparinvest Fondsmæglerelskab A/S
Gérant	Kasper Jacobsen, Jens Rasmussen
Gère le fonds depuis	01/06/2011
Indice de référence ¹	MSCI World
Morningstar catégorie ²	Actions International Gdes Cap. "Value"
VL - 30/09/2011	83,11 EUR
Droits d'entrée (jusqu'à)	3,00 %
Droits de sortie	0,00 %
Frais de gestion	1,50 %
TER - 31/12/2010	1,99 %

Performance - Mensuelle, sept.-2011

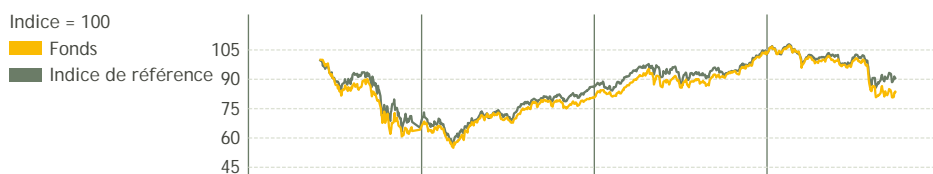
Perf.	Fonds	Ind. de réf ¹	Différence
Ex. en cours	-19,15%	-12,21%	-6,94%
1 mois	-3,44%	-1,96%	-1,48%
3 mois	-15,66%	-9,89%	-5,77%
1 an	-9,36%	-2,67%	-6,69%
3 ans ann.	1,75%	1,46%	0,28%
5 ans ann.	-	-3,34%	-
10 ans ann.	-	-	-

Risque 3 ans - Mensuelle, sept.-2011

Risque	Fonds	Ind. de réf ¹	Morningstar ²
Volatilité	19,29%	16,00%	16,80%
Sharpe	0,12	-	0,07
Ratio info	0,10	-	-

Notation Morningstar **★★★★★**

Performance - 30/09/2011

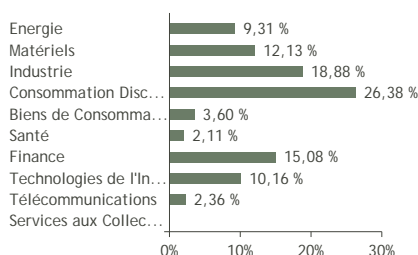


Performance	2008	2009	2010	09-2011
Fonds	-	22,75%	27,88%	-19,15%
Indice de référence	-37,64%	25,94%	19,53%	-12,21%
Morningstar catégorie TM	-37,78%	27,06%	15,45%	-12,69%

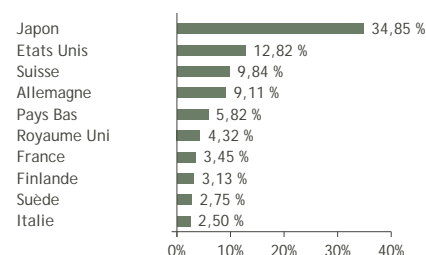
Allocation d'actifs (%)

Positions	Actions	Obligations	Autre	Liquidités
100	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Allocation sectorielle



Dix premiers pays



Portefeuille (Top 10) - 30/09/2011

Nom de la valeur	Secteur	Type	Pays	Poids
Hochtief A.G.	Industrie	Actions	Allemagne	3,07%
Frankfurt Airport Serv. Worldw.	Industrie	Actions	Allemagne	2,95%
Ms&Ad Insurance Group Holdings	Finance	Actions	Japon	2,84%
Koninklijke Dsm Nv	Matériels	Actions	Pays Bas	2,74%
Nippon Tel&Tel	Télécommunications	Actions	Japon	2,36%
Millennium & Cophorne Hotels	Consommation Discrét...	Actions	Royaume Uni	2,36%
Toyota Industries Corp	Consommation Discrét...	Actions	Japon	2,34%
Roy. Philips Electr. /Eur 0.2	Industrie	Actions	Pays Bas	2,33%
Ericsson Tel. B	Technologies de l'Info...	Actions	Suède	2,28%
Hutchison Whamp/Hk0.25	Industrie	Actions	Hong Kong	2,26%

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.