



Global Value

Titres

- Performance
- Composition du portefeuille
- Evaluation du portefeuille
- Positions individuelles

Informations

Stratégie	Actions « Value »
Risque	Élevé (6)
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 troisième trimestre 2011, le fonds Sparinvest Global Value a perdu 16,27%. 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 reculait de 14,04%.

Sparinvest Global Value par rapport aux indices en %	T3 2011	Année
Sparinvest Global Value	-16,27	-20,17
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

Depuis le début de l'exercice 2011, le fonds Sparinvest Global Value a fléchi de 20,17%, 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'accès récent de pessimisme du marché en Europe, bien entendu, mais aussi en Amérique du Nord et au Japon.

Naturellement, une telle chute de la performance trimestrielle n'a rien de réjouissant. Rappelons toutefois que les fluctuations extrêmes récemment affichées par les cours boursiers sont très 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. Cette fois-ci, si la conjoncture se retourne, elles seront prêtes. 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 certes 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

À la fin du trimestre, les liquidités représentaient 0,4% de l'encours sous gestion. Le fonds comptait 109 positions, les dix plus importantes représentant 24,23% 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 Autoneum, 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 à 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, 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 Global Value investit dans une vaste 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 1938 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. Nous avons acheté nos premières actions Dillard's en août 2007 au prix de 26 USD.

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. Dividendes inclus, notre investissement a généré une performance totale satisfaisante d'environ 114 %, illustrant parfaitement la manière dont la volatilité de marché peut temporairement rendre un investissement mauvais en apparence, en dépit d'une valeur intrinsèque basée sur des valeurs d'actifs et un potentiel opérationnel robustes.

Jens Moestrup Rasmussen

Chief Portfolio Manager

11 octobre 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 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.

Risques et rendements



Informations

Code ISIN	LU0138501191
Bloomberg	SPAGLVL 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) - 30/09/2011	573,60 EUR
Gestion financière	Sparinvest Fondsmæglerelskab A/S
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 - 30/09/2011	134,83 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	-20,17%	-12,21%	-7,95%
1 mois	-3,95%	-1,96%	-2,00%
3 mois	-16,27%	-9,89%	-6,38%
1 an	-11,06%	-2,67%	-8,39%
3 ans ann.	0,56%	1,46%	-0,90%
5 ans ann.	-5,85%	-3,34%	-2,50%
10 ans ann.	-	-	-

Risque 3 ans - Mensuelle, sept.-2011

Risque	Fonds	Ind. de réf ¹	Morningstar ²
Volatilité	19,57%	16,00%	16,80%
Sharpe	0,06	-	0,07
Ratio info	-0,03	-	-

Notation Morningstar **★★★☆☆**

Performance - 30/09/2011

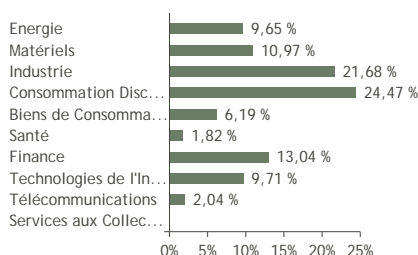


Performance	2007	2008	2009	2010	09-2011
Fonds	-1,04%	-42,54%	23,11%	26,36%	-20,17%
Indice de référence	-1,66%	-37,64%	25,94%	19,53%	-12,21%
Morningstar catégorie TM	-3,11%	-37,78%	27,06%	15,45%	-12,69%

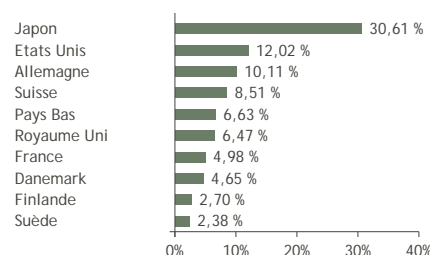
Allocation d'actifs (%)

Positions	Actions	Obligations	Autre	Liquidités
109	99,6%	0,0%	0,0%	0,4%

Allocation sectorielle



Dix premiers pays



Portefeuille (Top 10) - 30/09/2011

Nom de la valeur	Secteur	Type	Pays	Poids
A.P. Moeller - Maersk A/S B	Industrie	Actions	Danemark	3,12%
J. Sainsbury Plc	Biens de Consommation	Actions	Royaume Uni	2,74%
Hochtief A.G.	Industrie	Actions	Allemagne	2,66%
Frankfurt Airport Serv. Worldw.	Industrie	Actions	Allemagne	2,55%
Ms&Ad Insurance Group Holdings	Finance	Actions	Japon	2,46%
Koninklijke Dsm Nv	Matériels	Actions	Pays Bas	2,37%
Man Se	Industrie	Actions	Allemagne	2,23%
Nippon Tel&Tel	Télécommunications	Actions	Japon	2,04%
Millennium & Cophorne Hotels	Consommation Discrétive	Actions	Royaume Uni	2,04%
Toyota Industries Corp	Consommation Discrétive	Actions	Japon	2,02%

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.