



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 ^{TM 2}	Actions International Flex-Cap.



Performance

Au dernier trimestre 2011, le fonds Sparinvest Ethical Global Value a gagné 1,00%, portant la performance sur l'année entière à -18,35%. Le marché boursier mondial, tel que mesuré par l'indice MSCI World, a augmenté quant à lui de 11,20% sur le trimestre, perdant 2,38% sur l'exercice. Le marché mondial des actions « value », tel que mesuré par l'indice MSCI World Value, a progressé pour sa part de 11,18% sur le trimestre et cédé 2,46% en 2011. La performance négative du fonds, en termes aussi bien absolus que relatifs, s'explique avant tout par son exposition relativement élevée aux petites capitalisations européennes cycliques.

Sparinvest Ethical Global Value par rapport aux indices en %	T4 2011	Année
Sparinvest Ethical Global Value	1,00	-18,35
MSCI World Index	11,20	-2,38
MSCI World Value Index	11,18	-2,46
MSCI World Growth Index	11,18	-2,34
MSCI World Small Cap Index	11,85	-6,02

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.

Autrement dit, sur l'exercice 2011 entier, le fonds Sparinvest Ethical Global Value a reculé de 18,35%, contre un repli de 2,38% pour le MSCI World, ce qui correspond à la plus forte sous-performance par rapport à l'indice de référence depuis le lancement du fonds. Ce résultat ne nous satisfait aucunement, ni en termes absolus ni en termes relatifs.

Le contexte a été difficile pour un portefeuille mondial assez exposé à l'Europe et au Japon, surtout au dernier trimestre 2011. La surpondération des petites capitalisations par rapport à l'indice de référence n'a rien fait

pour arranger les choses sur la période. Quoi qu'il en soit, notre sous-exposition à l'Amérique du Nord, qui a nettement surperformé les autres régions avec une performance trimestrielle d'environ 15%, a été le premier facteur de cette sous-performance. La situation a été plus ou moins identique sur l'exercice entier, les actions américaines affichant des performances positives de 3%, alors que l'Europe et le Japon perdaient entre 8% et 11%.

A l'échelle sectorielle, la consommation discrétionnaire, la finance et l'industrie ont constitué les principaux obstacles à la performance trimestrielle relative, mais dans l'ensemble, tous les secteurs sont restés en retrait par rapport à l'indice sur la période.

Les investisseurs ont suivi la même tendance que pendant les crises antérieures en se ruant vers la sécurité offerte par les grandes capitalisations et par des secteurs tels que la consommation de base et la santé. La vigueur des performances affichées par ces secteurs, soit 12% à 13% cette année, atteste de ce comportement des investisseurs, alors même que les segments plus cycliques comme la consommation discrétionnaire, la finance, l'industrie et les matériaux ont souffert.

S'agissant des performances des sociétés par rapport à leurs ratios cours / valeur comptable, il est tout à fait évident que les rapports cours / valeur comptable faibles ont constitué le segment du marché le moins performant. Ainsi, seules les sociétés appartenant au premier quartile et présentant donc les ratios cours / valeur comptable les plus élevés, ont gagné du terrain l'année dernière. Comme vous le savez, notre style d'investissement ne nous guide pas vers ce segment du marché.

Des défis subsistent dans presque toutes les régions du monde, et surtout en Europe. L'issue de la crise de la dette européenne est imprévisible. Mais même dans le meilleur des cas, les effets se feront sentir pendant plusieurs années. Même si nous ne pouvons savoir comment se passera 2012, si nous examinons la situation des sociétés européennes – qu'il s'agisse de la vigueur de leur bilan ou de leurs bénéfices escomptés, qui sont corrigés pour tenir compte d'années difficiles à venir – ces dernières nous semblent anticiper d'ores et déjà une bonne dose de mauvaises nouvelles, comme le reflète clairement l'évaluation de notre portefeuille indiquée ci-dessous.

Composition du portefeuille

A la fin du trimestre, les liquidités représentaient 0,8% de l'encours sous gestion. Le fonds comptait 105 positions, les dix plus importantes représentant 24,67% du total.

Nous avons réalisé quatre nouveaux investissements sur le trimestre : nous avons acquis des actions Brother

Industries (Japon, imprimantes), Delhaize Group (Belgique, supermarchés), Esprit (Hong Kong, vêtements) et Kyocera (Japon, pièces détachées électroniques).

Nous avons liquidé notre exposition à Berkeley Group, le constructeur immobilier britannique. De plus, 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 évaluations faibles et intéressantes, 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 0,76 fois, contre 1,63 fois pour l'indice MSCI World. Le bilan demeure solide avec un effet de levier financier faible (ratio endettement net / fonds propres médian de 1,51% seulement contre 30,29% pour le MSCI World). Si l'on exclut les immobilisations incorporelles, le fonds s'échange à 1,24 fois sa valeur comptable des actifs, un chiffre qui s'inscrit à 2,42 pour l'indice.

Les multiples basés sur les bénéfices suggèrent qu'un scénario extrêmement négatif est désormais anticipé. Le ratio cours / bénéfices est de 10,69 fois pour l'exercice actuel si l'on en croit les estimations du consensus et de 10,29 fois pour l'exercice suivant (contre 11,8 et 10,8 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 3,5 fois les estimations pour l'année en cours et de 2,4 fois pour l'année prochaine, contre 6,3 et 5,1 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 implicite significatif pour le marché dans son ensemble et pour le fonds en particulier.

Le fonds Sparinvest Ethical 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 générera de bonnes performances d'investissement pendant les années à venir.

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.

Positions individuelles

Berkeley Group

Vendu à un cours proche de l'objectif

Berkeley Group est un constructeur immobilier britannique fondé en 1976 par Anthony Pidgley. Initialement, le groupe se concentrait sur la construction de logements individuels, mais après des années de croissance et d'expansion géographique, il s'est lancé dans la réhabilitation urbaine dans les années 1990. Au début des années 2000, Berkeley a affiné sa stratégie afin d'accorder de plus en plus d'attention au réaménagement urbain dans la région de Londres.

Peu de temps après notre investissement initial dans la société, son action a été mise en vedette par une offre de rachat. Anthony Pidgley a conservé son rôle de Managing Director. Son fils, M. Pidgley Jr, qui avait quitté la société quelques années auparavant, est alors passé à l'offensive en soumettant une offre de rachat d'un milliard de GBP, donnant une indication intéressante de la valeur potentielle de la société. Cette dernière avait toujours été bien gérée et affichait un historique de réalisation de bénéfices. Le bilan solide, conjugué à une gestion prudente, était un atout clé qui nous a convaincus qu'il s'agissait d'une société apte à exploiter les valeurs d'actifs à long terme de sa banque foncière sans être forcée à procéder à une « vente éclair » potentielle en cas de repli. Nous avons acheté nos premières actions en février 2003 à environ 600 p, à une époque où la société s'échangeait à 0,8 fois sa valeur comptable avec un PER de 6. Le fonds Ethical détient la position depuis son lancement.

Peu après notre investissement initial, il a été annoncé en 2004 que Berkeley abandonnerait son segment de construction traditionnelle de logements pour se concentrer sur le réaménagement urbain. La société a aussi fait part de ses projets de réduction de ses opérations d'environ 50% et de distribution des éventuels capitaux excédentaires à ses investisseurs. Il en a résulté une performance de 1,4 milliard de GBP pour les investisseurs au cours des années suivantes. Le groupe a continué de présenter de bons résultats tout en réalisant le retour sur capital promis.

En 2008, il a choisi de différer une distribution de 3,00 GBP par action aux investisseurs afin d'accumuler des liquidités dans le but d'exploiter la chute des prix fonciers à l'occasion de la pire crise immobilière depuis 25 ans

au Royaume-Uni. Berkeley a continué d'annoncer des résultats positifs pendant la crise et nous avons conservé les actions pendant une période très difficile pour le secteur.

En juin 2011, la société a dévoilé un nouveau projet ambitieux visant à restituer des capitaux aux investisseurs : 13,00 GBP par action d'ici à septembre 2021. Cette annonce a entraîné une envolée du cours de plus de 10%. Même si l'action n'avait pas exactement atteint notre estimation de sa valeur intrinsèque, nous avons choisi de vendre notre position, bénéficiant à cette occasion d'une performance annuelle d'environ 20% depuis l'investissement initial. Dans l'environnement actuel, certaines sociétés affichent des décotes plus importantes par rapport à leur valeur intrinsèque et notre mission consiste à maximiser la marge de sécurité au sein des fonds.

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

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

Brothers

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

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

Delhaize Group

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

Delhaize Group offre des produits issus du tabac dans le cadre de la vente au détail. Ses activités principales consistent à gérer des supermarchés alimentaires en Amérique du Nord, en Europe et en Asie du Sud-Est. Le réseau de ventes de Delhaize Group inclut d'autres formats de magasins tels que des boutiques de proximité et des magasins spécialisés. Outre la distribution alimentaire, le groupe vend de la nourriture en gros à des magasins de son réseau de vente et distribue des produits non alimentaires tels que des articles destinés aux animaux de compagnie, de santé et esthétiques.

Le chiffre d'affaires net total de la société et ses autres revenus se sont élevés à 20,85 milliards d'EUR en 2010. Le seul segment commercial du groupe, la distribution alimentaire, offre notamment des boissons alcoolisées et d'autres produits de consommation et représente 91% du chiffre d'affaires net total. Cependant, aucune information permettant d'établir des distinctions au sein de ces activités n'est disponible. On peut estimer de manière approximative que les activités de distribution de tabac correspondent à moins de 5% des revenus.

Esprit

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

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

Kyocera

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

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 janvier 2012

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 RD	LU0725777444
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.

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) - 31/12/2011	114,17 EUR
Gestion financière	Sparinvest Fondsmæglersekskab A/S
Gérant	Kasper Billy Jacobsen, Jens Rasmussen
Gère le fonds depuis	01/06/2011
Indice de référence ¹	MSCI World
Morningstar catégorie ²	Actions International Flex-Cap.
VL - 30/12/2011	83,94 EUR
Droits d'entrée (jusqu'à)	3,00 %
Droits de sortie	0,00 %
Frais de gestion	1,50 %
TER - 31/12/2010	1,99 %

Notes

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

Performance - Mensuelle, déc.-2011

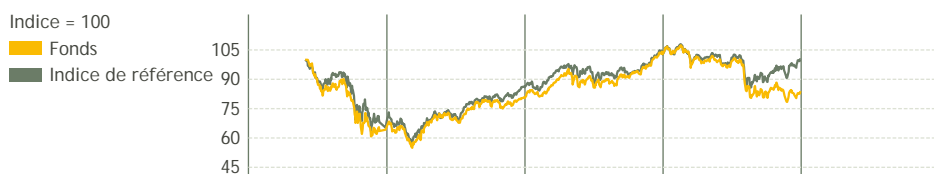
Perf.	Fonds	Ind. de réf ¹	Différence
Ex. en cours	-18,35%	-2,38%	-15,96%
1 mois	0,97%	3,64%	-2,67%
3 mois	1,00%	11,20%	-10,20%
1 an	-18,35%	-2,38%	-15,96%
3 ans ann.	8,63%	13,69%	-5,06%
5 ans ann.	-	-2,06%	-
10 ans ann.	-	-0,29%	-

Risque 3 ans - Mensuelle, déc.-2011

Risque	Fonds	Ind. de réf ¹	Morningstar ²
Volatilité	17,29%	14,01%	17,51%
Sharpe	0,51	-	0,77
Ratio info	-0,52	-	-

Notation Morningstar **★★★☆☆**

Performance - 31/12/2011

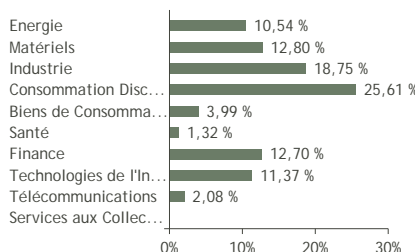


Performance	2008	2009	2010	2011	-
Fonds	-	22,75%	27,88%	-18,35%	-
Indice de référence	-37,64%	25,94%	19,53%	-2,38%	-
Morningstar catégorie ²	-43,54%	35,62%	22,18%	-14,01%	-

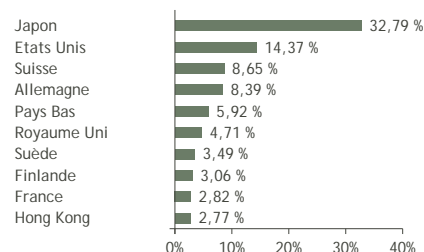
Allocation d'actifs (%)

Positions	Actions	Obligations	Autre	Liquidités
105	99,2%	0,0%	0,0%	0,8%

Allocation sectorielle



Dix premiers pays



Portefeuille (Top 10) - 30/12/2011

Nom de la valeur	Secteur	Type	Pays	Poids
Hochtief A.G.	Industrie	Actions	Allemagne	3,03%
Koninklijke Dsm Nv	Matériels	Actions	Pays Bas	2,71%
Ericsson Tel. B	Technologies de l'Info...	Actions	Suède	2,54%
Roy.Philips Electr./Eur 0.2	Industrie	Actions	Pays Bas	2,51%
Hutchison Whamp/Hk0.25	Industrie	Actions	Hong Kong	2,45%
Frankfurt Airport Serv.Worldw.	Industrie	Actions	Allemagne	2,39%
Millennium & Cophorne Hotels	Consommation Discrét...	Actions	Royaume Uni	2,34%
Toyota Industries Corp	Consommation Discrét...	Actions	Japon	2,33%
D S Smith Plc	Matériels	Actions	Royaume Uni	2,21%
Ms&Ad Insurance Group Holdings	Finance	Actions	Japon	2,16%

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.