



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 ^{TM 2}	Actions International Flex-Cap.



Performance

Au dernier trimestre 2011, le fonds Sparinvest Global Value a gagné 2,75%, portant la performance sur l'année entière à -17,97%. Le marché mondial, tel que mesuré par l'indice MSCI World, a progressé 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 quant à lui progressé de 11,18% sur le trimestre et cédé 2,46% en 2011.

Sparinvest Global Value par rapport aux indices en %	T4 2011	Année
Sparinvest Global Value	2,75	-17,97
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

Autrement dit, sur l'exercice 2011 entier, le fonds Sparinvest Global Value a reculé de 17,97%, 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 de l'année. Il est clair que notre allocation régionale nous a coûté des points pendant cette période, l'Amérique du Nord ayant progressé de 15%, contre 9% en Europe, alors que le Japon affichait une petite perte nette. La situation s'est montrée similaire sur l'ensemble de l'année pendant laquelle les actions américaines ont gagné 3%, alors que leurs sœurs européennes et japonaises essayaient des chutes de 8% à 11%.

La surpondération de notre exposition européenne aux petites capitalisations n'a rien fait pour arranger les choses. Ces positions avaient été très favorables au fonds en 2010. Cependant en 2011, sur fond d'inquiétude quant à la faiblesse de la croissance européenne et la potentielle défaillance d'un ou plusieurs pays, les investisseurs se sont détournés des petites capitalisations, et leur ont préféré les grandes, jugées plus sûres.

A l'échelle sectorielle, la consommation discrétionnaire et la finance ont constitué les principaux obstacles à la performance trimestrielle par rapport à l'indice de référence. Les investisseurs ont suivi la même tendance que pendant les crises antérieures, allouant davantage de capitaux aux grandes entreprises et aux secteurs moins sensibles tels que la consommation de base et la santé, qui sont considérées comme des valeurs sûres. La vigueur des performances affichées par ces secteurs, soit 12% à 13% cette année, atteste de ce comportement des investisseurs, alors même que les secteurs plus cycliques comme la consommation discrétionnaire, la finance et l'industrie sont tombés dans le rouge.

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 1,1% de l'encours sous gestion. Le fonds comptait 113 positions, les dix plus importantes représentant 23,23% du total.

Nous avons réalisé quatre nouveaux investissements durant 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).

Notre exposition à Berkeley Group, le constructeur immobilier britannique, a été vendue. 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 valorisations faibles intéressantes. Cependant 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 1,63 fois pour l'indice MSCI World. Le bilan demeure solide avec un niveau d'endettement faible (ratio endettement net / fonds propres médian de 3,93% seulement contre 30,2% pour le MSCI World). Si l'on exclut les immobilisations incorporelles, le fonds s'échange à 1,25 fois sa valeur comptable corporelle, 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 10,32 fois pour l'exercice actuel si l'on en croit les estimations du consensus et de 10,01 fois pour l'exercice suivant (contre 11,8 et 10,8 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 3,59 fois les estimations pour l'année en cours et de 2,59 fois pour l'année prochaine, contre 6,29 et 5,11 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 Global Value investit dans une vaste gamme de sociétés qui bénéficient d'adossements à des actifs solides ainsi que d'une capacité 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 des performances d'investissement robustes 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 dans les années à venir.

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 de 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.

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.

Jens Moestrup Rasmussen

Chief Portfolio Manager

11 janvier 2012

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) - 31/12/2011	499,69 EUR
Gestion financière	Sparinvest Fondsmæglersekskab A/S
Gérant	Jens Rasmussen
Gère le fonds depuis	14/12/2001
Indice de référence ¹	MSCI World
Morningstar catégorie ²	Actions International Flex-Cap.
VL - 30/12/2011	138,54 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

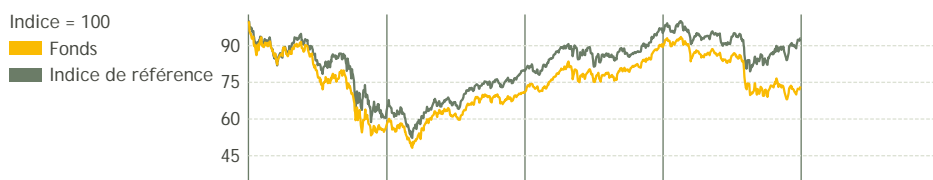
Perf.	Fonds	Ind. de réf ¹	Différence
Ex. en cours	-17,97%	-2,38%	-15,59%
1 mois	1,28%	3,64%	-2,36%
3 mois	2,75%	11,20%	-8,45%
1 an	-17,97%	-2,38%	-15,59%
3 ans ann.	8,47%	13,69%	-5,22%
5 ans ann.	-6,21%	-2,06%	-4,15%
10 ans ann.	3,34%	-0,29%	3,63%

Risque 3 ans - Mensuelle, déc.-2011

Risque	Fonds	Ind. de réf ¹	Morningstar ²
Volatilité	17,35%	14,01%	17,51%
Sharpe	0,50	-	0,77
Ratio info	-0,55	-	-

Notation Morningstar **★★★★★**

Performance - 31/12/2011

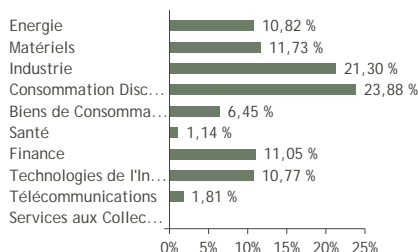


Performance	2008	2009	2010	2011	-
Fonds	-42,54%	23,11%	26,36%	-17,97%	-
Indice de référence	-37,64%	25,94%	19,53%	-2,38%	-
Morningstar catégorie ²	-43,54%	35,62%	22,18%	-14,01%	-

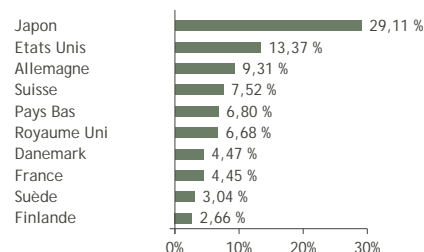
Allocation d'actifs (%)

Positions	Actions	Obligations	Autre	Liquidités
113	98,9%	0,0%	0,0%	1,1%

Allocation sectorielle



Dix premiers pays



Portefeuille (Top 10) - 30/12/2011

Nom de la valeur	Secteur	Type	Pays	Poids
A.P. Moeller - Maersk A/S B	Industrie	Actions	Danemark	2,98%
Hochtief A.G.	Industrie	Actions	Allemagne	2,63%
J.Sainsbury Plc	Biens de Consomma...	Actions	Royaume Uni	2,59%
Koninklijke Dsm Nv	Matériels	Actions	Pays Bas	2,36%
Ericsson Tel. B	Technologies de l'Info...	Actions	Suède	2,21%
Roy.Philips Electr./Eur 0.2	Industrie	Actions	Pays Bas	2,19%
Hutchison Whamp/Hk0.25	Industrie	Actions	Hong Kong	2,13%
Frankfurt Airport Serv.Worldw.	Industrie	Actions	Allemagne	2,08%
Millennium & Cophorne Hotels	Consommation Discrét...	Actions	Royaume Uni	2,04%
Toyota Industries Corp	Consommation Discrét...	Actions	Japon	2,02%

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.