



Global Value

Titres

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

Informations

Stratégie	Actions « Value »
Risque	Moyen
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 cours du premier semestre 2010, le fonds Sparinvest Global Value a affiché un rendement de 8,41%, contre 5,61% pour l'ensemble du marché actions, tel que mesuré par l'indice MSCI World. Au cours du deuxième trimestre, le fonds a baissé de 2,26%, et l'indice de 3,53%.

Sparinvest Global Value par rapport aux indices en %	T2 2010	Année
Sparinvest Global Value	-2.26	8,41
MSCI World Index	-3.53	5,61
MSCI World Value Index	-4.08	5,10
MSCI World Growth Index	-2.97	6,11
MSCI World Small Cap Index	-1.13	12,76

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.

Toujours au cours du deuxième trimestre, les actions « value » ont perdu 4,08%, et les actions « growth » 2,97%. Le marché des petites capitalisations a reculé de 1,13%.

Nous visons une performance absolue et, au cours des trois derniers mois, le marché actions a en quelque sorte fait une pause. Le fonds affiche néanmoins une performance relativement solide comparée aux indices. En outre, nous observons de nombreux facteurs qui devraient assurer de solides rendements au cours des prochains mois et des prochaines années. Nous évoquons plusieurs de ces facteurs dans la Lettre trimestrielle.

Analysons de plus près les facteurs qui sont à l'origine des rendements du deuxième trimestre. L'Europe a été un facteur déterminant. Notre performance au Japon a été contrastée, les biens de consommation durables et

les technologies ayant manifesté une vigueur relative. Nos positions nord-américaines ont très peu baissé comparées aux indices, mais nous continuons à avoir une pondération relativement faible aux Etats-Unis.

En Europe, malgré une conjoncture très difficile, nos investissements ont enregistré de bonnes performances. De manière générale, les chutes les plus importantes des trois derniers mois sont survenues en Europe du Sud où nos pondérations sont relativement faibles. Par exemple, le fonds ne détient pas d'investissements au Portugal, en Grèce et en Espagne. Comme nous l'indiquons dans la Lettre trimestrielle, cette situation ne découle pas d'une décision stratégique de type top down. En fait, lorsque nous avons évalué les sociétés de ces pays au cours des dernières années, nous avons rencontré des difficultés à trouver de nombreuses sociétés aux valorisations attrayantes en termes de capacité bénéficiaire.

Simultanément, dans les pays européens dans lesquels nous détenons des participations, nous avons réalisé des performances très supérieures aux indices de référence, et ce, en partie grâce à notre exposition relativement élevée aux secteurs cycliques tels que les valeurs industrielles, les biens de consommation discrétionnaire et les matières premières. Nous observons des évolutions positives dans les fondamentaux et les résultats des sociétés, tant cycliques que non cycliques, dans lesquelles nous sommes investis, malgré le manque de visibilité de l'ensemble de l'économie. Nous pensons toujours que, au fur et à mesure que le marché attachera davantage d'importance aux fondamentaux et à la qualité des sociétés individuelles, au lieu d'accorder une importance exagérée aux inquiétudes macroéconomiques, nos investissements seront récompensés.

Il convient de garder à l'esprit que, depuis le début de l'année, le fonds a été pénalisé par les fluctuations de change, en raison de sa pondération relativement élevée sur les actions libellées en euros. Si l'indice MSCI World possède une pondération d'environ 50% sur les actions américaines, celle du fonds est d'un peu moins de 10%. Dès lors, la progression de 17% du dollar US contre l'Euro au premier semestre, dont 10% au cours du seul deuxième trimestre, a sans doute provoqué une baisse de quelques points de la performance relative du fonds. Cela ne nous inquiète pas outre mesure. A court terme, il y a évidemment des trimestres au cours desquels les variations de change ne sont pas favorables et d'autres

au cours desquels elles le sont. Evidemment, nous avons souvent étudié l'impact à long terme des fluctuations de change sur les fonds ainsi que les avantages éventuels de la couverture des expositions. Nos analyses ont démontré clairement que, sur une longue période, les variations de change ont eu un impact extrêmement limité sur les performances. Pour nous, le facteur le plus important reste la qualité de nos investissements et leur potentiel à long terme.

Composition du portefeuille

A la clôture du trimestre, la position de trésorerie représentait 5,7% de l'encours sous gestion. Le fonds comptait 93 positions, les dix plus importantes représentant 32,48% du total.

Depuis notre dernière lettre, nous avons pris des nouvelles participations dans International Speedway Corp, l'exploitant américain de circuits de course automobile, Daytona Speedway, et Tokyo Steel, un fabricant japonais de chaudières électriques en acier. Afin de rééquilibrer l'ensemble de notre portefeuille, nous avons renforcé notre exposition existante à certains titres et réduit la part de certains autres. Nous avons cédé notre position dans 4Kids, comme nous l'expliquons ci-dessous.

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 notre site Internet et la dernière fiche d'information du fonds.

Evaluation du portefeuille

Les valorisations de nos positions sont éloquentes et laissent entrevoir un potentiel impressionnant pour l'avenir. Si on regroupait les placements du fonds dans une société fictive, son ratio cours/valeur comptable ne s'élèverait qu'à 0,91 fois, contre 1,94 fois pour l'indice MSCI World.

Nous avons une exposition relativement élevée aux sociétés cycliques, dont les bénéfiques ont été inévitablement plus faibles pendant la crise, mais qui se redressent très rapidement. La rapidité de ce redressement des bénéfiques est confirmée par les mesures d'évaluation. Le rapport cours / bénéfiques pour le dernier exercice s'élevait était de 36,3 fois, un multiple relativement élevé, induit par

la chute des bénéfices à court terme qui a été observée l'an dernier. S'agissant du bénéfice estimé pour 2010, le multiple chute à 12 fois, selon Bloomberg, et, pour 2011 il devrait atteindre 9,3 fois seulement, contre 11,5 fois pour l'indice MSCI World. Le rapport valeur d'entreprise / EBITDA est un indicateur utile de la valorisation d'une société par rapport à sa capacité bénéficiaire brute. Notre fonds se négocie à 2,8 fois les estimations 2010 et à 2,5 fois les estimations 2011, contre respectivement 6,9 fois et 6,2 fois pour le MSCI World.

A part ces évaluations de bénéfices attrayantes, l'ensemble du bilan est solide, avec un ratio endettement net / fonds propres de 25% seulement (contre 54% pour le MSCI World) et un rapport immobilisations incorporelles / fonds propres de 19% seulement (contre 51% pour l'indice). Nous estimons que cette solidité financière constituera un facteur distinctif important au cours des prochaines années, comme nous le soulignons dans la Lettre trimestrielle.

Positions individuelles

4Kids

Vendue à perte

Afin de nous assurer que notre portefeuille conserve sa qualité et son potentiel de performance élevée, nous suivons nos positions de manière rigoureuse. Lorsque nous constatons la destruction de notre argumentaire de scénario d'investissement et la dégradation de la valeur intrinsèque que nous lui avons attribuée, nous réagissons de manière disciplinée et cédon la position. Nous ne le faisons jamais de gaieté de cœur, mais il s'agit d'un aspect incontournable de l'activité d'investissement et cette démarche permet d'assurer la performance à long terme des fonds.

4Kids est une société américaine spécialisée dans la concession sous licence de jouets et jeux. Elle a été associée à des marques telles que Pokemon, Cabbage Patch Kids, Yu-Gi-Oh, etc. Lorsque nous avons pris une première participation dans 4Kids au mois de décembre 2005, l'action se négociait autour de 16 USD, soit un rapport cours / valeur comptable d'environ 1,3 fois, et la société avait une position de trésorerie nette considérable correspondant à environ la moitié de sa capitalisation boursière. Elle démontrait alors une capacité à renouveler sans cesse sa gamme de produits, et donc à maintenir

sa capacité bénéficiaire.

Depuis cette époque, la société a eu beaucoup de difficulté à trouver des produits qui puissent remplacer ceux dont les licences arrivaient à expiration, et son bénéfice s'est dès lors dégradé. Nous analysons toujours la capacité bénéficiaire sur le long terme et acceptons le fait que même les sociétés solides traversent occasionnellement des périodes difficiles. Il convient cependant de noter que le modèle bénéficiaire demeure quant à lui intact ou peut être facilement régénéré. Dans le cas de 4Kids, nous avons conclu, en dernière analyse, que ce n'était pas le cas et avons donc commencé à céder nos actions en 2009. Etant donné que la liquidité de l'action 4Kids avait diminué, nous avons mis un certain temps à liquider l'ensemble de notre position, ce que nous avons achevé au deuxième trimestre 2010, à un cours moyen d'un peu moins d'un dollar. Nous considérons que 4Kids a été l'un de nos investissements les plus décevants, mais nous sommes heureux de souligner que, dans notre portefeuille diversifié qui compte près de cent positions, de telles situations sont rares, et, comme nous l'avons indiqué ci-dessus, nous avons confiance dans la qualité de nos investissements actuels.

Jens Moestrup Rasmussen

Lead Portfolio Manager

Le 12 juillet 2010

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 E	LU0324846970
EUR I	LU0258533180
EUR R	LU0138501191
EUR UKI	LU0258534071
EUR UKR	LU0259214707
GBP UKR	LU0258527455
USD I	LU0294897425
USD R	LU0298896787

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 agréés, tout comme les statuts d'origine des fonds 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.