

Global Value Fonds-Update Q1/08

Die Wertentwicklung im Überblick
Q1 Rendite von -14,27%

Sehr geehrte Anlegerin, sehr geehrter Anleger,

auch das erste Quartal 2008 war für die globalen Aktienmärkte von Herausforderungen geprägt. Unser Fonds erzielte eine negative Rendite von 14,27%. Natürlich enttäuscht uns diese Wertentwicklung, allerdings ermutigt es uns, dass die Rahmendaten unserer Portfoliobestände im Großen und Ganzen von den Befürchtungen einer Rezession und Marktschwankungen unberührt blieben und dass sie nach wie vor solide Erträge und gesunde Bilanzen aufweisen.

Der allgemeine Aktienmarkt verlor in diesem Quartal, gemessen am MSCI World Index, 16,09%, während der MSCI World Value und MSCI World Small Cap Verluste in Höhe von 16,34% bzw. 15,23% aufwiesen. Die Wachstumsaktien verzeichneten mit -15,84% leicht bessere Ergebnisse. Trotz der enttäuschenden Rendite im ersten Quartal 2008 schnitt unser Fonds günstiger als diese Indizes ab.

In der folgenden Tabelle sind die Wertentwicklungen des ersten Quartals 2008 sowie der Jahre 2007 und 2006 des Fonds im Vergleich zu verschiedenen Aktienmarktindizes dargestellt.

Sparinvest Global Value gegenüber verschiedenen Indizes			
	Q1 2008	2007	2006
Sparinvest Global Value	-14,27%	-1,04%	13,55%
MSCI World-Index	-16,09%	-1,66%	7,40%
MSCI World Value-Index	-16,34%	-6,74%	11,89%
MSCI World Growth-Index	-15,84%	3,51%	3,00%
MSCI World Small Cap-Index	-15,23%	-9,10%	4,84%

Der MSCI World Index, MSCI World Value Index, MSCI World Growth und MSCI World Small Cap Index beinhalten eine breit gestreute Auswahl an Unternehmen weltweit. Alle Berechnungen sind in EUR. ■

Konjunkturdaten

Im ersten Quartal 2008 häuften sich nicht nur die anhaltenden Berichte über die Subprime-Verluste und die damit verbundene Kreditkrise sondern auch die Befürchtungen einer Rezession in den Vereinigten Staaten. Die Zentralbanken, insbesondere die US-Notenbank (Fed), die EZB und die Zentralbanken von England, Kanada und der Schweiz, setzen ihre abgestimmten Bemühungen fort, den Liquiditätsdruck zu senken, und die Fed senkte aggressiv die Zinssätze, die sie im vierten Quartal 2007 um insgesamt 100 Basispunkte herabgesetzt hatte. Nach einer außerplanmäßigen Sitzung am 22. Januar kündigte die Fed eine scharfe Senkung um 75 Basispunkte an und acht Tage später bei ihrer planmäßigen Sitzung senkte sie die Zinsen um 50 Basispunkte.

Es wurde allgemein befürchtet, dass die Liquiditätskrise im Endeffekt zum Konkurs einer großen US-Investmentbank führen würde. Am 17. März wurde die bittersüße Nachricht bekannt, dass Bear Stearns der Krise zum Opfer fallen würde und JP Morgan Chase die Investmentbank in einem hastig vereinbarten Deal -und mit einer beträchtlichen Kapital-spritze von der Fed- übernehmen würde. Am nächsten Tag folgte eine weitere Zinssenkung um 75 Basispunkte und die relativ günstigen Erträge von Lehman Brothers und Goldman Sachs hatten vereint die Wirkung, die Märkte etwas zu beruhigen. Später im März umriss Hank Paulson, der US Treasury Secretary, Vorschläge für die Umgestaltung der staatlichen Vorschriften für Finanzinstitute, die eine stärkere Beteiligung der Fed vorsehen.

In Japan lief die Amtszeit von Herrn Fukui, dem Präsidenten der japanischen Zentralbank ab. Ein Streit zwischen den regierenden Liberalen Demokraten und der gegnerischen Demokratischen Partei von Japan verzögerte allerdings die Bestellung eines Nachfolgers. Ein Kompromiss scheint sich abzuzeichnen in der Person des ehemaligen stellvertretenden Präsidenten Masaaki Shirakawa.

Der US-Dollar verlor im letzten Quartal erheblich an Wert und näherte sich Mitte März einem Kurs von 1,60 EUR und 95 JPY, obwohl dieser Abwärtsdruck in den letzten zwei Wochen des Quartals etwas nachließ. Vielleicht sollte nicht überraschen, dass die Märkte nicht nur unter dem schwachen Dollar litten, sondern auch unter den steigenden Erdölpreisen. Nach den Hochständen zu Jahresbeginn gingen die Preise unter die Marke von 90 USD zurück, zogen jedoch Mitte Februar wieder an und erreichten Mitte März 110 USD. Die Goldpreise entwickelten sich ähnlich.

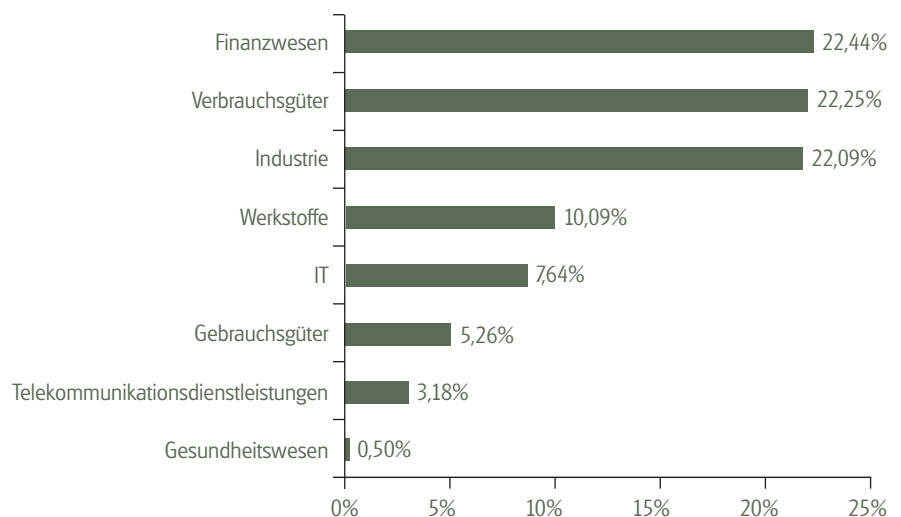
In Japan sind einige viel versprechende Anzeichen einer Erholung erkennbar. Die vorläufigen Schätzungen für den Zeitraum von Oktober bis Dezember weisen auf ein jährliches Wachstum des realen BIPs von 3,7% und im Februar auf einen um 1,05% höheren Kern-VPI hin, das höchste Wachstum seit 15 Jahren. In den Vereinigten Staaten stieg im Februar zum ersten Mal seit sieben Monaten der Verkauf bestehender Eigenheime, aber das Vertrauen der Verbraucher erreichte im März den tiefsten Stand seit fünf Jahren. Am 2. April sprach Ben Bernanke, der Vorsitzende der Fed, vor dem US-Kongress die Warnung aus, dass die US-Konjunktur im ersten Halbjahr 2008 „leicht schwächer“ werden könnte. Zu Beginn des zweiten Quartals zeichnen sich zwar Anzeichen einer Stabilisierung ab, aber die Finanzmärkte werden wahrscheinlich für gewisse Zeit unter Druck stehen.

In der Euro-Zone wurde am 9. April die abschließende Feststellung des BIPs für das vierte Quartal 2007 bekanntgegeben, die ein verlangsamtes Wachstum von 2,7% auf 2,3% bestätigte. Auch hier sehen wir zu Beginn des zweiten Quartals Zeichen einer Stabilisierung und dass die Märkte wohl noch einige Zeit unter Druck stehen werden. ■

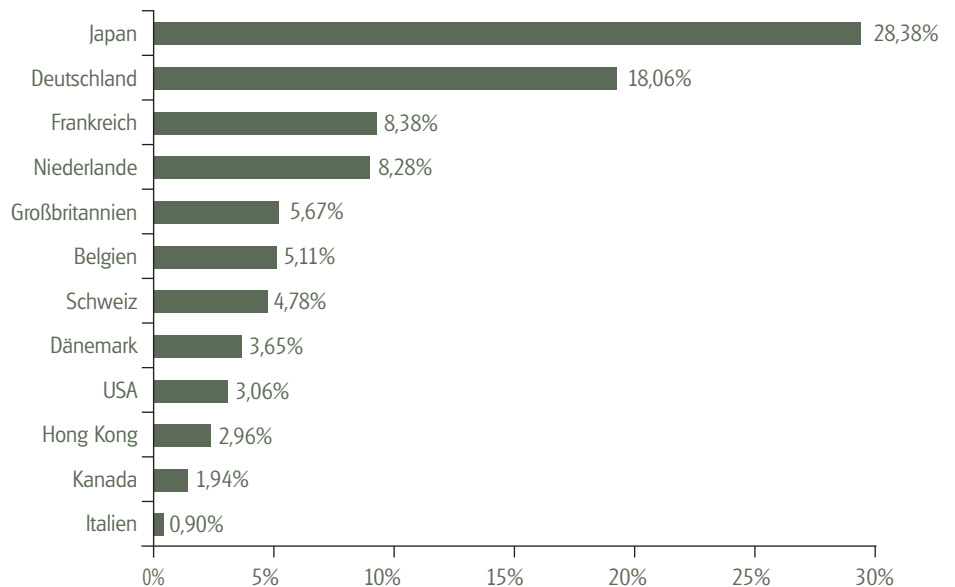
Portfolioallokation

Der Barbestand betrug zum Quartalsende 10,7% der verwalteten Vermögenswerte. Der Fonds hatte 93 Werte im Portfolio, verteilt auf folgende Branchen und Länder:

Sektorbezogene Strukturierung



Geografische Strukturierung



Wir investierten in diesem Quartal in zwei neue Unternehmen. Im Januar fügten wir LM Ericsson, den schwedischen Hersteller von Telekommunikationsgeräten, zum Portfolio hinzu und im März erwarben wir Aktien des japanischen Pharmaunternehmens Takeda. Darüber hinaus haben wir unsere Positionen in 34 Unternehmen aufgestockt.

Am Ende des Quartals entfielen 33,0% des Gesamtportfolios auf die zehn größten Positionen.

Die 10 größten Positionen

Unternehmen	Sektor	Anteil
Deutsche Postbank Ag/Namen-Akt	Finanzwesen	3,97%
Dexia SA	Finanzwesen	3,90%
A.P. Moeller - Maersk A/S B	Industrie	3,65%
Peugeot SA	Verbrauchsgüter	3,50%
Roy.Philips Electr./Eur 0,2	Industrie	3,32%
Nippon Tel&Tel	Telekommunikationsdienstleister	3,18%
MAN AG	Industrie	3,08%
Hutchison Whamp/Hk0,25	Industrie	2,96%
Frankfurt Airport Serv.Worldw.	Industrie	2,73%
Mitsui Sumitomo Insurance Co	Finanzwesen	2,71%

Rayonier
erreichte Zielgröße

Das US-Unternehmen Rayonier ist mit seinen drei Kerngeschäftsbereichen Holz, Immobilien und Leistungsfasern weltweit im Bereich Holzprodukte tätig. Rayonier hat ein beachtliches Immobilienvermögen mit ca. 2,6 Mio. Hektar Wald- und sonstigen Gebieten in den Vereinigten Staaten und Neuseeland.

Wir legten im Januar 2003 zu 41,80 USD zum ersten Mal in das Unternehmen an. Durch Aktiensplits änderte sich dieser Preis anschließend in einen Effektivpreis von 15,65 USD.

In Rayonier erkannten wir ein Unternehmen mit soliden Umsätzen, Gewinnen und Dividenden, das jedes Jahr einen robusten Cashflow erwirtschaftet und sowohl in Bezug auf den

Hosiden erreichte Zielgröße

Buchwert als auch auf die Erträge günstig bewertet war. Sein Umsatz und Cashflow sind seit 2000 konstant, während effektivere betriebliche Prozesse den Nettoprofit erhöhten. Eine wichtige Änderung wurde im Januar 2004 vorgenommen, als das Unternehmen in einen REIT (Real Estate Investment Trust) umgewandelt wurde. Dadurch konnte es seine Steuerbelastung gravierend senken, was wiederum einen höheren Nettoertrag und Verbesserungen bei wichtigen Rentabilitätsmaßstäben wie der Kapitalrendite zur Folge hatte.

Die fortlaufend steigenden Kurse von Rayonier spiegelten diese Verbesserungen wider und im März 2008 verkauften wir unseren Anteil an Rayonier mit einem Durchschnittspreis von 40,70 USD bzw. mit einer Jahresrendite von 26,4%. ■

Hosiden ist ein japanisches Elektronikunternehmen, das eine Vielfalt von Komponenten für diverse Anwendungen herstellt, darunter Anschlüsse und Netzstecker für audio-visuelle Geräte, Ladegeräte, Schalter und LCDs für Handys und Fernregler, um nur einige zu nennen. Ferner ist das Unternehmen einer der wichtigen Zulieferanten und Konsolenmonteur des Spielgiganten Nintendo.

Unsere erste Anlage in Hosiden im September 2005 lag bei ca. 1140 JPY, nachdem wenig inspirierende Erträge den Wert der Aktie fast auf den Buchwert reduziert hatten. Für das Unternehmen sprachen jedoch seine diversifizierte Produktbasis, sein Engagement in verschiedenen erfolgversprechenden Märkten und seine solide bewährte Beziehung zu seinem wichtigsten Kunden Nintendo. Ferner war das Unternehmen durch eine gesunde Bilanz mit einer positiven Barposition gegen einen Kursrückgang abgesichert.

Seit diesem Zeitpunkt konnte Hosiden mit einem beeindruckenden Wachstum aufwarten, was vor allem dem Erfolg von Nintendos Wii-Konsole und DS Handheld-Konsole zu verdanken war. Der Umsatz und die Gewinne des Geschäftsjahres zum März 2008 werden ihren Stand von März 2005 wahrscheinlich um gute 50% übertreffen. Da der Kurs der Aktie jetzt fast doppelt so hoch wie der Buchwert liegt, die Barposition durch Aktienrückkäufe und Kapitalaufwand gesenkt wurde und das Unternehmen zunehmend von seinem Hauptkunden abhängig ist, beschlossen wir Anfang 2008, unsere Position in Hosiden abzustoßen. Wir erzielten einen Durchschnittspreis von 1630 JPY bzw. eine Jahresrendite von insgesamt 17%. ■

Sompo Japan Aktie überprüft und verkauft

Sompo Japan ist eine der größten nationalen Versicherungsgesellschaften außerhalb des Bereichs von Lebensversicherungen und besitzt den zweitgrößten Marktanteil bei den inländischen Sach- und Unfallversicherungen.

Sompo Japan ist in seiner derzeitigen Form das Ergebnis verschiedener Fusionen, die im Laufe der letzten Jahre stattfanden. Das ursprüngliche Unternehmen befindet sich schon seit mehr als fünf Jahren im Portfolio. Die Prämien- und Gesamterträge nahmen ständig zu und die Nettoerträge verfünffachten sich fast in den letzten zehn Jahren.

Durch ihr Engagement in Produken, die mit dem Subprime-Markt im Zusammenhang stehen, gerieten die japanischen Versicherungsgesellschaften in den letzten Monaten genau wie die Finanzunternehmen anderer Länder unter Beschuss. Obwohl das Engagement der japanischen Unternehmen nicht so hoch zu sein scheint wie das der entsprechenden US-Unternehmen, war ein gewisses Risiko wahrscheinlich nicht zu vermeiden. Sompo Japan hatte zwar keine beträchtlichen Beträge in Subprime-Bereiche investiert, das Unternehmen verkaufte jedoch Versicherungen als Bürgschaft für einige hypotheckenbesicherte Kreditderivate und kündigte anschließend für diese Vermögenswerte Wertminderungen an.

Agfa Gevaert

Aktie überprüft und mit Verlust
verkauft

Wenngleich wir den Bilanzschaden des Unternehmens für recht gering halten, beschlossen wir, unsere relativ kleine Anlage in Sompco abzustoßen, da das aktuelle Marktklima viele attraktive Unternehmen in unser potenzielles Anlageuniversum brachte. Wir verkauften die Position im Februar 2008 mit einem Durchschnittspreis von 878 JPY bzw. einer geringfügigen Jahresrendite von 3,2%. ■

Agfa Gevaert NV ist ein belgischer Hersteller von analogen und digitalen Zubehör-Produkten für die Grafik-, Gesundheits- und andere Branchen. Das Unternehmen weist einen Umsatz von ca. 3,3 Mrd. EUR auf und beschäftigt 1400 Mitarbeiter.

Wir erwarben die ersten Aktien von Agfa Gevaert im März 2004. Die Aktie wurde mit einem Kurs gehandelt, der 1,7mal höher lag als der Buchwert, und obwohl das Unternehmen eine begrenzte Nettoverschuldung und nur wenige immaterielle Anlagewerte aufwies, waren wir überzeugt, dass die gesunde Bilanz genügend Schutz gegen Kursrückfälle bot. Der Aktienmarkt hatte Agfa für die rückläufigen Erträge in seinem Unternehmensbereich Verbraucher-Zubehör bestraft, der von der Umstellung von Film zu Digitalkameras betroffen war. Das Ergebnis war, dass die Aktie mit einem KGV unter dem 10fachen und einem EV/EBITDA auf Höhe des 4-5fachen gehandelt wurde. Wir sahen hierin ein positives Aufwärtspotenzial.

Das Unternehmen gliederte seinen Unternehmensbereich Verbraucher-Zubehör aus, um sich mehr auf die Wachstumsbereiche Grafiksyste me und Gesundheitswesen konzentrieren zu können, und es schien nach Abstoß des schrumpfenden Segments in der Lage zu sein, seine Geschäfte angemessen zu stabilisieren. Agfa hatte bestimmte strategische Übernahmen geplant und führte diese in den letzten paar Jahren auch durch, die Ertrags-erhöhung nahm jedoch leider keine konkreten Formen an. Als sich die Bilanz stufenweise verschlechterte, kam bei uns die Befürchtung auf, dass die Schulden, der Firmenwert und die Pensionsverpflichtungen in Zukunft höchst problematisch werden könnten, wenn sich die Erträge nicht gravierend verbesserten.

Als die Unruhe des Aktienmarkts im August 2007 zunahm, kündigte Agfa seine Absicht an, sich vor Jahresende in drei unabhängige, börsennotierte Unternehmen aufzuspalten, die jeweils die Geschäfte von Agfa Graphics, Agfa HealthCare und Agfa Materials übernehmen würden. Diese Lösung schien angebracht, aber gegen Ende 2007 wurde offensichtlich, dass sie in absehbarer Zukunft nicht in die Tat umzusetzen war. Da wir eine Bilanzsanie- rung bezweifelten und die Geschäfte des Unternehmens nur geringfügige Verbesserungen erwarten ließen, beschlossen wir, aus unserer Anlage auszusteigen.

Wir verkauften unsere letzten Agfa-Aktien im Januar zu 7,46 EUR. Bei einem Ersterwerbs- preis von 20,28 EUR im März 2004 bedeutet das einen Verlust von 59% nach Dividenden bzw. eine Jahresrendite von -20,5%. ■

In unserem letzten Schreiben informierten wir Sie über die mögliche Übernahme von Cumerio, der belgischen Kupferhütte, durch den Hamburger Konkurrenten Norddeutsche Affinerie. Die Situation wurde ausweglos, als das australische Maschinenbauunternehmen A-Tec Industries seine Beteiligung an Cumerio auf 25% erhöhte und somit den Deal blockieren konnte. Am 12. Februar 2008 erklärte A-Tec jedoch, dass es das Angebot von 30 EUR je Aktie anzunehmen bereit war.

Wir erwarben unsere ersten Aktien von Cumerio im April 2004, als das Unternehmen von Umicore ausgegliedert wurde. Das neue Unternehmen versprach gesunde Erträge, eine nahezu fremdfinanzierungsfreie Bilanz und war mit dem Kurs von 10,50 EUR angesetzt, der

Cumerio und Alfred McAlpine
Übernahmen abgeschlossen,
Zahlungen erhalten

annähernd dem Buchwert entsprach. Die bei der Übernahme für die Position erhaltenen 30 EUR führen zu einer Jahresrendite von insgesamt 48%.

Die Übernahme eines anderen unserer Bestände, die des britischen Bauunternehmens Alfred McAlpine wurde auch abgeschlossen. Der Deal hatte Erfolg, obwohl wir das Angebot von Carillion, des größten Konkurrenten von McAlpine ablehnten, da es noch niedriger als das vorherige war, das das Management ablehnte. Wir wurden in der Form von Carillion-Aktien und Bargeld entschädigt und boten die Aktien feil, da sie unseren Wertkriterien nicht entsprachen.

Im Februar 2003 erwarben wir für den Global Value Fonds McAlpine-Aktien zu 2,49 GBP. Der Kaufpreis und die gesunde Jahresdividende von 2-4% brachten unsere Jahresrendite auf ca. 21,9%. ■

Ausblick

Die Aktienmärkte schnitten im ersten Quartal 2008 äußerst schlecht ab, was auf die höhere Kreditknappheit seit Sommer 2007 zurückzuführen war. Wir bekommen jetzt die Auswirkungen der Kreditblase der letzten drei bis vier Jahre zu spüren, in denen Kredite im Wesentlichen übermäßig preisgünstig waren. Der leichte Zugang zu Kapital führte zu einer allgemeinen Euphorie und die Märkte sind jetzt in Katerstimmung.

Der jüngste Baissemarkt war im Vergleich zu anderen zwar akut, aber historisch gesehen erholen sich Aktienmärkte im Laufe der Zeit wieder. Bei derartigen Entwicklungen tendieren die Marktteilnehmer dazu, ihren Aktienbesitz einzuschränken, ohne dabei den Fundamentaldaten der einzelnen Unternehmen besondere Aufmerksamkeit zu schenken. Der Marktwert spiegelt den aktuellen Kurs wider, mit dem das Unternehmen an der Börse notiert ist. Der geschäftliche Substanzwert weist hingegen auf den „wahren“ Wert des Unternehmens auf Basis seiner Nettoinventarwerte und seines Ertragspotenzials bzw. die Kriterien hin, die bei einer vollkommenen Übernahme oder Fusion auf den Handel zutreffen. Gelegentlich gibt der Marktwert (Aktienkurs) den geschäftlichen Substanzwert eines Unternehmens angemessen wieder, aber in der Regel ist er entweder höher oder niedriger. Die aktuelle Flaute des Aktienmarkts hat zur Folge, dass eine zunehmende Anzahl von Unternehmen unter ihrem Substanzwert gehandelt wird und somit mehr Aktien in unser Anlageuniversum fallen und unsere Anlagekriterien erfüllen. Da derzeit weltweit die Stimmung an den meisten Aktienmärkten negativ ist, halten wir dies eindeutig für einen Vorteil.

Im Hinblick auf die Zukunft bleiben viele Fragen unbeantwortet: Die Möglichkeit zusätzlicher schlechter Nachrichten für den Finanzsektor, die Schärfe der US-Rezession und deren Auswirkungen auf die Unternehmensgewinne und das Wirtschaftswachstum rund um die Welt. Ob es sich um eine harte oder weiche Landung handeln wird, bleibt abzuwarten, aber eines ist klar: Der globale Bankensektor muss zuerst wieder auf die Beine kommen, bevor davon die Rede sein kann, ob das Ende des Tunnels in Sicht ist.

Von hoher Ungewissheit geprägte Aktienmärkte sind für keinen ausschließlich langfristigen Anlagestil günstig, der sich positive Renditen zum Ziel macht. In einem derartigen Klima erfordern Anlagen viel Geduld und nach einem Quartal wie dem gerade abgeschlossenen ist es ratsam, sich an die langfristige Anlagephilosophie des Sparinvest Global Value Fonds zu erinnern.

Beim Blick auf unser derzeitiges Portfolio ist zu erwähnen, dass die Kurse der meisten unserer Bestände im Großen und Ganzen die potenziellen Auswirkungen einer Rezession widerspiegeln. Diese Meinung stützt sich auf die durchschnittlichen Bewertungen der

Anlagen des Sparinvest Global Value Fonds. Das heutige Kurs-Buchwert-Verhältnis beläuft sich auf das ca. 1,1fache, das EV/EBITDA auf das 4,5fache und der Verschuldungsgrad auf annähernd 10%. Diese Bewertungen ähneln jenen von 2003, nach den sehr negativen Märkten von 2002.

Wir streben positive Renditen an und sind somit nicht zufrieden, wenn wir eine Zeitlang negative Renditen hinnehmen müssen. Ferner sind wir nach wie vor von der Leistungsfähigkeit unseres Portfolios und dem begrenzten Risiko eines permanenten Kapitalverlusts des Sparinvest Global Value Fonds überzeugt. Der Rückgang der Märkte stellt nicht die grundlegende Qualität unserer Anlagen in Frage, bei denen wir weiterhin einen erheblichen Aufschwung erwarten und von deren Zukunftspotenzial wir anhaltend überzeugt sind. ■

Mit besten Grüßen

Sparinvest Asset Management

Jens Moestrup Rasmussen
Chief Portfolio Manager
8. April 2008

Der angegebene Fonds ist ein Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Die Zeichnung von Anteilen muss stets auf Grundlage des aktuellsten Verkaufsprospekt und-oder des vereinfachten Verkaufsprospekts sowie des aktuellsten Jahresberichts (bzw. Halbjahresberichts, sofern dieser aktueller ist) erfolgen. Der Anleger kann sowohl diese Dokumente, als auch die ursprüngliche –und jegliche nachfolgend geänderte- Satzung der Fonds, jederzeit bei Sparinvest oder bei den berechtigten Vertriebsstellen, kostenlos anfordern. Vergangene Wertentwicklungen bieten keine Garantie für die künftige Entwicklung. Angelegte Gelder unterliegen einem Verlustrisiko. Fremdwährungsanleihen sind Wechselkursschwankungen unterworfen. Für Anlagen in Schwellenländern besteht ein erhöhtes Risiko. Sofern nicht anders angegeben, wurden die hier dargestellten Wertentwicklungen Nettoinventarwert zu Nettoinventarwert, bei Wiederanlage der Erträge und in Fondswährung ermittelt. Vertretung und Zahlstelle für Anleger aus der Schweiz ist: RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zweigniederlassung Zürich, Badenerstrasse 567, Postfach 101, CH-8066 Zürich. Quelle: Sparinvest S.A.; Morningstar; Standard & Poors und Bloomberg, zum jeweils angegebenen Datum.