



European Value

Titres

- Performance
- Composition du portefeuille
- Valorisation du portefeuille
- Positions individuelles

Informations

Stratégie	Actions « Value »
Risque	N/A
ISIN	LU0264920413
Devise du compartiment	EUR
Date de lancement	02/11/2006
Gérant	Jens Moestrup Rasmussen
Indice de référence	MSCI Europe (dividendes nets)
Catégorie Morningstar	Actions Europe Moyennes Cap.

Performance

Au premier trimestre 2009, le fonds Sparinvest European Value a perdu 11,63%. Le marché actions européen, tel que mesuré par l'indice MSCI Europe a reculé de 10,55%, tandis que les indices MSCI Europe Value et MSCI Europe Small Cap ont baissé de 14,07% et 2,40% respectivement. Les titres de croissance européens ont affiché une performance de -7,23%.

Pendant le trimestre, notre exposition relativement importante aux sociétés industrielles, en Allemagne notamment, a pénalisé le portefeuille. Parallèlement, notre exposition au pays européen le plus performant, le Royaume-Uni, était limitée par rapport à celle de l'indice de référence, et nous avons donc enregistré une sous-performance de 1,09% par rapport à l'indice MSCI Europe. Nous avons en revanche battu l'indice European Value.

Composition du portefeuille

A la fin du trimestre, les liquidités représentaient 10,8% des actifs sous gestion. Le fonds comptait 66 positions, les dix plus importantes représentant 25,59% du total.

Nous n'avons fait aucun nouvel investissement pendant le trimestre, mais avons renforcé nos positions dans certains titres et réduit certaines autres pour rééquilibrer l'ensemble du portefeuille. Nos participations dans Hypo Real Estate et Thomson, ont été liquidées.

Pour obtenir de plus amples informations sur le fonds, y compris l'intégralité des positions du portefeuille, la performance et les ventilations par secteur et zone géographique, veuillez consulter notre site Internet et la dernière fiche d'informations du fonds.

Valorisation du portefeuille

Les valorisations et indicateurs de la solidité financière de nos positions restent extrêmement encourageants. Le ratio cours/valeur comptable moyen du fonds est de 0,7, avec un ratio valeur d'entreprise/EBITDA d'environ 3,5 (ce ratio correspond aux prix que l'on est prêt à payer la capacité bénéficiaire de la société). L'effet de levier financier est réduit, avec un ratio endettement net/fonds propres qui atteint à peine 20%. Nous croyons toujours à la qualité de nos positions, tant au niveau de leurs bilans que de la robustesse de leurs modèles d'entreprises. D'après nous, la vigueur et les valorisations faibles de notre portefeuille contribueront à générer des performances saines à long terme.

Positions individuelles

Le suivi rigoureux du portefeuille fait partie intégrante de notre processus d'investissement. Nous acceptons le fait que, comme pour tous les investisseurs, certains de nos placements ne seront pas fructueux. Ceci constitue d'ailleurs une des raisons principales de la diversification élevée de notre fonds. Au premier trimestre, ce suivi a entraîné la vente de deux positions affectées par la crise du crédit. Il n'est jamais facile de vendre à perte, mais nous estimons que cet élagage du portefeuille est essentiel à son futur potentiel.

Thomson

Vendue à perte

Thomson est une société française spécialisée dans la vidéo et les technologies de diffusion et de communication. Elle possède plusieurs brevets aux normes sectorielles sur des technologies vidéo et audio, qui lui assurent des revenus réguliers de licences d'exploitation. Thomson exerce aussi des activités de télévision en réseau, aussi bien au niveau de la diffusion que du consommateur, fournissant à ce dernier les décodeurs nécessaires pour accéder au réseau.

Nous avons acquis nos premières actions Thomson en 2006, lors du lancement du fonds, pour un prix d'environ 14 EUR par action. La société présentait alors des niveaux d'endettement faibles, un cash-flow disponible confortable et une valorisation bon marché, aussi bien par rap-

port à sa valeur comptable qu'en termes de capacité bénéficiaire à long terme.

Début 2008, le bilan de Thomson s'est détérioré, avec des niveaux d'endettement et de goodwill par rapport au fonds propres plus élevés qu'au moment de notre investissement initial. Toutefois, nous avons estimé que la société était toujours apte à générer un cash-flow solide, grâce, notamment, aux revenus tirés de ses licences d'exploitation. La position a néanmoins fait l'objet d'un suivi plus étroit pendant l'exercice.

Malheureusement, Thomson a été frappée de plein fouet par la crise du crédit. Dans des conditions de crédit normales, ses niveaux d'endettement auraient pu être maintenus, mais à mesure que les révisions à la baisse des notes réduisaient son accès aux liquidités, la perspective du non-respect des engagements en matière d'endettement a été envisagée et son absence de financement à court terme a sérieusement limité sa capacité à effectuer des opérations quotidiennes. En définitive, nous avons estimé que toute solution aux problèmes de Thomson, telle qu'une offre d'actions à effet de dilution prononcé, interviendrait probablement au détriment des actionnaires existants. Aussi avons-nous décidé de liquider notre position.

Hypo Real Estate

Vendue à perte

Hypo Real Estate est une société financière allemande spécialisée dans l'immobilier commercial et le financement du secteur public. Nous détenons à l'origine des actions de Depfa Bank, une société de financement du secteur public. Puis en 2007, Hypo a soumis une offre sur Depfa composée à 40% de liquidités et à 60% d'actions Hypo. Nous avons voté contre cette offre, mais une majorité des actionnaires l'ont acceptée. Par conséquent, nous sommes devenus actionnaires de Hypo Real Estate et avons décidé de conserver cette position jusqu'à ce que les résultats de l'exercice 2007 soient publiés et qu'ils nous renseignent davantage sur le bilan.

Début 2008, Hypo a fait part d'une exposition à des produits de crédit structurés (ou CDO - Credit Derivative Obligations). Bien qu'elle ait entraîné un avertissement

sur les bénéficiaires, cette annonce ne nous a pas semblé compromettre le scénario d'investissement fondamental. Effectivement, au fil de l'exercice 2008, ce ne sont pas ces CDO qui ont affecté Hypo, mais le resserrement sans précédent des conditions du crédit. A l'image de nombreux autres établissements financiers, il a été de plus en plus difficile pour Hypo de se procurer des liquidités suffisantes.

Fin 2008 et début 2009, il est devenu évident que Hypo allait avoir besoin d'un plan de sauvetage et qu'une telle mesure nécessiterait une prise de participation majeure de la part de l'Etat. Craignant qu'une nationalisation potentielle ne détruise toute la valeur des participations existantes, nous avons décidé de céder la position.

Jens Moestrup Rasmussen
Lead Portfolio Manager
Le 8 avril 2009

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. 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.