



European Value

Titres

- Performance
- Composition du portefeuille
- Évaluation du portefeuille
- Positions individuelles

Informations

Stratégie	Actions « Value »
Risque	Moyen
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.

- sparinvest.eu

Performance

Le fonds Sparinvest European Value a progressé de 2,05% au quatrième trimestre 2009, ce qui porte sa performance pour l'année à 32,12%. Le marché européen, tel que mesuré par l'indice MSCI Europe, a augmenté de 5,18% sur le trimestre et de 31,60% sur l'exercice. L'univers des actions « value » européennes s'est octroyé 33,46% en 2009, contre 29,70% pour les actions « growth » européennes. Les petites capitalisations du Vieux Continent se sont très bien comportées, affichant une performance de 59,50% sur l'année.

Nous avons surperformé le marché européen de 0,52% sur l'année en dépit d'une sous-performance de 3,13% au dernier trimestre. Au quatrième trimestre uniquement, il convient de noter que l'indice MSCI Europe Value n'a gagné que 2,80%, alors que l'indice MSCI Europe Growth s'est envolé de 7,75%. Ce résultat ne nous inquiète pas car, comme toujours, nous attachons beaucoup plus d'importance aux fondamentaux de nos positions à long terme qu'au sentiment du marché à court terme.

Au cours du dernier trimestre, notre exposition relativement faible aux financières s'est révélée bénéfique, mais la faible pondération en biens de consommation de base et la sous-performance relative des matériaux ont coûté des points à la performance du fonds. En termes d'allocation géographique, la part restreinte des actions britanniques nous a porté préjudice sur le trimestre ainsi que sur l'année.

Dans l'ensemble, nous sommes satisfaits de 2009 et demeurons optimistes quant aux perspectives du fonds. Sa performance a été globalement conforme à celle des indices, même si les marchés des fusions-acquisitions ne fonctionnent pas encore à plein régime (veuillez noter toutefois notre commentaire sur Océ ci-dessous) et si, pendant la majeure partie de 2009, les marchés ont ignoré la qualité, la reprise étant motivée par une « ruée

vers les déchets » (*dash to trash*). Tout changement de l'un de ces facteurs négatifs pourrait aisément servir au fonds d'élément catalyseur à l'avenir, mais nous n'avons pas pour habitude de prévoir l'échéance potentielle d'un tel revirement.

Composition du portefeuille

À la fin du trimestre, les liquidités représentaient 11,00% de l'encours sous gestion en raison d'une entrée de fonds en fin d'année. Il ne fait aucun doute que cette part sera réduite. Le fonds comptait 65 positions, les dix plus importantes représentant 28,27% du total.

Depuis notre dernière lettre, nous avons effectué un nouvel investissement dans ENI, la société italienne du pétrole et du gaz. 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 également cédé nos positions dans Danieli et Pininfarina, décrites 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.

Évaluation du portefeuille

En dépit de l'envolée du fonds de 32% sur l'année, les évaluations de nos positions restent excellentes. Si l'on cumule les données des positions individuelles pour créer une seule société théorique, on obtient un ratio cours / valeur comptable de 1,06 fois seulement. Du côté des bénéfiques, le rapport valeur d'entreprise / EBITDA (excédent brut d'exploitation) s'inscrit à 4,7 fois les estimations 2009 et 3,7 fois les estimations 2010 seulement. Le bilan global est sain, avec un ratio endettement net / fonds propres de tout juste 30% (contre 60% pour le MSCI European Value) et un rapport immobilisations incorporelles / fonds propres de 15% seulement (contre 61% pour l'indice). Nous croyons toujours à la qualité de nos positions, tant au niveau de leur bilan que de la robustesse de leur modèle d'affaires. D'après nous, la solidité de notre portefeuille et son évaluation faible contribueront à générer des performances importantes à long terme.

Positions individuelles

Océ

Offre de rachat soumise par Canon

Océ est un fabricant néerlandais de photocopieurs et d'imprimantes haut de gamme qui compte parmi les positions à long terme de nos fonds. Le groupe a développé des créneaux d'activités intéressants dans l'impression grand format et l'impression de volumes

élevés, un domaine dans lequel il occupe une solide position concurrentielle en Europe. Ces dernières années, les imprimantes de bureau standard, un segment dans lequel ses parts de marché sont relativement faibles, lui ont donné du fil à retordre tandis que la crise a frappé de plein fouet l'ensemble du secteur.

En novembre 2009, Canon, acteur incontournable du secteur, a lancé une offre de rachat sur Océ. Le prix d'offre de 8,60 EUR par action intégrait une prime significative par rapport aux niveaux récents du cours du titre de 5 EUR. Le processus de rachat est désormais en cours, les autorités de tutelle européennes n'ayant autorisé l'opération qu'à fin décembre. Nous surveillons donc la situation de près, même s'il est déjà encourageant pour nous de constater que des pairs sont conscients de la considérable valeur à long terme que nous avons toujours associée à Océ.

Pininfarina

Vendue à perte

Pininfarina est une société italienne créée en 1930 qui conçoit et construit des voitures et pièces détachées pour des marques aussi diverses que Ferrari, Maserati, Alfa Romeo, Ford et Volvo, pour n'en citer que quelques-unes.

Nos fonds ont investi dans Pininfarina mi-2002 pour la première fois, payant à cette occasion un prix d'environ 19 EUR par action. La société semblait bon marché au vu de ses ratios cours / bénéfiques et cours / valeur comptable, tandis que son bilan était sain et peu endetté. Son modèle d'affaires présentait un certain degré de flexibilité lié à son système de production « à la demande ». En 2003, l'entreprise était sur le point de recevoir des commandes pour la nouvelle Ford Street Ka ainsi que pour les nouvelles versions de l'Alfa GTV et la Spider.

À l'instar de la plupart des acteurs du secteur automobile, Pininfarina a subi des revers par le passé, faisant toutefois preuve d'une capacité à renverser la situation en lançant de nouveaux modèles. En 2005 et 2006, ses bénéfiques ont quelque peu souffert et le groupe a contracté davantage de dettes visant surtout à financer la production de nouveaux modèles ainsi que le développement de sa base d'actifs, y compris l'acquisition de l'usine Volvo d'Uddevalla en Suède. Séduits par leur historique, nous avons alors décidé d'accorder aux dirigeants le bénéfice du doute. Malheureusement, la crise du crédit qui allait affecter le contexte opérationnel de l'ensemble du secteur n'a pas tardé à éclater. Pininfarina a subi un autre coup du sort lors du décès de son PDG, Andrea Pininfarina. Ses résultats comme son bilan se sont encore détériorés sous la tutelle de son successeur, Paolo Pininfarina, et si le conseil d'administration fait tout son possible pour remettre l'entreprise dans le droit chemin, nous sommes désormais d'avis que notre scénario d'investissement initial s'est évanoui et que la valeur intrinsèque du groupe a diminué.

Aussi avons-nous décidé de céder nos positions en octobre 2009 pour un prix de vente moyen de tout juste 3,50 EUR. Il s'agit clairement d'un exemple regrettable de scénario d'investissement qui n'a pas évolué comme prévu. Malgré notre prédilection pour la vigueur financière et les modèles d'affaires résistants, une minorité de choix ne manqueront pas de nous décevoir. C'est pourquoi, outre notre processus d'investissement discipliné, nous investissons dans une vaste gamme de sociétés et surveillons rigoureusement nos positions existantes pour nous assurer que nos portefeuilles contiennent des acteurs de qualité présentant des décotes significatives par rapport à leur valeur réelle.

Danieli

Objectif atteint

Danieli est un fabricant d'équipements destinés aux aciéristes, implanté dans le cœur industriel de l'Italie du Nord. Créé en 1914, le groupe a survécu à maintes périodes difficiles. En 2008, la flambée des cours du pétrole a causé des soucis à Danieli, même si le groupe avait déjà connu pire. En 1976, alors qu'une des petites-filles du fondateur était aux commandes, l'augmentation rapide des cours pétroliers et le repli des dépenses d'investissement de ses clients se sont traduits par les premières pertes historiques du groupe, qui s'en est pourtant sorti. C'est la même descendante de la famille Danieli qui a introduit la société en Bourse dans les années 1980 ; l'héritière Danieli est ainsi devenue l'un des acteurs majeurs de la transformation des processus sidérurgiques à travers le monde. Son mari est aujourd'hui président et actionnaire majoritaire du groupe. S'il n'est pas possible de généraliser à propos des entreprises contrôlées par une famille, l'exemple des Danieli est positif : la famille peut se targuer d'un historique de gestion stable et a su développer, au fil des ans, une société de niche qui dispose de technologies de pointe et d'une solide position concurrentielle.

Début 2009, les perspectives à court terme ne sont pas roses. Les aciéristes à travers le monde ayant lourdement investi dans de nouveaux équipements depuis quelques années vont probablement réduire ou ajourner leurs programmes d'investissement face à la crise. Nous ne

pouvions pas estimer l'ampleur du repli de la demande à court terme, mais le scénario à long terme nous plaisait. Danieli a abordé la crise avec un bilan très robuste et un carnet de commandes bien rempli. De surcroît, la fabrication d'usines sidérurgiques est un secteur présentant de solides barrières à l'entrée : quatre groupes dominant environ 70% du marché mondial, Danieli en contrôle à lui seul environ 30%.

L'action s'échangeait tout juste à 0,6 fois la valeur comptable corporelle, la plupart des actifs de production étant d'ores et déjà dépréciés, et le groupe disposait d'une position nette en liquidités supérieure à sa capitalisation boursière. Même en supposant que les bénéficiaires allaient renouer avec leur plus bas niveau depuis huit ans, le titre semblait fortement sous-évalué. Nous avons donc investi en mars 2009, au prix de 6 EUR par action.

Nous affirmons toujours ne pas être adeptes du market timing et préférer nous en tenir à notre processus : nous achetons des titres assortis d'une décote par rapport à leur valeur intrinsèque sans essayer de deviner le moment exact où ils atteindront cette valeur. Quelquefois, elle est atteinte plus tôt que prévu et nous sommes les premiers à admettre que notre investissement dans Danieli est intervenu juste au moment où le marché opérait un revirement positif. En octobre 2009, les actions avaient atteint notre objectif de cours et s'échangeaient à 1,6 fois leur valeur comptable. Nous les avons vendues au prix de 18 EUR. Nous sommes convaincus que tant que nous conserverons la même discipline, notre processus nous permettra de dénicher d'autres trésors comme Danieli.

Jens Moestrup Rasmussen

Lead Portfolio Manager

Le 8 janvier 2010

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.