



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
Co-Gérant	Per Kronborg Jensen
Indice de référence	MSCI Europe (dividendes nets)
Catégorie Morningstar	Actions Europe Moyennes Cap.

- sparinvest.eu

Performance

Le fonds Sparinvest European Value a enregistré une hausse de 6,20% au premier trimestre 2010, tandis que le marché européen global, tel que mesuré par l'indice MSCI Europe, progressait de 4,12%. Simultanément, l'univers européen des actions « value » (MSCI Europe Value) a gagné 2,17%, contre 6,03% pour les valeurs « growth ». Les petites capitalisations européennes ont réalisé une excellente performance de 9,82%.

Sparinvest European Value par rapport aux indices en %	T1 2010	2009
Sparinvest European Value	6,20	32,12
MSCI Europe Index	4,12	31,60
MSCI Europe Value Index	2,17	33,46
MSCI Europe Growth Index	6,03	29,70
MSCI Europe Small Cap Index	9,82	59,30

Les indices MSCI Europe, MSCI Europe Value, MSCI Europe Growth et MSCI Europe Small Cap sont tous des indices incluant une large sélection de sociétés partout dans le monde. Toutes les performances sont exprimées en Euro.

Le fonds s'est bien comporté, tant en termes absolus que relatifs. Au premier trimestre, il a surperformé l'ensemble du marché de plus de 2% bien que les actions « value » aient sous-performé les valeurs « growth » dans la région.

En termes de secteurs, notre pondération élevée en biens de consommation discrétionnaire et, tout particulièrement en valeurs industrielles allemandes, a profité de la surperformance des valeurs cycliques.

Il convient de garder à l'esprit que nos pondérations régionales et sectorielles ne sont pas les fruits de décisions actives. L'allocation résulte exclusivement de l'existence de valeurs bon marché dans une région ou un secteur donné(e). La bonne performance des valeurs cycliques au cours du trimestre est probablement liée à

l'amélioration des rapports trimestriels et au sentiment général selon lequel les sociétés solides peuvent et finiront par renouer avec un niveau de bénéfices normalisé en dépit des difficultés à venir.

La performance trimestrielle est globalement satisfaisante mais notre priorité reste, comme toujours, la génération de performances solides à long terme. Comme nous en avons discuté dans nos précédentes lettres trimestrielles, les titres que nous détenons en portefeuille présentent selon nous un potentiel d'appréciation considérable en termes de performance future.

Composition du portefeuille

A la fin du trimestre, les liquidités représentaient 8% des actifs sous gestion. Le fonds comptait 65 positions, dont les dix premières représentaient 30,64% du total.

Depuis notre dernier communiqué, nous avons créé une nouvelle position dans la société De'Longhi, le fabricant italien d'appareils électriques. A l'occasion du rééquilibrage général du portefeuille, nous avons renforcé certaines positions existantes et réduit la part de certaines autres. Nous avons également vendu notre position dans Océ, comme il est indiqué ci-dessous.

Pour obtenir de plus amples informations sur le fonds, y compris sur toutes les positions du portefeuille, la performance et les répartitions par secteur et zone géographique, veuillez consulter notre site Internet ainsi que la dernière fiche d'information sur le fonds.

Evaluation du portefeuille

Malgré les bonnes performances réalisées par les marchés boursiers depuis leur plancher de mars 2009, les valorisations de nos positions restent excellentes. Si l'on cumulait les chiffres de toutes nos positions en une seule société théorique, celle-ci s'échangerait à un ratio cours / valeur comptable de 1,05 fois seulement. S'agissant des bénéfices, son ratio valeur d'entreprise / EBITDA (excédent brut d'exploitation) serait égal à 4,1 fois les estimations Bloomberg 2010 et à seulement 3,5 fois les estimations 2011. Le bilan consolidé est sain avec un ratio endettement net / fonds propres de 35% seulement (contre 60% pour le MSCI World), et un rapport immobilisations incorporelles / fonds propres de 15% seulement (contre 59% pour l'indice MSCI European Value). Nous avons confiance dans la qualité de nos positions car elles bénéficient de bilans sains et de

modèles d'entreprise robustes et sommes persuadés que la robustesse et la faible valorisation de notre portefeuille nous permettront de générer des performances solides à long terme.

Positions individuelles

Océ

Offre de rachat acceptée

Comme nous en avons fait part dans notre précédente lettre trimestrielle, nous avons reçu une offre de rachat sur Océ au mois de novembre 2009.

Océ est un fabricant néerlandais de photocopieurs et d'imprimantes haut de gamme dans lequel le fonds investit depuis longtemps. Le groupe a développé des créneaux d'activités intéressants dans l'impression grand format et à volumes élevés, un domaine dans lequel il occupe une solide position concurrentielle. Mais les dernières années n'ont pas été de tout repos pour la société : ses parts de marché se sont affaiblies dans le segment des imprimantes de bureau standard et, dans un contexte de mondialisation rapide, la situation est devenue de plus en plus difficile pour une société dont la base de coûts est européenne.

Compte tenu de ces facteurs, personne n'a donc été surpris lorsque Canon a annoncé une offre de rachat sur la société. Stratégiquement, les entreprises étaient faites pour se rapprocher car Canon allait bénéficier des créneaux d'activités bien établis d'Océ et Océ de la présence mondiale de Canon.

Malgré tout, nous avons été déçus que le conseil d'administration et les dirigeants d'Océ acceptent ce changement pendant une crise économique. Les négociations avec les acheteurs potentiels ont commencé au plus bas du cycle économique, ce qui s'est traduit par une offre de rachat qui ne reflète pas, selon nous, la valeur à long terme d'Océ. Nous avons clairement fait part de notre mécontentement à la direction et aux conseils d'administration de Canon et d'Océ ainsi qu'en personne lors d'une assemblée générale extraordinaire relative à l'offre. Malheureusement, comme une majorité d'actionnaires ont soutenu l'offre de Canon à 8,60 euros, nous n'avons pas réussi à modifier son issue.

Le fonds avait initialement acquis des actions lors de son lancement, fin 2006, à un prix d'environ 12,20 euros par action. Il est évident que l'offre de 8,60 euros est loin de ce niveau et correspond à une performance totale

négative, après dividendes, de quelque 20%. Il va sans dire que cette performance n'est pas du tout satisfaisante, d'autant plus que l'offre ne reflétait pas selon nous la valeur à long terme de la société.

Néanmoins, la majorité des voix exprimées en faveur de l'offre signifie que, si nous l'avions refusée, nous serions devenus actionnaires minoritaires d'une société assortie d'un flottant extrêmement faible, qui aurait même pu être radiée de la cote. Nous avons finalement décidé qu'une telle situation ne serait pas dans l'intérêt de nos actionnaires et que nos actions devaient être rachetées. Nous avons perçu le règlement en mars 2010.

Jens Moestrup Rasmussen & Per Kronborg Jensen

Lead Portfolio Manager Senior Portfolio Manager

Le 12 avril 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.