



European Value

Titres

- Performance
- Composition du portefeuille
- Evaluation 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 & Per Kronborg Jensen
Indice de référence	MSCI Europe (dividendes nets)
Catégorie Morningstar	Actions Europe Moyennes Cap.

- sparinvest.eu

Performance

Au quatrième trimestre 2010, le fonds Sparinvest European Value a progressé de 8,71%, ce qui a porté sa performance sur l'année à 25,59%. Les marchés mondiaux, tels que mesurés par l'indice MSCI World Europe, ont augmenté de 6,35% au quatrième trimestre et de 11,10% sur l'exercice. Le fonds Sparinvest European Value a donc surperformé le reste du marché de 14,49% en 2010.

Il est intéressant de noter que notre fonds a enregistré une performance relativement élevée en 2010 alors même que l'indice MSCI Europe Value (+4,13%) est resté en deçà de l'indice MSCI World Europe Growth (+18,01). Bien sûr, le fonds repose sur une gestion « value » active et qualitative et vise une performance absolue et non une réplique de l'indice MSCI World Value. Il n'en demeure pas moins que l'écart est intéressant. Nous en discuterons, ainsi que de plusieurs des thèmes abordés, de manière plus détaillée dans la Lettre Trimestrielle.

Sparinvest European Value par rapport aux indices en %	T4 2010	Année
Sparinvest European Value	8,71	25,59
MSCI Europe Index	6,35	11,10
MSCI Europe Value Index	4,47	4,13
MSCI Europe Growth Index	8,07	18,01
MSCI Europe Small Cap Index	13,46	29,91

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.

L'année 2010 s'est montrée volatile pour les actions européennes. Malgré un démarrage en fanfare, elles se

sont effondrées à partir d'avril face aux craintes liées à la dette souveraine. Ce n'est que pendant les derniers mois qu'elles ont rebondi fortement. Malgré ces fluctuations, la bonne performance du fonds Sparinvest European Value a été régulière sur tout l'exercice.

Au niveau des pays, notre exposition limitée à des Etats comme la Grèce, le Portugal et l'Espagne a très certainement porté ses fruits. Quoiqu'il en soit, même sur des marchés dominés par les craintes d'ordre macro économiques, la qualité du stock-picking est susceptible de générer des rendements confortables. Par exemple, en Italie, l'attention rigoureuse portée à la solidité financière et la capacité à réaliser des bénéfices à tous les stades du cycle nous a incités à nous pencher sur le titre De'Longhi, dont nous parlerons plus loin.

De surcroît, les performances du fonds ont largement dépassé celles du reste du marché dans les pays auxquels il était fortement exposé, comme l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni, les Pays-Bas et la Suisse. Nos meilleurs résultats proviennent de secteurs cycliques comme l'industrie, les biens de consommation discrétionnaires et les technologies de l'information. Dans de nombreux cas, notre process d'investissement et sa concentration stricte sur la valeur intrinsèque se sont avérés justifiés. Ainsi, nous avons conservé voire augmenté notre exposition aux titres cycliques qui avaient été si sévèrement punis par les marchés boursiers en 2008. Nous abordons ce thème plus en détail dans la Lettre trimestrielle. Nous sommes convaincus que ce process continuera de dégager des performances impressionnantes dans les années à venir.

Naturellement, pendant toute période, certains secteurs, régions ou titres individuels d'un portefeuille diversifié se comportent moins bien que d'autres. Ainsi, les valeurs financières ont affiché une faiblesse généralisée en 2010. Cependant, nos positions dans ce secteur ont malgré tout enregistré d'excellentes plus-values. Cela dit, en termes absolus, notre exposition aux valeurs énergétiques et aux matériaux a affiché une performance légèrement plus faible. Comme toujours, nous avons surveillé de près l'évolution des fondamentaux ainsi que la valeur intrinsèque des régions, secteurs et titres individuels qui se sont moins bien comportés. Nos conclusions sont très encourageantes et nous sommes convaincus de la capacité des titres en question à générer des rendements solides à long terme.

Composition du portefeuille

A la fin du trimestre, les liquidités représentaient 5,9% de l'encours sous gestion. Le fonds comptait 61 positions, les dix plus importantes représentant 34,62% du total.

Pendant le trimestre, nous avons procédé à un nouvel investissement dans l'assureur suisse Zurich Financial

Services. Nos positions dans Société BIC, Daetwyler et De'Longhi, abordées ci-dessous, ont été vendues.

Afin de rééquilibrer l'ensemble de notre portefeuille, nous avons renforcé notre exposition existante à certains titres et réduit la part de certains autres.

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 la fiche d'information du fonds figurant à la fin de ce document ou notre site Internet.

Evaluation du portefeuille

Plusieurs facteurs ont contribué à la performance robuste du fonds en 2010, mais, en tant que gestionnaires de fonds, nous sommes surtout encouragés par le potentiel considérable de performances futures qui subsiste selon nous. Les valorisations et les conditions fondamentales restent très intéressantes. Pour donner une indication approximative, nous regroupons les positions en une société théorique dont le ratio cours / valeur comptable est de tout juste 1,14 fois, contre 2,02 fois pour l'indice MSCI Europe. Les multiples de bénéfices sont eux aussi encourageants : grâce au levier opérationnel solide d'un bon nombre de nos positions, un potentiel de croissance bénéficiaire robuste apparaîtra au fur et à mesure du rétablissement progressif des conditions économiques et de l'amélioration du chiffre d'affaires des sociétés. Parallèlement, le rapport EV / EBITDA (valeur de l'entreprise/excédent brut d'exploitation), un indicateur utile du prix des sociétés par rapport à leur capacité bénéficiaire, correspond à 9,0 fois l'EBITDA pour l'exercice écoulé, contre 8,0 fois pour le MSCI Europe. Cependant, par rapport aux estimations Bloomberg pour les exercices 2010 et 2011, le ratio EV / EBITDA du portefeuille tombe à 5,9 et 5,3 fois, contre 6,7 et 6,1 fois pour le MSCI Europe.

Le bilan consolidé est sain, avec un ratio endettement net / fonds propres de tout juste 37% (contre 59% pour le MSCI Europe) et un ratio immobilisations incorporelles / fonds propres de 18% seulement (contre 65% pour l'indice).

Le fonds Sparinvest European Value est un portefeuille composé de sociétés profondément décotées qui offrent un adossement à des actifs solides ainsi qu'une capacité bénéficiaire robuste à long terme. Nous sommes convaincus que ce portefeuille générera des performances d'investissement substantielles pendant les années à venir.

Positions individuelles

Daetwyler Holding

Objectif atteint

Daetwyler Holding est une société suisse qui fabrique

toute une gamme de composants industriels, de produits en caoutchouc, de câbles et d'emballages pour produits pharmaceutiques. Malgré cette diversité, elle possède une part de marché solide dans plusieurs de ses produits et peut se targuer d'être un « acteur multi-niches ».

Daetwyler fait partie des fonds « value » de Sparinvest depuis longtemps et le titre a été acheté initialement par le Danish Value Aktier Fund en 1997, date à laquelle son cours était bien inférieur à sa valeur comptable, soit environ 20 CHF par action (chiffre ajusté pour tenir compte des fractionnements ultérieurs). L'action est venue rejoindre le portefeuille European Value lors du lancement du fonds fin 2006.

Les produits Daetwyler l'exposent à une certaine cyclicité des bénéfiques, même si son activité d'emballages pharmaceutiques est naturellement un peu moins sensible aux cycles économiques. Sa division Câbles a bien sûr souffert de l'éclatement de la bulle informatique en 2000 et la plupart de ses divisions ont dû faire face à un effondrement de la demande pendant la crise mondiale de 2008. Quoiqu'il en soit, aussi bien lors de notre premier investissement qu'au fil des ans, la direction a maintenu un bilan sain et des niveaux d'endettement net faibles. Malgré des périodes difficiles, il nous a semblé évident que la capacité bénéficiaire à long terme de la société resterait intacte à tous les stades du cycle, sa santé financière nous donnant en outre une certaine tranquillité d'esprit.

En 2009 et 2010, le potentiel de redressement rapide des bénéfiques est devenu évident et le cours boursier a réagi en conséquence. En décembre 2010, il a atteint notre estimation de sa valeur intrinsèque et la position a été vendue à environ 75 CHF par action, ce qui correspond à un rendement solide sur notre investissement original, dividendes inclus.

Société BIC

Objectif atteint

La marque BIC a été connue du monde entier dans les années 1950 avec l'énorme succès de ses stylos à bille. La société conserve d'ailleurs une forte présence dans le segment des stylos à travers d'autres marques comme Ballograf et Sheaffer. BIC fabrique cependant une vaste gamme de produits concentrés sur trois domaines clés : la papeterie, les briquets et les rasoirs. Ses produits sont vendus partout dans le monde et elle bénéficie de positions de leader sur la plupart de ses segments.

Fin 2007, les bénéfiques de BIC s'étaient révélés quelque peu inférieurs aux attentes en raison de la concurrence âpre dans le segment des rasoirs et de l'essoufflement des ventes de papeterie en Amérique du Nord, sur fond de ralentissement économique. Les sociétés considérées traditionnellement comme défensives, telles que BIC, peuvent être sévèrement punies par le marché

boursier lorsque leurs bénéfiques déçoivent et ses actions se sont donc effondrées mi-2008. BIC offrait toutefois un portefeuille de marques solide, conjugué à un bilan extrêmement sain assorti de liquidités nettes depuis des années. Nous étions donc convaincus que sa capacité bénéficiaire à long terme serait intacte. En juin 2008, nous avons pu prendre une participation dans BIC à 33 EUR par action, soit environ 10 fois les bénéfiques et 1,4 fois la valeur comptable de ses immobilisations corporelles. Il s'agissait là d'une rare opportunité.

Nous ne sommes pas adeptes du market timing et notre objectif n'est pas de prédire quelles actions ou quels secteurs sont susceptibles de bien se comporter au cours des prochains trimestres. Nous préférons nous concentrer strictement sur l'analyse et l'évaluation des fondamentaux et acheter des titres qui semblent présenter une forte décote par rapport à leur valeur intrinsèque et qui offrent donc une marge de sécurité confortable. Cette stratégie nous amène souvent à acheter, avec le recul, des actions qui se rapprochent de leur plus bas. C'était certainement le cas pour BIC. Son cours boursier a continuellement progressé à partir de juin 2008 à mesure que la confiance dans les bénéfiques du groupe réapparaissait. En effet, aujourd'hui, des bénéfiques record sont attendus en 2010 et 2011. En octobre 2010, les actions ont atteint notre estimation de la valeur intrinsèque à 60 EUR et nous avons donc cédé notre position. A dividendes inclus, nous avons réalisé une performance de plus de 90% sur notre investissement initial.

Deutsche Postbank

Cédée lors d'un rachat

Nous investissons depuis longtemps dans Deutsche Postbank, la première banque de détail d'Allemagne. Postbank compte plus de 14 millions de clients et dispose d'un vaste réseau d'agences à travers le pays. D'après nous, ces atouts étaient fort susceptibles d'attirer une opération de rachat. La vaste base de comptes de dépôts de clients constituait une source de financement relativement stable et nous pensions qu'il existerait très certainement une possibilité de maximiser le potentiel de ventes de ce réseau d'agences très étendu.

En 2008, il est devenu évident que Deutsche Post, le premier actionnaire de Postbank détenant une participation de 70%, cherchait à vendre. Deutsche Bank est apparue en tant qu'acheteuse et en septembre 2008, Deutsche Post a accepté de lui vendre une position initiale de 30% à un prix d'environ 57 EUR par action. Mais le lendemain, Lehman Brothers a fait faillite. Les transactions ont été gelées un peu partout dans le monde et les valeurs financières se sont effondrées : Deutsche Postbank est tombée en dessous de 8 EUR en mars 2009.

En octobre 2010, alors que les conditions commençaient à se normaliser, Deutsche Bank a annoncé une offre publique d'achat de toutes les actions de Deutsche

Postbank. A 25 EUR, le prix d'offre présentait une forte prime par rapport aux planchers auxquels la panique avait fait plonger les cours pendant la crise financière, mais s'inscrivait évidemment bien en dessous du prix mentionné en 2008. On a toutefois appris que Deutsche Post et Deutsche Bank avaient conclu un accord assez spécial : Deutsche Post avait accepté non pas de céder sa participation importante à 25 EUR, mais plutôt de la vendre à Deutsche Bank en 2012 à environ 40 EUR par action.

La structure de cette opération, pour le moins obscure, a largement retenu l'attention des médias. Dans les faits, Deutsche Bank était parvenue à annoncer une offre de rachat à 25 EUR tout en promettant de payer au principal actionnaire un prix bien plus élevé ultérieurement. Normalement, lors d'un rachat, le même prix est proposé aux actionnaires aussi bien majoritaires que minoritaires et les organismes de réglementation s'efforcent généralement de protéger ce principe.

Nous sommes d'avis que cette structure est pour le moins allée à l'encontre de l'esprit de bonne gouvernance d'entreprise et de traitement équitable des actionnaires. Elle a malgré cela été approuvée par les autorités de réglementation allemandes et, après un examen approfondi de la situation, il nous restait les deux options suivantes : nous pouvions vendre nos actions immédiatement à 25 EUR ou rester actionnaires en partant du principe qu'un prix bien supérieur pourrait être obtenu ultérieurement. Cette seconde solution impliquait de conserver une action assortie d'un free float potentiellement très faible et de devoir attendre pendant peut-être longtemps pour espérer obtenir un prix supérieur, si nous y parvenions un jour. Face à une telle incertitude, nous avons décidé qu'il était dans l'intérêt de nos fonds d'accepter l'offre de rachat et de réinvestir les produits de la cession ailleurs.

Donc, si notre scénario d'investissement initial s'est révélé correct, c'est-à-dire que les actifs de Deutsche Postbank ont effectivement fait l'objet d'une prise de contrôle, l'issue finale ne nous a pas satisfaits pleinement. Naturellement, l'intensité de la crise financière y a été pour quelque chose. Mais il est quelque peu décevant que la réglementation n'ait pas empêché ce qu'on peut considérer comme un rachat en deux étapes dans le cadre duquel l'actionnaire majoritaire a perçu un prix et les actionnaires minoritaires en ont perçu un autre.

De Longhi

Objectif atteint

De'Longhi est une société familiale italienne qui bénéficie de positions de marché solides dans le secteur de l'électroménager, et surtout sur les segments des appareils de chauffage et de climatisation portables, de la préparation alimentaire, du nettoyage et du repassage. Elle fournit aussi des systèmes de refroidissement et de chauffage aux professionnels.

En 2001, peu avant sa propre introduction en Bourse, De'Longhi a acquis Kenwood, une marque internationale de renom dans le domaine de l'électroménager pour la cuisine. Ce rachat a accéléré l'expansion du groupe et a permis de renforcer, non seulement sa gamme de produits et sa présence internationale, mais aussi sa position de leader sur les marchés britannique et italien. Depuis, la marque Kenwood a connu une croissance ininterrompue. A l'instar d'autres fabricants d'électroménager comme Krups et Siemens, De'Longhi a beaucoup profité de l'explosion de la demande de machines à café Nespresso, qui sont produites en partenariat avec Nestlé.

Fin 2009, nous avons été impressionnés par l'historique de bénéfices relativement stable et le bilan solide de De'Longhi, qui s'efforçait en outre de réduire sa dette depuis 2005. Son cours boursier avait toutefois fortement souffert des turbulences du marché en 2008 et début 2009. Les bénéfices du groupe n'étaient certes pas protégés contre la crise mondiale, mais malgré quelques difficultés à court terme début 2009, ils se sont montrés résistants dans l'ensemble et nous étions persuadés que le marché sous-évaluait fortement sa capacité bénéficiaire à long terme.

Nous avons investi pour la première fois en février 2010, au prix de 2,9 EUR par action, soit seulement 0,6 fois la valeur comptable. Les actions ont progressé sans interruption pendant l'exercice, faisant disparaître brutalement la décote d'évaluation. En décembre 2010, alors que ses machines à café bénéficiaient d'une demande particulièrement soutenue, De'Longhi a atteint notre estimation de sa valeur intrinsèque et nous avons liquidé notre position au cours de 5,7 EUR, dividendes inclus, ce qui correspond à une performance tout juste inférieure à 100%.

Jens Moestrup Rasmussen **Per Kronborg Jensen**
Lead Portfolio Manager Senior Portfolio Manager
12 janvier 2011

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 European Value type de parts disponibles	ISIN
EUR I	LU0264924241
EUR R	LU0264920413
EUR UKI	LU0264924753
EUR UKR	LU0264920926
GBP UKR	LU0264927772



Sparinvest est signataire des accords de l'UN PRI et est membre de l'Eurosif et du Dansif.

L'UN PRI est une initiative d'investisseurs internationaux soutenue par les Nations Unis et basée sur six principes destinés aux investisseurs responsables. Le but est d'aider les investisseurs à intégrer de manière active des problématiques environnementales, sociales et de gouvernance au sein même de leurs investissements.

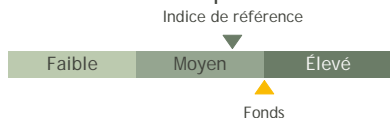
Le compartiment mentionné fait partie de Sparinvest SICAV, fonds ouvert à compartiments multiples de droit Luxembourgeois. Pour des informations complémentaires, veuillez vous référer au prospectus et aux rapports annuels et semi-annuels. Ces documents peuvent être obtenus sur simple demande et sans frais auprès des différents bureaux de Sparinvest ou auprès des distributeurs/représentants agréés, tout comme les statuts d'origine de la SICAV et tous change-ments 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. Sous réserve d'éventuelles erreurs typographiques, de calcul et autres pouvant apparaître dans la documentation.

Description

Philosophie d'investissement: Actions "Value"

Le fonds investit dans les actions européennes. Il peut, dans une moindre mesure, investir dans d'autres supports. La sélection se fait selon une approche "value". Après une analyse approfondie de l'information disponible, les titres qui ont une évaluation boursière très inférieure à celle de leur valeur intrinsèque sont sélectionnés. La marge de sécurité est très importante et donc, le fonds a un risque plus faible que celui du marché. Le fonds est axé sur la préservation du capital.

Indicateur de risque - 31/12/2010



Informations

Code ISIN	LU0264920413
Bloomberg	SPEUVR.LX
Compartiment	EUR R
Date de création du fonds	02/11/2006
Devise du compartiment	EUR
Affectation des résultats	(C)
Nom de société	Sparinvest S.A.
Domiciliation	Luxembourg
Date de lancement	02/11/2006
Actif net (millions) - 31/12/2010	113,17 EUR
Gestion financière	Sparinvest S.A.
Gérant	Jens Rasmussen
Gère le fonds depuis	02/11/2006
Indice de référence ¹	MSCI Europe (net dividends)
Morningstar catégorie™ ²	Actions Europe Moyennes Cap.
VL - 31/12/2010	83,73 EUR
Droits d'entrée (jusqu'à)	3,00 %
Droits de sortie	0,00 %
Frais de gestion	1,50 %
TER - 31/12/2009	2,00 %

Performance - Mensuelle, déc.-2010

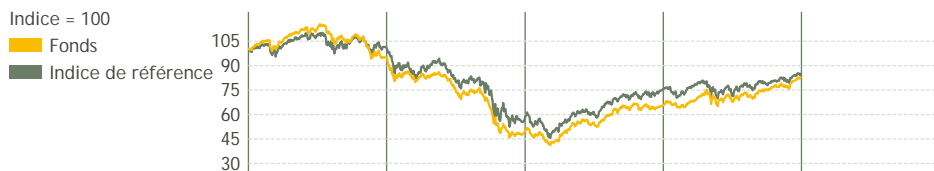
Perf.	Fonds	Ind. de réf ¹	Différence
Ex. en cours	25,59%	11,10%	14,49%
1 mois	8,29%	5,18%	3,11%
3 mois	8,71%	6,35%	2,37%
1 an	25,59%	11,10%	14,49%
3 ans ann.	-4,80%	-6,25%	1,46%
5 ans ann.	-	0,24%	-

Risque 3 ans - Mensuelle, déc.-2010

Risque	Fonds	Ind. de réf ¹	Morningstar ²
Volatilité	24,97%	21,06%	23,86%
Sharpe	-0,15	-	-0,11
Ratio info	0,24	-	-

Notation Morningstar **★★★**

Performance - 31/12/2010

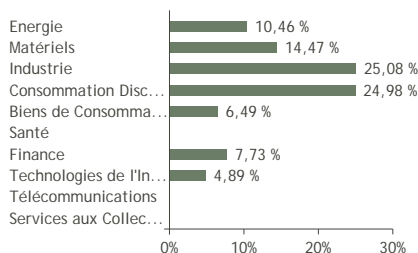


Performance	2007	2008	2009	2010	-
Fonds	-4,13%	-48,00%	32,13%	25,59%	-
Indice de référence	2,69%	-43,65%	31,60%	11,10%	-
Morningstar catégorie™	-1,34%	-46,50%	38,22%	21,80%	-

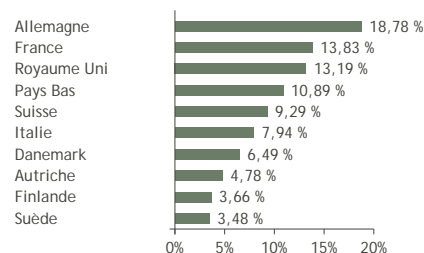
Allocation d'actifs (%)

Positions	Actions	Obligations	Autre	Liquidités
61	94,1%	0,0%	0,0%	5,9%

Allocation sectorielle



Dix premiers pays



Portefeuille (Top 10) - 31/12/2010

Nom de la valeur	Secteur	Type	Pays	Poids
A.P. Moeller - Maersk A/S B	Industrie	Actions	Danemark	3,84%
Omv Ag	Énergie	Actions	Autriche	3,74%
Salzgitter Ag	Matériels	Actions	Allemagne	3,61%
Ericsson Tel. B	Technologies de l'Info...	Actions	Suède	3,48%
Royal Dutch Shell Plc-A-	Énergie	Actions	Pays Bas	3,44%
Roy.Philips Electr./Eur 0.2	Industrie	Actions	Pays Bas	3,34%
J.Sainsbury Plc	Biens de Consommation	Actions	Royaume Uni	3,33%
Koninklijke Dsm Nv	Matériels	Actions	Pays Bas	3,32%
Eni Spa Roma	Énergie	Actions	Italie	3,28%
Renault Sa	Consommation Discrét...	Actions	France	3,24%

Notes:

Le compartiment mentionné fait partie de Sparinvest SICAV, fonds ouvert à compartiments multiples de droit luxembourgeois.

Commentaire sur l'indice de référence

-

Les performances passées ne doivent pas être considérées comme garantant des 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. Pour toutes 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 de la société de gestion Sparinvest SA, auprès du représentant légal de la SICAV ou auprès des distributeurs agréés. Tout investissement doit être effectué sur la base de ces documents. Sources: Sparinvest S.A., Morningstar, Standard & Poors, Bloomberg aux dates indiquées.