



## European Small Cap Value

### Titres

- Performance
- Composition du portefeuille
- Portefeuille
- Positions individuelles
- Demag Cranes

### Informations

Stratégie	Actions « Value »
Risque	Élevé (6)
ISIN	LU0256591552
Devise du compartiment	EUR
Date de lancement	22/06/2006
Gérants	Karsten Løngaard & Lisbeth Søgaard Nielsen
Indice de référence	MSCI Europe Small Cap (EUR)
Catégorie Morningstar	Actions EU Petites et Moy. Cap



### Performance

Sur l'année en cours, le fonds Sparinvest European Small Cap Value a réalisé une performance négative de 15,83%, alors que le marché global des actions de petites capitalisations – tel que mesuré par l'indice MSCI European Small Cap – a chuté de 20,46%. Au troisième trimestre, le fonds a perdu 14,83% et l'indice 19,43%. Une faible exposition à l'Europe du Sud a contribué à atténuer le recul du fonds, tout comme sa faible exposition au secteur financier, qui a plongé face aux craintes quant à la valeur réelle de la dette souveraine détenue par les banques.

Sparinvest European Small Cap Value par rapport aux indices en %	T3 2011	Année
Sparinvest European Small Cap Value	-14,83	-15,83
MSCI Europe Small Cap Index	-19,43	-20,46
MSCI Europe Index	-16,37	-15,62
MSCI Europe Value Index	-17,60	-16,16
MSCI Europe Growth Index	-15,16	-15,06

MSCI European Small Cap Index, MSCI Europe Index, MSCI Europe Value Index and MSCI Europe Growth are all indices that contain a broad selection of companies in Europe. All returns on investment are in EUR.

Cette année, la zone euro et la crise en Europe du Sud ont largement accaparé l'attention, l'énorme déficit public de la Grèce pesant particulièrement sur la performance des actions. L'évolution des marchés boursiers a été dictée avant tout par la peur. En dépit d'une forte pondération de la zone euro, le fonds s'en est relativement bien sorti par rapport au reste du marché boursier européen grâce à une exposition très faible aux valeurs cycliques du sud de l'Europe ainsi qu'à une sélection de titres judicieuse.

Naturellement, une performance négative n'a rien de satisfaisant, même lorsqu'elle est plus faible que celle de l'indice. Rappelons toutefois que les fluctuations

extrêmes récemment affichées par les cours boursiers sont très détachées de l'évolution fondamentale de nos positions, qui ont fait part, dans l'ensemble, de résultats rassurants. De surcroît, ces marchés ont offert d'excellentes opportunités d'investissement, quatre nouvelles sociétés ayant été acquises sur le trimestre.

Mais des problèmes majeurs restent sans solution dans la zone euro. Le besoin de mesures politiques décisives est vital. Comme nous le disons depuis longtemps, la reprise après une crise du crédit n'est jamais ni rapide ni facile. Nous ne prédirons pas ici avec précision le scénario macroéconomique auquel le monde fait face, mais la situation est bien différente de celle de la fin 2008 pour une raison essentielle : en 2008, la rapidité du repli avait pris de cours bien des sociétés. Aujourd'hui, à la fin 2011, le climat des affaires n'a pas encore subi de repli notoire et dans l'ensemble, les sociétés dans lesquelles nous investissons font état de commandes et de bénéfices encore satisfaisants. Mais cette fois-ci, elles sont prêtes à affronter une éventuelle baisse de régime. Les bilans ont été consolidés grâce, par exemple, à une baisse de l'effet de levier et des stocks. Des économies de coûts disciplinées se sont traduites par une baisse massive des seuils de rentabilité. Nous abordons ce thème plus en détail dans notre dernière Lettre trimestrielle.

Si nous partageons certes les craintes quant à la situation actuelle en Europe et identifions les risques d'une croissance relativement faible à court terme, les marchés boursiers actuels nous semblent aussi particulièrement irrationnels. Ce qui ne fait aucun doute à nos yeux, c'est que quels que soient les événements macroéconomiques, les cours boursiers actuels de nos positions offrent de profondes décotes par rapport à la valeur intrinsèque qui se traduiront par des performances solides dans les années à venir.

### Composition du portefeuille

À la fin du trimestre, les liquidités représentaient 4,4% de l'encours sous gestion. Le fonds comptait 40 positions, les dix plus importantes représentant 47,96% du total.

Nous avons réalisé cinq nouveaux investissements sur le trimestre : des actions Polytec (Autriche, plastiques industriels) et Nyrstar (Belgique, mines de zinc et fonderie) sont venues rejoindre le portefeuille. Nous avons investi en outre dans KSB (Allemagne, fabricant de valves industrielles), Coltene (Suisse, fabricant de produits dentaires consommables) et Sabaf (Italie, fabricant de brûleurs pour cuisinières à gaz).

Demag Cranes a quitté le portefeuille, comme il est indiqué ci-dessous. Afin de rééquilibrer l'ensemble de notre portefeuille, nous avons renforcé notre exposition existante dans 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.*

### Portefeuille

Dans l'ensemble, les marchés boursiers européens affichent actuellement des niveaux de valorisation attractifs. Pour donner une indication approximative de la valorisation du portefeuille, nous regroupons les positions du fonds en une société théorique dont le ratio cours / valeur comptable est de 1,16 fois, contre 1,21 fois pour l'indice MSCI European Small Cap. Ce niveau est à peu près aussi faible que celui observé en mars 2009. Et pourtant le bilan demeure solide avec un effet de levier financier faible (ratio endettement net / fonds propres médian de 29,5% contre 29,1% pour le MSCI European Small Cap Index). La dernière fois que des multiples aussi faibles étaient constatés remonte à mars 2009, une période qui a été suivie d'un redressement des marchés dû aux mesures politiques plus tangibles ayant été prises.

Les multiples basés sur les bénéfices suggèrent qu'un scénario très négatif est désormais anticipé. Le ratio cours / bénéfices est de 10,05 fois pour l'exercice actuel si l'on en croit les estimations du consensus et de 8,67 fois pour l'exercice suivant (contre 10,95 et 9,38 fois respectivement pour le MSCI European Small Cap). Le rapport VE / EBITDA (valeur d'entreprise/excédent brut d'exploitation), un indicateur utile du prix des sociétés par rapport à leur capacité bénéficiaire, n'est que de 4,85 fois les estimations pour l'année en cours et de 4,42 fois pour l'année prochaine, contre 5,67 et 4,78 fois respectivement pour le MSCI Europe. Une comparaison de ces multiples avec les prix effectivement payés pour les sociétés dans le cadre des fusions-acquisitions révèle un potentiel haussier implicite significatif pour le marché dans son ensemble et pour le fonds en particulier.

En dépit de la volatilité actuelle des marchés boursiers, la valeur intrinsèque du portefeuille reste tout à fait intacte et nous sommes convaincus qu'il génèrera des performances d'investissement robustes pendant les années à venir.

### Positions individuelles

Nous avons souvent répété que les fusions et acquisitions finiraient par redémarrer sur un marché où nombre de sociétés ont réduit leur endettement ainsi que leurs bases de coûts. Étant donné que les petites entreprises sont souvent des cibles plus faciles, il n'est peut-être pas surprenant que le fonds ait reçu deux offres de rachat pendant l'exercice. Demag Cranes est maintenant sorti du

portefeuille, tandis qu'une offre de rachat est en attente pour Derby Cycles (nous discuterons de ce cas en détail ultérieurement si l'offre devient inconditionnelle et se concrétise).

## Demag Cranes

### Prise de contrôle

Nous avons acheté des actions Demag Cranes (Allemagne) en décembre 2007, au prix de 30 EUR après un plongeon du cours. Demag est l'un des premiers fabricants de grues portuaires et industrielles. Ses grues aident les clients industriels à gagner en efficacité tout en améliorant l'environnement de travail. Elles permettent de charger et de décharger rapidement et de manière fiable les bateaux à conteneurs. Ainsi la société a-t-elle bénéficié de la hausse structurelle des échanges commerciaux mondiaux. En poursuivant ses économies de coûts et sa production épurée, elle est parvenue à augmenter ses marges et à diminuer son seuil de rentabilité. Demag Cranes est donc sortie de la crise encore plus forte qu'avant, après n'avoir annoncé un bénéfice d'exploitation négatif qu'une seule fois, au troisième trimestre 2009.

La société a enfin été rachetée au troisième trimestre 2011, par le grand fabricant américain de grues Terex. Conjointement avec les dividendes perçus de 3,10 EUR par action, la performance annuelle moyenne s'est inscrite à 14% pendant la période de détention, alors même que le marché boursier européen affichait une tendance baissière. L'opération sert d'exemple et prouve que les sociétés bénéficiant d'actifs solides sont susceptibles d'être rachetées à un moment ou à un autre, surtout si le marché boursier n'évalue pas correctement le cours de leurs actions.

**Karsten Løngaard**  
Senior Portfolio Manager  
11 octobre 2011

**Lisbeth Søgaard Nielsen**  
Portfolio Manager

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 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 Unies 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 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. 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 risque le plus bas  
Rendementi solitamente

Risque plus élevé  
Rendements

1 2 3 4 5 6 7

## Informations

Code ISIN	LU0256591552
Bloomberg	RHAMEUR LX
Compartiment	EUR R
Date de création du fonds	22/06/2006
Devise du compartiment	EUR
Affectation des résultats	(C)
Nom de société	Sparinvest S.A.
Domiciliation	Luxembourg
Date de lancement	22/06/2006
Actif net (millions) - 31/05/2011	3,31 EUR
Gestion financière	Sparinvest Fondsmæglerelskab
Gérant	Karsten Løngaard, Lisbeth Nielsen
Gère le fonds depuis	22/06/2006
Indice de référence <sup>1</sup>	MSCI Europe Small Cap (EUR)
Morningstar catégorie <sup>2</sup>	Actions Europe Petites Cap.
VL - 30/09/2011	89,93 EUR
Droits d'entrée (jusqu'à)	3,00 %
Droits de sortie	0,00 %
Frais de gestion	1,85 %
TER - 30/09/2010	4,37 %

## Performance - Mensuelle, sept.-2011

Perf.	Fonds	Ind. de réf <sup>1</sup>	Différence
Ex. en cours	-15,83%	-20,46%	4,63%
1 mois	-2,92%	-7,03%	4,12%
3 mois	-14,83%	-19,43%	4,60%
1 an	0,35%	-9,75%	10,10%
3 ans ann.	5,27%	4,88%	0,39%
5 ans ann.	-2,29%	-3,62%	1,33%
10 ans ann.	-	-	-

## Risque 3 ans - Mensuelle, sept.-2011

Risque	Fonds	Ind. de réf <sup>1</sup>	Morningstar <sup>2</sup>
Volatilité	20,75%	24,63%	22,62%
Sharpe	0,29	-	0,21
Ratio info	-0,04	-	-

Notation Morningstar **★★★★★**

## Performance - 30/09/2011

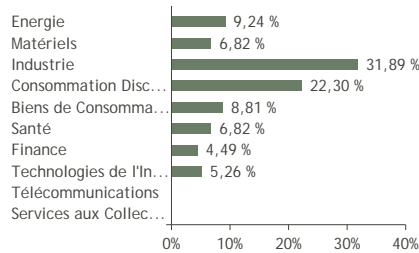


Performance	2007	2008	2009	2010	09-2011
Fonds	1,02%	-44,98%	30,91%	35,40%	-15,83%
Indice de référence	-7,51%	-51,87%	59,50%	29,91%	-20,46%
Morningstar catégorie <sup>2</sup>	-4,57%	-50,48%	48,19%	29,58%	-18,99%

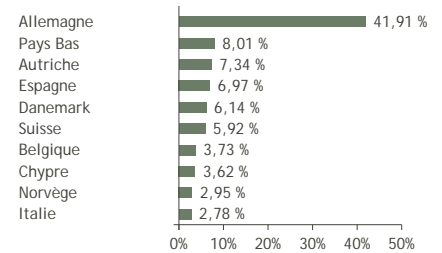
## Allocation d'actifs (%)

Positions	Actions	Obligations	Autre	Liquidités
	95,6%	0,0%	0,0%	4,4%

## Allocation sectorielle



## Dix premiers pays



## Portefeuille (Top 10) - 30/09/2011

Nom de la valeur	Secteur	Type	Pays	Poids
Derby Cycle Ag	Consommation Discrét...	Actions	Allemagne	9,35%
Washtec Ag	Industrie	Actions	Allemagne	6,08%
Wolford Ag	Consommation Discrét...	Actions	Autriche	5,33%
Brodrene Hartmann A/S B	Matériels	Actions	Danemark	4,37%
Aareal Bank Ag	Finance	Actions	Allemagne	4,04%
Vossloh Ag	Industrie	Actions	Allemagne	3,94%
Zehnder Holding Ag	Industrie	Actions	Suisse	3,77%
Arseus Sa	Santé	Actions	Belgique	3,73%
Pescanova Sa	Biens de Consomma...	Actions	Espagne	3,73%
Prosafte Se	Energie	Actions	Chypre	3,62%

## Notes:

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

## Commentaire sur l'indice de référence

-