



European Value

Titres

- Performance
- Composition du portefeuille
- Evaluation du portefeuille

Informations

Stratégie	Actions « Value »
Risque	Élevé (6)
ISIN	LU0264920413
Devise du compartiment	EUR
Date de lancement	02/11/2006
Gérants	Jens Moestrup Rasmussen & Per Kronborg Jensen
Indice de référence	MSCI Europe (dividendes nets)
Catégorie Morningstar	Actions Europe Moyennes Cap.



- sparinvest.eu

Performance

Au troisième trimestre 2011, le fonds Sparinvest European Value a cédé 23,58%, tandis que le marché européen dans son ensemble (tel que mesuré par l'indice MSCI Europe) et l'univers des actions européennes « value » (mesuré par l'indice MSCI Europe Value) ont perdu 16,37% et 17,60% respectivement. Le fonds est assez fortement exposé aux petites capitalisations, or le marché des petites entreprises européennes a reculé de 19,43% sur le trimestre.

Sparinvest European Value par rapport aux indices en %	T3 2011	YTD
Sparinvest European Value	-23,58	-23,46
MSCI Europe Index	-16,37	-15,62
MSCI Europe Value Index	-17,60	-16,16
MSCI Europe Growth Index	-15,16	-15,06
MSCI Europe Small Cap Index	-19,43	-20,46

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.

Depuis le début de l'exercice 2011, le fonds Sparinvest European Value a perdu 23,46%, contre un recul de 15,62% pour le MSCI Europe. Il ne fait aucun doute que les principaux obstacles à la performance sont venus de la crise de la zone euro et des craintes de ralentissement de la croissance mondiale, voire de récession. L'évolution des marchés boursiers a été dictée avant tout par la peur, un phénomène qui pèse généralement plus sur les actions cycliques. Par conséquent, l'essentiel de notre différence par rapport à l'indice de référence relève de la répartition sectorielle.

Ayant un portefeuille européen assez fortement exposé aux secteurs cycliques, nous avons été confrontés à un environnement difficile. Sur le trimestre, en termes

absolus, le principal frein à la performance est venu de notre exposition à la consommation discrétionnaire, à l'industrie et aux matériaux. Ces secteurs ont affiché les performances les plus médiocres, alors même que leurs pondérations étaient bien plus élevées au sein du fonds que dans le MSCI Europe. Aussi notre exposition aux trois secteurs les plus performants de l'indice, c'est-à-dire les télécommunications, la santé et les biens de consommation de base, qui représentent à eux trois 30% de l'indice, n'était-elle que de 5%. Il convient de noter que notre exposition aux actions sensibles à l'économie ne découle pas d'une décision top-down : elle résulte comme toujours de notre quête continue des sociétés les moins chères sur la base des modèles d'affaires, des bilans et du pouvoir bénéficiaire à long terme.

Naturellement, une telle chute de la performance trimestrielle n'a rien de réjouissant. Rappelons toutefois que les fluctuations extrêmes récemment affichées par les cours boursiers sont largement déconnectées de l'évolution fondamentale de nos positions. De surcroît, ces marchés ont offert d'excellentes opportunités d'investissement, quatre nouvelles sociétés ayant été acquises durant 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 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 notable 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.

Donc si nous partageons certes les craintes quant à la situation actuelle en Europe et identifions des risques de croissance relativement faible aussi bien sur le Vieux continent qu'à l'échelle mondiale à court terme, les marchés boursiers actuels nous semblent aussi particulièrement irrationnels. Les évaluations du portefeuille sont mentionnées ci-dessous. Mais 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

A la fin du trimestre, les liquidités représentaient 0,7% de l'encours sous gestion. Le fonds comptait 67 positions, les dix plus importantes représentant 32,08% du total.

Nous avons réalisé quatre nouveaux investissements sur le trimestre : des actions Nokia (Finlande, télécommunications mobiles), Nyrstar (Belgique, mines et fonderie), Clariant (Suisse, produits chimiques) et Electrolux (Suède, fabricant d'électroménager) sont venues rejoindre le portefeuille.

Il convient de noter que de temps à autre, certaines actions se retrouvent dans le portefeuille à la suite d'opérations stratégiques sur le capital de positions existantes telles que des scissions, c'est-à-dire les cas où une position existante scinde l'une de ses divisions pour former une nouvelle entité cotée séparément. Au cours des derniers trimestres, de telles opérations ont entraîné deux ajouts au sein du portefeuille : ANF Immobilier, un Real Estate Investment Trust issu de la position française existante Eurazeo, et Antoneum, un fabricant de pièces détachées automobiles issu de la position suisse existante Rieter. Dans tous ces cas, nous analysons l'entité nouvellement formée et demeurons la plupart du temps investis si nous estimons que le cours du marché présente une décote solide par rapport à la valeur intrinsèque.

Aucune position n'a été entièrement liquidée durant le trimestre. Quoiqu'il en soit, 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.

Evaluation du portefeuille

Dans l'ensemble, les marchés boursiers européens affichent désormais des évaluations faibles intéressantes, mais celles de nos positions semblent extrêmes. Pour donner une indication approximative, nous regroupons les positions en une société théorique.

Cette société présente un ratio cours / valeur comptable de tout juste 0,78 fois, contre 1,3 fois pour l'indice MSCI Europe. Le bilan demeure solide avec un effet de levier financier faible (ratio endettement net / fonds propres médian de 15% seulement contre 41% pour le MSCI Europe). Si l'on exclut les immobilisations incorporelles et que l'on considère le ratio cours/actifs corporels, le

fonds s'échange à 1,36 fois, un chiffre qui s'inscrit à 2,20 pour l'indice.

Les multiples basés sur les bénéfices suggèrent qu'un scénario extrêmement négatif est désormais anticipé. Le ratio cours / bénéfices est de 9,14 fois pour l'exercice actuel si l'on en croit les estimations du consensus et de 7,96 fois pour l'exercice suivant (contre 9,35 et 8,46 fois respectivement pour le MSCI Europe). 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 3,69 fois les estimations pour l'année en cours et de 3,16 fois pour l'année prochaine, contre 5,43 et 4,96 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.

Le fonds Sparinvest European Value investit dans un large éventail de sociétés qui bénéficient d'adossements à des actifs solides ainsi que d'une capacité bénéficiaire sur

l'ensemble du cycle. 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 générera des performances d'investissement robustes pendant les années à venir.

Jens Moestrup Rasmussen Chief Portfolio Manager
Per Kronborg Jensen Senior Portfolio Manager
 11 octobre 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 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 garanties 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.

Risques et rendements



Informations

Code ISIN	LU0264920413
Bloomberg	SPEUVLR 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) - 30/09/2011	83,06 EUR
Gestion financière	Sparinvest Fondsmæglersekskab A/S
Gérant	Per Jensen, Jens Rasmussen
Gère le fonds depuis	15/02/2010
Indice de référence ¹	MSCI Europe (net dividends)
Morningstar catégorie ²	Actions Europe Moyennes Cap.
VL - 30/09/2011	64,09 EUR
Droits d'entrée (jusqu'à)	3,00 %
Droits de sortie	0,00 %
Frais de gestion	1,50 %
TER - 31/12/2010	2,00 %

Performance - Mensuelle, sept.-2011

Perf.	Fonds	Ind. de réf ¹	Différence
Ex. en cours	-23,46%	-15,62%	-7,84%
1 mois	-8,23%	-4,47%	-3,77%
3 mois	-23,58%	-16,37%	-7,21%
1 an	-16,79%	-10,26%	-6,53%
3 ans ann.	-0,97%	-1,27%	0,30%
5 ans ann.	-	-5,23%	-
10 ans ann.	-	-	-

Risque 3 ans - Mensuelle, sept.-2011

Risque	Fonds	Ind. de réf ¹	Morningstar ²
Volatilité	23,41%	18,99%	21,13%
Sharpe	0,02	-	0,11
Ratio info	0,13	-	-

Notation Morningstar **★★★☆☆**

Performance - 30/09/2011

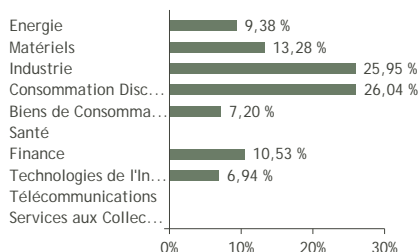


Performance	2007	2008	2009	2010	09-2011
Fonds	-4,13%	-48,00%	32,13%	25,59%	-23,46%
Indice de référence	2,69%	-43,65%	31,60%	11,10%	-15,62%
Morningstar catégorie ²	-1,34%	-46,50%	38,22%	21,80%	-18,69%

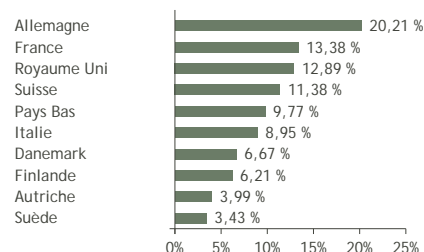
Allocation d'actifs (%)

Positions	Actions	Obligations	Autre	Liquidités
67	99,3%	0,0%	0,0%	0,7%

Allocation sectorielle



Dix premiers pays



Portefeuille (Top 10) - 30/09/2011

Nom de la valeur	Secteur	Type	Pays	Poids
Zurich Financial Services/Nam	Finance	Actions	Suisse	3,40%
A.P. Moeller - Maersk A/S B	Industrie	Actions	Danemark	3,39%
Hochtief A.G.	Industrie	Actions	Allemagne	3,33%
Danske Bank As	Finance	Actions	Danemark	3,29%
Eni Spa Roma	Energie	Actions	Italie	3,26%
Roy.Philips Electr./Eur 0.2	Industrie	Actions	Pays Bas	3,19%
Royal Dutch Shell Plc-A-	Energie	Actions	Pays Bas	3,15%
J.Sainsbury Plc	Biens de Consommati...	Actions	Royaume Uni	3,11%
Ericsson Tel. B	Technologies de l'Info...	Actions	Suède	2,99%
Omv Ag	Energie	Actions	Autriche	2,97%

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.