



## European Small Cap Value

### Titres

- Performance
- Composition du portefeuille
- Evaluation du portefeuille
- Positions individuelles

### 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 <sup>TM 2</sup>	Actions EU Petites et Moy. Cap



### Performance

Au dernier trimestre 2011, le fonds Sparinvest European Small Cap Value a gagné 0,02%, portant la performance sur l'année entière à -15,81%. Le marché européen des petites capitalisations, tel que mesuré par l'indice MSCI European Small Cap, a augmenté quant à lui de 3,78% sur le trimestre, perdant 17,45% sur l'exercice. Le marché européen, tel que mesuré par l'indice MSCI Europe, a progressé pour sa part de 8,93% sur le trimestre, perdant 8,08% sur l'exercice.

Sparinvest European Small Cap Value par rapport aux indices en %	T4 2011	Année
Sparinvest European Small Cap Value	0,02	-15,81
MSCI Europe Small Cap Index	3,78	-17,45
MSCI Europe Index	8,93	-8,08
MSCI Europe Value Index	8,00	-9,45
MSCI Europe Growth Index	9,82	-6,72

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.

Autrement dit, en 2011, le fonds Sparinvest European Small Cap Value a surperformé le marché des petites capitalisations européennes de 1,64%. Manifestement, les petites entreprises européennes ont particulièrement souffert en 2011 du manque d'appétit général pour le risque et leurs cours boursiers se sont effondrés sur fond d'incertitude quant à l'avenir de l'union budgétaire et monétaire, et ceci en dépit des fondamentaux solides d'un grand nombre d'entre elles. La performance des petites sociétés et des micro-capitalisations en particulier s'est montrée nettement plus négative que celle du reste du marché au quatrième trimestre.

Une faible exposition à l'Europe du Sud a contribué à atténuer la baisse 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.

La réaction du marché boursier aux troubles politiques a été défavorable, comme prévu. Cependant elle semble excessive étant donné les conditions fondamentales des positions – qu'il s'agisse des bénéficiaires à court terme ou des perspectives des sociétés à plus long terme, sur lesquelles nous restons concentrés. Comme nous l'avons écrit lors de crises précédentes, il est essentiel de ne pas capituler et de ne pas vendre des positions à des prix irrationnellement faibles. Il convient en revanche de rester concentrés sur leur valeur réelle à long terme.

Des défis subsistent dans presque toutes les régions du monde, et surtout en Europe. L'issue de la crise de la dette européenne est imprévisible. Mais même dans le meilleur des cas, les effets se feront sentir pendant plusieurs années. Même si nous ne pouvons savoir comment se passera 2012, si nous examinons la situation des sociétés européennes – qu'il s'agisse de la vigueur de leur bilan ou de leurs bénéfices escomptés, qui sont corrigés pour tenir compte d'années difficiles à venir – ces dernières nous semblent anticiper d'ores et déjà une bonne dose de mauvaises nouvelles, comme le reflète clairement l'évaluation de notre portefeuille indiquée ci-dessous.

### **Composition du portefeuille**

A la fin du trimestre, les liquidités représentaient 3,2% de l'encours sous gestion. Le fonds comptait 43 positions, les dix plus importantes représentant 41,51% du total.

Nous n'avons procédé à aucun nouvel investissement pendant le trimestre, mais avons renforcé nos positions dans certains titres et en avons réduit certaines autres pour rééquilibrer l'ensemble du portefeuille. Ainsi avons-nous liquidé notre position dans Derby Cycle (voir détails 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 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 des valorisations faibles et intéressantes, et celles de nos positions sont encore meilleur marché. Pour donner une indication approximative, nous regroupons les positions du fonds en une société théorique dont le ratio cours / valeur comptable est de 1,07 fois, contre 1,09 fois pour l'indice MSCI European Small Cap. Ce niveau est à peu près aussi faible que celui observé en mars 2009.

Pourtant le bilan demeure solide avec un effet de levier financier faible (ratio endettement net / fonds propres médian de 32,3% contre 26,3% pour le MSCI Europe). En fait, le ratio serait encore plus faible pour le fonds si nous ne tenions pas compte de deux sociétés de location qui financent naturellement les actifs qu'elles louent, des wagons ferroviaires et des plateformes de logement, avec de la dette.

Les multiples basés sur les bénéficiaires montrent qu'un scénario très négatif est désormais anticipé. Le ratio cours / bénéficiaires est de 10,73 fois pour l'exercice actuel si l'on en croit les estimations du consensus et de 9,36 fois pour l'exercice suivant (contre 11,29 et 9,95 fois respectivement pour le MSCI European Small Cap). Le rapport VE / EBITDA, un indicateur utile du prix des sociétés par rapport à leur capacité bénéficiaire, n'est que de 4,93 fois les estimations pour l'année en cours et de 4,60 fois pour l'année prochaine, contre 5,93 et 5,16 fois respectivement pour le MSCI Europe Small Cap. 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.

Les sociétés dans lesquelles le fonds investit bénéficient toutes de modèles d'affaires éprouvés et de fondements financiers solides. En dépit des conditions macroéconomiques difficiles, la valeur intrinsèque du portefeuille demeure intacte. Nous sommes convaincus qu'il générera des performances substantielles pendant les années à venir.

### **Positions individuelles**

#### **Derby Cycle**

##### *Rachat*

Nombre de petites entreprises restent concernées par l'activité de fusions-acquisitions et le fonds a vendu ses actions Derby Cycle au dernier trimestre à Pon Holding, qui possède désormais plus de 90% des actions.

Nous avons acheté des actions Derby Cycle en février 2011 au prix de 12,5 EUR. La société affichait une excellente décote par rapport à sa valeur intrinsèque, présentait un carnet de commandes, un pouvoir bénéficiaire et une position de marché solides. Ces atouts, conjugués à un bilan sain et à une bonne exécution de la stratégie, nous ont convaincus que la société se montrerait performante et prouverait sa valeur au marché.

L'entreprise allemande Derby Cycle est l'un des premiers producteurs de bicyclettes et d'e-bikes (vélos alimentés à l'électricité) en Europe, juste derrière le leader néerlandais du marché, Accell. L'offre de produits de Derby Cycle comprend une gamme complète de bicyclettes incluant des vélos de course de la marque réputée Focus,

des vélos de ville, de montagne et enfin des e-bikes. Derby profite du fait que les gens de tout âge cherchent actuellement à mener un style de vie plus actif. Pour les e-bikes, la croissance est menée dans une vaste mesure par les personnes âgées qui sont attirées par ce moyen de transport flexible offrant la possibilité de se déplacer sans trop d'efforts. Les e-bikes représentent 20% des ventes de Derby et remportent un immense succès. Plusieurs revendeurs n'ont pas été en mesure de faire face à la demande en 2011, attestant de sa popularité. La société bénéficie de nombreuses opportunités de ventes croisées au sein de son réseau de distribution existant ainsi que d'opportunités d'expansion de ce réseau.

Le Néerlandais Pon Holding, une société internationale exerçant un vaste éventail d'activités, a soumis une offre de 28 EUR par action sur Derby Cycle. Cette somme était supérieure à notre estimation de la valeur intrinsèque de la société et nous avons donc vendu nos actions. A 124%, le retour sur investissement s'est montré satisfaisant, faisant de la position le meilleur investissement du fonds en 2011. Dans ce cas précis, le potentiel a été réalisé rapidement, confirmant une fois de plus l'existence de sociétés sous-évaluées et ignorées.

**Karsten Løngaard**  
Senior Portfolio Manager  
11 janvier 2012

**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 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 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 cherche à fournir des bonnes performances sur le long terme, en investissant prioritairement dans des sociétés européennes de petite et moyenne taille dont la capitalisation est comprise entre 100 millions et 1,5 milliard d'euros. En mettant en œuvre une approche « value » dans le processus d'investissement, le fonds recherche des titres qui sont considérés comme fortement sous évalués par rapport à la valeur intrinsèque calculée par les gérants. Le portefeuille est constitué de 30 à 50 sociétés financièrement solides.

## Risques et rendements



## 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) - 31/12/2011	2,67 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 - 30/12/2011	89,95 EUR
Droits d'entrée (jusqu'à)	3,00 %
Droits de sortie	0,00 %
Frais de gestion	1,85 %
TER - 30/09/2011	4,06 %

### Notes

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

## Performance - Mensuelle, déc.-2011

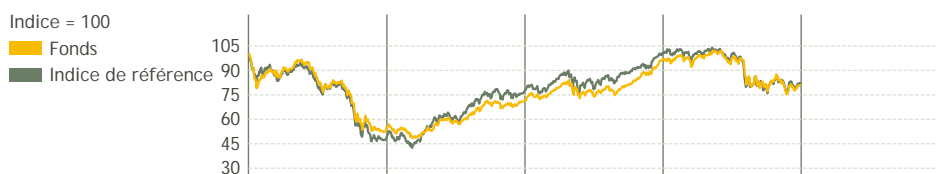
Perf.	Fonds	Ind. de réf <sup>1</sup>	Différence
Ex. en cours	-15,81%	-17,45%	1,64%
1 mois	1,72%	0,20%	1,52%
3 mois	0,02%	3,78%	-3,76%
1 an	-15,81%	-17,45%	1,64%
3 ans ann.	14,27%	19,59%	-5,32%
5 ans ann.	-3,67%	-5,30%	1,63%
10 ans ann.	-	-	-

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

Risque	Fonds	Ind. de réf <sup>1</sup>	Morningstar <sup>2</sup>
Volatilité	18,15%	20,60%	18,83%
Sharpe	0,77	-	0,87
Ratio info	-0,42	-	-

Notation Morningstar **★★★★★**

## Performance - 31/12/2011

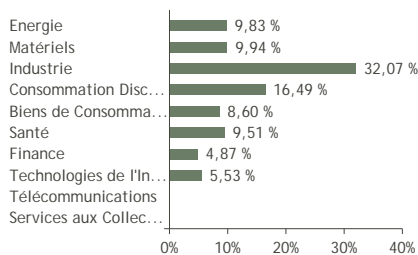


Performance	2008	2009	2010	2011	-
Fonds	-44,98%	30,91%	35,40%	-15,81%	-
Indice de référence	-51,87%	59,50%	29,91%	-17,45%	-
Morningstar catégorie <sup>2</sup>	-50,48%	48,19%	29,58%	-16,48%	-

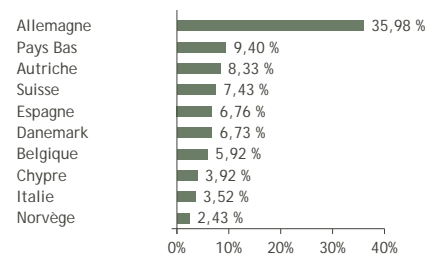
## Allocation d'actifs (%)

Positions	Actions	Obligations	Autre	Liquidités
43	96,8%	0,0%	0,0%	3,2%

## Allocation sectorielle



## Dix premiers pays



## Portefeuille (Top 10) - 30/12/2011

Nom de la valeur	Secteur	Type	Pays	Poids
Wolford Ag	Consommation Discrét...	Actions	Autriche	5,37%
Broedrene Hartmann -B- *opa*	Matériels	Actions	Danemark	4,70%
Washtec Ag	Industrie	Actions	Allemagne	4,69%
Aareal Bank Ag	Finance	Actions	Allemagne	4,41%
Pescanova Sa Pontevedra	Biens de Consomma...	Actions	Espagne	4,02%
Arseus Sa	Santé	Actions	Belgique	3,94%
Prosafte Se	Energie	Actions	Chypre	3,92%
Vossloh Ag	Industrie	Actions	Allemagne	3,83%
Tkh Group Cert	Technologies de l'Info...	Actions	Pays Bas	3,82%
Zehnder Group Ag	Industrie	Actions	Suisse	2,81%

## Commentaire sur l'indice de référence