



European Value

Titres

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

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 dernier trimestre 2011, le fonds Sparinvest European Value a gagné 1,50%, portant la performance sur l'année entière à -22,31%. Le marché boursier européen, tel que mesuré par l'indice MSCI Europe, a augmenté de 8,93% sur le trimestre, perdant 8,08% sur l'exercice. L'univers européen des actions « value » (tel que mesuré par l'indice MSCI Europe Value), a gagné 8% sur le trimestre et perdu 9,45% sur l'exercice. Le fonds est assez exposé aux petites capitalisations, qui ont progressé de 3,78% en Europe au dernier trimestre, portant la performance sur l'exercice à -17,45%.

Sparinvest European Value par rapport aux indices en %	T4 2011	Année
Sparinvest European Value	1,50	-22,31
MSCI Europe Index	8,93	-8,08
MSCI Europe Value Index	8,00	-9,45
MSCI Europe Growth Index	9,82	-6,72
MSCI Europe Small Cap Index	3,78	-17,45

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.

Sur l'exercice 2011, le fonds Sparinvest European Value a sous-performé le marché européen de 14,23% en incluant la perte relative de 7,43% au dernier trimestre. Manifestement, les marchés boursiers européens ont souffert en 2011 du manque général d'appétit pour les investissements européens dû à l'incertitude quant à l'avenir de l'union budgétaire. Quoiqu'il en soit, nous avons fait moins bien que le marché global et nous ne sommes pas satisfaits de notre performance relative.

Le contexte s'est montré rude pour un portefeuille européen assez fortement exposé aux petites entreprises, les petites capitalisations ayant nettement été le principal

obstacle aux résultats à la fois trimestriels et mensuels du fonds. Si ces positions avaient été très favorables au fonds en 2010, les investisseurs ont délaissé les petites entreprises en 2011, en quête de la sécurité associée à leurs grandes sœurs sur fond de craintes générales quant à la lenteur de la croissance européenne et au potentiel de défaillance d'un pays ou de plusieurs.

La même tendance ressort d'une comparaison entre les différents secteurs. La consommation de base et la santé – qui sont normalement considérées comme des valeurs sûres lorsque les investisseurs tremblent – ont surperformé en 2011 en réalisant des performances positives. Parallèlement, la consommation discrétionnaire, la finance, les technologies de l'information, l'industrie et les matériaux ont essuyé des pertes annuelles de l'ordre de 10% à 25% en Europe. Aussi notre exposition relativement élevée aux secteurs sensibles à l'économie ne nous a-t-elle pas aidés en 2011. Il est important de noter que notre exposition générale aux sociétés de petite taille et sensibles à l'économie ne résulte pas de décisions top-down. Elle découle comme toujours de notre quête des sociétés les moins onéreuses susceptibles de réaliser les meilleures performances pour nos investisseurs au fil du temps. Nous avons décrit à maintes reprises notre approche des secteurs cycliques et nous ne nous répétons pas en détail ici. Il suffit de préciser que si les cours boursiers de nombreuses positions cycliques ont nettement souffert en 2011, ces fluctuations semblent excessives étant donné les fondamentaux des positions, qu'il s'agisse des bénéfiques à court terme ou des perspectives de la société 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 concentré 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 0,7% de l'encours sous gestion. Le fonds comptait 68 positions, les dix plus importantes représentant 27,14% du total.

Pendant le trimestre, nous avons procédé à un nouvel investissement dans le groupe Belge Delhaize (supermarchés) et vendu notre exposition au constructeur immobilier britannique Berkeley Group. De plus, 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 des valorisations faibles et intéressantes. Cependant celles de nos positions sont encore plus attrayantes. Pour donner une indication approximative, nous regroupons les positions en une société théorique dont le ratio cours / valeur comptable est de tout juste 0,74 fois, contre 1,41 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 43% pour le MSCI Europe). Si l'on exclut les immobilisations incorporelles, le fonds s'échange à 1,30 fois sa valeur comptable, un chiffre qui s'inscrit à 2,24 pour l'indice.

Les multiples basés sur les bénéfiques sont tout aussi intéressants. Le ratio cours / bénéfiques est de 9,60 fois pour l'exercice actuel si l'on en croit les estimations du consensus et de 8,94 fois pour l'exercice suivant (contre 10,35 et 9,59 fois respectivement pour le MSCI Europe). Le rapport VE / EBITDA, un indicateur utile du prix des sociétés par rapport à leur capacité bénéficiaire, n'est que de 3,66 fois les estimations pour l'année en cours et de 3,16 fois pour l'année prochaine, contre 5,95 et 5,55 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 une vaste gamme 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 et de la faiblesse récente des résultats, la valeur intrinsèque du portefeuille reste tout à fait intacte et nous sommes convaincus qu'il génèrera de bonnes performances dans les années à venir.

Positions individuelles

Berkeley Group

Vendu à un cours proche de l'objectif

Berkeley Group est un constructeur immobilier britannique fondé en 1976 par Anthony Pidgley. Initialement, le groupe se concentrait sur la construction de logements individuels, mais après des années de croissance et d'expansion géographique, il s'est lancé dans la réhabilitation urbaine dans les années 1990. Au début des années 2000, Berkeley a affiné sa stratégie afin d'accorder de plus en plus d'attention au réaménagement urbain dans la région de Londres.

Peu de temps après notre investissement initial dans la société, son action a été mise en vedette par une offre de rachat. Anthony Pidgley a conservé son rôle de Managing Director. Son fils, M. Pidgley Jr, qui avait quitté la société quelques années auparavant, est alors passé à l'offensive en soumettant une offre de rachat d'un milliard de GBP : donnant une indication intéressante de la valeur potentielle de la société. Cette dernière avait toujours été bien gérée et affichait un historique de réalisation de bénéfices. Le bilan solide, conjugué à une gestion prudente, était un atout clé qui nous a convaincus qu'il s'agissait d'une société apte à exploiter les valeurs d'actifs à long terme de sa banque foncière sans être forcée à procéder à une « vente éclair » potentielle en cas de repli. Nous avons acheté nos premières actions en février 2003 à environ 600 p, à une époque où la société s'échangeait à 0,8 fois sa valeur comptable avec un PER de 6. Le fonds européen détient la position depuis son lancement.

Peu après notre investissement initial, il a été annoncé en 2004 que Berkeley abandonnerait son segment de construction traditionnelle de logements pour se concentrer sur le réaménagement urbain. La société a aussi fait part de ses projets de réduction de ses opérations d'environ 50% et de distribution des éventuels capitaux excédentaires à ses investisseurs. Il en a résulté une performance de 1,4 milliard de GBP pour les investisseurs au cours des années suivantes. Le groupe a continué de présenter de bons résultats tout en réalisant le retour sur capital promis.

En 2008, il a choisi de différer une distribution de 3,00 GBP par action aux investisseurs afin d'accumuler des liquidités dans le but d'exploiter la chute des prix fonciers à l'occasion de la pire crise immobilière depuis 25 ans au Royaume-Uni. Berkeley a continué d'annoncer des résultats positifs pendant la crise et nous avons conservé les actions pendant une période très difficile pour le secteur.

En juin 2011, la société a dévoilé un nouveau projet ambitieux visant à restituer des capitaux aux investisseurs : 13,00 GBP par action d'ici à septembre 2021. Cette annonce a entraîné une envolée du cours de plus de 10%. Même si l'action n'avait pas exactement atteint notre estimation de sa valeur intrinsèque, nous avons choisi de vendre notre position, bénéficiant à cette occasion d'une performance annuelle d'environ 2 % depuis l'investissement initial. Dans l'environnement actuel, certaines sociétés affichent des décotes plus importantes par rapport à leur valeur intrinsèque et notre mission consiste à maximiser la marge de sécurité au sein des fonds.

Jens Moestrup Rasmussen Chief Portfolio Manager
Per Kronborg Jensen Senior Portfolio Manager
 11 janvier 2012

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 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.

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) - 31/12/2011	48,19 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 - 30/12/2011	65,05 EUR
Droits d'entrée (jusqu'à)	3,00 %
Droits de sortie	0,00 %
Frais de gestion	1,50 %
TER - 31/12/2010	2,00 %

Notes

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

Performance - Mensuelle, déc.-2011

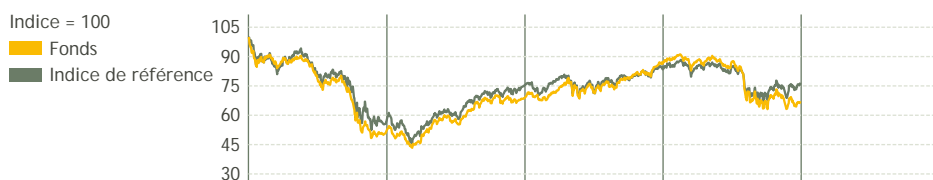
Perf.	Fonds	Ind. de réf ¹	Différence
Ex. en cours	-22,31%	-8,08%	-14,23%
1 mois	-2,11%	2,10%	-4,20%
3 mois	1,50%	8,93%	-7,43%
1 an	-22,31%	-8,08%	-14,23%
3 ans ann.	8,84%	10,35%	-1,52%
5 ans ann.	-8,46%	-4,90%	-3,56%
10 ans ann.	-	-	-

Risque 3 ans - Mensuelle, déc.-2011

Risque	Fonds	Ind. de réf ¹	Morningstar ²
Volatilité	20,58%	17,18%	18,23%
Sharpe	0,46	-	0,72
Ratio info	-0,09	-	-

Notation Morningstar ★★☆☆☆

Performance - 31/12/2011

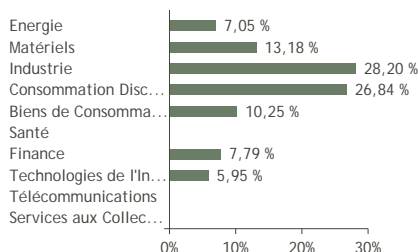


Performance	2008	2009	2010	2011	-
Fonds	-48,00%	32,13%	25,59%	-22,31%	-
Indice de référence	-43,65%	31,60%	11,10%	-8,08%	-
Morningstar catégorie TM	-46,50%	38,22%	21,80%	-15,32%	-

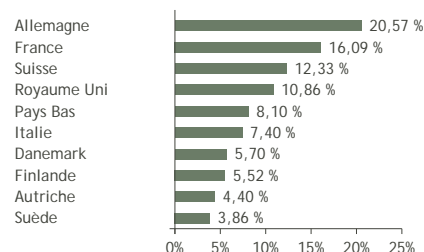
Allocation d'actifs (%)

Positions	Actions	Obligations	Autre	Liquidités
68	99,3%	0,0%	0,0%	0,7%

Allocation sectorielle



Dix premiers pays



Portefeuille (Top 10) - 30/12/2011

Nom de la valeur	Secteur	Type	Pays	Poids
A.P. Moeller - Maersk A/S B	Industrie	Actions	Danemark	3,12%
J.Sainsbury Plc	Biens de Consommati...	Actions	Royaume Uni	2,88%
Renault Sa	Consommation Discrét...	Actions	France	2,81%
Zurich Financial Services/Nam	Finance	Actions	Suisse	2,80%
Man Se	Industrie	Actions	Allemagne	2,65%
Salzgitter Ag	Matériels	Actions	Allemagne	2,64%
Grammer Ag	Consommation Discrét...	Actions	Allemagne	2,61%
Danske Bank As	Finance	Actions	Danemark	2,58%
Hochtief A.G.	Industrie	Actions	Allemagne	2,53%
Eni Spa Roma	Energie	Actions	Italie	2,52%

Commentaire sur l'indice de référence

-

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. 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.