



## European Value

### Inhalt

- Wertentwicklung
- Portfoliostruktur
- Portfoliobewertung
- Einzelpositionen

### Fondsdaten

|                                       |   |
|---------------------------------------|---|
| Strategie                             | Value-Aktien                                  |
| Risiko                                | Hoch (6)                                      |
| ISIN                                  | LU0264920413                                  |
| Währung                               | EUR   |
| Auflegungsdatum Fonds                 | 02.11.2006                                    |
| Fondsmanager                          | Jens Moestrup Rasmussen & Per Kronborg Jensen |
| Referenz-Index                        | MSCI Europe (net dividends)                   |
| Morningstar Kategorie <sup>TM 2</sup> | Aktien Europa mittelgroß                      |



### Wertentwicklung

Im letzten Quartal 2011 legte der Sparinvest European Value 1,50% zu. Damit beendete er das Gesamtjahr mit einem Verlust von 22,31%. Der breite europäische Markt, den der MSCI Europe-Index widerspiegelt, gewann im Quartalsverlauf 8,93% hinzu und hat somit während des Jahres insgesamt 8,08% eingebüßt. Gleichzeitig gab der europäische Markt für Value-Titel, den der MSCI Europe Value-Index repräsentiert, im letzten Quartal 8% und gerechnet seit Jahresbeginn 9,45% nach. Der Fonds hält derzeit eine recht große Position in Small Cap-Werten. Der europäische Markt für Small Caps verzeichnete im Quartalsverlauf ein Minus von 3,78% und schloss das Gesamtjahr mit einem Verlust von 17,45% ab.

| Sparinvest European Value- und Referenzindex-Renditen in % | Q4-2011 | Lfd. Jahr |
|--|---------|-----------|
| 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    |

Der MSCI Europe-Index, MSCI Europe Value-Index, MSCI Europe Growth-Index und MSCI Europe Small Cap-Index beinhalten eine breit gestreute Auswahl an Unternehmen aus ganz Europa. Alle Berechnungen sind in EUR.

Somit hat sich der Sparinvest European Value im Jahr 2011 insgesamt 14,23% schwächer entwickelt als der breite europäische Markt – einschließlich des relativen Verlusts von 7,43% im vierten Quartal. Die europäischen Aktienmärkte wurden 2011 eindeutig durch einen allgemeinen Mangel an Kaufinteresse an europäischen Investments beeinträchtigt. Der Grund dafür war die Unsicherheit um die Zukunft der Fiskalunion. Wir konnten mit dem breiten Markt nicht Schritt halten und sind mit unserer relativen Wertentwicklung nicht zufrieden.

Für ein auf die europäischen Märkte ausgerichtetes Portfolio mit vergleichsweise hohen Gewichtungen in kleineren Unternehmen waren die Bedingungen schwierig – Small Cap-Werte haben die Ergebnisse des Fonds sowohl im letzten Quartal als auch während des gesamten Jahres eindeutig am stärksten belastet. Diese Positionen hatten sich im Jahr 2010 für den Fonds noch als sehr vorteilhaft erwiesen, doch 2011 zogen sich die Anleger aus kleineren Unternehmen zurück und flohen in die Sicherheit größerer Firmen. Die Gründe dafür waren die allgemeinen Besorgnisse um ein lediglich schleppendes Wirtschaftswachstum in Europa sowie die Möglichkeit eines Zahlungsausfalls eines Staates oder sogar mehrerer Länder.

Dieselbe Tendenz lässt sich auch beim Vergleich unterschiedlicher Branchen beobachten. So entwickelten sich die Sektoren Verbrauchsgüter und Gesundheitswesen – die von verunsicherten Anlegern normalerweise als „sichere Häfen“ angesehen werden – im Jahr 2011 überdurchschnittlich und legten 2011 positive Erträge vor. Derweil verzeichneten die Segmente Konsumgüter, Finanzen, Industrie und Rohstoffe in Europa auf Jahresbasis Verluste zwischen 10% und 25%. Dementsprechend erwies sich unsere vergleichsweise hohe Gewichtung in eher konjunktursensitiven Branchen im Jahr 2011 als ungünstig. Wir möchten aber daran erinnern, dass unsere allgemeine Ausrichtung auf eher konjunktursensitive Aktien nicht die Folge einer Top Down-Entscheidung war. Vielmehr war sie wie üblich ein Ergebnis unserer Suche nach den wirklich preiswertesten Unternehmen, die für unsere Anleger auf Dauer die besten Erträge erzielen können. Wir haben unseren Investmentansatz bei zyklischen Sektoren bereits mehrfach erläutert und werden dies an dieser Stelle nicht zu ausführlich wiederholen. Es genügt wohl, darauf hinzuweisen, dass die Kurse vieler zyklischer Engagements im Jahr 2011 zwar massiv unter Druck geraten sind, diese Schwankungen angesichts der Fundamentaldaten dieser Firmen (seien es nun die kurzfristigen Gewinne oder aber die längerfristigen Gewinnaussichten, auf die wir auch weiterhin unser Hauptaugenmerk richten) jedoch übertrieben scheinen. Wie wir bereits in früheren Krisenphasen erklärt haben, darf man trotz irrational niedriger Kurse nicht kapitulieren und Positionen aufzulösen. Stattdessen muss man sich auch weiterhin auf den langfristigen wahren Wert von Unternehmen konzentrieren.

Ebenso wie alle anderen Regionen weltweit hat auch Europa immer noch mit Problemen zu kämpfen. Die weitere Entwicklung der europäischen Schuldenkrise ist zwar nur sehr schwer vorherzusagen, doch selbst im günstigsten Fall werden die Folgen dieser Krise wohl noch viele Jahre spürbar sein. Wir verzichten zwar darauf, eine Prognose für die Entwicklungen im Jahr 2012 abzugeben, betrachten wir aber den Zustand europäischer Unternehmen – sowohl im Hinblick auf deren Bilanzstärke als auch bezüglich ihrer erwarteten Gewinne (um die

bevorstehenden schwierigen Jahre bereinigt) – so werden unserer Meinung nach dabei bereits viele schlechte Nachrichten berücksichtigt. Und dies spiegelt sich in den nachfolgend erläuterten Bewertungen unseres Portfolios deutlich wider.

### Portfoliostruktur

Zum Quartalsende betrug der Kassenbestand 0,7% des verwalteten Vermögens. Der Fonds war in 68 Einzeltiteln investiert, und unsere 10 größten Positionen repräsentierten 27,14% des Fondsvolumens insgesamt.

Während des Quartals haben wir eine neue Position im belgischen Unternehmen Delhaize (Supermärkte) aufgebaut. Außerdem haben wir uns aus dem britischen Bauunternehmen Berkeley Group zurückgezogen. Im Rahmen eines allgemeinen Rebalancing des Portfolios haben wir ferner in einigen bereits bestehenden Positionen zugekauft, während wir die Gewichtungen in anderen Titeln reduziert haben.

*Weitere Fondsinformationen wie die vollständige Portfoliostruktur, die Wertentwicklung sowie die Branchen- und Ländergewichtungen finden Sie im aktuellen Factsheet des Fonds am Ende dieses Dokuments oder auf unserer Internetseite.*

### Portfoliobewertung

Die europäischen Aktienmärkte werden derzeit zwar insgesamt schon auf einem äußerst günstigen Bewertungsniveau gehandelt, doch die Bewertungen unserer Positionen machen wirklich einen extrem preiswerten Eindruck. Als ungefähren Anhaltspunkt bilden wir aus den einzelnen Engagements ein einziges, fiktives Unternehmen.

Diese fiktive Firma würde zu einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von derzeit lediglich 0,74 gehandelt, während das Kurs-Buchwert-Verhältnis des MSCI Europe-Index aktuell 1,41 beträgt. Die durchschnittliche Bilanz ist mit einem geringen Fremdkapitalanteil solide (die durchschnittliche Nettoverschuldungsquote im Verhältnis zum Eigenkapital liegt bei nur 15% gegenüber 43% beim MSCI Europe-Index). Lässt man die immateriellen Vermögenswerte außen vor und betrachtet nur das Verhältnis Kurs/materieller Buchwert, so wird der Fonds auf einem Niveau von 1,30 gehandelt (gegenüber 2,24 beim Index).

Die gewinnbasierten Kennzahlen sind ebenso viel versprechend. So liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis der allgemeinen Prognosen für das laufende Fiskaljahr bei 9,60 und auf Grundlage der Erwartungen für das nächste Fiskaljahr bei 8,94. Im Vergleich dazu beträgt das Kurs-Gewinn-Verhältnis des MSCI Europe-Index 10,35 bzw. 9,59. Derweil liegt das Verhältnis EV/

EBITDA, ein aussagekräftiger Indikator für den Preis eines Unternehmens im Vergleich zu seiner reinen Ertragskraft, auf Grundlage der Schätzungen für das laufende Jahr lediglich bei 3,66 und auf Basis der Prognosen für das nächste Jahr bei 3,16. Demgegenüber notiert der MSCI Europe-Index diesbezüglich bei 5,95 bzw. 5,55. Vergleicht man diese Kennzahlen mit den Preisen, die im Rahmen von M&A-Transaktionen tatsächlich für Unternehmen gezahlt werden, ergibt sich ein beträchtliches Aufwärtspotenzial für den Markt insgesamt und insbesondere für den Fonds.

Der Sparinvest European Value Fund ist in einer Vielzahl von Firmen mit einer soliden Absicherung der Vermögenswerte und einer robusten, zyklusübergreifenden Ertragskraft investiert. Trotz der aktuellen Wertschwankungen am Markt und der zuletzt schwachen Wertentwicklung ist der innere Wert des Portfolios also nach wie vor absolut intakt. Deshalb sind wir zuversichtlich, dass dieses Portfolio in den nächsten Jahren erfreuliche Investmenterträge erzielen wird.

## Einzelpositionen

### **Berkeley Group**

#### *Nahe Zielkurs verkauft*

Bei der Berkeley Group handelt es sich um ein britisches Bauunternehmen, das 1976 von Anthony Pidgley gegründet wurde. Zunächst lag das Augenmerk von Berkeley auf dem Bau von Einfamilienhäusern, doch nach Jahren des Wachstums und auch der geografischen Expansion engagierte sich die Firma ab den 1990er Jahren auch im Bereich Stadterneuerung. Anfang der 2000er Jahre spezialisierte sich Berkeley dann noch weiter und konzentrierte sich ab diesem Zeitpunkt verstärkt auf Stadtsanierungsprojekte im Großraum London.

Kurz nach unserer ersten Investition in Berkeley zog diese Aktie aufgrund eines Übernahmeangebots große Aufmerksamkeit auf sich. Anthony Pidgley blieb seinerzeit Managing Director des Unternehmens. Sein Sohn, Anthony Pidgley jr., der das Unternehmen einige Jahre zuvor verlassen hatte, ging nun in die Offensive und gab ein Übernahmeangebot in Höhe von 1 Mrd. GBP ab, das einen interessanten Anhaltspunkt für den potenziellen Wert dieser Firma lieferte. Berkeley wurde seit jeher gut geführt und konnte kontinuierlich Gewinne erzielen. Die solide Bilanz sowie das umsichtige Management des Unternehmens waren für uns sehr wichtige Faktoren. Deshalb waren wir zuversichtlich, dass diese Firma den langfristigen Anlagewert ihrer Grundstücke realisieren kann und bei einem Abschwung nicht im Rahmen eines „Notverkaufs“ veräußert werden muss. So haben wir im Februar 2003 zu einem Kurs von 600p erstmals in dieses Unternehmen investiert, das seinerzeit zum 0,8-fachen seines Buchwertes und einem KGV von 6 gehandelt wurde. Der European Fund hält diese Position bereits seit seiner Auflegung.

Kurz nach unserem Einstieg wurde 2004 dann bekannt gegeben, dass Berkeley seine traditionelle Geschäftssparte Mehrfamilienhäuser abstoßen und sich ausschließlich auf das Segment Stadterneuerung konzentrieren wird. Darüber hinaus kündigte das Unternehmen an, seine Geschäftsaktivitäten um etwa 50% zu reduzieren und Kapitalüberschüsse an die Investoren auszuschütten. So wurde in den darauffolgenden Jahren ein Ertrag von insgesamt 1,4 Mrd. GBP an die Anleger ausgekehrt. Berkeley konnte auch weiterhin erfreuliche Ergebnisse vorlegen und schüttete wie versprochen Kapital an seine Aktionäre aus.

Im Jahr 2008 beschloss das Unternehmen dann, eine Auszahlung in Höhe von 3,00 GBP pro Aktie an die Investoren zu verschieben, um so eine Liquiditätsreserve aufzubauen. Damit wollte man angesichts der größten Immobilienkrise in Großbritannien seit 25 Jahren von sinkenden Grundstückspreisen profitieren. Berkeley konnte auch während diese Krise positive Ergebnisse vermelden, so dass wir auch in dieser für diese Branche eigentlich sehr schwierigen Zeit in der Aktie investiert blieben.

Im Juni 2011 kündigte das Unternehmen dann ein neues ehrgeiziges Vorhaben, Kapital an die Anleger auszuschütten, an. Dabei sollten bis September 2021 weitere 13,00 GBP pro Aktie an die Investoren ausgezahlt werden. Aufgrund dieser Meldung kletterte der Aktienkurs um mehr als 10% nach oben. Obwohl die Aktie den von uns ermittelten inneren Wert noch nicht ganz erreicht hatte, beschlossen wir, unser Engagement in diesem Titel zu beenden. Seit unserer ersten Investition haben wir mit dieser Position einen Ertrag von rund 20% p.a. erzielt. Unter den aktuellen Bedingungen gibt es jedoch Firmen, die zu einem höheren Abschlag auf ihren inneren Wert gehandelt werden, und es ist unsere Aufgabe, die Sicherheitsspanne unserer Fonds zu maximieren.

### **Jens Moestrup Rasmussen** **Per Kronborg Jensen**

Chief Portfolio Manager

Senior Portfolio Manager

11. Januar 2012

Lesen Sie auch die „Informationen für Anleger“, in denen unsere Fondsmanager über Marktentwicklungen im letzten Quartal aus der Sicht des Value-Investors berichten.

| Sparinvest European Value<br>erhältliche Anteilsklassen | ISIN         |
|---|--------------|
| EUR I   | LU0264924241 |
| EUR R   | LU0264920413 |
| EUR UKI   | LU0264924753 |
| EUR UKR   | LU0264920926 |
| GBP UKR   | LU0264927772 |



Sparinvest hat die Grundsätze für verantwortungsbewusstes Investment (UN PRI) unterzeichnet und ist Mitglied von Eurosif und Dansif.

Die UN PRI basieren auf sechs Grundsätzen für verantwortungsbewusstes Investment, die auf Initiative einer internationalen Anlegergruppe entwickelt und von der UN protegiert wurden. Das Ziel ist, Investoren dabei zu unterstützen, Umwelt-, Sozial- und Corporate Governance bezogene Themen aktiv bei ihren Anlagen zu berücksichtigen.

Der angegebene Fonds ist ein Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts. Die Zeichnung von Anteilen muss stets auf Grundlage des aktuellsten Verkaufsprospekts und/oder des vereinfachten Verkaufsprospekts sowie des aktuellen Jahresberichts bzw. Halbjahresberichts, sofern dieser aktueller ist, erfolgen. Der Anleger kann sowohl diese Dokumente, als auch die ursprüngliche und jegliche nachfolgend geänderte Satzung der SICAV jederzeit bei Sparinvest oder bei den berechtigten Vertriebsstellen bzw. Repräsentanten kostenlos anfordern. Vergangene Wertentwicklungen bieten keine Garantie für die künftige Entwicklung. Angelegte Gelder unterliegen einem Verlustrisiko. Fremdwährungsanleihen sind Wechselkursschwankungen unterworfen. Für Anlagen in Schwellenländern besteht ein erhöhtes Risiko. Sofern nicht anders angegeben, wurden die hier dargestellten Wertentwicklungen Nettoinventarwert zu Nettoinventarwert bei Wiederanlage der Erträge und in Fondswährung ermittelt. Vertretung und Zahlstelle für Anleger in der Schweiz ist: RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zweigniederlassung Zürich, Badenerstrasse 567, Postfach 101, CH-8066 Zürich. Quellen (sofern angegeben): Sparinvest, Morningstar, Standard & Poors, Feri, Telos und Bloomberg zum jeweils angegebenen Datum. Sparinvest behält sich Tippfehler, Berechnungsfehler und andere mögliche Fehler in diesen Unterlagen vor.

Beschreibung

Investmentkonzept: Value Aktien

Der Fonds investiert in europäische Aktien. In geringerem Maße kann der Fonds auch in anderen Wertpapieren anlegen. Die Aktienauswahl basiert auf dem Value-Ansatz. Nach einer eingehenden Analyse der öffentlich verfügbaren Informationen werden Aktien ausgewählt, deren Marktkapitalisierung wesentlich niedriger als ihr innerer Wert ist. Der Fonds hat typischerweise eine breitere Sicherheitsspanne und folglich ein geringeres Risiko als der allgemeine Markt. Der Schwerpunkt des Fonds liegt auf der Kapitalerhaltung.

Risiken und Erträge



Fonds-Informationen

|                                    |                                    |
|------------------------------------|------------------------------------|
| ISIN                               | LU0264920413                       |
| Bloomberg                          | SPEUVLR LX                         |
| Aktienklasse                       | EUR R                              |
| Auflegungsdatum Fonds              | 02.11.2006                         |
| Währung                           | EUR                                |
| Fondstyp                           | (t)                                |
| Name der Gesellschaft              | Sparinvest S.A.                    |
| Domizil                            | Luxemburg                          |
| Auflegung Aktienklasse             | 02.11.2006                         |
| Fondsvolumen (Mio.) - 31.12.2011   | 48,19 EUR                          |
| Manager                            | Sparinvest Fondsmaeglerselskab A/S |
| Fondsmanager                       | Per Jensen, Jens Rasmussen         |
| Verantwortlich seit                | 15.02.2010                         |
| Ref. Index <sup>1</sup>            | MSCI Europe (net dividends)        |
| Morningstar Kategorie <sup>2</sup> | Aktien Europa mittelgroß           |
| NIW - 30.12.2011                   | 65,05 EUR                          |
| Kauf                               | 3,00 %                             |
| Rücknahme                          | 0,00 %                             |
| Verwaltungsgebühr                  | 1,50 %                             |
| TER - 31.12.2010                   | 2,00 %                             |

Anmerkungen

Der angegebene Fonds ist Teilfonds von Sparinvest SICAV, einer offenen Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts.

Wertentwicklung - Monatsende, Dez-2011

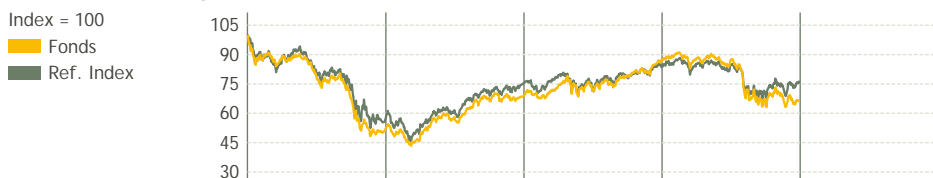
| Wertentw...  | Fonds   | Ref. Index <sup>1</sup> | Unterschied |
|--------------|---------|-------------------------|-------------|
| lfd. Jahr    | -22,31% | -8,08%                  | -14,23%     |
| 1 Monat      | -2,11%  | 2,10%                   | -4,20%      |
| 3 Monate     | 1,50%   | 8,93%                   | -7,43%      |
| 1 Jahr       | -22,31% | -8,08%                  | -14,23%     |
| 3 Jahre p.a. | 8,84%   | 10,35%                  | -1,52%      |
| 5 Jahre p.a. | -8,46%  | -4,90%                  | -3,56%      |
| 10 Jahre ... | -       | -                       | -           |

Risiko 3 Jahre - Monatsende, Dez-2011

| Risiko       | Fonds  | Ref. Index <sup>1</sup> | Morningstar <sup>2</sup> |
|--------------|--------|-------------------------|--------------------------|
| Volatilität | 20,58% | 17,18%                  | 18,23%                   |
| Sharpe R.    | 0,46   | -                       | 0,72                     |
| Info Ratio   | -0,09  | -                       | -                        |

Morningstar Rating <sup>TM</sup> ★★☆☆☆

Preisentwicklung - 31.12.2011

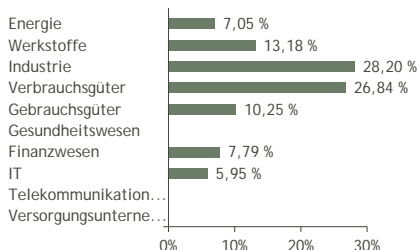


| Wertentwicklung                     | 2008    | 2009   | 2010   | 2011    | - |
|-------------------------------------|---------|--------|--------|---------|---|
| Fonds                               | -48,00% | 32,13% | 25,59% | -22,31% | - |
| Ref. Index                          | -43,65% | 31,60% | 11,10% | -8,08%  | - |
| Morningstar Kategorie <sup>TM</sup> | -46,50% | 38,22% | 21,80% | -15,32% | - |

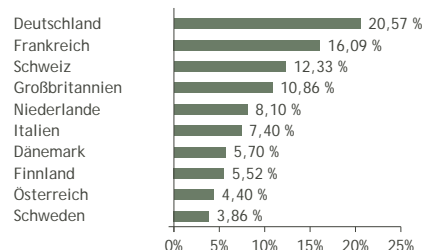
Vermögensaufteilung (%)

| Positionen | Aktien | Anleihen | Sonstige | Liquidität |
|------------|--------|----------|----------|-------------|
| 68         | 99,3%  | 0,0%     | 0,0%     | 0,7%        |

Sektoraufteilung



Top 10 Länder



Portfolio (Top 10) - 30.12.2011

| Name                          | Sektor          | Typ    | Land           | Gewicht... |
|-------------------------------|-----------------|--------|----------------|------------|
| A.P. Moeller - Maersk A/S B   | Industrie       | Aktien | Dänemark      | 3,12%      |
| J.Sainsbury Plc               | Gebrauchsgüter  | Aktien | Großbritannien | 2,88%      |
| Renault Sa                    | Verbrauchsgüter | Aktien | Frankreich     | 2,81%      |
| Zurich Financial Services/Nam | Finanzwesen     | Aktien | Schweiz        | 2,80%      |
| Man Se                        | Industrie       | Aktien | Deutschland    | 2,65%      |
| Salzgitter Ag                 | Werkstoffe      | Aktien | Deutschland    | 2,64%      |
| Grammer Ag                    | Verbrauchsgüter | Aktien | Deutschland    | 2,61%      |
| Danske Bank As                | Finanzwesen     | Aktien | Dänemark      | 2,58%      |
| Hochtief A.G.                 | Industrie       | Aktien | Deutschland    | 2,53%      |
| Eni Spa Roma                  | Energie         | Aktien | Italien        | 2,52%      |

Ref. Index Kommentar

-

Vergangene Wertentwicklungen bieten keine Garantie für die künftige Entwicklung. Angelegte Gelder unterliegen einem Verlustrisiko. Fremdwahrungsanleihen sind Wechselkursschwankungen unterworfen. Für Anlagen in Schwellenländern besteht ein erhöhtes Risiko. Sofern nicht anders angegeben, wurden die hier dargestellten Wertentwicklungen nach der BVI-Methode in der gewählten Währung ermittelt. Zeichnungen dürfen nur auf Grundlage unseres aktuellen Verkaufsprospektes sowie des aktuellen Rechenschaftsberichtes/Halbjahresberichtes, die bei der Gesellschaft oder bei den berechtigten Vertriebsstellen erhältlich sind, erfolgen. Quellen: Sparinvest S.A.; Morningstar; Standard & Poors und Bloomberg, zum jeweils angegebenen Datum.