



## European Value

### Inhalt

- Wertentwicklung
- Portfoliostruktur
- Portfoliobewertung
- Einzelpositionen

### Fondsdaten

Strategie	Value-Aktien
Risiko	Mittel
ISIN	LU0264920413
Währung	EUR
Auflegungsdatum Fonds	02.11.2006
Fondsmanager	Jens Moestrup Rasmussen
Referenz-Index	MSCI Europe (net dividends)
Morningstar Kategorie	Aktien Europa mittelgroß

- [sparinvest.eu](http://sparinvest.eu)

### Wertentwicklung

Im vierten Quartal 2009 legte der Sparinvest European Value Fund 2,05% zu und erzielte damit für das Gesamtjahr einen Ertrag von 32,12%. Der europäische Aktienmarkt, dessen Entwicklung der MSCI Europe-Index widerspiegelt, kletterte im Quartalsverlauf 5,18% nach oben und notierte zum Jahresende mit 31,60% im Plus. Europäische Value-Titel gewannen auf Jahressicht 33,46% hinzu, während europäische Growth-Werte 29,70% anstiegen. Europäische Small Cap-Unternehmen entwickelten sich dabei sehr erfreulich und verzeichneten für das Gesamtjahr einen Kursgewinn von 59,50%.

Wir haben den europäischen Aktienmarkt auf Jahresbasis also um 0,52% übertroffen, obwohl wir im letzten Quartal 3,13% hinter dem Index zurückgeblieben waren. Allein im vierten Quartal hat der MSCI Europe Value-Index lediglich 2,80% hinzugewonnen, während der MSCI Europe Growth-Index in diesem Zeitraum um 7,75% angestiegen ist. Wir sind deswegen jedoch nicht übermäßig besorgt. Wie üblich konzentrieren wir uns nämlich nicht ausschließlich auf die kurzfristige Stimmungslage am Markt, sondern vielmehr auf die langfristigen Fundamentaldaten unserer Positionen.

Während der letzten drei Monate war unsere vergleichsweise geringe Gewichtung in Finanzwerten von Vorteil, wohingegen unser recht geringfügiges Engagement in Aktien aus der Branche Konsumgüter die Wertentwicklung des Fonds belastete. Gleiches galt für die unterdurchschnittliche Tendenz des Rohstoffsektors. Bei der Ländergewichtung erwies sich unsere geringe Positionierung in britischen Aktien sowohl während des Quartals als auch auf Jahresbasis letztlich als ungünstig.

Unter dem Strich sind wir mit dem Börsenjahr 2009 aber zufrieden und beurteilen die Aussichten des Fonds zuversichtlich. Dieser legte im Jahresverlauf größtenteils ebenso zu wie die Indizes, obwohl die M&A-Märkte noch

nicht wieder volle Fahrt aufgenommen haben. (Beachten Sie dazu bitte auch unseren nachfolgenden Kommentar zu Océ.) Außerdem fokussierten sich die Märkte 2009 in der Regel nicht auf Qualität. Stattdessen hatten wir es mit einer Kursrallye zu tun, die durch einen „Run auf die Verlierer“ bestimmt wurde. Eine Veränderung bei einem dieser Faktoren könnte in Zukunft aber durchaus ein positiver Katalysator für den Fonds sein. Es gehört jedoch nicht zu unseren Aufgaben, eine genaue Vorhersage abzugeben, ob und wann dies der Fall sein wird.

## Portfoliostruktur

Zum Quartalsende betrug der Kassenbestand aufgrund von Mittelzuflüssen zum Jahresende 11,00% des verwalteten Vermögens. Dieses Niveau wird natürlich reduziert werden. Der Fonds war in 65 Einzeltiteln investiert, und unsere 10 größten Positionen repräsentierten 28,27% des Fondsvolumens insgesamt.

Nach der Veröffentlichung der letzten Ausgabe der Informationen für Anleger haben wir uns im italienischen Öl- und Erdgasunternehmen ENI engagiert. Im Rahmen eines allgemeinen Rebalancing des Portfolios haben wir ferner in einigen bereits bestehenden Positionen zugekauft, während wir gleichzeitig die Gewichtungen in anderen Titeln reduziert haben. Darüber hinaus haben wir unsere Positionen in Danieli und Pininfarina, auf die wir im weiteren Verlauf dieses Updates eingehen werden, verkauft.

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

## Portfoliobewertung

Trotz des Kursanstiegs von 32% für das Gesamtjahr sind die Bewertungen unserer Positionen nach wie vor attraktiv. Würde man aus dem Zahlenmaterial zu unseren Positionen ein fiktives Unternehmen bilden, so würde diese Firma zu einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von lediglich 1,06 gehandelt. Bei den Gewinnen würde das Verhältnis EV/EBITDA (Kennzahl für die Ertragskraft) auf Basis der für 2009 erwarteten Gewinne bei 4,7 liegen. Unter Berücksichtigung der für 2010 prognostizierten Gewinne läge diese Kennzahl dann sogar bei lediglich 3,7. Die durchschnittliche Bilanz ist mit einem Nettoverschuldungsgrad im Vergleich zum Eigenkapital von lediglich 30% (gegenüber 60% des MSCI European Value-Index) solide. Gleichzeitig liegt das Verhältnis immaterielle Vermögenswerte/Eigenkapital bei nur 15% (im Vergleich zu 61% des Index). Wir beurteilen die Qualität unserer Positionen sowohl im Hinblick auf ihre Bilanzen als auch bezüglich der Robustheit ihrer Geschäftsmodelle weiterhin zuversichtlich. Wir sind

außerdem überzeugt, dass wir dank der Stärke sowie des günstigen Bewertungsniveaus unseres Portfolios langfristig solide Erträge erwirtschaften können.

## Einzelpositionen

### **Océ**

#### *Übernahmeangebot von Canon*

Bei Océ handelt es sich um einen niederländischen Hersteller hoch qualitativer Kopierer und Drucker, in dem unsere Fonds bereits seit langem engagiert sind. Dieses Unternehmen hat sich im Bereich großformatiger Drucker und bei Druckaufträgen in hoher Auflage interessante Nischen erschlossen, in denen es in Europa über eine sehr gute Wettbewerbsposition verfügt. In den letzten Jahren erlebte die Firma im Segment Standard-Bürodrucker, in dem sie ein eher kleiner Marktteilnehmer ist, allerdings schwere Zeiten. Darüber hinaus wurde die gesamte Branche natürlich auch von der Krise stark in Mitleidenschaft gezogen.

Im November 2009 gab Canon – ein sicherlich dominierender Marktteilnehmer in diesem Sektor – ein Übernahmeangebot für Océ ab. Der Angebotspreis von 8,60 EUR pro Aktie stellte ein deutliches Aufgeld auf den aktuellen Aktienkurs dar. Der Angebotsprozess ist derzeit noch nicht abgeschlossen (bisher stimmten Ende Dezember lediglich die Aufsichtsbehörden der Europäischen Union dem Angebot zu), so dass wir die weitere Entwicklung genau im Auge behalten. Allerdings ist es für uns selbstverständlich ermutigend, dass auch Mitbewerber in Océ eine langfristig große Chance sehen.

### **Pininfarina**

#### *Mit Verlust verkauft*

Pininfarina ist ein italienisches Unternehmen, dessen Geschichte bis in das Jahr 1930 zurückreicht. Diese Firma entwickelt und baut Autos und Karosserieteile für diverse Marken wie Ferrari, Maserati, Alfa Romeo, Ford und Volvo, um nur einige zu nennen.

Wir engagierten uns erstmals Mitte 2002 zum Kurs von rund 19 EUR pro Aktie in Pininfarina. Die Firma war sowohl im Hinblick auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis als auch bezüglich ihres Kurs-Buchwertes günstig bewertet und wies außerdem eine solide Bilanz mit einer nur mäßigen Verschuldung auf. Außerdem verfügte das Unternehmen über ein recht flexibles Geschäftsmodell, weil es auftragsbezogen produziert. Im Jahr 2003 erhielt Pininfarina dann den Auftrag zur Entwicklung des neuen Ford Street Ka sowie zur Umgestaltung des Alfa GTV und des Alfa Spider.

Wie die meisten Firmen aus dem Automobilsektor hatte auch Pininfarina schon früher Rückschläge erlitten. Das Unternehmen war jedoch immer wieder in der Lage gewesen, die Situation mit der Markteinführung neuer Modelle zu meistern. In den Jahren 2005 und 2006

gerieten die Gewinne aber etwas unter Druck. Daraufhin nahm Pininfarina höhere Kredite auf, die in erster Linie in die Produktion neuer Modelle sowie in die Ausweitung seines Vermögensbestands – wie die Übernahme der Uddevalla-Fabrik von Volvo in Schweden - flossen. Angesichts der historischen Wertentwicklung dieser Aktie entschlossen wir uns, der Unternehmensleitung einen Vertrauensvorschuss zu geben. Unglücklicherweise stand aber die Kreditkrise kurz bevor, wodurch sich das operative Umfeld für die gesamte Branche natürlich noch weiter verschlechterte. Zusätzlich belastet wurde Pininfarina durch den traurigen Umstand, dass der CEO des Unternehmens Andrea Pininfarina verstarb. Unter seinem Nachfolger Paolo Pininfarina haben sich sowohl die Erfolgsrechnung als auch die Bilanz des Unternehmens weiter verschlechtert. Während der Vorstand mittlerweile sein Möglichstes tut, um die Firma wieder auf Kurs zu bringen, sind wir inzwischen der Meinung, dass die ursprünglichen Argumente für unsere Investmententscheidung mittlerweile nicht mehr gegeben sind und der wahre Wert des Unternehmens gesunken ist.

Deshalb entschieden wir uns zum vollständigen Verkauf dieser Position, der im Oktober 2009 zu einem durchschnittlichen Verkaufskurs von nur 3,50 EUR abgeschlossen wurde. Dies ist sicherlich ein bedauerliches Beispiel für ein Engagement, das sich nicht wie erwartet entwickelt hat. Trotz unseres Fokus auf die Finanzstärke sowie auf ein nachhaltiges Geschäftsmodell wird es unweigerlich aber immer wieder einige wenige Positionen geben, die sich enttäuschend entwickeln. Neben unserem disziplinierten Investmentprozess ist dies auch der Grund, weshalb wir immer in eine Vielzahl von Unternehmen investieren und unsere bestehenden Positionen genau im Auge behalten. So gewährleisten wir, dass stets hochwertige Firmen, die zu einem soliden Abschlag auf ihren wahren Wert gehandelt werden, im Portfolio vertreten sind.

### **Danieli**

#### *Kursziel erreicht*

Danieli ist ein Hersteller von Ausrüstung für die Stahlproduktion, der in der Industrieregion Norditaliens ansässig ist. Seit seiner Gründung im Jahr 1914 hat dieses Unternehmen bereits viele schwere Zeiten überstanden. Im Jahr 2008 bereiteten die schwindelerregenden Ölpreise Danieli zwar Probleme, aber dies war grundsätzlich nichts Neues. Schon 1976, als die Firma von einer Enkelin des Gründers geleitet wurde, ließen rasant steigende Ölpreise sowie sinkende Investitionsausgaben seitens seiner Kunden Danieli zum ersten Mal in seiner Geschichte in die Verlustzone abrutschen. Auch diese Phase überstand das Unternehmen jedoch. Eben diese Frau Danieli brachte den Konzern dann in den 1980er Jahren an die Börse und sorgte dadurch für bedeutende Veränderungen in der weltweiten Stahlproduktion. Inzwischen ist ihr Ehemann

Vorstandsvorsitzender und Mehrheitsaktionär der Firma. Man kann familiengeführte Unternehmen zwar nicht alle über einen Kamm scheren, aber damals betrachteten wir Danieli als ein positives Beispiel für eine Konzernleitung in Familienhand, die nachweislich solide Ergebnisse erzielt und über die Jahre hinweg ein Nischenunternehmen mit einer marktführenden Technologie sowie einer sehr guten Wettbewerbsposition aufgebaut hat.

Anfang 2009 waren die kurzfristigen Aussichten für das Unternehmen zweifellos schwierig. Weltweit hatten Stahlkonzerne jahrelang massiv in neue Ausrüstung investiert, und es war davon auszugehen, dass sie ihre Investitionsprogramme angesichts der allgemeinen Krise zurückfahren oder aufschieben würden. Wir konnten seinerzeit zwar nicht abschätzen, wie stark die Nachfrage auf kurze Sicht sinken würde, aber uns gefielen die langfristigen Aussichten dieser Firma immer noch. Zu Beginn der Krise wies Danieli eine sehr solide Bilanz sowie einen enorm hohen Auftragsbestand auf. Darüber hinaus ist die industrielle Stahlproduktion eine Branche mit hohen Eintrittsbarrieren: Nur vier Unternehmen beherrschen rund 70% des Weltmarktes, und allein Danieli verfügt über einen Marktanteil von etwa 30%.

Die Aktie wurde damals zu einem konkreten Buchwert von lediglich 0,6 gehandelt, wobei die meisten Produktionsanlagen bereits abgeschrieben waren. Außerdem verfügte die Firma über eine Netto-Barreserve, die über ihrer Marktkapitalisierung lag. Sogar unter der Annahme, dass die Gewinne auf ein 8-Jahrestief absinken würden, machte die Aktie einen stark unterbewerteten Eindruck. So haben wir uns im März 2009 bei einem Kurs von 6 EUR pro Aktie in diesem Unternehmen engagiert.

Wir betonen stets, dass wir keine Markt-Timer sind und lieber an unserem bewährten Investmentprozess festhalten. Wir erwerben Aktien zu einem Abschlag auf ihren wahren Wert und versuchen gar nicht erst, exakt zu bestimmen, wann die einzelnen Titel diesen Wert letztlich erreichen werden. Manchmal geschieht dies schneller als erwartet, und wir geben zu, dass wir unser Investment in Danieli genau zu dem Zeitpunkt getätigt haben, als auch der breite Markt eine positive Trendwende vollzog. Im Oktober 2009 war die Aktie dann auf unseren Zielkurs angestiegen und wurde zu einem Buchwert von 1,6 gehandelt. Schließlich haben wir unsere Position bei einem Kurs von 18 EUR verkauft. Wir sind zuversichtlich, dass unser Investmentprozess noch weitere „Kostbarkeiten“ wie Danieli herausfiltern wird, solange wir jederzeit diszipliniert an unserer Anlagestrategie festhalten.

### **Jens Moestrup Rasmussen**

Lead Portfolio Manager

8. Januar 2010

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 Fonds jederzeit bei Sparinvest oder bei den berechtigten Vertriebsstellen 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. Quelle: Sparinvest S.A.; Morningstar; Standard & Poors und Bloomberg zum jeweils angegebenen Datum.