



CARMIGNAC

Euro-Entrepreneurs

Rapporto di gestione al 31 marzo 2012



L. Ducoin

Patrimonio netto globale del Fondo €187.073.079,53

NAV di Carmignac Euro-Entrepreneurs

€181,57

Durante il trimestre, **Carmignac Euro-Entrepreneurs** registra un rialzo dell'11,38%, a fronte di un aumento dell'indice pari al 12,55%. La netta preferenza degli investitori per gli asset rischiosi si è tradotta in una notevole sovraperformance delle small cap. L'indice Stoxx Small 200 delle small cap registra quindi un rialzo del 12,55%, mentre l'indice Stoxx Europe 600 solamente del 10,38%.

Il trimestre ha attraversato due periodi distinti. In gennaio, prima che si ristabilisse la gerarchia dei settori prevalente nel 2011, i mercati hanno inaugurato l'anno con un periodo di rotazione settoriale, durante il quale gli investitori hanno privilegiato i settori che nel 2011 avevano registrato i rialzi più contenuti. Tale rotazione deve aver consentito ad alcuni titoli, che riteniamo di minore qualità, di sovraperformare il mercato. Nel mese di gennaio, Carmignac Euro-Entrepreneurs ha quindi registrato una performance nettamente inferiore a quella del suo indice di riferimento (+3,51% contro il +7,89%). Nella restante parte del trimestre, i titoli di qualità sono ritornati a buoni livelli, consentendo una riduzione significativa della sottoperformance del Fondo. Più a lungo termine, restiamo persuasi che questi titoli creeranno maggior valore rispetto alle altre società del mercato, purché rispondano ai nostri criteri di selezione: crescita strutturale, management di qualità, free cash flow elevati e regolari, bilancio solido.

Il settore tecnologico è quello che più di ogni altro ha contribuito alla performance, principalmente grazie a **Dialog Semiconductor**, società tedesca produttrice di circuiti integrati a basso consumo energetico, destinati a diversi settori industriali. Dialog Semiconductor opera in particolare nel ramo dei telefoni cellulari e dei tablet, con clienti del calibro di Apple e Samsung Electronics. Il Fondo ha inoltre beneficiato dell'ottima performance di **Imtech**, società olandese che fornisce servizi tecnici esternalizzati. Per finire, da notare il buon apprezzamento di **Cove Energy** che ha approfittato di un'offerta di acquisizione da parte di Royal Dutch Shell, seguita da una controfferta della thailandese PTT.

Eutelsat Communications, al contrario, fa parte delle società che hanno penalizzato il Fondo. Il titolo ha, in effetti, subito una flessione dopo che Albertis ha destinato al mercato circa la metà della propria partecipazione nel gruppo.

Nuove posizioni

Questo trimestre, abbiamo continuato a moltiplicare gli incontri con i dirigenti delle società del nostro universo d'investimento, con l'obiettivo di individuare le imprese esposte alle tematiche di crescita strutturale che privilegiamo: esposizione ai paesi emergenti e al settore dell'energia e innovazione in materia di prodotti o di marketing. Abbiamo pertanto aperto nuove posizioni. Tra queste, menzioniamo **Dufry**. Quotata in Svizzera, il gruppo è il numero due mondiale nel settore della distribuzione collegato al trasporto di viaggiatori, principalmente attraverso una rete di negozi «duty free». Dufry realizza la quasi totalità del proprio fatturato attraverso un portafoglio di concessioni a lungo termine ottenute dalle autorità aeroportuali. È pertanto esposta alla crescita strutturale del turismo internazionale e del traffico aereo. Riteniamo che Dufry sia la società più innovativa e più redditizia nel suo settore. La sua strategia di crescita è imperniata sulle destinazioni turistiche dei mercati emergenti. Infatti la società è quotata anche in Brasile. Il gruppo è molto attivo nel consolidamento del settore, che rimane ancora frammentato. Dufry realizza quasi il 60% del fatturato nei paesi emergenti e produce un cash flow operativo superiore al 10% del proprio fatturato.

Inoltre, abbiamo investito nel gruppo spagnolo **Grifols**. Questa società, che realizza quasi il 90% del proprio fatturato con le esportazioni, è specializzata nell'estrazione delle proteine ematiche. Questo settore, valutato 14 miliardi di dollari, è protetto da elevate barriere all'ingresso. Si stima che, di fatto, un nuovo operatore dovrebbe attendere oltre dieci anni per ottenere l'approvazione delle autorità sanitarie. Si tratta di un settore in crescita, non solo a causa dell'invecchiamento della popolazione, ma anche grazie alla scoperta di nuove proteine e ad un miglioramento delle tecniche diagnostiche. È prevedibile

che gli utili di gestione di Grifols crescano, non solo grazie ad una continua crescita dell'organico della società (pari al 7-8% annuo), ma anche in virtù delle sinergie collegate all'acquisizione di Talecris, uno degli ultimi operatori indipendenti in questo mercato.

Anche la britannica **Smith Group** è stata di recente oggetto di investimenti da parte nostra. Questo gruppo, che negli ultimi anni si è concentrato sul miglioramento dei margini, è uno degli ultimi colossi britannici quotati. In diverse divisioni del gruppo (Medical e Detection) captiamo segnali anticipatori di un'accelerazione della crescita che verrà essenzialmente trainata dall'innovazione dei prodotti.

Desideriamo far notare che l'introduzione di queste nuove posizioni ha modificato l'allocazione geografica del fondo, comportando una riduzione della nostra esposizione ai Paesi Bassi a favore del Regno Unito. Teniamo a precisare che tale variazione non è collegata a considerazioni macroeconomiche, ma nasce dalla nostra selezione di titoli. In questi due paesi il differenziale di ponderazione rispetto all'indice si è tuttavia ridotto, ed i gruppi in cui investiamo hanno continuato il loro processo di globalizzazione.

Prospettive

Restiamo persuasi che l'Europa sia entrata in una fase di riduzione del debito. Tale situazione ha implicazioni negative sull'attività. In un simile contesto, i titoli di crescita dovrebbero sovraperformare poiché saranno ancor più ricercati dagli investitori. Prevediamo che tali titoli beneficeranno di un premio. Il fenomeno dovrebbe avvantaggiare in particolare il nostro universo d'investimento. Per le small cap, l'innovazione ha in effetti inciso molto di più sulla crescita dei risultati rispetto alle large cap. Pertanto, questa asset class continuerà a sovraperformare l'universo delle large cap.

Tra i protagonisti dei rialzi più consistenti del trimestre, ricordiamo:

Titoli	Performance
Dialog Semiconductor , semiconduttori, Germania	+46%
EADS , aerospaziale, Paesi Bassi	+27%
Fuchs Petrolub , macchine industriali, Germania	+24%
Remy Cointreau , bevande, Francia	+23%
Eurocash , distribuzione alimentare, Polonia	+23%

Andamento del Fondo dalla sua trasformazione

■ Carmignac Euro-Entrepreneurs

■ Stoxx 200 Small (Senza reinvestimento dei dividendi)



Non vi è garanzia di uguali rendimenti e questi ultimi non sono costanti nel tempo.

Performance cumulate (%)	Dal 30/12/2011	3 mesi	6 mesi	1 anno	3 anni	5 anni	10 anni	Dalla trasformazione l'01/01/2003
Carmignac Euro-Entrepreneurs	11,38	11,38	17,84	2,33	63,47	-11,81	-	142,35
Stoxx 200 Small (Senza reinvestimento dei dividendi)	12,55	12,55	17,35	-7,33	80,84	-25,07	-	101,20
Media della categoria*	15,65	15,65	19,34	-4,09	93,40	-18,84	-	137,72
Classificazione (quartile)	4	4	3	1	4	2	-	2

*Azionari Europa Small Cap.

Non vi è garanzia di uguali rendimenti e questi ultimi non sono costanti nel tempo.

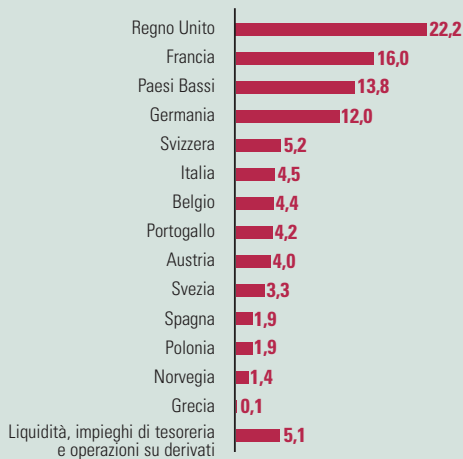
Contributo alla performance lorda trimestrale (%)

Portafoglio	Derivati Azioni e Obbligazioni	Derivati Valute	Totale
11,21	0,62	-0,04	11,80

Statistiche (%)

	1 anno	3 anni
Volatilità del Fondo	12,36	12,97
Volatilità dell'indice	20,11	20,28
Sharpe ratio	0,12	1,33
Beta	0,54	0,55
Alfa	0,49	0,43

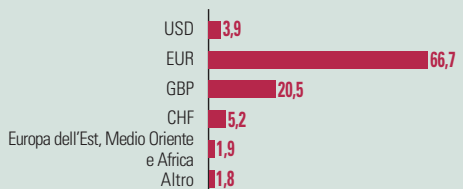
Ripartizione per paese (derivati esclusi) (%)



Ripartizione settoriale (derivati esclusi) (%)



Esposizione netta del Fondo per valuta (%)



Portafoglio Carmignac Euro-Entrepreneurs al 31/03/2012

	Quotazioni in valute estere	Valore totale (€)	% Patrimonio netto	
LIQUIDITÀ, IMPIEGHI DI TESORERIA E OPERAZIONI SU DERIVATI		9 448 185,06	5,05	
LIQUIDITÀ (DI CUI LIQUIDITÀ RELATIVA ALLE OPERAZIONI IN DERIVATI)		9 448 185,06	5,05	
AZIONI UNIONE EUROPEA		165 318 050,01	88,37	
Germania		22 476 236,37	12,01	
240 500 COMPUGROUP HOLDING	Settore IT	10,60	2 549 300,00	1,36
159 337 DIALOG SEMICONDUCTOR	Settore IT	18,32	2 918 257,16	1,56
212 314 FREINET	Telecomunicazioni	12,13	2 575 368,82	1,38
87 579 FUCHS PETROLUB	Industria	41,98	3 676 128,53	1,97
30 660 PFEIFFER VACUUM TECH	Industria	85,10	2 609 196,66	1,39
265 304 RHOEN KLINIKUM	Sanità	15,06	3 994 151,72	2,14
110 325 SOFTWARE	Settore IT	28,08	3 097 926,00	1,66
73 969 WIRECARD	Settore IT	14,28	1 055 907,48	0,56
Austria		7 462 965,09	3,99	
64 252 ANDRITZ	Industria	73,38	4 714 811,76	2,52
39 811 SCHOELLER-BLECKMANN	Industria	69,03	2 748 153,33	1,47
Belgio		8 224 090,02	4,40	
72 577 D'IETTEREN (D)	Beni voluttuari	34,88	2 531 122,88	1,35
181 397 GALAPAGOS	Sanità	12,08	2 191 275,76	1,17
64 000 GIMV	Finanza	38,25	2 448 000,00	1,31
42 266 THROMBOGENICS	Sanità	24,93	1 053 691,38	0,56
Spagna		3 638 592,00	1,95	
227 412 GRIFOLS	Sanità	16,00	3 638 592,00	1,95
Francia		29 935 273,86	16,00	
254 895 EDENRED	Beni voluttuari	22,56	5 750 431,20	3,07
7 161 EUROFINS SCIENTIFIC	Sanità	81,80	585 769,80	0,31
161 505 EUTELSAT COMMUNICATIONS	Beni voluttuari	27,72	4 476 918,60	2,39
55 961 ILIAD	Telecomunicazioni	103,30	5 780 771,30	3,09
45 539 IMERYS	Materiali	45,59	2 076 123,01	1,11
54 050 IPSOS	Beni voluttuari	26,89	1 453 134,25	0,78
877 292 MAUREL PROM NIGERIA	Energia	2,07	1 815 994,44	0,97
98 869 NEXITY	Beni voluttuari	23,72	2 345 172,68	1,25
46 009 REMY COINTREAU	Beni di prima necessità	76,20	3 505 985,80	1,87
48 924 RUBIS	Servizi di pubblica utilità	43,85	2 145 072,78	1,15
Grecia		98 015,24	0,05	
185 284 ELEKTRONIKI ATHENS	Beni voluttuari	0,53	98 015,24	0,05
Italia		8 571 967,76	4,58	
800 019 DAVIDE CAMPARI	Beni voluttuari	5,11	4 084 097,00	2,18
2 036 239 PIAGGIO & C	Beni voluttuari	2,20	4 487 870,76	2,40
Paesi Bassi		25 727 512,86	13,75	
14 542 CORE LABORATORIES	Energia	131,57	1 436 728,20	0,77
111 100 EADS	Industria	30,71	3 411 325,50	1,82
174 961 IMTECH NV	Industria	23,97	4 193 815,17	2,24
154 730 KONINKLIJKE VOPAK	Industria	43,20	6 683 562,35	3,57
146 000 MEDIQ	Sanità	11,79	1 721 340,00	0,92
74 392 NUTRECO NV	Beni di prima necessità	53,92	4 011 216,64	2,14
196 300 UNIT 4 AGRESSO	Settore IT	21,75	4 269 525,00	2,28
Polonia		3 615 062,72	1,93	
428 984 EUROCASH SA	Beni di prima necessità	35,00	3 615 062,72	1,93
Portogallo		7 840 428,38	4,19	
513 285 JERONIMO MARTINS	Beni di prima necessità	15,28	7 840 428,38	4,19
Regno Unito		41 497 428,85	22,18	
1 000 000 AMLIN	Finanza	3,30	3 957 046,01	2,12
449 619 ASHMORE GRP	Finanza	3,68	1 982 542,24	1,06
150 877 ASSOCIATED BRITISH FOOD PLC	Beni di prima necessità	12,20	2 208 530,09	1,18
5 475 000 CELADON MINING	Materiali	0,28	1 806 497,09	0,97
1 085 982 COVE ENERGY	Energia	2,15	2 794 926,38	1,49
226 923 CRODA INTERNATIONAL	Materiali	21,06	5 733 995,30	3,07
299 412 EROS INTL	Beni voluttuari	2,45	880 148,06	0,47
722 469 HOMESERVE	Industria	2,34	2 024 074,77	1,08
399 239 ICAP	Finanza	3,93	1 881 589,53	1,01
379 691 INTERNATIONAL POWER PLC	Servizi di pubblica utilità	4,05	1 845 039,95	0,99
546 000 MARULA MINES LTD	Materiali	0,65	266 501,46	0,14
680 441 ROCKHOPPER EXPLORATION PLC	Energia	3,29	2 683 963,99	1,43
80 468 SIGNET JEWELERS LTD	Beni voluttuari	47,28	2 856 894,98	1,53
287 509 SMITHS GRP	Industria	10,52	3 629 005,56	1,94
96 716 SPECTRIS	Settore IT	18,03	2 092 254,46	1,12
126 259 VICTREX	Materiali	13,50	2 045 109,48	1,09
126 975 WHITBREAD	Beni voluttuari	18,44	2 809 309,50	1,50
Svezia		6 230 476,86	3,33	
47 182 MILLICOM INT'L CELLULAR	Telecomunicazioni	750,00	4 004 696,56	2,14
74 668 SWEDISH MATCH	Beni di prima necessità	263,40	2 225 780,30	1,19
AZIONI ESCL. UNIONE EUROPEA		12 306 844,46	6,58	
Norvegia		2 642 619,24	1,41	
92 250 GOLAR LNG	Energia	217,60	2 642 619,24	1,41
Svizzera		9 664 225,22	5,17	
40 632 DUFFRY GRP	Beni voluttuari	118,00	3 983 363,93	2,13
20 839 GEBERIT	Industria	188,90	3 270 458,27	1,75
9 296 SYNGENTA	Materiali	312,10	2 410 403,02	1,29
VALORE DEL PORTAFOGLIO		177 624 894,47	94,95	
PATRIMONIO NETTO		187 073 079,53	100,00	