



Global Small Cap Value

Titres

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

Informations

Stratégie	Actions « Value »
Risque	Moyen
ISIN	LU0264925131
Devise du compartiment	EUR
Date de lancement	02/11/2006
Gérant	Kasper Jacobsen
Indice de référence	MSCI World Small Cap (net dividends)
Catégorie Morningstar	Actions Internationales Petites et Moyennes



Performance

Au quatrième trimestre 2010, le Sparinvest Global Small Cap Value a enregistré une performance de 15,84%, ce qui a porté sa performance sur l'année à 35,09%. Le marché mondial des actions de petites capitalisations, tel que mesuré par l'indice MSCI World Small Cap, a progressé de 16,30% sur le trimestre et de 34,89% sur l'exercice. Le fonds Sparinvest Global Small Cap Value a donc fini l'année sur un résultat similaire à celui du marché global des petites capitalisations.

Il est intéressant de noter que notre fonds « value » s'est relativement bien comporté en 2010, alors même que l'indice MSCI World Value (+16,59%) est resté en deçà de l'indice MSCI World Growth (+22,46%). Ce constat n'est pas particulièrement surprenant, après tout, car il s'agit d'un fonds « value » qualitatif, à gestion active qui vise une performance absolue et non une réplique de l'indice MSCI World Value. L'écart est toutefois intéressant. Nous en discuterons plus loin, ainsi que de plusieurs des thèmes abordés, de manière plus détaillée dans la dernière Lettre Trimestrielle.

Sparinvest Global Small Cap Value par rapport aux indices en %	T4 2010	Année
Sparinvest Global Small Cap Value	15,84	35,09
MSCI World Small Cap Index	16,30	34,89
MSCI World Index	10,87	19,53
MSCI World Value Index	9,67	16,59
MSCI World Growth Index	12,03	22,46

Les indices MSCI World, MSCI World Value, MSCI World Growth et MSCI World Small Cap sont tous des indices incluant une large sélection de sociétés partout dans le monde. Toutes les performances sont exprimées en Euro.

Les actions des petites capitalisations avaient excellé début 2010 et après un troisième trimestre relativement médiocre, elles sont remontées en flèche pendant les trois derniers mois de l'année. Au dernier trimestre, le marché des petites capitalisations s'est ainsi octroyé 16,30%, alors que l'indice MSCI World a gagné 10,87%. Nous avons observé des envolées massives dans les principales régions dans lesquelles nous investissons : l'Europe, l'Amérique du Nord et le Japon.

Sur l'exercice entier, le fonds a profité des performances solides de certains titres. Par exemple, le marché européen des petites capitalisations s'est montré relativement faible en 2010, le MSCI Europe Small Cap clôturant l'année à la traîne par rapport aux Etats-Unis et au Japon. Nos positions européennes ont néanmoins généré des résultats solides. Le fonds possédait une exposition très limitée à des pays comme la Grèce, le Portugal et l'Espagne, ce qui l'a indéniablement aidé. Cependant, il convient de noter que même sur des marchés dominés par les craintes macro-économiques, le stock-picking est toujours en mesure de générer des rendements confortables. En Italie, notre attention marquée à la vigueur financière et la capacité à réaliser des bénéfices pendant l'intégralité du cycle nous a amenés à sélectionner Gewiss, position qui a été vendue cette année, et De'Longhi, dont nous parlons ci-dessous.

Par ailleurs, dans les pays européens auxquels nous étions fortement exposés, comme l'Allemagne, la Suisse et le Royaume-Uni, nos performances ont largement dépassé celles des marchés. En Europe, ainsi que dans d'autres régions comme l'Amérique du Nord et le Japon, nos meilleures performances sont venues de secteurs cycliques comme les biens de consommation discrétionnaires, les valeurs industrielles et les technologies de l'information. Ces segments se sont certes distingués du reste des marchés, mais nos positions se sont elles aussi montrées particulièrement robustes.

Traditionnellement faible, notre exposition à l'Amérique du Nord a progressé au cours des deux dernières années à mesure que nous continuions de dénicher des opportunités d'investissement intéressantes, et s'inscrit désormais à près de 25%. Certaines de nos positions aux Etats-Unis, acquises au cours des deux dernières années, ont d'ores et déjà généré d'excellentes performances, à l'instar de Columbia Sportswear dont le cas est abordé plus bas, et nous conservons de nombreuses autres valeurs dont le potentiel d'appréciation est toujours considérable.

Naturellement, pendant toute période, certains secteurs, régions ou titres d'un portefeuille diversifié se comportent moins bien que d'autres. Ainsi, nos positions dans les secteurs des matériaux et de la finance se sont montrées relativement faibles, tandis que sur le plan géographique, notre exposition française est restée à la traîne. Au Japon,

la vigueur du yen a porté préjudice aux bénéficiers des entreprises, un thème abordé dans notre Lettre trimestrielle. Cependant, nos positions sont parvenues à afficher des performances de plus de 30%. Comme toujours, nous avons surveillé de près l'évolution des fondamentaux ainsi que la valeur intrinsèque des régions, secteurs et titres qui se sont moins bien comportés. Nos conclusions sont très encourageantes et nous sommes convaincus de la capacité des titres en question à générer des rendements solides à long terme.

Composition du portefeuille

A la fin du trimestre, les liquidités représentaient 6,9% de l'encours sous gestion. Le fonds comptait 80 positions, les dix plus importantes représentant 26,4% du total.

Nous avons cédé nos positions dans De'Longhi et Columbia Sportswear, dont nous parlons plus en détail ci-dessous. Afin de rééquilibrer l'ensemble de notre portefeuille, nous avons renforcé notre exposition existante à 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

Plusieurs facteurs ont contribué à la performance robuste du fonds en 2010, mais, en tant que gestionnaires, nous sommes surtout encouragés par le potentiel considérable de performances pour le futur qui subsiste selon nous dans le portefeuille. Les valorisations restent très intéressantes. Pour donner une indication approximative, nous regroupons toutes les positions du portefeuille en une société théorique dont le ratio cours / valeur comptable est de tout juste 0,98 fois, contre 2,12 fois pour l'indice MSCI World Small Cap. Les multiples de bénéficiers sont eux aussi encourageants : grâce au levier opérationnel solide d'un bon nombre de nos positions, un potentiel de croissance bénéficiaire robuste apparaîtra au fur et à mesure du rétablissement progressif des conditions économiques et de l'amélioration du chiffre d'affaires des sociétés. Le rapport EV / EBITDA (valeur d'entreprise / excédent brut d'exploitation), un indicateur utile du prix des sociétés par rapport à leur capacité bénéficiaire, correspond à 7,4 fois l'EBITDA pour l'exercice écoulé, contre 10,8 fois pour le MSCI World Small Cap. Cependant, par rapport aux estimations Bloomberg pour les exercices 2010 et 2011, le ratio EV / EBITDA du portefeuille tombe à 6,2 et 5,1 fois, contre 8,8 et 7,6 fois pour l'indice.

Le bilan consolidé est sain, avec une position nette en liquidités contre un ratio endettement net / fonds propres

de 42% pour l'indice MSCI World Small Cap et un ratio immobilisations incorporelles / fonds propres de 8% seulement (contre 42% pour l'indice).

Le fonds Sparinvest Global Small Cap Value est un portefeuille composé de sociétés affichant une décote prononcée, qui offrent un adossement à des actifs solides ainsi qu'une capacité bénéficiaire robuste à long terme. Nous sommes convaincus que ce portefeuille générera des performances d'investissement substantielles pendant les années à venir.

Positions individuelles

COLUMBIA SPORTSWEAR

Objectif atteint

Columbia Sportswear, le fabricant de vêtements d'extérieur qui rivalise avec des marques comme The North Face, a une présidente extrêmement dure. Gertrude Boyle a 86 ans. En novembre 2010, un homme qui tentait de la kidnapper pour obtenir une rançon l'a menacée de son arme, mais elle a réussi à alerter la police qui l'a secourue sans encombre. Mais lorsque le chef de la police locale lui a rendu visite chez elle, il portait malheureusement une veste The North Face et quand il a demandé à Gertrude si elle allait bien, elle lui a immédiatement répondu : « *J'allais bien jusqu'à ce que vous entriez chez moi avec cette veste.* »

Cette attitude indépendante et rebelle se reflète dans la société. Après en avoir hérité le contrôle en 1970 et s'être rendu compte que Columbia était fortement endettée, Gertrude s'est juré de ne plus jamais trop s'appuyer sur les banques. Quarante ans plus tard, le bilan est extrêmement sain et l'entreprise dispose de liquidités nettes abondantes. Parallèlement, Columbia a continuellement renforcé la réputation de sa marque ainsi que sa part de marché, tout en développant son chiffre d'affaires qui est passé de moins d'un million d'USD en 1970 à plus de 1,3 milliard d'USD en 2007.

Néanmoins, à compter de mi-2007, il est devenu évident que cette croissance des bénéfices allait ralentir, ce qui a fait chuter le cours boursier de Columbia. Cette réaction nous a paru exagérée : après une telle croissance, une période de contraction était peut-être naturelle après tout. Son historique et la solidité de son bilan nous donnaient confiance dans l'avenir du groupe en dépit de la concurrence accrue à laquelle Columbia faisait face. Nous pensions que ce titre comportait toujours une décote importante par rapport à sa valeur intrinsèque et nous avons donc acheté des actions à un prix d'environ 42 USD mi-2008, ce qui correspondait à un ratio cours / bénéfices d'environ 10 fois et un ratio cours / valeur comptable d'environ 1,5 fois.

Bien sûr, le ralentissement économique et l'effondrement des dépenses de consommation ont particulièrement fait

souffrir les ventes de Columbia. C'est là que son bilan solide, un critère clé pour tous nos investissements, est entré en jeu. Columbia a volontairement augmenté ses dépenses au plus bas du cycle économique, a ouvert de nombreux magasins en Europe et aux États-Unis alors que des baux bon marché étaient disponibles, a lancé davantage de campagnes publicitaires, a augmenté ses dépenses de R&D et a même sponsorisé une équipe du Tour de France. En bref, pendant que certains de ses concurrents pansaient leurs blessures, Columbia était dans une position financière suffisamment confortable pour se permettre d'adopter une politique agressive.

Cette stratégie porte ses fruits aujourd'hui et, si les ventes réelles n'ont pas encore renoué avec leurs niveaux d'avant la crise, le carnet de commandes de la société s'est nettement reconstitué. Le cours du titre a entamé une reprise à partir de la mi-2009, atteignant notre estimation de sa valeur intrinsèque fin 2010. Nous avons vendu nos actions à un prix de 60 USD et réalisé une plus-value totale de plus de 50% sur notre investissement initial, dividendes inclus.

De'Longhi

Objectif atteint

De'Longhi est une société familiale italienne qui bénéficie de positions de marché solides dans le secteur de l'électroménager, et surtout sur les segments des appareils de chauffage et de climatisation portables, de la préparation alimentaire, du nettoyage et du repassage. Elle fournit aussi des systèmes de refroidissement et de chauffage aux professionnels.

En 2001, peu avant sa propre introduction en Bourse, De'Longhi a acquis Kenwood, une marque internationale de renom dans le domaine de l'électroménager pour la cuisine. Ce rachat a accéléré l'expansion du groupe et a permis de renforcer, non seulement sa gamme de produits et sa présence internationale, mais aussi sa position de leader sur les marchés britannique et italien. Depuis, la marque Kenwood a connu une croissance ininterrompue. À l'instar d'autres fabricants d'électroménager comme Krups et Siemens, De'Longhi a beaucoup profité de l'explosion de la demande de machines à café Nespresso, qui sont produites en partenariat avec Nestlé.

Fin 2009, nous avons été impressionnés par l'historique de bénéfices relativement stable et le bilan solide de De'Longhi, qui s'efforçait en outre de réduire sa dette depuis 2005. Son cours boursier avait toutefois fortement souffert des turbulences du marché en 2008 et début 2009. Les bénéfices du groupe n'étaient certes pas protégés contre la crise mondiale, mais malgré quelques difficultés à court terme début 2009, ils se sont montrés résistants dans l'ensemble et nous étions persuadés que le marché sous-évaluait fortement sa capacité bénéficiaire à long terme.

Nous avons investi pour la première fois en février 2010, au prix de 2,9 EUR par action, soit seulement 0,6 fois la valeur comptable. Les actions ont progressé sans interruption pendant l'exercice, faisant disparaître brutalement la décote d'évaluation. En décembre 2010, alors que ses machines à café bénéficiaient d'une demande particulièrement soutenue, De'Longhi a atteint notre estimation de sa valeur intrinsèque et nous avons vendu notre position au cours de 5,7 EUR, dividendes inclus, ce qui correspond à une performance tout juste inférieure à 100%.

Kasper Billy Jacobsen
Lead Portfolio Manager
12 janvier 2011

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 Global Small Cap Value type de parts disponibles	ISIN
EUR I	LU0264925487
EUR R	LU0264925131
EUR UKI	LU0264925644



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"

L'objectif de la Société est de proposer aux investisseurs une gamme de Compartiments bénéficiant d'une gestion dynamique qui leur permettront de participer à l'évolution des marchés financiers.

Indicateur de risque - 31/12/2010

Indice de référence



Informations

Code ISIN	LU0264925131
Bloomberg	SPGSCVR.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) - 31/12/2010	39,80 EUR
Gestion financière	Sparinvest S.A.
Gérant	Kasper Jacobsen
Gère le fonds depuis	02/11/2006
Indice de référence ¹	MSCI World Small Cap (net dividends)
Morningstar catégorie™ ²	Actions International Petites et Moy. Cap.
VL - 31/12/2010	91,79 EUR
Droits d'entrée (jusqu'à)	3,00 %
Droits de sortie	0,00 %
Frais de gestion	1,85 %
TER - 31/12/2009	2,38 %

Performance - Mensuelle, déc.-2010

Perf.	Fonds	Ind. de réf ¹	Différence
Ex. en cours	35,09%	34,89%	0,19%
1 mois	7,70%	6,14%	1,56%
3 mois	15,84%	16,30%	-0,47%
1 an	35,09%	34,89%	0,19%
3 ans ann.	2,34%	4,81%	-2,48%
5 ans ann.	-	1,88%	-

Risque 3 ans - Mensuelle, déc.-2010

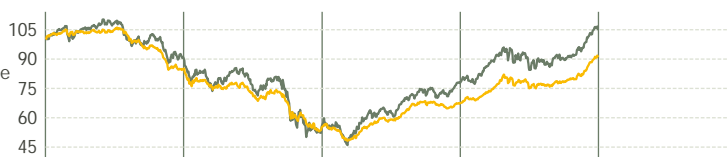
Risque	Fonds	Ind. de réf ¹	Morningstar ²
Volatilité	18,04%	22,76%	22,09%
Sharpe	0,10	-	-0,07
Ratio info	-0,38	-	-

Notation Morningstar **★★★★**

Performance - 31/12/2010

Indice = 100

Fonds
Indice de référence

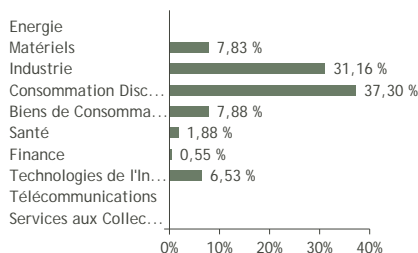


Performance	2007	2008	2009	2010	-
Fonds	-14,99%	-35,12%	22,28%	35,09%	-
Indice de référence	-9,10%	-38,87%	39,63%	34,89%	-
Morningstar catégorie™	3,23%	-43,54%	35,62%	22,18%	-

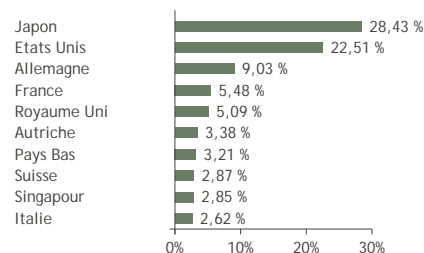
Allocation d'actifs (%)

Positions	Actions	Obligations	Autre	Liquidités
80	93,1%	0,0%	0,0%	6,9%

Allocation sectorielle



Dix premiers pays



Portefeuille (Top 10) - 31/12/2010

Nom de la valeur	Secteur	Type	Pays	Poids
Apogee Enterprises Inc.	Industrie	Actions	Etats Unis	3,43%
Cascade Corp	Industrie	Actions	Etats Unis	2,87%
Cabela S Inc	Consommation Discrét...	Actions	Etats Unis	2,81%
Alpine Electronics Inc	Consommation Discrét...	Actions	Japon	2,66%
Werner Enterprises Inc	Industrie	Actions	Etats Unis	2,60%
Semperit Ag Holding	Industrie	Actions	Autriche	2,55%
Bovis Homes Group Plc	Consommation Discrét...	Actions	Royaume Uni	2,48%
Nichicon Corp	Technologies de l'Info...	Actions	Japon	2,40%
Jungheinrich Ag /Vorz.O.St	Industrie	Actions	Allemagne	2,37%
International Speedway Corp	Consommation Discrét...	Actions	Etats Unis	2,23%

Notes:

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

Commentaire sur l'indice de référence

-