



Global Small Cap Value

Titres

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

Informations

Stratégie	Actions « Value »
Risque	Moyen (5)
ISIN	LU0264925131
Devise du compartiment	EUR
Date de lancement	02/11/2006
Gérants	Kasper Jacobsen & Trine Uggerhøj
Indice de référence	MSCI World Small Cap (dividendes nets)
Catégorie Morningstar	Actions Internationales Petites et Moy. Cap



Performance

Au dernier trimestre 2011, le fonds Sparinvest Global Small Cap Value a gagné 2,94%, portant la performance sur l'année entière à -11,57%. Le marché des petites capitalisations, tel que mesuré par l'indice MSCI World Small Cap, a augmenté de 11,85% sur le trimestre et perdu 6,02% sur l'année. Le reste du marché boursier (tel que mesuré par l'indice MSCI World) a progressé de 11,20 % pendant le trimestre et terminé l'année sur une perte de 2,38%, contre des replis de 6,76% pour le MSCI World Small Cap Value et 5,34% pour le MSCI World Small Cap Growth.

Sparinvest Global Small Cap Value par rapport aux indices en %	T4 2011	Année
Sparinvest Global Small Cap Value	2,94	-11,57
MSCI World Small Cap Index	11,85	-6,02
MSCI World Index	11,20	-2,38
MSCI World Small Cap Value Index	-12,28	-6,76
MSCI World Small Cap Growth Index	11,42	-5,34

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

Autrement dit, sur l'exercice 2011 dans son ensemble, le fonds Sparinvest Global Small Cap a sous-performé son indice de référence, le MSCI World Small Cap, de 5,55% à cause en grande partie de la perte relative de 8,91% essuyée au dernier trimestre 2011. Nous ne sommes satisfaits ni de la performance absolue ni du résultat relatif de notre fonds au cours des 12 derniers mois, mais nous gardons toute confiance dans le potentiel du portefeuille.

A l'échelle géographique, le fonds est assez fortement exposé aux sociétés européennes et japonaises, tandis que l'Amérique du Nord y est peu représentée. Alors

que les actions américaines ont compté parmi les plus performantes de l'univers des petites capitalisations en 2011 – surtout au dernier trimestre – notre pondération relativement faible de la région a certainement coûté des points à la performance relative. Quoi qu'il en soit, l'apparition d'une profonde incertitude quant à l'avenir de la dette souveraine de certains pays européens et de craintes relatives au sort de l'union budgétaire elle-même a constitué le principal facteur influençant les résultats en 2011. Il en a résulté une aversion globale pour les investissements européens, les marchés boursiers du vieux continent subissant de fortes pertes sur fond d'affaiblissement de la monnaie unique.

D'un point de vue sectoriel, ces craintes européennes, conjuguées à la peur que la reprise ne ralentisse aux Etats-Unis, ont été défavorables aux actions cycliques à travers la planète. Par exemple, les actions cycliques japonaises qui se remettaient dans l'ensemble assez rapidement de l'impact du séisme en début d'année, ont essuyé d'énormes pertes dues aux événements européens du second semestre.

Parallèlement, les valeurs sûres traditionnelles telles que la santé et la consommation de base se sont relativement bien comportées et bien que peu exposé à la santé, le fonds a pu profiter de ses positions dans la consommation de base. Il a également tiré parti d'une pondération plutôt faible de la finance, un secteur qui a nettement souffert cette année.

Il est important de noter qu'en 2011, les investisseurs ont délaissé les petites entreprises en Europe au profit de la sécurité offerte par leurs grandes sœurs sur fond de craintes suscitées par l'incertitude macroéconomique. Au dernier trimestre, les petites capitalisations européennes ont progressé de 3,97%, mais leur performance sur l'année entière s'est inscrite à -17,46%. Il ne faut pas oublier en outre que notre exposition générale aux compagnies économiquement sensibles ne résultait pas d'une décision top-down quelconque. Elle découlait comme toujours de notre quête des sociétés les moins onéreuses susceptibles de réaliser les meilleures performances pour nos investisseurs au fil du temps.

En bref, le contexte a été défavorable à un fonds fortement exposé aux actions cycliques de petites capitalisations européennes. Naturellement, la performance négative sur l'année entière n'a rien de réjouissant. 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 souffert en 2011, ces fluctuations semblent excessives étant donné les fondamentaux des positions, qu'il s'agisse des bénéfices à court terme ou des perspectives des sociétés 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 irradiationnellement faibles. Il convient en revanche de rester concentré sur leur valeur réelle à long terme. De surcroît, ces marchés se sont accompagnés d'excellentes nouvelles opportunités d'investissement, dix nouvelles sociétés ayant été acquises par le fonds pendant l'exercice.

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 1,5% de l'encours sous gestion. Le fonds comptait 87 positions, les dix plus importantes représentant 27,94 % du total.

Pendant le trimestre, nous avons procédé à un nouvel investissement dans la société japonaise Lintec (fabricant de produits et papier adhésifs) et liquidé notre position dans Arctic Cat, un fabricant américain d'autoneiges et de véhicules tout-terrain. 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 affichent désormais des valorisations faibles et intéressantes, mais celles de nos positions le sont encore plus. Pour donner une indication approximative, nous regroupons les positions en une société théorique dont le ratio cours / valeur comptable est de tout juste 0,73 fois, contre 1,4 fois pour l'indice MSCI World Small Cap. Le bilan demeure solide avec un effet de levier financier nul et un solde positif en liquidités (ratio endettement net / fonds propres médian de -7% contre 7% pour le MSCI World Small Cap). Si l'on exclut les immobilisations incorporelles, le fonds s'échange à 0,99 fois sa valeur comptable, un chiffre qui est de 1,91 pour l'indice.

Les multiples basés sur les bénéfices suggèrent qu'un scénario extrêmement négatif est désormais anticipé. Le ratio cours / bénéfices est de 11,87 fois pour l'exercice actuel si l'on en croit les estimations du consensus et de 10,12 fois pour l'exercice suivant (contre 13,46 et 11,79 fois respectivement pour le MSCI World Small Cap). Le rapport VE / EBITDA, un indicateur utile du prix des sociétés par rapport à leur capacité bénéficiaire, n'est que de 3,20 fois les estimations pour l'année en cours et de 2,26 fois pour l'année prochaine, contre 6,45 et 5,29 fois respectivement pour le MSCI World Small Cap. 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 Global Small Cap 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, la valeur intrinsèque du portefeuille reste tout à fait intacte et nous sommes convaincus qu'il génèrera de bonnes performances pendant les années à venir.

Positions individuelles

Arctic Cat

Objectif atteint

Arctic Cat conçoit, fabrique et commercialise des auto-neiges et des véhicules tout-terrain et vend parallèlement des pièces détachées, des vêtements et des accessoires. La marque Arctic Cat existe depuis plus de 40 ans et compte parmi les noms les plus réputés et respectés du secteur des autoneiges. L'autoneige a été développée dans les années 1950 en tant que véhicule utilitaire et son usage est progressivement devenu plus ludique.

Nous nous sommes intéressés à Arctic Cat au début de l'été 2007. L'hiver précédent, les ventes avaient souffert du climat défavorable : pas un flocon de neige n'était tombé. La société demeurait optimiste ; elle était connue pour ses produits de premier ordre et avait l'intention d'entretenir cette tradition et de gagner des parts de marché en lançant un nouveau modèle innovant d'autoneige pour l'hiver 2007. Parallèlement, elle a annoncé un partenariat stratégique avec le groupe italien Piaggio. Dans le cadre de son expansion internationale, cette opération visait à renforcer la distribution des véhicules tout-terrain Arctic Cat par des concessionnaires directs en

Europe. La société se montrait donc optimiste quant à ses perspectives et aucunement affectée par une année de conditions climatiques défavorables, un problème auquel elle avait toujours dû faire face.

L'action s'échangeait à 1,7 fois la valeur comptable de la société, qui présentait par ailleurs un historique bénéficiaire stable. Son bilan solide affichait un solde de liquidités positif et la direction envisageait certains investissements.

Nous avons acquis nos premières actions début juin. Peu de temps après, elles ont encore perdu de la valeur lorsque le chiffre d'affaires a une fois de plus été plombé par une météo clémente en 2007. En 2008, la société a pris des mesures et commencé à effectuer des changements organisationnels la rendant plus concentrée. A cette occasion, elle a délocalisé son siège et son service marketing pour les rapprocher de certains partenaires commerciaux. Malheureusement, la crise financière a aussi éclaté cette année-là et nombre de résultats d'exploitation sont tombés dans le rouge.

Pendant la crise, les concessionnaires Arctic Cat avaient du mal à obtenir des lignes de crédit, ce qui a fait plonger les ventes et s'est traduit par des résultats 2009 fortement affectés qui ont fait tomber la société dans le rouge. Puis, au fil du temps, la réorganisation a porté ses fruits, les conditions du marché – et climatiques – se sont améliorées, entraînant un fort rebond des bénéfices.

Nous avons gardé confiance dans cet investissement pendant ces années difficiles, acquérant des actions supplémentaires pendant toute la période, ce qui a porté le prix d'achat moyen à 12,9 USD pour le fonds. Et en novembre 2011, l'action a atteint notre objectif de 20 USD. Nous avons alors liquidé la position en générant un bénéfice raisonnable de 43,1%.

Pour Arctic Cat, le contexte s'est montré très défavorable pendant la crise, mais la vigueur de son bilan et les mesures de restructuration ont permis à la société de s'en sortir, avec l'aide naturellement des deux derniers hivers enneigés. Il s'agit là d'un bon exemple de l'importance d'une santé financière vigoureuse lorsque les temps sont durs.

Kasper Billy Jacobsen
Chief Portfolio Manager
11 janvier 2012

Trine Uggerhøj
Portfolio Manager

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
EUR UKR	LU0264928317



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.

Risques et rendements



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) - 31/12/2011	34,74 EUR
Gestion financière	Sparinvest Fondsmæglersekskab A/S
Gérant	Kasper Billy Jacobsen, Trine Uggerhøj
Gère le fonds depuis	02/11/2006
Indice de référence ¹	MSCI World Small Cap (net dividends)
Morningstar catégorie ²	Actions International Petites Cap.
VL - 30/12/2011	81,17 EUR
Droits d'entrée (jusqu'à)	3,00 %
Droits de sortie	0,00 %
Frais de gestion	1,85 %
TER - 31/12/2010	2,38 %

Notes

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

Performance - Mensuelle, déc.-2011

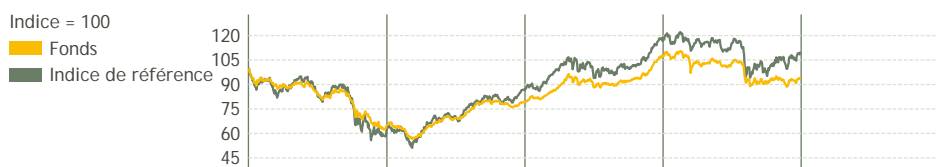
Perf.	Fonds	Ind. de réf ¹	Différence
Ex. en cours	-11,57%	-6,02%	-5,55%
1 mois	2,41%	2,83%	-0,42%
3 mois	2,94%	11,85%	-8,91%
1 an	-11,57%	-6,02%	-5,55%
3 ans ann.	13,46%	20,97%	-7,50%
5 ans ann.	-4,23%	-0,33%	-3,90%
10 ans ann.	-	-	-

Risque 3 ans - Mensuelle, déc.-2011

Risque	Fonds	Ind. de réf ¹	Morningstar ²
Volatilité	14,97%	18,04%	-
Sharpe	0,86	-	-
Ratio info	-0,83	-	-

Notation Morningstar **★★★★★**

Performance - 31/12/2011

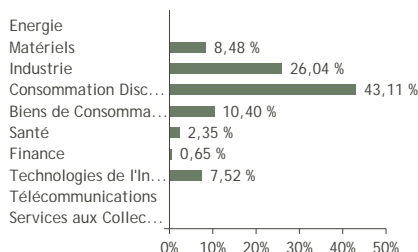


Performance	2008	2009	2010	2011	-
Fonds	-35,12%	22,28%	35,09%	-11,57%	-
Indice de référence	-38,87%	39,63%	34,89%	-6,02%	-
Morningstar catégorie TM	-42,89%	40,49%	29,17%	-	-

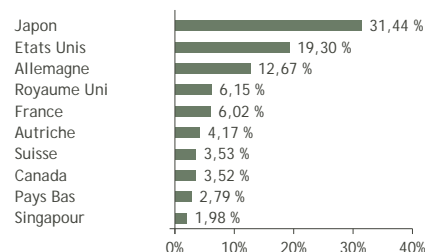
Allocation d'actifs (%)

Positions	Actions	Obligations	Autre	Liquidités
87	98,5%	0,0%	0,0%	1,5%

Allocation sectorielle



Dix premiers pays



Portefeuille (Top 10) - 30/12/2011

Nom de la valeur	Secteur	Type	Pays	Poids
Grammer Ag	Consommation Discrétive	Actions	Allemagne	3,09%
Apogee Enterprises Inc.	Industrie	Actions	Etats Unis	3,09%
International Speedway Corp	Consommation Discrétive	Actions	Etats Unis	3,06%
Bovis Homes Group Plc	Consommation Discrétive	Actions	Royaume Uni	2,98%
Jungheinrich Ag /Vorz.O.St	Industrie	Actions	Allemagne	2,91%
Tuesday Morning Corp	Consommation Discrétive	Actions	Etats Unis	2,89%
Werner Enterprises Inc	Industrie	Actions	Etats Unis	2,53%
Pal Co Ltd	Consommation Discrétive	Actions	Japon	2,50%
Radioshack Corp.	Consommation Discrétive	Actions	Etats Unis	2,50%
Freds Inc A	Consommation Discrétive	Actions	Etats Unis	2,39%

Commentaire sur l'indice de référence

-