



Global Small Cap Value

Titres

- Performance
- Composition du portefeuille
- Évaluation 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 (dividendes nets)
Catégorie Morningstar	Actions Internationales Petites et moyennes Cap.

- sparinvest.eu

Performance

Le fonds Sparinvest Global Small Cap Value a perdu 1,68% au quatrième trimestre 2009, ce qui porte sa performance sur l'année à 22,28%. Le marché des petites capitalisations, tel que mesuré par l'indice MSCI World Small Cap, a augmenté de 4,76% sur le trimestre et 39,63% sur l'année. L'indice MSCI World a progressé de 6,03% sur le trimestre et de 25,94% au cours de l'année, tandis que le MSCI World Value s'est octroyé 4,15% au dernier trimestre et 22,73% en 2009. Les actions « growth » se sont mieux comportées cette année, affichant des performances trimestrielle de 7,97% et annuelle de 29,12%.

Dans l'ensemble, le marché des petites capitalisations a fini l'année dans le peloton de tête, les résultats variant toutefois beaucoup en fonction des régions. Notre fonds est resté à la traîne de l'indice et malgré une performance absolue de 22,28%, nous ne sommes pas satisfaits de notre résultat relatif.

Ces résultats décevants sont essentiellement le fait de notre allocation régionale. Nous avons en effet conservé, tout au long de l'année, une exposition importante aux petites capitalisations japonaises, qui ont continuellement sous-performé le reste du marché, l'indice MSCI Japan Small Cap clôturant 2009 sur une piètre performance de 2,32%. Parallèlement, le MSCI Europe Small Cap affichait une envolée tout juste inférieure à 60%. L'effet néfaste de nos positions japonaises est significatif mais, comme nous le soulignons dans notre lettre trimestrielle, un épisode de sous-performance régionale n'est pas, pour nous, une raison de remettre en question nos positions. Nous sommes en outre optimistes quant à l'évolution fondamentale de nos positions japonaises, en dépit de leur performance.

En Europe, nos actions françaises et allemandes n'ont pas aligné leurs performances sur celles de leurs pairs européens. À l'inverse, les sociétés néerlandaises

incluses dans notre portefeuille ont porté leurs fruits sur le trimestre et sur l'exercice, aidées, bien entendu, par l'offre de rachat mentionnée ci-après.

Composition du portefeuille

À la fin du trimestre, les liquidités représentaient 6,1% de l'encours sous gestion. Le fonds comptait 74 positions, les dix plus importantes représentant 22,34% du total.

Les marchés ont récemment été de bons « terrains de chasse » pour la « value », et depuis notre dernière lettre, nous avons effectué deux nouveaux investissements. Nous avons acquis des actions de Gewiss, un constructeur italien d'équipement électrique, et des titres de Hunter Douglas, un fabricant néerlandais de stores et autres habillages de fenêtres.

Afin de rééquilibrer l'ensemble de notre portefeuille, nous avons renforcé notre exposition existante à certains titres et réduit la part de certains autres. Nous avons donc cédé nos positions dans Danieli, Volcom, Pininfarina et Aska Pharmaceutical, décrites ci-après.

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 notre site Internet et la dernière fiche d'information du fonds.

Évaluation du portefeuille

Les évaluations du fonds restent intéressantes malgré les hausses récentes des cours boursiers. Le ratio cours / valeur comptable moyen est de 0,97 fois seulement et le rapport valeur d'entreprise / EBITDA (excédent brut d'exploitation) s'inscrit à environ 5,5 fois. S'agissant de la santé du bilan, le ratio endettement net / fonds propres moyen est inférieur à 10%. D'après nous, la solidité de notre portefeuille et son évaluation faible contribueront à générer des performances importantes à long terme.

Positions individuelles

Océ

Offre de rachat soumise par Canon

Océ est un fabricant néerlandais de photocopieurs et d'imprimantes haut de gamme qui compte parmi les positions à long terme de nos fonds. Le groupe a développé des créneaux d'activités intéressants dans l'impression grand format et l'impression de volumes élevés, un domaine dans lequel il occupe une solide position concurrentielle en Europe. Ces dernières années, les imprimantes de bureau standard, un segment dans lequel ses parts de marché sont relativement faibles, lui ont donné du fil à retordre tandis que la crise a frappé de plein fouet l'ensemble du secteur.

En novembre 2009, Canon, acteur incontournable du secteur, a lancé une offre de rachat sur Océ. Le prix d'offre de 8,60 EUR par action intégrait une prime significative par rapport aux niveaux récents du cours du titre de 5 EUR. Le processus de rachat est désormais en cours, les autorités de tutelle européennes n'ayant autorisé l'opération qu'à fin décembre. Nous surveillons donc la situation de près, même s'il est déjà encourageant pour nous de constater que des pairs sont conscients de la considérable valeur à long terme que nous avons toujours associée à Océ.

Pininfarina

Vendue à perte

Pininfarina est une société italienne créée en 1930 qui conçoit et construit des voitures et pièces détachées pour des marques aussi diverses que Ferrari, Maserati, Alfa Romeo, Ford et Volvo, pour n'en citer que quelques-unes.

Nos fonds ont investi dans Pininfarina mi-2002 pour la première fois, payant à cette occasion un prix d'environ 19 EUR par action. La société semblait bon marché au vu de ses ratios cours / bénéfices et cours / valeur comptable, tandis que son bilan était sain et peu endetté. Son business model présentait un certain degré de flexibilité lié à son système de production « à la demande ». En 2003, l'entreprise était sur le point de recevoir des commandes pour la nouvelle Ford Street Ka ainsi que pour les nouvelles versions de l'Alfa GTV et la Spider.

À l'instar de la plupart des acteurs du secteur automobile, Pininfarina a subi des revers par le passé, faisant toutefois preuve d'une capacité à renverser la situation en lançant de nouveaux modèles. En 2005 et 2006, ses bénéfices ont quelque peu souffert et le groupe a contracté davantage de dettes visant surtout à financer la production de nouveaux modèles ainsi que le développement de sa base d'actifs, y compris l'acquisition de l'usine Volvo d'Uddevalla en Suède. Séduits par leur historique, nous avons alors décidé d'accorder aux dirigeants le bénéfice du doute. Malheureusement, la crise du crédit qui allait affecter le contexte opérationnel de l'ensemble du secteur n'a pas tardé à éclater. Pininfarina a subi un autre coup du sort lors du décès de son PDG, Andrea Pininfarina. Ses résultats comme son bilan se sont encore détériorés sous la tutelle de son successeur, Paolo Pininfarina, et si le conseil d'administration fait tout son possible pour remettre l'entreprise dans le droit chemin, nous sommes désormais d'avis que notre scénario d'investissement initial s'est évanoui et que la valeur intrinsèque du groupe a diminué.

Aussi avons-nous décidé de céder nos positions en octobre 2009 pour un prix de vente moyen de 3,50 EUR à peine. Il s'agit clairement d'un exemple regrettable de scénario d'investissement qui n'a pas évolué comme prévu. Malgré notre prédilection pour la vigueur financière et les business models résistants, une minorité de titres ne manqueront pas de nous décevoir. C'est pourquoi,

outre notre processus d'investissement discipliné, nous investissons dans une vaste gamme de sociétés et surveillons rigoureusement nos positions existantes pour nous assurer que nos portefeuilles contiennent des acteurs de qualité présentant des décotes significatives par rapport à leur valeur réelle.

Volcom

Objectif atteint

Volcom est une marque de skateboards et de snowboards dont les activités sont essentiellement implantées aux États-Unis, mais qui développe actuellement sa présence en Europe et au Japon.

Nous avons investi dans Volcom en mars 2009. La récession pesait alors sur les prévisions du secteur à court terme et Volcom ne faisait pas figure d'exception. Ses titres s'échangeaient aux environs de 7 USD, soit juste en dessous de leur valeur comptable. Cependant, la société disposait d'une position nette en liquidités correspondant à la moitié de sa capitalisation boursière et nous avons été impressionnés par l'approche bilancière rigoureuse de ses dirigeants. Contrairement à d'autres entreprises similaires, Volcom ne s'était pas encombrée d'engagements locatifs importants dans son passif.

Ses actifs et bénéfices avaient connu une croissance rapide ces dernières années, mais malgré la vigueur et le renom de sa marque, nous n'étions pas certains que Volcom puisse maintenir le niveau élevé de ses bénéfices de 2007 et 2008 à plus long terme. Nous avons cependant considéré que l'action présentait une décote significative par rapport à sa valeur intrinsèque, même en supposant que les marges bénéficiaires de Volcom à long terme seraient divisées par deux.

En octobre 2009, le cours de l'action s'était envolé pour atteindre notre objectif de cours. Si nous sommes toujours impressionnés par Volcom, notre processus nous impose de ne pas déroger à notre discipline et de ne pas rester investis dans des sociétés qui n'affichent plus aucune décote par rapport à leur valeur intrinsèque. Nous avons donc cédé notre position dans Volcom au prix de 17,5 USD, soit 2,5 fois plus que ce que nous avons initialement payé.

Aska Pharmaceutical

Vendue à perte

Aska Pharmaceutical est un fabricant et un distributeur en gros de produits médicaux, spécialisé dans les produits pharmaceutiques sur ordonnance. Il compte parmi les positions à long terme de nos fonds et le fonds Sparinvest Global Value Small Cap y est exposé depuis son lancement, fin 2006. Nous avons alors payé environ 940 JPY par action, soit 0,8 fois la valeur comptable. Aska présentait un bilan solide, avec une position nette en liquidités ainsi que des positions immobilières dont la valeur comptable semblait considérablement inférieure

à leur valeur de marché de l'époque.

Depuis 2006, le chiffre d'affaires d'Aska est resté raisonnablement solide, mais des changements dans la ventilation de ses ventes ont rendu ses bénéfices volatils. Au cours de l'exercice clos en mars 2009, ces bénéfices se sont même montrés médiocres et il est devenu évident qu'Aska essuierait probablement des pertes au cours de l'exercice suivant. Le contexte d'exploitation est certes difficile pour les entreprises à l'échelle mondiale, mais on s'attend normalement à des bénéfices plus stables de la part d'une société pharmaceutique. Dès lors, cette volatilité est devenue source d'inquiétudes à nos yeux.

Le bilan d'Aska demeure robuste et ses dirigeants ont vendu, il y a deux ans, une partie du portefeuille immobilier, libérant de la valeur cachée. Quoi qu'il en soit, Aska a alloué des montants de plus en plus importants à la recherche et au développement ainsi qu'à ses dépenses d'investissement. Les avantages de ces choix ne se sont pas encore manifestés avec évidence. En notre qualité d'investisseurs à long terme, nous faisons preuve de patience lorsque la direction d'une entreprise déploie des efforts pour améliorer cette dernière. Cependant, lorsqu'une société se débarrasse de certains actifs, nous nous attendons naturellement à ce que les actionnaires en ressentent les avantages, soit via les bénéfices, soit par des moyens plus directs tels que les dividendes.

Fin 2009, nous sommes arrivés à la conclusion que le manque de stabilité et de visibilité bénéficiaire d'Aska avait profondément nui à notre scénario d'investissement. Nous avons donc décidé de céder nos actions. Nous avons obtenu un prix de 800 JPY, c'est-à-dire qu'après dividendes, nous avons perdu environ 7% au total sur notre investissement initial.

Danieli

Objectif atteint

Danieli est un fabricant d'équipements destinés aux aciéristes, implanté dans le cœur industriel de l'Italie du Nord. Créé en 1914, le groupe a survécu à maintes périodes difficiles. En 2008, la flambée des cours du pétrole a causé des soucis à Danieli, même si le groupe avait déjà connu pire. En 1976, alors qu'une des petites-filles du fondateur était aux commandes, l'augmentation rapide des cours pétroliers et le repli des dépenses d'investissement de ses clients se sont traduits par les premières pertes historiques du groupe, qui s'en est pourtant sorti. C'est la même descendante de la famille Danieli qui a introduit la société en Bourse dans les années 1980 ; l'héritière Danieli est ainsi devenue l'un des acteurs majeurs de la transformation des processus sidérurgiques à travers le monde. Son mari est aujourd'hui président et actionnaire majoritaire du groupe. S'il n'est pas possible de généraliser à propos des entreprises contrôlées par une famille, l'exemple des Danieli est positif : la famille peut se targuer d'un historique de gestion stable et

a su développer, au fil des ans, une société de niche qui dispose de technologies de pointe et d'une solide position concurrentielle.

Début 2009, les perspectives à court terme n'étaient pas roses. Les aciéristes à travers le monde ayant lourdement investi dans de nouveaux équipements depuis quelques années devaient probablement réduire ou ajourner leurs programmes d'investissement face à la crise. Nous ne pouvions pas estimer l'ampleur du repli de la demande à court terme, mais le scénario à long terme nous plaisait. Danieli a abordé la crise avec un bilan très robuste et un carnet de commandes bien rempli. De surcroît, la fabrication d'usines sidérurgiques est un secteur dont l'entrée est solidement gardée par de solides barrières : quatre groupes dominant environ 70% du marché mondial, Danieli en contrôle à lui seul environ 30%.

L'action s'échangeait tout juste à 0,6 fois la valeur comptable corporelle, la plupart des actifs de production étant d'ores et déjà dépréciés, et le groupe disposait d'une position nette en liquidités supérieure à sa capitalisation boursière. Même en supposant que les bénéfices allaient renouer avec leur plus bas niveau depuis huit ans, le titre semblait fortement sous-évalué. Nous avons donc investi

en mars 2009, au prix de 6 EUR par action.

Nous affirmons toujours ne pas être adeptes du market timing et préférer nous en tenir à notre process : nous achetons des titres assortis d'une décote par rapport à leur valeur intrinsèque sans essayer de deviner le moment exact où ils atteindront cette valeur. Quelquefois, elle est atteinte plus tôt que prévu et nous sommes les premiers à admettre que notre investissement dans Danieli est intervenu juste au moment où le marché opérait un revirement positif. En octobre 2009, les actions avaient atteint notre objectif de cours et s'échangeaient à 1,6 fois leur valeur comptable. Nous les avons vendues au prix de 18 EUR. Nous sommes convaincus que tant que nous conserverons la même discipline, notre process nous permettra de dénicher d'autres trésors comme Danieli.

Kasper Billy Jacobsen

Lead Portfolio Manager

Le 8 janvier 2010

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 agréés, tout comme les statuts d'origine des fonds 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. 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.