



Global Small Cap Value

Inhalt

- Wertentwicklung
- Portfoliostruktur
- Portfoliobewertung
- Einzelpositionen

Fondsdaten

Strategie	Value-Aktien
Risiko	Mittel
ISIN	LU0264925131
Währung	EUR
Auflegungsdatum Fonds	02.11.006
Fondsmanager	Kasper Jacobsen
Referenz-Index	MSCI World Small Cap (net dividends)
Morningstar Kategorie	Aktien weltweit Nebenwerte

- sparinvest.eu

Wertentwicklung

Der Sparinvest Global Small Cap Value büßte im vierten Quartal 1,68% ein und erzielte für das Gesamtjahr einen Ertrag von 22,28%. Das gesamte Segment der Small Cap-Unternehmen, dessen Entwicklung der MSCI World Small Cap-Index widerspiegelt, gewann während des Quartals 4,76% hinzu und verzeichnete damit auf Jahressicht ein Plus von 39,63%. Der MSCI World-Index kletterte im Quartalsverlauf um 6,03% nach oben und beendete das Jahr mit einem Ertrag von 25,94%. Dabei gewann der MSCI World Value-Index auf Quartalsbasis 4,15% hinzu und stieg während des Gesamtjahres 22,73% an. Growth-Werte tendierten in diesem Jahr fester und legten einen Quartalsgewinn von 7,97% sowie einen Jahresertrag von 29,12% vor.

Insgesamt beendete der Markt für kleinere Unternehmen das Jahr zwar als eines der besten Anlagesegmente, auf regionaler Ebene variierten die Ergebnisse jedoch stark. Unser Fonds blieb weiter hinter dem Index zurück, und trotz eines absoluten Ertrags von 22,28% sind wir mit der Wertentwicklung des Fonds im Vergleich zum Referenzindex nicht zufrieden.

Der Hauptgrund für diese enttäuschenden Ergebnisse ist unsere regionale Ausrichtung. Während des Jahres waren wir stark in kleineren Firmen aus Japan engagiert, die sich dauerhaft schwächer entwickelten als ihre Mitbewerber weltweit. So beendeten diese Titel das Jahr – gemessen am MSCI Japan Small Cap-Index – mit einem mickrigen Plus von 2,32%. Gleichzeitig gewann der MSCI Europe Small Cap-Index knapp 60% hinzu. Die negativen Auswirkungen unserer Positionen in Japan sind zwar massiv, aber wie wir bereits in unseren Informationen für Anleger ausgeführt haben, ist eine Phase der unterdurchschnittlichen Tendenz innerhalb einer Region für

uns kein Grund, unsere Investments dort in Frage zu stellen. Vielmehr sind wir angesichts der Entwicklung der Fundamentaldaten unserer Engagements in Japan trotz ihrer zuletzt unterdurchschnittlichen Ergebnisse sehr zuversichtlich.

In Europa konnten französische und deutsche Aktien mit der Tendenz ihrer europäischen Mitbewerber nicht Schritt halten. Unsere Positionen in niederländischen Firmen erwiesen sich hingegen sowohl auf Quartalsbasis als auch für das Gesamtjahr als günstig, wozu sicherlich auch das nachfolgend erwähnte Übernahmeangebot beigetragen hat.

Portfoliostruktur

Zum Quartalsende betrug der Kassenbestand 6,1% des verwalteten Vermögens. Der Fonds war in 74 Einzeltiteln investiert, und unsere 10 größten Positionen repräsentierten 22,34% des gesamten Fondsvolumens.

In der letzten Zeit waren die Märkte ein gutes Jagdrevier für Value Investoren und seit der letzten Ausgabe der Informationen für Anleger haben wir zwei neue Positionen aufgebaut. So haben wir den italienischen Hersteller von Elektronikausrüstung Gewiss sowie den niederländischen Produzenten von Jalousien und anderen Fensterverkleidungen Hunter Douglas erworben.

Im Rahmen des allgemeinen Rebalancing des Portfolios haben wir ferner in einigen bereits bestehenden Positionen zugekauft, während wir die Gewichtungen in anderen Titeln gleichzeitig reduziert haben. Darüber hinaus haben wir unsere Engagements in Danieli, Volcom, Pininfarina und Aska Pharmaceutical, auf die wir im weiteren Verlauf dieses Updates noch genauer 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 jüngsten Anstiegs der Aktienkurse sind die Bewertungen auf Fondsebene nach wie vor attraktiv. So liegt das durchschnittliche Kurs-Buchwert-Verhältnis bei lediglich 0,97, während das Verhältnis EV/EBITDA (Kennzahl für die Ertragskraft) etwa 5,5 beträgt. Im Hinblick auf die Solidität der Bilanzen weist das Portfolio einen durchschnittlichen Nettoverschuldungsgrad von weniger als 10% auf. Wir sind 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 hoch qualitative Firmen, die zu einem soliden Abgeld auf ihren wahren Wert gehandelt werden, im Portfolio vertreten sind.

Volcom

Kursziel erreicht

Bei Volcom handelt es sich um einen Markenhersteller von Skate- und Snowboards, der geschäftlich hauptsächlich in den USA, zunehmend aber auch in Europa und Japan tätig ist.

Wir haben uns im März 2009 in Volcom engagiert. Der Konjunkturabschwung hatte die kurzfristigen Erwartungen für diesen Sektor verschlechtert, und Volcom stellte dabei keine Ausnahme dar. Die Aktie

wurde zu einem Kurs von rund 7 USD und damit knapp unter ihrem Buchwert gehandelt. Allerdings verfügte das Unternehmen über eine Netto-Barreserve, die der Hälfte seiner Marktkapitalisierung entsprach. Darüber hinaus waren wir von der disziplinierten Bilanzpolitik seines Managements beeindruckt. Im Gegensatz zu vielen vergleichbaren Firmen hatte sich Volcom nämlich nicht mit hohen Kreditverbindlichkeiten belastet.

Die Aktiva sowie die Gewinne dieses Unternehmens waren in den vorangegangenen Jahren rasant gestiegen, und trotz eines sehr erfolgreichen Markennamens gingen wir nicht davon aus, dass Volcom die hohen Gewinne von 2007 und 2008 auf lange Sicht würde halten können. Wir gelangten jedoch zu der Auffassung, dass diese Aktie – sogar unter der Annahme, dass die Gewinnmargen langfristig um die Hälfte zurückgehen würden – zu einem deutlichen Abschlag auf ihren wahren Wert gehandelt wurde.

Im Oktober 2009 hatte die Aktie dann wieder kräftig zugelegt und war auf unseren Zielkurs angestiegen. Volcom gefällt uns zwar nach wie vor, aber es ist ein integraler Bestandteil unseres Investmentprozesses, diszipliniert an diesem festzuhalten und nicht in Firmen investiert zu bleiben, die keinen Abschlag mehr auf ihren inneren Wert aufweisen. Deshalb haben wir unsere Position bei einem Kurs von 17,50 USD und damit zum Zweieinhalbfachen unseres ursprünglichen Einstiegskurses veräußert.

Aska Pharmaceutical

Mit Verlust verkauft

Aska Pharmaceutical ist ein Hersteller und Großhändler von medizinischen Produkten mit einem Fokus auf verschreibungspflichtigen Medikamenten. Dieser Titel war seit langem in unseren Fonds vertreten, und der Sparinvest Global Value Small Cap hielt bereits seit seiner Auflegung Ende 2006 eine Position in dieser Aktie. Damals hatten wir rund 940 JPY pro Aktie bezahlt, was dem 0,8-fachen des Buchwertes entsprach. Das Unternehmen verfügte außerdem über eine solide Bilanz mit einer Netto-Barreserve und besaß einige Immobilien, deren Buchwert deutlich unter ihrem damaligen Marktwert zu liegen schien.

Seit 2006 sind die Einnahmen von Aska zwar halbwegs robust geblieben, aber Veränderungen in der Umsatzstruktur hatten Gewinnschwankungen zur Folge. So verzeichnete die Firma für das Fiskaljahr, das im März 2009 endete, nur mäßige Profite, und es wurde deutlich, dass Aska im laufenden Fiskaljahr wohl in die Verlustzone rutschen würde. Zwar haben Unternehmen derzeit weltweit mit einem schwierigen operativen

Umfeld zu kämpfen, aber normalerweise würde man bei einem Pharmakonzern stabilere Gewinne erwarten, so dass uns diese Schwankungen Sorgen bereiteten.

Die Bilanz der Firma ist nach wie vor solide, und vor zwei Jahren hat das Management sogar einen Teil des Immobilienbesitzes verkauft, um so die verborgenen Werte dieser Aktiva zu realisieren. Das Unternehmen konnte dadurch zwar umfangreiche Mittel für Forschung und Entwicklung sowie für Investitionsausgaben freimachen, bisher lassen sich aber keine dadurch gewonnenen Vorteile erkennen. Wir sind langfristig orientierte Anleger und deshalb geduldig, wenn ein Management versucht, die Lage seiner Firma zu verbessern. Allerdings möchten wir bei einem Verkauf von Vermögenswerten dann auch sehen, dass die Aktionäre davon profitieren – sei es nun in Form von Unternehmensgewinnen oder unmittelbar durch Dividendenzahlungen.

Ende 2009 gelangten wir schließlich zu der Auffassung, dass die Argumente für unsere Position in Aska unter dem Mangel an Gewinnstabilität und -sicherheit ernsthaft gelitten hatten, so dass wir uns zum Verkauf dieser Aktie entschlossen. Wir beendeten unser Engagement bei einem Kurs von 800 JPY, was nach Abzug der Dividenden einem Verlust von insgesamt 7% auf unser ursprüngliches Investment entsprach.

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.

Kasper Billy Jacobsen

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.