

European Smaller Companies Fund



★★★★ - Morningstar Rating™
(as at 31/12/11)

MONTANARO

Fiche Mensuelle: decembre 2011

Montanaro, une société d'investissement indépendante, a été fondée en 1991 pour couvrir et investir dans les petites valeurs cotées européennes, y compris britanniques. L'actif total des fonds sous gestion s'élève à 1.3 milliards d'euros. Le « European Smaller Companies Fund » est investi principalement dans les valeurs cotées européennes dont la capitalisation est inférieure à 3 milliards d'euros et, en particulier, dans les valeurs de moins d'un milliard d'euros. Ce fonds est autorisé et réglementé en Irlande, au Royaume-Uni, aux Pays-bas, en France, en Finlande, en Suède, en Suisse et en Norvège. Une catégorie d'actions "Accumulation Euro" a été lancée en 2009.

Rapport de gestion mensuelle

Dans un marché difficile, marqué par des évènements qui feront un jour l'Histoire (Printemps Arabe, tsunamis au Japon, sauvetages européens, perte du triple A américain) nous avons le plaisir d'annoncer une surperformance du fonds de 6% par rapport à son indice de référence.

La meilleure performance de décembre provient de **NCC**, le fournisseur britannique de solutions anti-piratage pour sites internet, qui a progressé de 26% suite à une forte demande de ses produits. **Belimo**, un producteur suisse de servomoteurs de clapets, a rebondi depuis son point bas en novembre tandis que les inquiétudes au sujet d'un ralentissement mondial s'estompaient. **Kapsch TrafficCom**, la société autrichienne de systèmes de paiement d'autoroute, s'est appréciée après l'annonce d'un contrat majeur en Russie.

Du côté des déceptions, **Vacon**, fabricant finlandais de convertisseurs de fréquence, a réduit ses estimations pour l'année en raison d'un ralentissement de marché et d'un problème de recouvrement de créance. **Domino's Pizza**, coté en Grande-Bretagne, a baissé en raison d'effets de base peu favorables au T4, d'une chute de la confiance des ménages et d'un hiver exceptionnellement doux. Par la suite, le management a confirmé des résultats en ligne. L'allemand **GfK** a poursuivi sa baisse suite à la publication en novembre de résultats du T3 mitigés. Le titre s'est depuis stabilisé.

En décembre, nous avons rendu visite à **Wincor Nixdorf** à son siège à Paderborn en Allemagne. Wincor Nixdorf se spécialise dans le hardware et software et les services pour les terminaux de paiement de banques et de supermarchés. Wincor est le numéro deux mondial sur ces deux marchés. Montanaro est actionnaire depuis des années mais Wincor n'est pas une position majeure.

Un facteur clé dans la stratégie de Wincor est de pouvoir fournir au moindre coût des produits adaptés aux besoins des marchés, permettant ainsi de maintenir ses marges. Notre visite de l'usine allemande nous a permis de vérifier que Wincor a une architecture produit attirante, basée

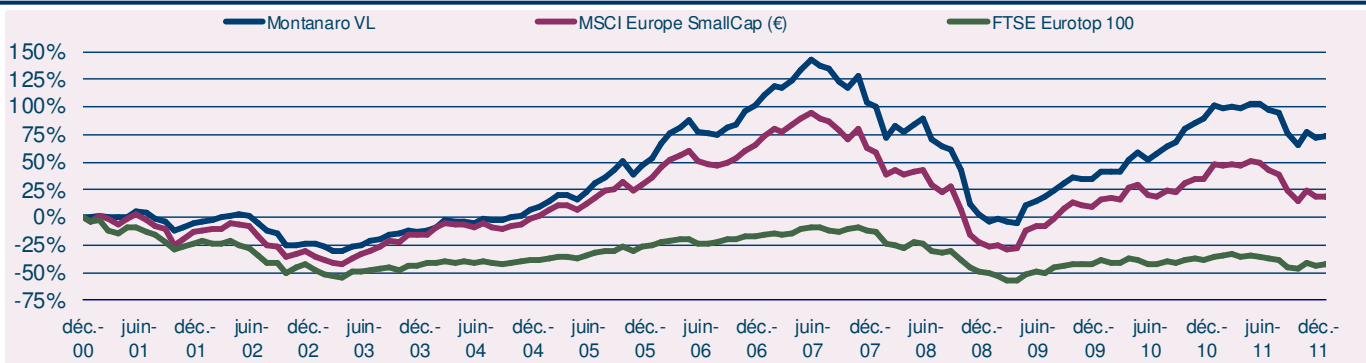
sur des modules, ce qui permet à la société une flexibilité totale de production dans n'importe laquelle de ses usines. Cette flexibilité paraît essentielle quand on prend en compte les coûts de transport potentiellement élevés par rapport aux coûts totaux de fabrication. Il nous semble aussi qu'il existe un potentiel de réduction des coûts à la fois du côté de la production et des fournisseurs, ce qui permettrait à Wincor de maintenir ses marges dans des marchés arrivés à maturité.

Deux des thèmes de l'an dernier resteront inévitablement dominants en 2012 : la transition de la zone euro d'une union monétaire à une union fiscale; et la lutte entre politique monétaire laxiste et austérité fiscale. Les élections aux Etats-Unis et en France, ainsi que le renouvellement politique en Chine, seront également importantes. L'austérité imposée par l'Allemagne pourrait contribuer à tirer l'Europe vers une récession modérée. Partout les politiques sont aux commandes et, en tant qu'investisseurs, nous sommes à leur merci, peut-être encore plus que dans le passé. 2012 sera une année volatile.

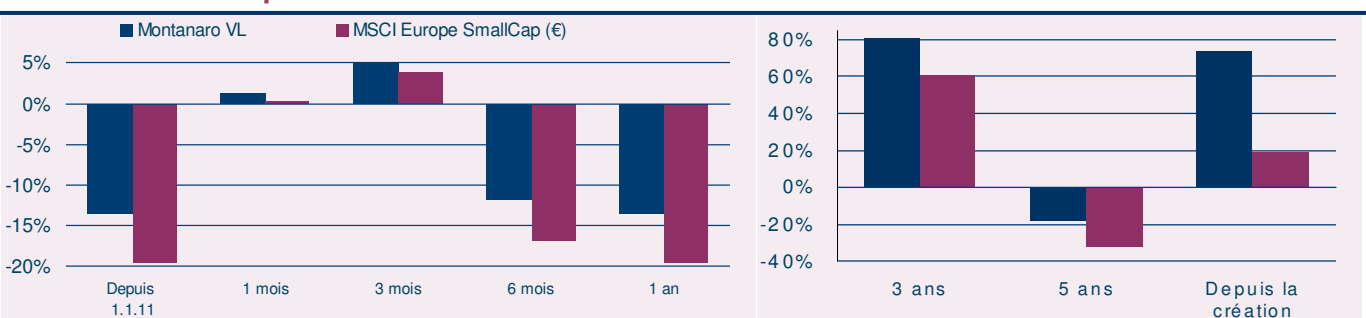
Toutefois, les sociétés sont assises sur du cash qui tôt ou tard devra être utilisé. Nous nous attendons à un retour des fusions-acquisitions, les grandes sociétés cherchant des opportunités de relais de croissance dans un contexte de ralentissement économique.

Contrairement à l'année dernière, les portefeuilles des investisseurs sont positionnés de manière défensive avec des montants élevés de liquidités. Nous estimons que le marché a déjà anticipé une baisse de 13% des bénéfices des Small Caps européennes en dépit d'une croissance mondiale satisfaisante. Nous pensons que les valorisations actuelles limitent le potentiel de baisse. Les Small Caps européennes, peu aimées et peu détenues, pourraient surprendre positivement cette année. Le contexte d'extrême incertitude devrait favoriser encore une fois les valeurs de croissance et de qualité. La qualité du bilan est essentielle à un moment où le crédit bancaire se raréfie. Montanaro est bien placé pour bénéficier d'un positionnement sur la qualité. Nous souhaitons à nos investisseurs une excellente année 2012!

Performance du fonds en Euros



Performances comparées en Euros



Performance du fonds en Euros

Y/E: Décembre	Depuis 1.1.11	1 mois	3 mois	6 mois	1 an	3 ans	5 ans	Depuis la création
Montanaro VL	-13,5%	1,4%	5,1%	-11,8%	-13,5%	80,4%	-17,7%	73,9%
MSCI Europe SmallCap (€)	-19,5%	0,2%	3,9%	-16,9%	-19,5%	60,8%	-31,6%	18,9%

Source: Montanaro, Bloomberg. VAN to VAN, non arrondi. La VAN d'avant la création 30/11/06 est basée sur la VAN en GBP. La VAN entre le 24/09/07 et le 30/09/09 est valorisée à midi ; après cette période, à 16h (heure britannique).

Caractéristiques du fonds

	Fonds	Indice
Dernière VL / Cours	€2.85	155,6
Alpha (annuel) *	8,1%	na
Bêta *	0,72	1,00
Ecart-type *	15,9%	20,8%
Ratio Sharpe *	1,31	0,78
Écart de suivi *	7,8%	na
PE 12E†	13,3	10,3
Croissance de BPA 12E†	10,2%	10,9%
Taux de Rendement 12E†	3,2%	3,7%

* statistiques sur trois ans † Source: Factset consensus estimates

Détails du fonds

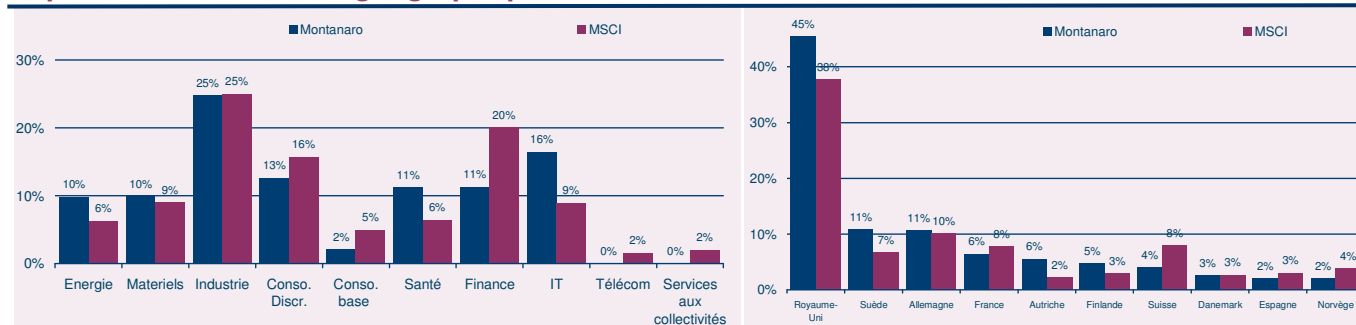
Création	Décembre 2000
Taille	€614 million
Nombre de titres	61
Cap. boursière médiane	€1033 million
Frais de gestion	1.5% annuels
La commission de performance	Voir ci-dessous*
Forme juridique	SICAV cotée à Dublin
Cotation	Quotidienne
Dividendes †	T1 Attendu

† Statut distributeur approuvé (UK)

10 principaux titres

Nom	Pays	Secteur	%
1 Elekt	Suède	Equipements et fournitures médicaux	3,0%
2 Domino Printing Sciences	Royaume-Uni	Semi-conducteurs et équipements pour fabrication	3,0%
3 Vitrex	Royaume-Uni	Produits chimiques	2,9%
4 NCC Group	Royaume-Uni	Services informatiques	2,8%
5 Rational	Allemagne	Machines	2,7%
6 Virbac	France	Produits pharmaceutiques	2,7%
7 Christian Hansen Holding	Danemark	Produits chimiques	2,6%
8 GFK	Allemagne	Médias	2,4%
9 Domino's Pizza	Royaume-Uni	Hôtels, restaurants et loisirs	2,4%
10 Croda International	Royaume-Uni	Produits chimiques	2,3%
CASH		TOTAL	26,8%

Répartition sectorielle & géographique



Gérant: Charles Montanaro
Montanaro Asset Management
53 Threadneedle Street
London EC2R 8AR, U.K.

Tel: (44) 20 7448 8600
Fax: (44) 20 7448 8601
Website: www.montanaro.co.uk
E-mail: cmontanaro@montanaro.co.uk

Ticker: MONESCF ID Equity – Sterling
MONESCE ID Equity – Euros
MONESEA ID Equity – Euros (Accumulation)
MONESCU ID Equity – US Dollar

Custodian, Fund Administrator and Subscriptions – Contact State Street:

Tel: +353 1 242 5407 **Fax:** +353 1 523 3791 **E-mail:** MontanaroTA@statestreet.com

This report is issued monthly by Montanaro Asset Management Limited, (MAM), the fund manager, who is Authorised and Regulated in the UK by the Financial Services Authority (FSA). It is intended for current investors in the Fund and eligible prospective investors, i.e. regulated institutions or professional investors (as defined by the UK FSA).

This material constitutes a financial promotion for the purposes of the Financial Services and Markets Act 2000 (the "Act"). The material included in this report has been prepared by MAM and is provided for information purposes only and does not constitute an invitation or offer to subscribe for or purchase shares in the Fund. Such investments can only be made by completing the application forms that accompany the Fund's Prospectus. Prospective investors should seek independent financial advice before making any investment decisions.

Information and opinions presented in this material have been obtained or derived from sources believed by MAM to be reliable. MAM makes no representation as to their accuracy or completeness. Past performance is not a reliable indicator of future results. All investments are subject to risk and the value of shares and the income from them can fall as well as rise due to stock market and currency movements. You may not get back as much as you originally invested.

It is the responsibility of all users of this information to be informed and observe all applicable laws and regulations of any relevant jurisdictions where they reside.

* Performance fee is calculated at 20% outperformance of MSCI European SmallCap Index (€) plus 3%, with a hurdle of €3.29.

© 2011 Morningstar, Inc. All Rights Reserved. Morningstar Rating™ Source: Morningstar Essentials. The information contained herein: (1) is proprietary to Morningstar and/or its content providers; (2) may not be copied or distributed; and (3) is not warranted to be accurate, complete or timely. Neither Morningstar nor its content providers are responsible for any damages or losses arising from any use of this information.

