

## Global Value

Lettre aux investisseurs

Q1/07

Q1 2007

Performance : 7,12%

## Panorama Economique

## Cher Investisseur

Le fonds Sparinvest Global Value a eu une performance de 7,12% au premier trimestre 2007. C'est un résultat pleinement satisfaisant tant en termes absolus que relatifs, puisque la performance du MSCI World a été seulement de 1,53% durant cette période.

Le tableau ci-dessous présente les performances du premier trimestre et celles des années 2005 et 2006, comparées à différents indices de marchés.

Sparinvest Global Value par rapport aux indices			
	Q1 2007	2006	2005
Sparinvest Global value	7,12%	13,55%	30,56%
MSCI World Index	1,53%	7,40%	26,76%
MSCI World Value Index	1,16%	11,89%	26,12%
MSCI World Small Cap Index	4,15%	4,84%	39,37%

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

Le sujet des prêts « sub prime » a été largement évoqué lors du premier trimestre 2007. Le marché actions a démarré l'année de manière vigoureuse et dès la mi-février, l'indice MSCI World avait déjà engrangé un gain de plus de 4%. C'est alors que les craintes qu'un début de « credit crunch » du marché hypothécaire « sub-prime » puisse déclencher une récession américaine ont fait chuter le marché actions de plus de 6% en une seule semaine.

Le prêt « sub-prime » n'est pas très bien défini et les opinions divergent quant à la réelle menace qu'il fait peser sur les Etats-Unis et donc sur l'économie mondiale. Néanmoins, le prêt « sub-prime » a été une importante source de profits pour les institutions américaines avec un accès facile au financement durant le boom immobilier aux Etats-Unis. Le terme « sub-prime » vient des emprunteurs dont l'accès au crédit est difficile. En d'autres termes, leurs engagements de crédit ou leurs revenus les empêchent d'avoir accès à des taux d'intérêt bas. C'est là une toute petite partie de la population totale et ce phénomène ne devrait pas prendre une importance telle qu'il pourrait ébranler les marchés d'actions mondiaux.

Cependant, le terme englobe aussi les marchés hypothécaires et immobiliers. La crainte liée au « sub-prime » découle du financement trop facile du marché immobilier, c'est-à-dire de nouveaux produits hypothécaires très créatifs ou d'une politique de crédit de mauvaise qualité. Aujourd'hui, 7% des propriétaires américains sont en perte potentielle en cas de revente de leur maison, et 40% d'entre eux ne possèdent que 30% de leur logement. Cet important levier s'est développé pendant des années au moment où l'immobilier américain a grimpé. Ainsi donc, le propriétaire américain est très sensible au futur marché de l'emploi et à l'évolution des taux d'intérêt. Prenant cela en compte, ce n'est donc pas une surprise que la réserve fédérale américaine ait gardé les taux d'intérêt directeurs inchangés lors des comités de janvier et de mars derniers.

En Europe, la banque centrale européenne a monté les taux directeurs au mois de mars à 3,75% et ceci pour la 7ème fois depuis fin 2005. Les membres du conseil ont très clairement indiqué que cette hausse ne serait certainement pas la dernière.

Les craintes concernant l'économie allemande au sujet de la hausse de la taxe à la consommation se sont révélées bien trop pessimistes. Tant la production industrielle, la confiance des chefs d'entreprise que les exportations ont continué à progresser. Voilà une nouvelle preuve que l'économie allemande est dirigée par les exportations et non par la consommation intérieure. Cependant, les détaillants allemands sont optimistes car ils ne pensent pas être durement touchés par l'augmentation de la TVA. Le chômage est tombé à 9,3% ce qui est un niveau élevé au vu de la réserve de croissance allemande comparée à celle de ses voisins européens.

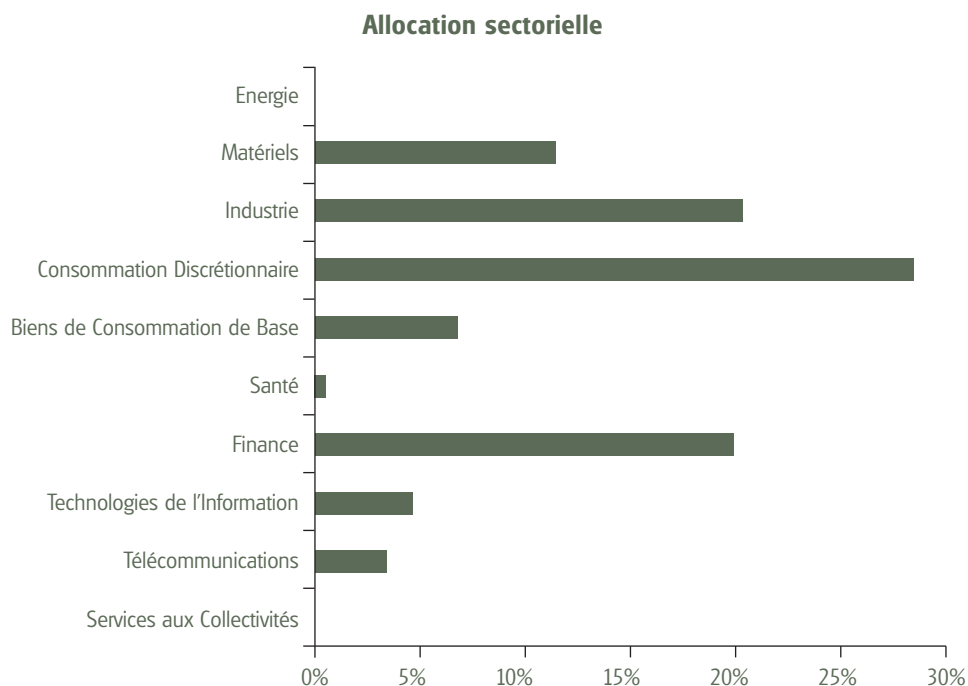
Le chômage total européen est tombé à 7,3% en février. C'est le taux le plus bas depuis la mise en place de ces statistiques en 1993. La B.C.E attend des hausses de salaires et des prix de l'énergie plus élevés pour augmenter ses taux directeurs à 4% lors du prochain comité en juin.

Le dernier trimestre 2006 a représenté la plus forte croissance de l'économie japonaise des 3 dernières années. Cependant, la plupart des économistes soulignent que cette croissance est alimentée par les records à l'exportation et les dépenses en capital des entreprises japonaises. Le Yen est à son plus bas niveau depuis 1985, aidant les entreprises exportatrices et, bien que la Banque Centrale du Japon ait laissé son taux directeur à 0,50%, les investissements des entreprises se font encore dans un excellent climat. Les dépenses des ménages ont augmenté de 1,3% en un an en février ce qui est un signe de bonne santé, même dans l'hypothèse où un ralentissement mondial pourrait commencer à toucher les exportations japonaises. ■

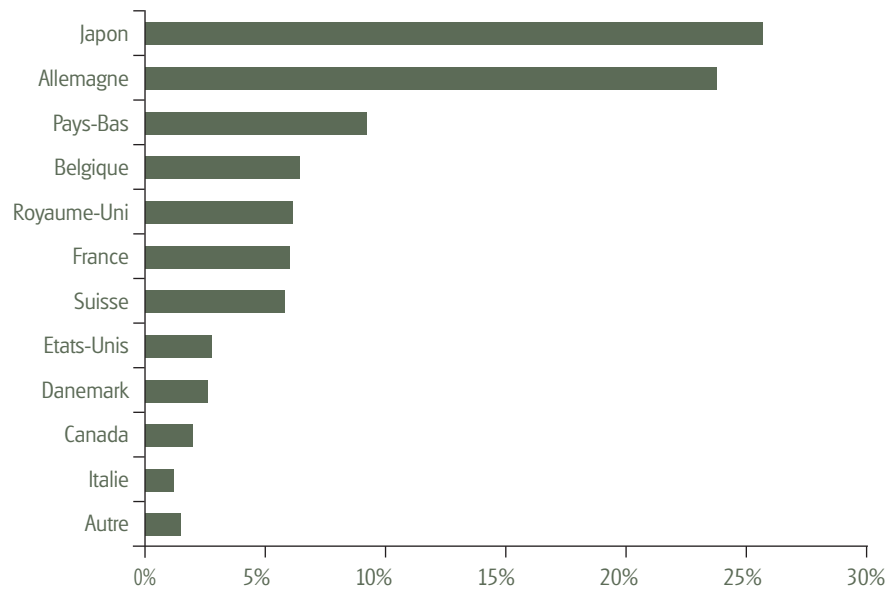
#### Mise à jour du portefeuille :

Trois sorties et une entrée

A la fin du trimestre, la position en cash s'élevait à 7,61% des encours sous gestion. Le fonds a 93 lignes en portefeuille avec la répartition suivante par pays et par secteur.



## Allocation géographique



L'activité de trading a été dans la moyenne durant ce trimestre. Nous avons vendu nos positions dans le producteur allemand de pompes et de valves KSB et l'assureur danois CODAN ainsi que de petites positions représentant 0,01% du portefeuille. Nous avons commencé à acheter des parts du propriétaire de supermarchés français Guyenne et Gascogne et nous avons renforcé 73 de nos positions existantes.

A la fin du premier trimestre, les 10 plus importantes positions du portefeuille représentaient 30,8% du portefeuille total.

## Les dix principales positions

Société	Secteur	% de l'actif
Volkswagen AG	Constructeur automobile	4,90%
Man AG	Machinerie industrielle	3,95%
Hochtief AG	Construction et ingénierie	3,64%
J.Sainsbury plc	Alimentation au détail	3,40%
Peugeot S.A.	Constructeur automobile	2,72%
Mitsui Sumitomo Insurance Co.	Assurances	2,53%
Nipponkoa Insurance Co., Ltd.	Assurances	2,52%
Salzgitter AG	Sidérurgie	2,42%
Nippon Tel&Tel	Télécommunications	2,37%
A.P. Moeller - Maersk A/S B	Produits photographiques	2,36%

Nous n'avons pas eu de rachats durant ce trimestre mais une offre a été faite pour deux de nos positions, Volkswagen et Sainsbury. ■

**KSB**  
Prix cible atteint

KSB est l'un des plus importants producteurs européens de pompes et de valves. Créé en 1871 et basé à Frankenthal en Allemagne, KSB emploie 13 000 personnes et a des sites de production dans 19 pays.

En 2001, cette industrie était en surcapacité et devait faire face à une concurrence très rude. Cela n'affectait nullement KSB. En fait, la société a été bénéficiaire tous les ans depuis 1996 et a versé un dividende de 4,25%.

De plus, KSB avait un compte de résultats avec 180 millions d'euros en cash, un actif net de 77 millions d'euros et un goodwill très limité de 17 Millions d'euros. Ainsi, la protection à la baisse était-elle très importante. Finalement, négocié à un niveau d'EV/EBITDA (valeur d'entreprise/excédent brut d'exploitation) inférieur à 3, le potentiel d'appréciation était aussi très intéressant.

Nous avons acheté les parts lors du lancement du fonds durant l'hiver 2001/2002 quand celles-ci se négociaient à 87 euros. Nous les avons revendues durant le mois de février 2007 au prix de 401,5 euros puisque la société avait atteint sa valeur intrinsèque. Le rendement annuel, en incluant les dividendes, a été de 37,9%. ■

CODAN est le troisième assureur danois. Avec des activités tant dans la branche vie que non-vie, CODAN cible une clientèle de particuliers et d'entreprises. CODAN a 400 000 clients danois et détient des participations dans d'importantes sociétés d'assurances nordiques.

Durant la deuxième moitié des années 90, le monde de l'assurance n'avait pas les faveurs des investisseurs, tournés vers les nouvelles technologies. CODAN se négociait à un ratio de « price to book » (PBR) entre 0,5 et 0,8. La société était de fait très profitable et les PER étaient très bas, de l'ordre de 3 à 7 durant cette période. En décembre 1999, le Danemark a été touché par une énorme tempête et la plupart des compagnies d'assurance présentaient des perspectives défavorables dues à l'importante augmentation des réclamations. Et pourtant, la capacité bénéficiaire long terme de CODAN est restée intacte et le titre se négociait à 0,5-0,6 la valeur comptable des capitaux propres.

Nous avons acheté des parts de CODAN lors de la création du fonds Sparinvest Global Value, lorsqu'elles se négociaient aux alentours de 130 DKK. Après des pertes en 2001 et 2002, CODAN est redevenu profitable en 2003. Depuis, la société a fait des bénéfices records et le prix des parts a triplé.

Nous avons vendu des parts de CODAN en février puisque le prix du marché avait atteint notre valeur intrinsèque. Le prix moyen de vente a été de 513 DKK, comparé à une performance annuelle de 31,6%, dividendes inclus. ■

En Angleterre, la troisième chaîne de supermarchés, Sainsbury, a été contactée par plusieurs fonds de capital risque durant le trimestre. Le prix a fait un bond de 400 à plus de 500 pence, estimant la société à près de 9 milliards de livres Sterling. Après que les géants du capital-risque que sont Blackstone, KKR et CVC Capital Partners aient dévoilé leurs offres, Marks & Spencer a annoncé vouloir aussi faire une proposition. De plus, un autre groupe de capital-risque mené par Bain Capital est entré en scène. Les règles de l'offre de rachat stipulent que le groupe Blackstone/ KKR/ CVC a jusqu'au 13 avril pour remettre son offre. Les parts de Sainsbury ont grimpé à 550 pence, faisant de Sainsbury la quatrième plus importante position du portefeuille.

En Allemagne, Porsche a fait une offre sur Volkswagen. Ce n'était pas une surprise puisque la législation allemande demande aux investisseurs de faire une offre pour l'ensemble de la société dès lors qu'ils détiennent plus de 30% des parts.

**CODAN**  
Prix cible atteint

**Volkswagen et Sainsbury**  
Offre de rachat

## Perspectives

L'offre de Porsche doit être plus élevée que le prix payé pour les plus récents achats ou que le prix moyen sur 3 mois. VW est le principal fournisseur de Porsche et ce dernier souhaite le protéger de toute offre de fonds de capital-risque ou de hedge.

Porsche n'a pas offert beaucoup plus que le prix de marché. Il a payé 100,92 euros les 3,2% qui lui manquaient pour atteindre 30%. C'est aussi l'offre officielle de Porsche pour les parts encore dans le marché, bien que le prix de ces dernières était de 112 euros à la fin du trimestre.

Durant les derniers trimestres, nous avons souligné le fait que les investisseurs ne doivent pas s'attendre à des performances des marchés actions équivalentes à celles des trois dernières années. En règle générale, nous évitons de donner tout conseil à nos investisseurs ainsi que des perspectives de performances à court terme. Prenant cela en compte, nous nous réjouissons bien sûr de la performance de ce premier trimestre, mais pensons qu'il est peu probable que ce rythme se poursuive et que ces performances puissent se rééditer durant les prochains trimestres.

La crainte du ralentissement de l'économie américaine et que ce ralentissement ne s'étende à l'ensemble de l'économie mondiale affecte les marchés actions. Ainsi, le premier trimestre 2007 a été marqué par deux semaines de très grande nervosité de ces marchés. Dans un tel contexte, les investisseurs vendent souvent leurs titres sans prendre en compte les fondamentaux des sociétés. Cela ne nous réjouit jamais de voir des titres à la baisse, mais nous encourageons chacun à rester calme et à se concentrer sur le long terme. Il nous faut donc nous en tenir à notre stratégie, à la valeur intrinsèque des sociétés et non aux fluctuations à court terme du prix de marché de nos positions.

Chez Sparinvest – que le marché soit volatile ou non- c'est « business as usual ». En fait, l'équipe value filtre le marché de manière encore plus intensive dans les périodes comme celles-ci. Historiquement, notre process fonctionne bien – tout spécialement dans les marchés baissiers- car nous sommes capables de trouver des titres moins chers qui satisfont notre marge de sécurité de 40%. En d'autres termes, nous pouvons trouver nos meilleures sélections dans des marchés volatiles.

Nous restons disciplinés et continuons à considérer le risque de baisse avant le potentiel d'appréciation. Comme toujours, nous préférons les sociétés avec une forte marge de sécurité en termes d'actifs et, en même temps, nous demandons à ces sociétés d'avoir une capacité bénéficiaire long terme stable. Nous trouvons encore des sociétés saines et sous-évaluées de par le monde. A la fin du premier trimestre, notre portefeuille avait un ratio « price to book » (PBR) moyen de 1,6 comparé à celui de 3,7 de l'indice MSCI World.

Comme toujours, nous restons très confiants dans la qualité des titres en portefeuille. Le risque de perte en capital dans le fonds est limité et le potentiel d'appréciation futur de nos investissements reste très satisfaisant. ■

Bien à vous,

Sparinvest Asset Management

Jens Moestrup Rasmussen  
Head of Fund Management and Lead Portfolio Manager  
10 avril 2007

## Notes

## Notes

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 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. Publié par Sparinvest S.A, 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.