

## Global Value

Lettre aux investisseurs

Q4/06

## Cher Investisseur

Le fonds Sparinvest Global Value a eu une performance de 4,77% pour le 4<sup>ème</sup> trimestre 2006. La performance pour l'année 2006 est de 13,55%. L'indice MSCI World a, quant à lui, réalisé une performance de 4,10% pour le 4<sup>ème</sup> trimestre 2006 et de 7,04% pour l'année 2006. Ainsi, notre performance est-elle satisfaisante tant en termes absolus que relatifs. Notre objectif reste d'obtenir des performances stables et positives sur le long terme.

Le tableau ci-dessous présente la performance du 4<sup>ème</sup> trimestre 2006, des années 2006 et 2005 comparées à différents indices.

Sparinvest Global Value par rapport aux indices			
	Q4 2006	2006	2005
Sparinvest Global value	4,77%	13,55%	31,39%
MSCI World Index	4,10%	7,40%	26,17%
MSCI World Value Index	4,88%	11,89%	26,24%
MSCI World Small Cap Index	5,52%	4,84%	33,33%

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. ■

## Panorama Economique

Tout en confirmant l'importance particulière de l'économie américaine, l'année 2006 a été une année de déséquilibres tant en termes d'échanges qu'en termes de taux de change, dans une économie mondiale qui devient de plus en plus globalisée. Les principaux pays exportateurs de pétrole du Moyen-Orient continuent à lier fortement leurs devises au dollar, alors que la Chine s'autorise à s'en détacher, permettant ainsi au yuan de s'apprécier de 3,2% en 2006 et de 2,6% en 2005 – petits changements comparés au niveau d'appréciation attendu par les économistes si la Chine choisissait de laisser flotter sa devise. Ainsi les produits chinois restent-ils bon marché pour les consommateurs américains – permettant aux Etats-Unis de dépenser encore plus sans avoir à craindre une quelconque pression inflationniste. Depuis le mois d'août, le prix du pétrole a baissé de 25% depuis son record à 78 dollars le baril, réduisant encore les risques inflationnistes. Cela a permis aux Etats-Unis de garder ses taux d'intérêts inchangés tout au long du 4<sup>ème</sup> trimestre. Le déficit courant américain pour les 12 derniers mois glissants a culminé à 880,3 milliards de dollars à la fin du 3<sup>ème</sup> trimestre (le chiffre pour l'année n'a pas encore été communiqué). La Chine détient maintenant la plus importante réserve mondiale de dollars. La part cachée des réserves dans les fonds d'investissement de la péninsule arabique est difficile à établir. Les Etats-Unis maintiennent la pression sur Pékin pour que cette dernière réévalue sa monnaie. En Décembre, ont été envoyés en Chine le secrétaire au trésor, Henry Paulson et le président de la FED, Ben Bernanke pour persuader les autorités chinoises de réévaluer leur devise par rapport au dollar. Cependant, la majeure partie des déficits américains a fini dans les poches des chinois. L'excédent annuel chinois s'élève à 200 milliards de dollars, comptabilisé pour la plus grande partie dans le déficit courant américain et créant ainsi un équilibre mondial. La Russie affiche un excédent courant de 100 milliards de dollars à la fin du 3<sup>ème</sup> trimestre et ceci complète ce tableau de l'économie mondiale alimentée par

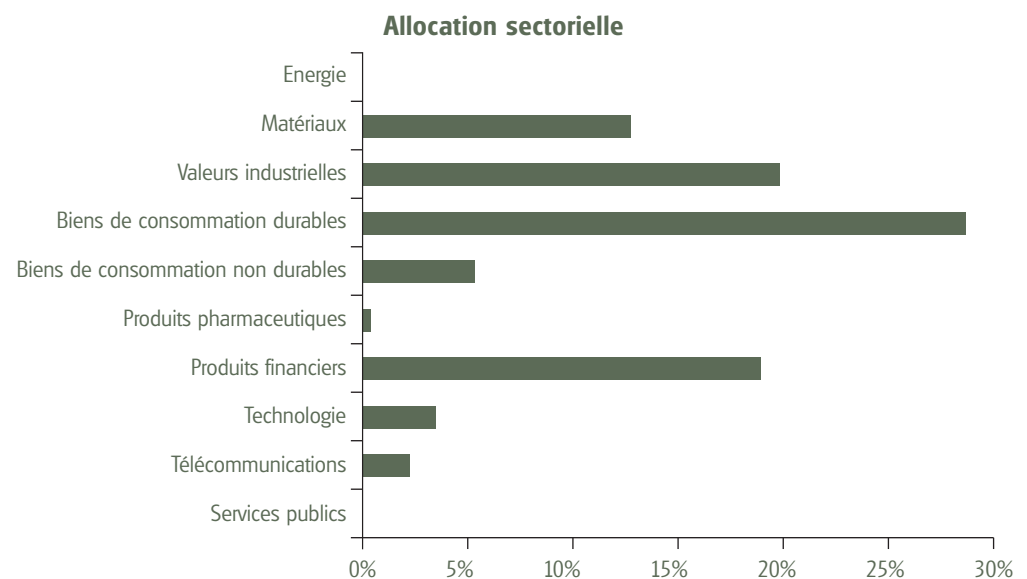
les dépenses américaines dans les économies émergentes et créant ainsi dans ces pays d'énormes excédents.

La Banque du Japon a choisi de ne pas augmenter ses taux directeurs lors de son comité du mois de décembre. Le gouverneur de la banque, Toshihiko Fukui très sensible aux critiques selon lesquelles une remontée des taux serait prématurée et retarderait la reprise encore très fragile. En effet, la banque du Japon a mis du temps à retrouver sa crédibilité après avoir augmenté les taux directeurs de 0 à 0,25% en 2000 ; puis en décidant de les baisser à nouveau 6 mois après, quand il était apparu que la déflation avait empiré. D'un autre côté, les banquiers de la banque centrale se souviennent encore de la bulle des années 80 avec des prix immobiliers et des marchés actions astronomiques conjugués à un investissement excessif dû à l'accès facile aux moyens de financement. Les gouverneurs n'hésiteront pas à augmenter les taux si une telle situation se reproduit. La banque du Japon a gardé ses taux inchangés à 0,25% pour le moment. L'emprunt est donc virtuellement gratuit et cela conduit les sociétés japonaises à un niveau record d'investissement. De plus, avec un taux directeur américain à 5,25% et un taux de la BCE à 3,5%, le yen continue à être utilisé pour faire du portage de devises – un investisseur emprunte à bon marché au Japon et investit dans des actifs plus rémunérés autre part. Cela permet au yen de continuer à baisser par rapport à l'euro.

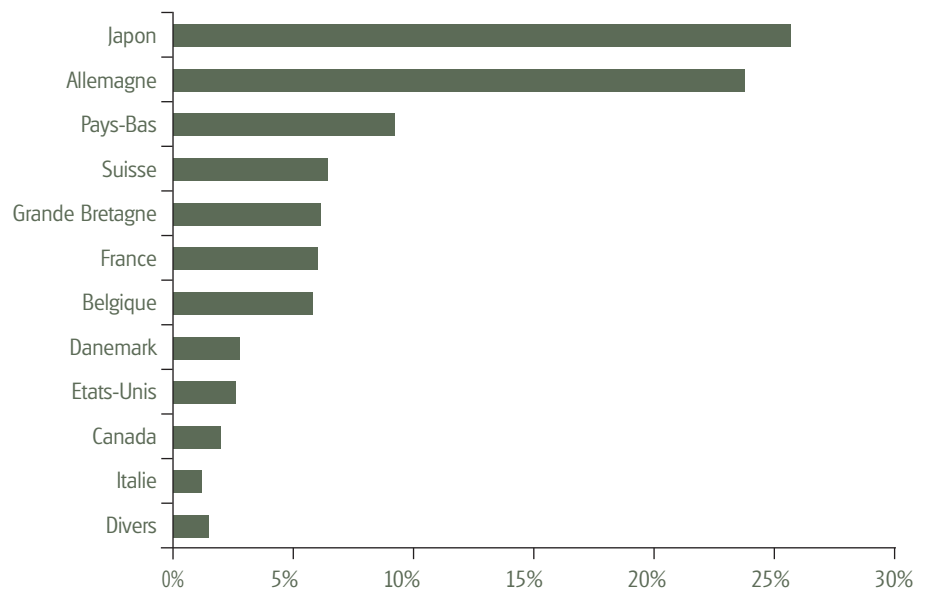
En Europe, la BCE a augmenté ses taux 6 fois en 2006 et on s'attend à ce que ce resserrement monétaire se poursuive en 2007. Récemment, la plupart des marchés européens ont montré des signes de faiblesse. Il n'y a qu'en Allemagne que la plupart des indicateurs économiques ont continué à s'améliorer au cours du trimestre. Mais la hausse de la TVA au 1er janvier de 16 à 19% est supposée entamer la confiance des consommateurs et contient potentiellement des pressions inflationnistes. La hausse des taux en Europe en mars prochain dépendra de la situation américaine. Si l'économie américaine est durement touchée et que la FED doit baisser ses taux, la BCE pourrait décider de ne pas augmenter les siens. ■

#### Mise à jour du portefeuille : activité de trading limitée

A la fin de l'année, la position en cash était de 7,32% des actifs sous gestion. Le fonds détenait 93 positions avec les répartitions sectorielles et géographiques suivantes :



## Allocation géographique



L'activité de trading a été limitée pendant ce trimestre. Avec des entrées en cash à la fin de l'année, nous avons renforcé 80 de nos positions. La seule nouvelle valeur en portefeuille est Dexia. La société belge propose des activités de banque de détail, d'assurance, de courtage de titres, de gestion d'actifs et de services de financement du secteur public. Elle est active pratiquement partout dans le monde.

Nous avons mentionné le trimestre dernier que la chaîne de magasins britannique, House of Fraser, devait faire l'objet d'un rachat par Icelandic Baugur Group. Nous en avons reçu le paiement au mois de novembre.

A la fin du 4ème trimestre, les 10 plus importantes positions du portefeuille représentaient 29,57% du portefeuille total.

## Top 10 holdings

Société	Secteur	% de l'actif
Volkswagen AG	Constructeur automobile	4,16%
Salzgitter AG	Sidérurgie	3,52%
Man AG	Machinerie industrielle	3,38%
Hochtief AG	Construction et ingénierie	2,93%
J.Sainsbury plc	Alimentation au détail	2,89%
Peugeot S.A.	Constructeur automobile	2,78%
Nipponkoa Insurance Co., Ltd.	Assurances	2,54%
Nippon Tel&Tel	Télécommunications	2,52%
Deutsche Postbank AG/Namen-Akt	Banque	2,47%
Fuji Photo Film Co., Ltd.	Produits photographiques	2,38%

Nous n'avons pas eu d'activité de rachat durant ce trimestre, bien qu'il y ait eu nombre de spéculations autour de titres tels que Volkswagen, Man, Boskalis, Thomson et Kuoni Reisen. ■

### Entreprise européenne de fabrication de camions

En Europe, deux sociétés allemandes ont fait l'objet de discussions quant à une fusion éventuelle. Cela a commencé par des rumeurs de marché en septembre qui se sont amplifiées en octobre pour évoluer vers une guerre des nerfs, mêlant rumeurs et accusations pendant tout le dernier trimestre. Le constructeur allemand MAN semblait convaincu qu'il pourrait acquérir son rival suédois SCANIA. Les deux sociétés fusionnées auraient constitué le plus grand constructeur européen de camions et de bus qui se serait également placé en troisième position du marché mondial.

MAN a fait une offre initiale combinant des actions et du cash, valorisant Scania à 9,6 milliards d'euros. Le comité d'administration de Scania a immédiatement rejeté cette offre hostile considérant que le prix offert était nettement trop faible.

Volkswagen, autre position du fonds Sparinvest Global Value, détient 18,7% de Scania. VW s'est également opposé à l'offre de MAN expliquant qu'il n'était pas dans l'intérêt industriel de la société de vendre sa participation dans Scania. Pour compliquer les choses, il faut savoir que le CEO de MAN, Håkan Samuelson lui-même de nationalité suédoise est également un ancien dirigeant de Scania. Le CEO de VW, Bernd Pischetsrieder est membre du conseil d'administration de Scania. Une guerre des chefs pourrait conduire à une solution peu intéressante pour les minoritaires tels que le fonds Sparinvest Global Value.

En octobre, de nouvelles rumeurs ont indiqué que VW pourrait racheter MAN pour fusionner avec son unité de construction brésilienne. VW a acheté 15% du capital de MAN mais le CEO a expliqué que cette participation n'était pas faite dans un but stratégique et que VW ne prévoyait pas l'acquisition de MAN. Dans la deuxième semaine d'octobre, le patron du conseil de surveillance de VW, M. Piech a expliqué exactement le contraire en déclarant que VW souhaitait maintenant combiner à la fois MAN et Scania avec son entité brésilienne.

A la suite de cela, MAN a accumulé 14% de Scania dans le marché mais aussi bien VW que AB, actionnaire de référence de Wallenberg, sont en mesure de bloquer la transaction. Le CEO de Scania, Leif Oestling préparait un paiement de dividende exceptionnel et a affirmé que les synergies potentielles seraient compensées négativement par une baisse des ventes et que, de plus, MAN devrait se séparer d'environ 5 000 employés.

Mi-novembre, des rumeurs indiquant que Scania préparait une contre offre ont commencé à circuler. En même temps, Scania s'est offert des pages de publicité dans les journaux pour convaincre ses actionnaires de ne pas vendre leurs actions à MAN. Début décembre, Oestling a comparé les méthodes de MAN à une « Blitzkrieg » et a dû s'excuser publiquement par la suite pour ce commentaire.

La Commission Européenne a approuvé le projet de fusion précisant que, selon elle, ce projet ne mettait pas en danger la concurrence européenne dans le domaine de la fabrication de camions et d'autobus. MAN a fixé la date limite pour sa nouvelle offre à fin janvier 2007. Celle-ci valorise Scania à 10,3 milliards d'euros. La saga continue en 2007. En fin de compte, cette tentative de prise de contrôle a permis à l'action Scania de gagner 35% depuis la première offre et 70% sur l'ensemble de l'année 2006. L'action MAN pour sa part a gagné 17% depuis le début de cette bataille boursière et 55% sur l'ensemble de l'année. ■

Le dernier trimestre 2006 a été une période de forte activité pour le producteur et distributeur irlandais de fruit Fyffes. Nous avons commencé à investir dans cette société en juin 2006. Peu de temps auparavant la société avait séparé son activité immobilière en créant

**Fyffes**  
(Spin off)

une société cotée appelée Blackrock. Fyffes a conservé 40% de cette société et distribué le reste à ses actionnaires.

Dans les éditions précédentes de nos « lettre aux investisseurs », nous avons mis en exergue le respect des actionnaires par la direction qui a choisi de séparer ses activités connexes et de distribuer l'excès de cash par un paiement de dividende exceptionnel. La société ne trouvait pas d'opportunités d'investissement rentables dans son activité de base.

En septembre, Fyffes a annoncé sa volonté de procéder à un « spin off ». La direction pensait que les activités de production et de distribution obtiendraient de meilleures valorisations que si elles restaient en tant que départements intégrés au sein de la société. Selon la direction, la somme des différentes activités serait supérieure à la valorisation de la société et l'opération serait génératrice de création de valeur pour les actionnaires. A priori, avec seulement deux activités la nécessité de les séparer ne semblait pas évidente d'autant que les marges élevées de l'activité « fruits tropicaux » compensaient celles plus faibles de l'activité distribution. Néanmoins la stratégie s'est avérée payante pour la direction et la somme des deux sociétés cotées représente maintenant 17% de plus que le prix de Fyffes avant l'opération. ■

## Perspectives

Pour le fonds Sparinvest Global Value, l'année 2006 s'est avérée être une année globalement satisfaisante. La performance de 13,55% est légèrement en dessous de la performance annualisée sur 5 ans mais satisfait néanmoins notre ambition long terme de délivrer une performance de 12% ou plus. Pour évaluer cette performance il faut avoir en permanence à l'esprit qu'un investisseur actions peut espérer une performance comprise entre 8 et 12% quel que soit le style de gestion.

La situation des devises continue d'être assez défavorable aux investisseurs européens qui investissent en dehors de la zone euro. Durant le dernier trimestre, le dollar a continué de se déprécier par rapport à l'euro (-3,5%). Sur l'année 2006 la baisse du dollar a été de 10%. Cette dépréciation n'est pas vraiment une surprise au regard du déficit de la balance des paiements américains. Notre fonds n'étant que très peu exposé aux actions américaines (environ 3%), l'impact de cette dépréciation est très faible sur le portefeuille.

Pour ce qui concerne le yen, la situation est différente. Notre exposition au Japon est de 26% à la fin de l'année 2006 et le yen a perdu 4,7% par rapport à l'euro au cours du dernier trimestre. Sur l'ensemble de l'année le yen a perdu 11,3% par rapport à l'euro.

L'économie japonaise est dans une phase d'amélioration lente mais continue. La valorisation des sociétés, mesurée par leurs cours de bourse est faible mais leurs revenus sont élevés. En 2006 les actions japonaises dans le portefeuille se sont peu valorisées mais nous continuons à trouver au Japon des sociétés « value » qui correspondent à nos critères de sélection.

Les marchés américains et européens ont vécu un développement important de l'activité fusion-acquisition ces dernières années. Cela n'a pas encore été le cas au Japon où cette activité progresse doucement. Nous considérons que pour le futur potentiel de fusions, acquisitions est très élevé. A travers le fonds Sparinvest Global Value, nous détenons des participations dans plusieurs sociétés que nous considérons comme des cibles potentielles. Nous conservons une vision très positive de l'activité japonaise pour le futur. Au cours du dernier trimestre, les gestionnaires ont effectué un voyage au Japon pour visiter

des sociétés et rencontrer leurs dirigeants. Ce voyage a permis de confirmer notre vision positive du Japon tout en comprenant que la notion de « shareholder value » n'est pas encore aussi partagée et importante aux yeux du management qu'elle l'est en Europe ou aux Etats-Unis.

Nous restons très confiants dans la qualité des titres que nous détenons en portefeuille, qu'ils soient japonais ou non. Le risque de perte définitive dans le fonds Sparinvest Global Value reste limité et le potentiel de hausse très satisfaisant. Nous conservons une vision très positive du potentiel de hausse de nos investissements pour le futur. ■

Bien à vous,

Sparinvest Asset Management

Jens Moestrup Rasmussen  
Head of Equities and Lead Portfolio Manager  
5 janvier 2007

**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.