

Global Value

Lettre aux investisseurs

Q3/06

Cher Investisseur

Les marchés actions se sont bien comportés au 3ème trimestre 2006. Notre fonds Sparinvest Global Value affiche une performance de 4.39% sur la période, et 8.39% depuis le début de l'année. Si ce chiffre sur 3 mois ne nous satisfait pas pleinement face aux 5.45% du MSCI World, nous surperformons cependant cet indice de 3.17% depuis le début de l'année.

Le tableau ci-dessous reprend les performances du fonds sur le trimestre, depuis le début de l'année, et sur l'année 2005, comparées à différents indices.

Sparinvest Global Value par rapport aux indices			
	Q3 2006	YTD 2006	2005
Sparinvest Global value	4,39%	8,39%	31,39%
MSCI World Index	5,45%	3,17%	26,17%
MSCI World Value Index	7,16%	6,69%	26,24%
MSCI World Small Cap Index	1,18%	-0,65%	33,33%

Les trois indices de référence mentionnés dans le tableau sont composés de sociétés sélectionnées dans le monde entier. ■

Point de vue économique

Suite à 17 mois consécutifs d'augmentation des taux directeurs, la Réserve Fédérale a décidé, en août dernier, de ne plus mettre un frein au marché monétaire américain. Les dirigeants fédéraux ont déclaré que la croissance économique avait ralenti par rapport au début de l'année. Ils ont mis l'accent sur une baisse du marché immobilier due à l'impact des récentes augmentations de taux d'intérêt et de l'énergie. Une fois de plus, le « Federal Open Market Committee » a décidé, lors de la commission de septembre, de laisser inchangé le taux de la Réserve Fédérale.

A ce jour, les avis sont partagés quant à la prochaine décision de la Réserve Fédérale concernant les taux directeurs. Les grandes banques comme Morgan Stanley et JP Morgan pensent que les taux vont continuer à grimper d'ici la fin de l'année, alors que Goldman Sachs et Merrill Lynch pensent que la Banque Fédérale va réduire les taux d'intérêt américains de 50 points de base d'ici à juin prochain. En moyenne, les taux « futures » montrent que les traders envisagent une tendance plus marquée pour des taux d'intérêt à la baisse plutôt qu'à la hausse. Le marché immobilier est loin d'être la seule raison pour laquelle la Fed a mis fin à cette augmentation des taux d'intérêt. Le prix du pétrole a chuté de 25% depuis son pic de mi-août, et les dépenses des ménages semblent finalement observer une baisse. A la fin du trimestre, les Bons du Trésor américains ont affiché des performances de 3.65% en moyenne sur 4 ans.

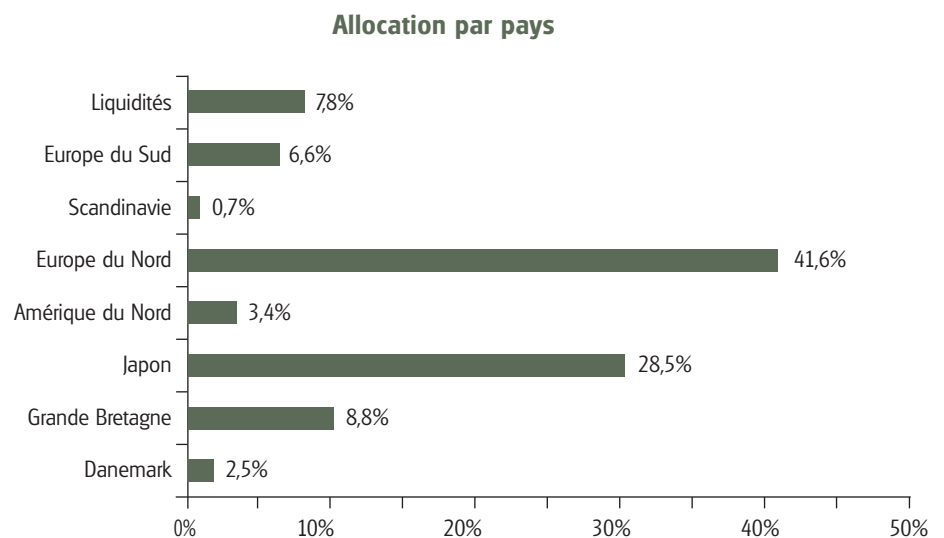
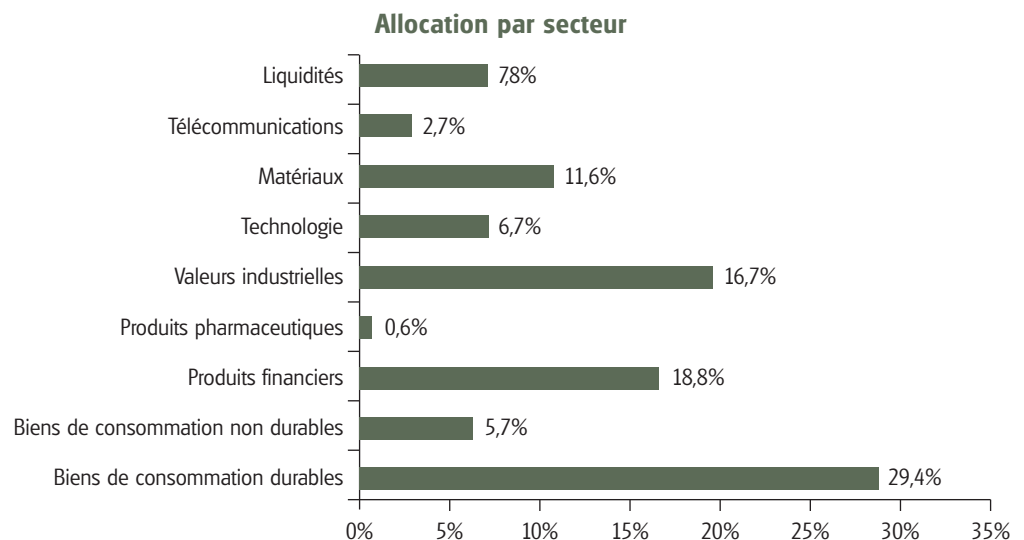
En Europe, après un mois de juillet calme, la Banque Centrale Européenne (BCE) a décidé début août de relever le taux directeur de 25 points de base, le passant ainsi à 3%. Une augmentation identique a eu lieu dès la fin du trimestre, et on attend encore 25 points de base supplémentaires d'ici la fin de l'année ; ceci malgré une recrudescence du taux de chômage depuis 2003 et une baisse importante des prix du pétrole.

Mise à jour du portefeuille

Deux nouveaux entrants,
nouvelles opérations de
fusions-acquisitions

En juillet, la Banque du Japon a augmenté ses taux d'intérêt pour la première fois depuis 6 ans, mais malgré un excédent commercial de 130 milliards d'euros, le yen a continué de se dévaluer par rapport à l'euro et au dollar. D'après son étude trimestrielle « Tankan » menée début octobre, la Banque du Japon soutient que les sociétés projettent d'augmenter leurs investissements à un niveau jamais atteint depuis 16 ans, et que l'indice de confiance a atteint son plus haut niveau depuis 2 ans. Le Premier Ministre Koji Omi a déclaré que la période de déflation que connaissait le Japon depuis 6 ans est désormais révolue. Aujourd'hui, les intervenants de marché pensent que les taux directeurs feront probablement l'objet d'une hausse en décembre ou en mars 2007. ■

A la fin du 3ème trimestre, la position en liquidités représentait 7,8% des actifs sous gestion. Le fonds détenait 102 positions, selon les répartitions géographique et sectorielle suivantes :



Il y a eu beaucoup d'activité en terme de trading durant ce trimestre. Nous avons vendu nos positions dans BAA, De Vere, Hardys & Hanson, Bunka Shutter, Nihon Kohden, Nagase & Co., Kesko Oyj, Fimalac, Metall Zug et Kimball.

Nous avons renforcé 40 de nos positions et avons investi dans 2 nouvelles sociétés. Les nouveaux entrants sont bien connus : le fabricant néerlandais de produits électroniques de grande consommation, d'éclairages, d'équipement médical et de semi-conducteurs Philips, et la banque allemande Depfa qui est spécialisée dans le financement du secteur public.

A la fin du 3ème trimestre, les 10 plus importantes positions représentaient 28,86% du portefeuille total.

Les 10 plus importantes positions

Société	Secteur	% de l'actif
Volkswagen AG	Constructeur automobile	3,52%
Man AG	Machinerie industrielle	3,48%
Hochtief AG	Construction et ingénierie	2,87%
J.Sainsbury plc	Alimentation au détail	2,85%
Mitsui Sumitomo Insurance Co., Ltd.	Assurances	2,78%
Peugeot S.A.	Constructeur automobile	2,75%
Nippon Tel&Tel	Télécommunications	2,74%
Nipponkoa Insurance Co., Ltd.	Assurances	2,73%
Salzgitter AG	Sidérurgie	2,62%
Agfa-Gevaert N.V. Mortsel	Produits photographiques	2,53%

Durant le 2ème trimestre, 4 de nos sociétés britanniques détenues en portefeuille ont fait l'objet de propositions de rachat. L'opérateur d'aéroports BAA a finalement accepté l'offre du constructeur espagnol Grupo Ferrovial. Hardy & Hansons, qui détient des brasseries et des pubs, a été racheté par son principal concurrent Greene King Plc. Le groupe hôtelier De Vere a accepté l'offre de l'investisseur immobilier Richard Balfour Lynn et le groupe islandais Baugur attend toujours un accord pour le rachat de la chaîne de magasins House of Fraser. ■

BAA Rachat

Nous avons reçu au mois de juillet le paiement de nos actions dans la société **British Airport Authorities (BAA)**. Cette dernière, qui représentait à ce moment là notre plus importante position, a été acquise par le constructeur espagnol Grupo Ferrovial après que BAA ait entamé des discussions avec le consortium rival mené par Goldman Sachs.

BAA est le premier opérateur d'aéroports au monde. Il détient un large portefeuille d'aéroports en Grande-Bretagne, les plus connus étant Heathrow, Gatwick et Stansted dans la banlieue de Londres. Les moins connus sont Glasgow, Edinbourg et Southampton ainsi que des participations dans des aéroports australiens et hongrois. BAA a pour principale activité la gestion des aéroports mais propose aussi des services tels que la restauration, les duty free et les parkings.

En 2003, l'action BAA se négociait en dessous de la valeur de son actif net. Au même moment, la société générait des cash flows stables et positifs et avait un bilan solide en termes d'actifs et de valeurs cachées. Nous avons investi pour la première fois en octobre 2003 à 4,71 livres sterling et construit la position à un prix moyen de 6,26 livres sterling. Pendant l'hiver 2005, Grupo Ferrovial a pris contact avec BAA. Tout d'abord, le board a rejeté l'offre en arguant que le prix proposé était trop en deçà de la fair value de la société. C'est alors qu'un groupe d'investisseurs mené par la banque d'affaires américaine Goldman Sachs s'est intéressé à la négociation en cours et Grupo Ferrovial a dû augmenter son offre

à plusieurs reprises. Finalement, c'est Goldman Sachs qui a proposé l'offre la plus élevée. Mais le board de BAA a préféré l'offre à 950 pence l'action incluant 15 pence de dividendes venant de Grupo Ferrovial. Depuis l'offre de départ du 7 février, la valeur de BAA a pris 45% à 10,3 milliards de livres sterling. En invitant d'autres investisseurs à surenchérir, le board a parfaitement fait son travail et en a été payé en retour.

En incluant le réinvestissement des dividendes, BAA a eu un rendement annuel de 33,7% depuis notre investissement initial jusqu'à son rachat cet été.

De Vere Rachat

Nous avons également reçu le paiement de nos actions dans le groupe britannique **De Vere** qui détient et gère un certain nombre d'hôtels et de centres de loisirs au Royaume-Uni, employant plus de 6 000 personnes.

A la fin de 2001, De Vere se traitait à un ratio price/book de 0,5. Le groupe avait des liquidités, payait des dividendes et avait un niveau de dettes limité au regard de ses importants actifs immobiliers. De plus, le management avait déjà prouvé qu'il pouvait distribuer un dividende extraordinaire suite à des désinvestissements. En 2004, la société a décliné une offre, mais en février 2005, elle annonçait la vente pour 186 millions de livres sterling de The Belfry, connue pour héberger le tournoi 4 Ryder Cup. Elle a alors procédé au paiement d'un dividende spécial - comme le management l'avait déjà fait 5 ans plus tôt.

Nous avons commencé à investir dans De Vere en 2002 à 3,76 livres sterling et construit la position à un prix moyen de 419 pence. En juin 2006, la société a accepté la proposition finale de reprise de l'investisseur immobilier Richard Balfour-Lynn, évaluant la société à 875 pence par action.

Depuis notre investissement initial, l'action De Vere a eu un rendement annuel, dividendes réinvestis, de 27,6%.

Hardys & Hanson Rachat

L'acquisition de **Hardys & Hanson** par Greene King a été finalisée comme prévu et nous en avons reçu le paiement mi-septembre. La société Hardys & Hanson, basée à Nottingham, est une brasserie dont le réseau de pubs se situe principalement à l'est de l'Angleterre. Nous détenions une position dans cette société depuis 2001. La société Greene King est entrée en contact avec Hardys & Hanson début juin avec une offre à 10,59 livres sterling, soit environ 48% de plus que le prix moyen de clôture 6 mois avant l'offre ; valorisant la société à environ 10 fois les revenus avant intérêts, taxes, dépréciation et amortissements.

Pendant la période où nous avons été investis dans cette société, l'action a eu un rendement annuel de 36,8% après réinvestissement du dividende net.

House of Fraser Rachat

La société islandaise Baugur a surenchéri sur une offre faite par le fonds de Private Equity Apax Partner et nous nous attendons maintenant à ce qu'elle rachète la troisième chaîne de grands magasins du Royaume Uni. L'offre valorise **House of Fraser** à 351 millions de livres sterling et permettra à Baugur Group de disposer de 60 magasins supplémentaires. Nous avons acheté House of Fraser début juillet 2005 à un prix moyen de 105 pence par action. L'offre de Baugur à 148 pence par actions représente une performance du titre de 41% sur la période.

**Bunka Shutter, Nihon Kohden
Nagase & Co., Kimball, Kesko,
Fimalac and Metall-Zug**
Valeur cible atteinte

Nous avons vendu trois de nos positions dans des sociétés japonaises durant le troisième trimestre. Nous avons été investis dans la société **Bunka Shutter** depuis le lancement du fonds en 2001. Cette société basée à Tokyo produit des portes de garages, des portes coulissantes et des volets. Cette société qui a régulièrement gagné de l'argent, disposait d'un excellent bilan mais a été sous-évaluée par le marché pendant pratiquement une dizaine d'années. Durant la durée d'investissement dans le fonds Sparinvest Global Value la performance de cette valeur a été - calculée dans la devise d'origine - de 32,2% par an.

Nihon Kohden est une autre société que nous avons également pu acheter à un prix très bas en 2002 et 2003. Cette société produit du matériel médical et se trouvait dans une phase de retournement à la fin des années 90. Depuis cette période la société s'est considérablement développée mais l'amélioration ne s'est traduite que progressivement dans le prix de l'action. En 2002, la valeur se traitait à 6 fois l'EBITDA et seulement 60% des fonds propres, ce qui est extrêmement bas pour une société de ce secteur. Depuis notre investissement initial, le cours de l'action est passé de 360 à 2 000 yen. La performance annualisée en yen incluant les dividendes ressort à 44,2%.

Au Japon, nous avons également vendu notre participation dans la société **Nagase & Co.**, producteurs de produits chimiques, électroniques et cosmétiques. Comme les autres sociétés, Nagase & Co présentait des caractéristiques extrêmement positives en termes de revenus et de solidité de bilan lorsque nous avons investi à la fin de l'année 2001. A cette époque, le cours de Nagase était de 550 yen. Nous avons vendu en juillet 2006 au cours de 1 350 yen. La performance annuelle de ce titre a été de 23,6% pendant la durée de notre investissement.

Bien que nous soyons des investisseurs long terme et que la durée de détention moyenne de nos titres soit d'environ 4 ans, notre investissement dans la société américaine **Kimball** a atteint la valeur cible dans un délai très court. Nous avons investi dans cette société de production de meubles et de produits électroniques en décembre 2005 et avons vendu notre position en juillet. Ceci montre qu'il est très difficile de déterminer exactement quand l'un de nos investissements atteindra la valeur que nous avons fixée. Cela peut prendre plusieurs semaines comme plusieurs années. Le cours de la société a commencé à s'apprécier très peu de temps après que nous ayons constitué la ligne dans le portefeuille à un prix initial de 10,40 dollars. Nous avons vendu sept mois après au cours de 18,3 dollars. La performance de ce titre dans le portefeuille a été de 75% .

Kesko a une large base opérationnelle dans l'alimentation et l'épicerie en Finlande. Nous étions investis dans cette société depuis 2001 à une époque où Kesko se traitait en dessous de ses fonds propres, disposait d'un très fort cash flow opérationnel et distribuait un dividende important. Durant le trimestre, cette société a atteint notre valeur cible et nous avons vendu notre position au prix de 32-33 euros par titre. Considérant le prix d'achat de 10,3 euros en décembre 2001, la valeur a eu une performance annualisée de 44,5% durant la période de détention dans notre portefeuille.

Nous étions des investisseurs long terme de **Fimalac**, société française largement diversifiée dans des activités aussi différentes que la notation financière, l'industrie, le mobilier et le stockage de produits chimiques. Nous avons investi initialement en 2001, considérant Fimalac comme un conglomérat. Depuis, Fimalac s'est séparé de plusieurs activités et l'action s'est appréciée de 35 à 65 euros au moment où nous avons décidé de vendre la ligne. Ceci correspond à une performance annualisée de 14,1%.

Perspectives

Au mois d'août, nous avons vendu les actions de la société suisse **Metall-Zug**, conglomérat ayant des activités dans les arts ménagers, les systèmes de chauffage, la plasturgie, le nettoyage industriel et l'immobilier. Nous étions investis dans cette société depuis le lancement du fonds en décembre 2001. A cette époque, Metall-Zug se traitait à 62% de ses fonds propres. Le bilan était extrêmement solide avec très peu de dettes et 260 millions d'euros de cash. La capitalisation boursière était de seulement 308 millions d'euros offrant une très bonne protection à la baisse. De plus les revenus étaient très importants et la société se traitait à un ratio EV/ EBITDA de moins de 2. Cette société présentait tous les critères correspondant à notre style d'investissement. Cette combinaison d'un bilan très solide et de revenus forts a payé. Durant la période d'investissement, Metall-Zug s'est apprécié de 36,7% sur une base annualisée. ■

Durant les deux dernières années, l'Euro s'est apprécié par rapport au Dollar et au Yen. Cette évolution a bien sûr un effet sur un portefeuille diversifié globalement et ne couvrant pas les devises, sur l'évolution desquelles nous n'essayons pas de faire de pronostics. Nous pensons que notre approche de purs stocks-pickers nous permet de sélectionner les meilleures sociétés dans chaque zone géographique et nous ne nous soucions pas du poids respectif des grandes zones économiques dans notre portefeuille. La répartition géographique diffère de celle de l'indice de façon significative. Notre sur-exposition au Japon et notre sous-exposition aux Etats-Unis ne proviennent pas du fait que nous considérons le Japon comme globalement sous-évalué et les Etats-Unis comme globalement sur-évalués. Nous avons choisi d'investir au Japon sur la base de critères liés aux caractéristiques spécifiques des sociétés et non du fait de choix macro économiques ou d'une évaluation de la situation des devises entre elles.

Bien que nous ayons obtenu d'excellentes performances en Yen sur notre poche japonaise, la performance en Euro a souffert de la dévaluation du Yen. L'évolution du Yen sur 12 mois glissants face à l'Euro a été négative de 7%. Nous sommes souvent questionnés sur l'évolution des principales devises. Notre travail consiste à sélectionner les meilleures sociétés "value" et non les meilleures devises. Concernant le Japon cependant, nous pouvons dire que l'économie japonaise refait progressivement surface après une longue période de récession et de déflation. De plus, fin juillet, le Japon avait un excédent commercial de 130 milliards d'euros et la banque centrale commence à relever les taux, ce qui rendra la détention de yen progressivement plus intéressante. Pour ce qui concerne les Etats-Unis, le mois de juillet a conduit à un déficit de 54 milliards de dollars, portant le déficit cumulé depuis le début de l'année à 325 milliards. Nous n'attendons pas de meilleures ou moins bonnes performances de nos investissements liées à la situation des devises. Sur le long terme, cette influence est neutre dans le cas d'un portefeuille global correctement diversifié.

Globalement, durant le troisième trimestre, les marchés actions se sont redressés après des mois de mai et juin difficiles. La moyenne des performances sur cette période est de 5%. Il y a toujours des incertitudes sur l'économie globale et les marchés actions qui restent fragiles sont devenus plus volatiles durant l'année 2006. Malgré cela nous restons confiants dans la qualité des titres en portefeuille. Le risque de perte en capital dans le fonds Sparinvest Global Value est limité et le potentiel d'évaluation reste très satisfaisant. Nous avons une vision positive du potentiel de nos investissements pour le futur. ■

Salutations cordiales,

Sparinvest Asset Management
Jens Moestrup Rasmussen
Head of Equities and Lead Portfolio Manager
10. octobre, 2006

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.