

European Value

Lettre trimestrielle

4^e trimestre 2007

Performances

Performance T4 -9,56 %
Performance 2007 -4,13 %

Cher investisseur,

L'année 2007 a été décevante tant pour les investisseurs financiers en général que pour les investisseurs du fonds Sparinvest European Value. Le fonds a perdu 9,56% au 4^{ème} trimestre et 4,13% pour l'année 2007.

Dans l'ensemble, les marchés actions européens tels que mesurés par l'indice MSCI Europe ont progressé de 2,69% en 2007, tandis que les indices MSCI Europe Value et MSCI Europe Small Cap ont baissé respectivement de 2,38% et 7,51%. Il n'empêche que la performance de notre fonds n'est pas satisfaisante en termes absolus et relatifs. Pour les nouveaux investisseurs, il est important de souligner que nous devons parfois, en notre qualité d'investisseur « value » long terme, subir parfois des pertes à moyen et court terme afin de réaliser d'excellents résultats à long terme.

Le tableau ci-dessous présente la performance du fonds au quatrième trimestre, en 2007 et en 2006 par rapport à celle de différents indices de marchés :

Sparinvest European Value par rapport aux indices		
	T4 2007	2007
Sparinvest European Value	-9,56%	-4,13%
Indice MSCI Europe	-3,18%	2,69%
Indice MSCI Europe Value	-5,07%	-2,38%
Indice MSCI Europe Growth	-1,39%	7,82%
Indice MSCI Europe Small Cap	-7,20%	-7,51%

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

Economie

L'histoire s'est répétée en 2007. C'est loin d'être la première fois qu'une bulle immobilière et l'absence de contrôles appropriés sur le crédit ont été à l'origine de problèmes qui se sont répercutés sur les marchés boursiers. La crise des crédits hypothécaires à risque (*sub-prime*) est toutefois la preuve que la mondialisation et l'intégration des marchés financiers internationaux ont changé la règle du jeu. La situation actuelle est comparable en de nombreux points à la crise du marché immobilier observée au Japon à la fin des années 1980. A l'époque, les pertes s'étaient essentiellement limitées aux sociétés et investisseurs du pays. Aujourd'hui, si les grandes banques américaines ont essuyé certaines des pertes les plus importantes, le *sub-prime* a aussi fait des victimes en Allemagne, au Japon et dans nombre d'autres pays.

En recourant chacune à des baisses des taux tout en coordonnant leurs efforts, les principales banques centrales ont tenté d'apaiser les marchés à mesure que les liquidités se raréfiaient et que les acteurs du marché se montraient hésitants, craignant qu'une contrepartie ne soit exposée au *sub-prime*. La Réserve Fédérale (Fed) a tout d'abord abaissé ses taux de 0,5% en septembre, puis de 0,25% en novembre. Mais lorsque l'assèchement du crédit a continué à faire des ravages début décembre, les acteurs du marché ont tablé sur une nouvelle baisse de 0,5%. La Fed s'est contentée d'un assouplissement de 0,25%,

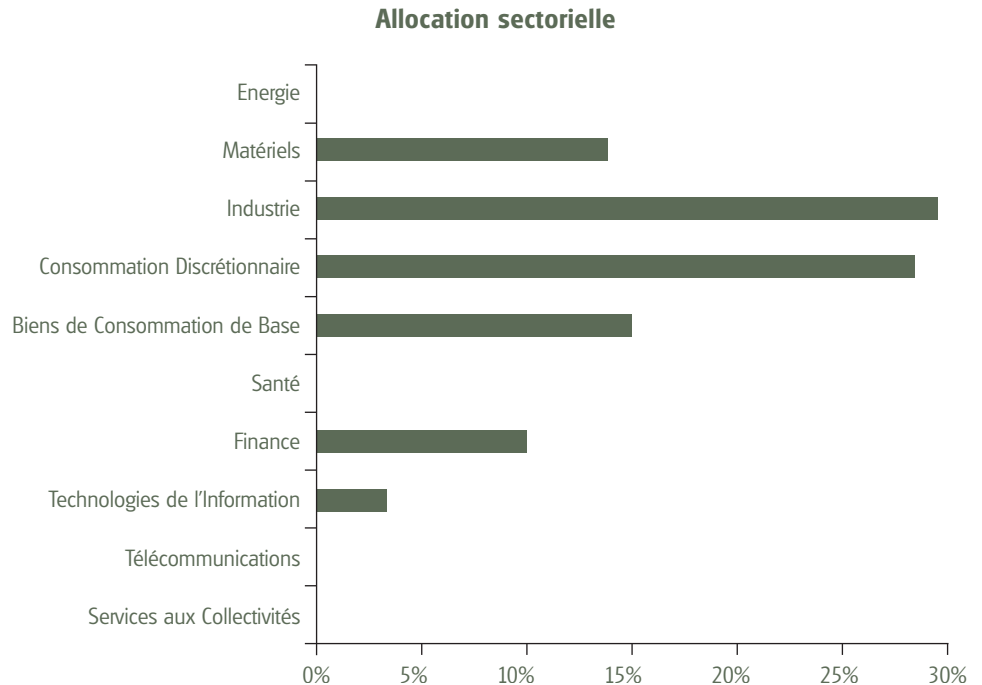
entraînant une nouvelle chute des marchés boursiers. Le 12 décembre, le plus gros effort coordonné depuis le 11 septembre 2001 a été déployé par les banques centrales. Outre la Réserve Fédérale, la BCE, la Banque d'Angleterre ainsi que les banques centrales canadienne et suisse sont intervenues.

Parallèlement à l'effet négatif de la crise du *sub-prime* sur les marchés actions, le dollar américain a subi de graves pressions. Le billet vert a glissé à un plus bas record face à la devise européenne sur fond de craintes liées à la réallocation escomptée des énormes réserves chinoises en devises (1,4 trillions) au détriment du dollar américain. Ce dernier a perdu près de la moitié de sa valeur face à l'euro par rapport au niveau de 2001.

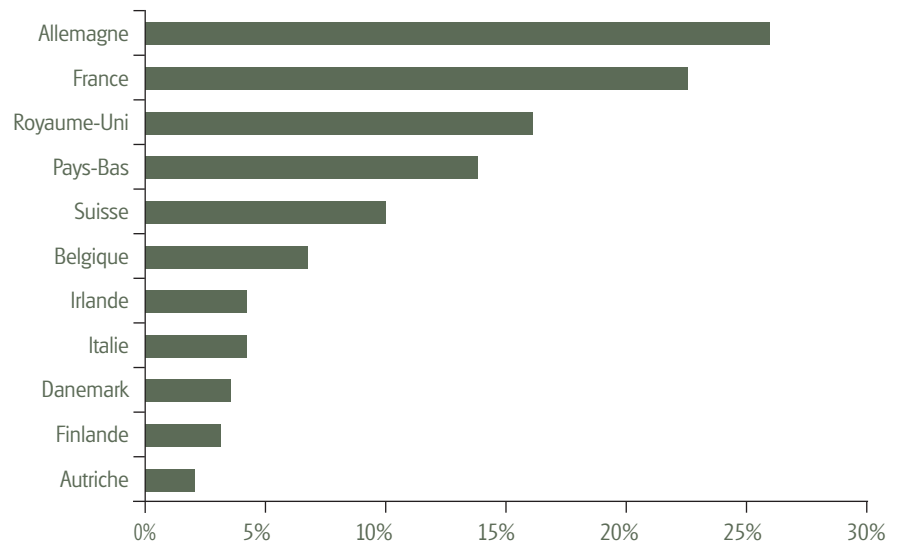
Les perspectives de l'inflation et de la production dans les pays développés se sont nettement détériorées en 2007. Le Japon, dont la croissance s'est enfin rapprochée du seuil des 2%, fait ici figure d'exception, même s'il connaît encore de graves problèmes économiques. Le cours du pétrole, qui a progressé sans interruption pour atteindre de nouveaux records au quatrième trimestre, n'a rien fait pour améliorer la situation. Au début de la nouvelle année, le baril a dépassé la barre des 100 dollars, induisant un nouveau glissement des marchés boursiers. ■

Bilan du portefeuille

A la fin du trimestre, les liquidités représentaient 1,5% des actifs sous gestion. Le fonds possédait 61 positions réparties selon les allocations sectorielle et géographique suivantes :



Allocation géographique



Nous sommes encore en phase de développement du fonds pour atteindre 80 positions (voire davantage) et les conditions de marché actuelles, aussi difficiles soient-elles pour la performance, nous offrent de nouvelles occasions d'identifier des titres « value ». Pendant le trimestre, nous avons investi dans une nouvelle société, le fabricant suisse de radiateurs, le groupe Zehnder.

A la fin du quatrième trimestre, les dix premières positions représentaient 26,5% du portefeuille total.

Dix premières positions

Société	Secteur	Poids
L.D.C.	Biens de Consommation	3,13%
Grammer	Consommation Discrétionnaire	3,07%
Philips Electronics	Industrie	2,98%
Alfred McAlpine	Industrie	2,60%
Renault	Consommation Discrétionnaire	2,52%
Guyenne & Gascogne	Biens de Consommation	2,50%
A.P. Moeller - Maersk	Industrie	2,47%
Peugeot	Consommation Discrétionnaire	2,42%
Deutsche Postbank	Finance	2,41%
Dexia	Finance	2,41%

**Les activités de rachat
pourraient stagner**

Retrait de l'offre sur Sainsbury

Les fonds value de Sparinvest ont bénéficié, historiquement, d'un nombre élevé de rachats au sein de leur portefeuille. Environ un tiers des sociétés que nous avons cédées ont été rachetées par des acheteurs financiers tels que des fonds de *private equity*. Si ces derniers visent les sociétés contenues dans les fonds Sparinvest value, c'est parce qu'ils se concentrent sur des critères similaires comme une capacité bénéficiaire stable à long terme et des bilans solides.

La crise du *sub-prime* a rendu le financement des opérations avec effets de levier par les fonds de *private equity* plus onéreux. De surcroît, bon nombre de grandes banques d'investissement américaines ont eu du mal à se débarrasser des prêts qu'elles avaient déjà garantis aux investisseurs avant que la crise du *sub-prime* n'éclate. Cette situation a amené les banques à opérer des dépréciations sur le financement de transactions effectuées au printemps et pendant l'été 2007.

Les crises de liquidité et du crédit ont aussi eu des conséquences sur notre portefeuille et sur l'offre lancée sur le Britannique Sainsbury, notre quatrième position en portefeuille au début du trimestre. Le fonds Delta Two, qui investit les revenus pétroliers du Qatar, a retiré son offre de 6 milliards de GBP sur le distributeur britannique. ■

Alfred McAlpine
Rachat

Lorsque les fonds de *private equity* ont eu du mal à suivre le rythme des rachats agressifs observés ces dernières années, de nouvelles opportunités sont survenues pour les acheteurs sectoriels, c'est-à-dire les entreprises rachetant des sociétés appartenant à leur secteur ou à un secteur proche, qui peuvent profiter des baisses des cours et acquérir un concurrent à bas prix. Carillion, le deuxième constructeur anglais, a exprimé un certain intérêt pour le groupe d'ingénierie Alfred McAlpine, une composante de notre portefeuille depuis 2001. La direction de McAlpine a tout d'abord rejeté l'offre, la jugeant trop faible. Mais lorsque les marchés d'actions ont plongé au quatrième trimestre, McAlpine a soudainement changé d'avis, même si Carillion avait entre-temps revu son offre à la baisse.

L'offre de rachat était composée de cash et d'actions ; or en règle générale, nous sommes contre cette méthode de paiement. Par ailleurs, nous estimons que l'attitude hostile de la direction à l'égard de la première offre, et son acceptation subséquente de la seconde, plus faible, sont pour le moins très étranges. ■

Perspectives

Ce premier exercice a été difficile pour le fonds Sparinvest European value. Il a nettement sous-performé l'indice MSCI Europe. Plusieurs de nos positions, aussi bien parmi les grandes capitalisations que les petites, se sont moins bien comportées que leurs pairs.

Le problème des crédits hypothécaires à risque américains a déclenché une crise qui s'est ensuite étendue au reste du monde, secouant le secteur financier et créant une incertitude extrême quant aux valeurs financières exposées au *sub-prime* et celles non exposées.

Plusieurs de nos positions font partie des secteurs industriel, financier et de la distribution. Ces secteurs ont connu une année 2007 particulièrement difficile. Au niveau des sociétés, nous avons toutefois observé de nombreuses publications de chiffres très satisfaisants assortis de bénéfices et de bilans solides. Autrement dit, les fondamentaux des sociétés de notre portefeuille sont intacts mais les tendances de 2007 ont malheureusement révélé l'inverse. A la fin de l'année, le ratio moyen cours/valeur comptable des sociétés en portefeuille était de seulement 1,3, la valeur d'entreprise de seulement 4,7 fois l'EBITDA et

le ratio dette nette/fonds propres de 6,1%.

En tant qu'investisseur « value », on a parfois l'impression d'être le « dernier de la classe » par rapport aux autres. Nous avons déjà eu cette impression et y serons confrontés sûrement encore à l'avenir. C'est dans ces moments-là qu'il est extrêmement important de demeurer discipliné et fidèle à une stratégie. Nous continuons à nous concentrer sur la valeur opérationnelle de nos sociétés et non sur les fluctuations des cours à court terme. Lorsqu'on décide d'investir dans des titres de sociétés, on s'expose à un risque de marché que la meilleure diversification ne saurait supprimer. En revanche, le risque lié à chaque achat de société peut être minimisé grâce à une analyse minutieuse.

Même si nous avons fait les frais de marchés très volatils assortis d'une incertitude importante ce dernier trimestre, et même si nous décelons très peu de signes d'amélioration à court terme, nous sommes réellement optimistes à l'égard du potentiel futur de nos investissements du fait de la qualité des sociétés en portefeuille. ■

Je vous prie d'agréer, cher investisseur, mes salutations distinguées.

Sparinvest Asset Management

Jens Moestrup Rasmussen
Head of Fund Management and Lead Portfolio Manager
Le 9 janvier 2008

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 comme les statuts d'origine des fonds et tous changements relatifs aux dits statuts. 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 ou de rachat. Pour les investisseurs en Suisse, le représentant légal et l'agent payeur du fonds est RBC Dexia Investor Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zürich branch, Badenerstrasse 567, P.O. Box 101, CH-8066 Zürich. Publié par Sparinvest S.A., 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.