

# Global Small Cap Value

Lettre trimestrielle  
4<sup>e</sup> trimestre 2007

## Performance

Performance T4 -11,15%  
Performance 2007 -14,99%

## Cher investisseur,

L'année 2007 a été décevante tant pour les investisseurs financiers en général que pour les investisseurs dans le fonds Sparinvest Global Small Cap Value. Le fonds a perdu 11,15% au 4<sup>e</sup> trimestre et 14,99% pour l'année 2007.

Le marché mondial des petites capitalisations a perdu 8,1% au quatrième trimestre et 7,8% en 2007, tandis que les grandes capitalisations s'en sont un peu mieux sorties, avec un recul de seulement 0,77% sur l'année. La performance de notre fonds n'est pas satisfaisante tant en termes absolus que relatifs. Pour les nouveaux investisseurs, il est important de souligner que nous devons parfois, en notre qualité d'investisseurs « value » long terme subir 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 et en 2007 par rapport à celle de différents indices de marchés :

| Sparinvest Global Small Cap Value par rapport aux indices |         |         |
|---|---------|---------|
|   | T4 2007 | 2007    |
| Sparinvest Global Small Cap Value                         | -11,15% | -14,99% |
| Indice MSCI World Small Cap                               | -7,42%  | -9,10%  |
| Indice MSCI World   | -5,08%  | -1,66%  |
| Indice MSCI World Value                                   | -7,38%  | -6,74%  |
| Indice MSCI World Growth                                  | -2,87%  | 3,51%   |

Les indices MSCI World Small Cap, MSCI World, MSCI World Value et MSCI World Growth contiennent tous une vaste sélection de sociétés du monde entier. Tous les retours sur investissement sont exprimés en EUR. ■

## 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 de 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.

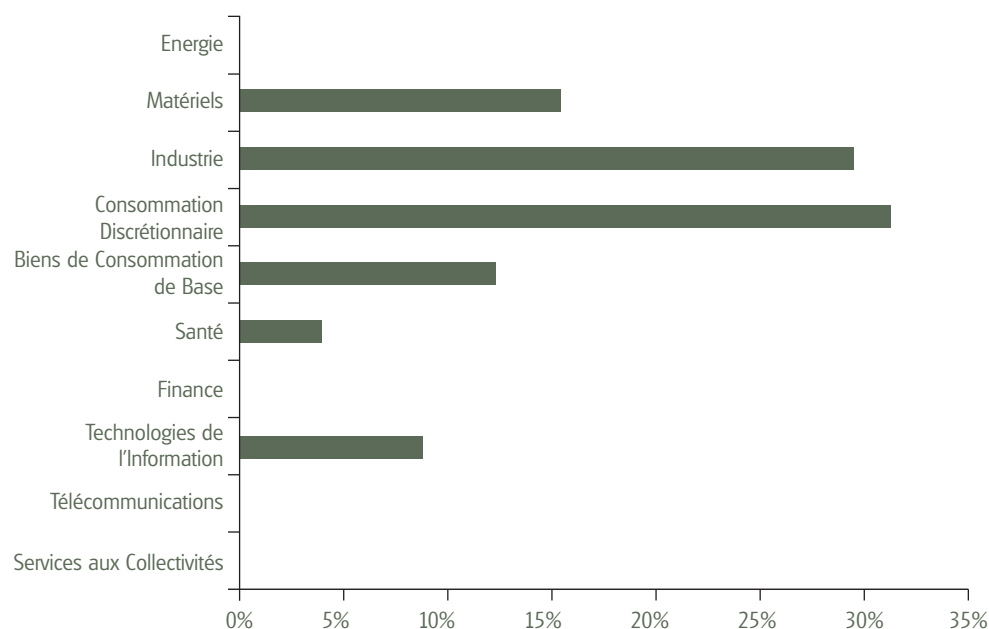
Parallèlement à l'effet négatif de la crise du *sub-prime* sur les marchés actions, le dollar américain a subi de graves pressions. Le billet vert a glissé à un plus bas record face à la devise européenne sur fond de craintes liées à la réallocation escomptée des énormes réserves chinoises en devises (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 certainement pas amélioré la situation. Au début de la nouvelle année, le baril a dépassé la barre des 100 dollars, induisant un nouveau glissement des marchés boursiers. ■

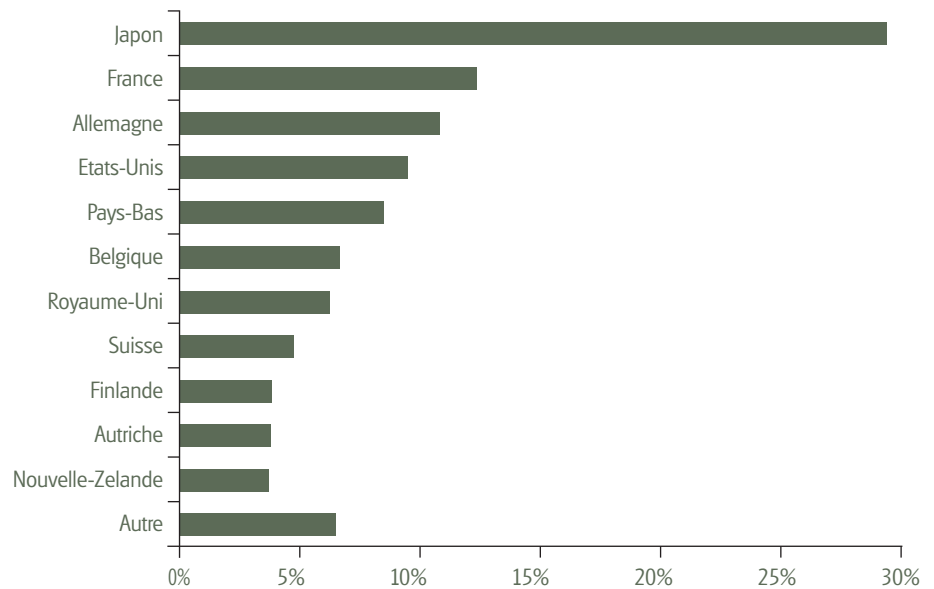
### Bilan du portefeuille Trois nouveaux titres en portefeuille

A la fin du trimestre, les liquidités représentaient 3,7% des actifs sous gestion. Le fonds possédait 55 positions réparties selon les allocations sectorielle et géographique suivantes :

#### Allocation sectorielle



### Allocation géographique



Nous sommes encore en phase de développement du fonds vers 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 petites capitalisations de valeur. Nous avons investi dans trois nouvelles actions pendant le trimestre. Il s'agit de la société américaine de transports Werner Enterprises, du détaillant vestimentaire japonais Sanei International et du fabricant suisse de radiateurs, le groupe Zehnder.

A la fin du quatrième trimestre, les dix premières positions représentaient 26,9% du portefeuille total.

#### Dix premières positions

| Société                  | Secteur                       | Poids |
|--------------------------|-------------------------------|-------|
| Cumerio                  | Matériels                     | 4,32% |
| Finnair                  | Industrie                     | 2,67% |
| L.D.C.                   | Biens de Consommation de Base | 2,65% |
| Scholastic               | Consommation Discrétionnaire  | 2,55% |
| Miba                     | Consommation Discrétionnaire  | 2,53% |
| Alfred McAlpine          | Industrie                     | 2,53% |
| Guyenne & Gascogne       | Biens de Consommation de Base | 2,46% |
| Tourism Holdings         | Industrie                     | 2,44% |
| Freds                    | Consommation Discrétionnaire  | 2,43% |
| Exacompta Clairefontaine | Matériels                     | 2,30% |

### Les activités de rachat pourraient stagner

Les fonds Sparinvest Value 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. ■

### 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 Global Small Cap. 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 Global Small Cap Value. Il s'est moins bien comporté que les indices mondiaux des petites capitalisations et des titres de valeur.

Notre exposition régionale et la pondération relativement élevée des sociétés japonaises expliquent notamment, outre la sous-performance du segment de valeur par rapport au segment de croissance, ce résultat. Avec une perte de 17,2% en monnaie locale, l'indice MSCI Japan Small Cap montre que l'Archipel nippon et ses petites capitalisations ont réalisé la performance la plus médiocre, un résultat dû à la conjoncture japonaise en général car nous n'avons pas rencontré de problème particulier au niveau des sociétés. Nous avons plus que jamais confiance dans nos positions japonaises, et restons convaincus par leurs bilans solides et leurs cours faibles. De surcroît, nous avons observé des changements structurels dans l'Archipel, dont nous espérons qu'ils profiteront aux fusions-acquisitions à l'avenir.

Historiquement, notre orientation vers le long terme et notre exposition aux titres en défaveur et cotés sur des marchés dont les perspectives économiques sont médiocres nous ont souvent desservis à court terme mais profité à long terme.

Le ratio cours/valeur comptable moyen pondéré de notre fonds s'établit désormais à seulement 0,93, un chiffre que les sociétés japonaises nous aident à conserver faible.

Même si 2007 nous a apporté une perte de près de 13%, la valorisation prudente de notre portefeuille nous laisse penser que nous bénéficions d'une protection saine en cas de baisse. Avec un EBITDA médian de seulement 5,04, cas de revirement inclus, et un ratio dette nette/fonds propres pondéré de seulement 5%, le potentiel de hausse est effectivement satisfaisant.

Même si nous avons fait les frais de marchés très volatils assortis d'une incertitude massive ce dernier trimestre, et même si nous identifions 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

Kasper Billy Jacobsen  
Head of Equities, 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.