

# Global Value

## Lettre trimestrielle

### T1 2008

#### Performances

Performance T1 -14,27 %

#### Economie

#### Cher investisseur,

Le premier trimestre 2008 a été difficile pour les marchés boursiers mondiaux. Notre fonds a enregistré une performance négative de 14,27 %. Nous sommes naturellement très déçus par ce résultat mais restons confiants car les fondamentaux de notre portefeuille n'ont globalement pas été affectés par les craintes de récession et les turbulences du marché. Les bénéfices demeurent solides et les bilans sains.

Dans l'ensemble, les marchés actions tels que mesurés par l'indice MSCI World ont perdu 16,09 % sur le trimestre, tandis que le MSCI World Value et le MSCI World Small Cap ont baissé de 16,34 % et 15,23 % respectivement. Les valeurs de croissance se sont légèrement mieux comportées (-15,84 %). Malgré sa performance décevante au premier trimestre 2008, notre fonds a surperformé tous ces indices.

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

Sparinvest Global Value par rapport aux indices			
	T1 2008	2007	2006
Sparinvest Global Value	-14,27%	-1,04%	13,55%
Indice MSCI World	-16,09%	-1,66%	7,40%
Indice MSCI World Value	-16,34%	-6,74%	11,89%
Indice MSCI World Growth	-15,84%	3,51%	3,00%
Indice MSCI World Small Cap	-15,23%	-9,10%	4,84%

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

Le premier trimestre 2008 a été dominé par la persistance des pertes liées aux crédits hypothécaires à risque et par l'assèchement du crédit en découlant, ainsi que par les craintes de récession aux Etats-Unis. Les banques centrales, et surtout la Réserve Fédérale américaine (Fed), la BCE et les banques centrales d'Angleterre, du Canada et de Suisse, ont continué de coordonner leurs efforts visant à atténuer les pressions sur les liquidités, la Fed abaissant notamment ses taux d'intérêt de manière agressive. Elle avait déjà assoupli sa politique monétaire de 100 points de base au quatrième trimestre 2007, mais après une réunion improvisée le 22 janvier, la Banque a annoncé une forte baisse de 75 points de base, avant d'abaisser à nouveau ses taux lors de sa réunion ordinaire huit jours plus tard.

D'aucuns craignaient que la crise de liquidités ne soit un jour fatale à une grande banque d'investissement américaine. Le 17 mars a vu l'annonce douce-amère de la déroute de Bear Stearns, qui allait cependant être reprise par JPMorgan Chase dans le cadre d'une transaction organisée à la hâte et comprenant une injection de capitaux massive par la Fed. Le lendemain, une nouvelle baisse des taux de 75 points de base et la publication de bénéfices encourageants par Lehman Brothers et Goldman Sachs sont venues soutenir quelque peu les marchés. Plus tard en mars, le Secrétaire au Trésor Hank Paulson a proposé une réorganisation de la réglementation des établissements financiers par le gouvernement, avec un renforcement du rôle de la Fed.

Au Japon, le Gouverneur Fukui de la Banque centrale est arrivé au terme de son mandat mais la désignation de son remplaçant a été retardée par une impasse entre les Démocrates libéraux au pouvoir et l'opposition incarnée par le Parti démocratique du Japon. Un compromis semble finalement avoir été trouvé avec la candidature de Masaaki Shirakawa, l'ancien gouverneur adjoint.

Le dollar américain s'est effondré durant le trimestre, frôlant 1,60 euros et 95 yen à la mi-mars. Les deux dernières semaines du trimestre ont toutefois vu un certain relâchement de cette pression baissière. Il n'est peut-être pas étonnant dans ce contexte de faiblesse du billet vert que la hausse des cours pétroliers ait continué à exercer une certaine pression sur les marchés. Après les sommets du début d'année, les prix sont retombés en dessous du seuil de 90 dollars avant de se redresser à nouveau à compter de la mi-février pour atteindre 110 dollars à la mi-mars. Le cours de l'or s'est montré tout aussi solide.

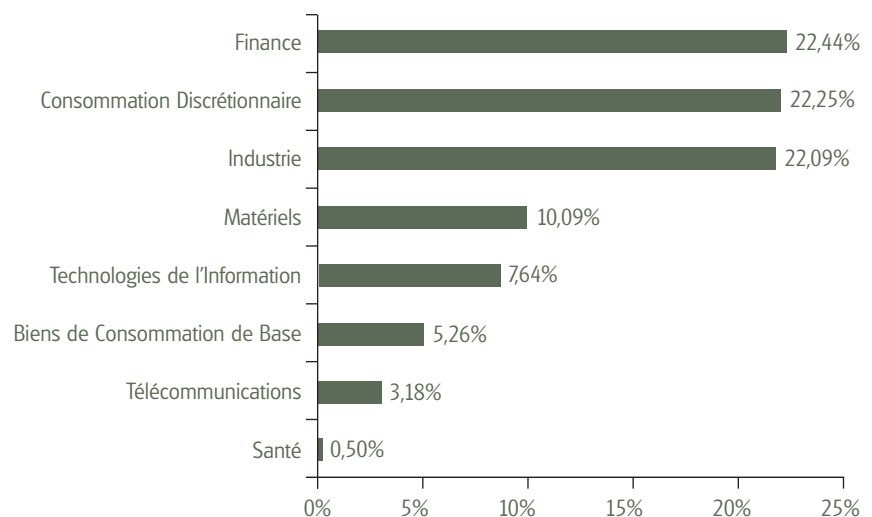
Le Japon émet certains signes encourageants, les estimations préliminaires de la croissance annualisée du PIB réel au quatrième trimestre 2007 s'inscrivant à 3,7 % et l'IPC (Indice des Prix à la Consommation) sous-jacent de février en hausse de 1,0 %, sa plus forte progression en 15 ans. Aux Etats-Unis, les ventes de logements existants ont grimpé en février pour la première fois en sept mois mais la confiance des consommateurs s'est trouvée en mars à son plus bas niveau sur 5 ans. Le 2 avril, le président de la Fed Ben Bernanke a affirmé devant le Congrès des Etats-Unis que l'économie du pays pourrait « se contracter légèrement » au premier semestre 2008.

Dans la zone Euro, la dernière estimation de la croissance annualisée du PIB réel du 4<sup>ème</sup> trimestre a été donnée le 9 avril et confirme que la croissance a ralenti à 2,3% contre 2,7% au trimestre précédent. Alors que nous entamons le deuxième trimestre, certains signes de stabilisation apparaissent mais les marchés financiers devraient rester sous pression pendant un certain temps. ■

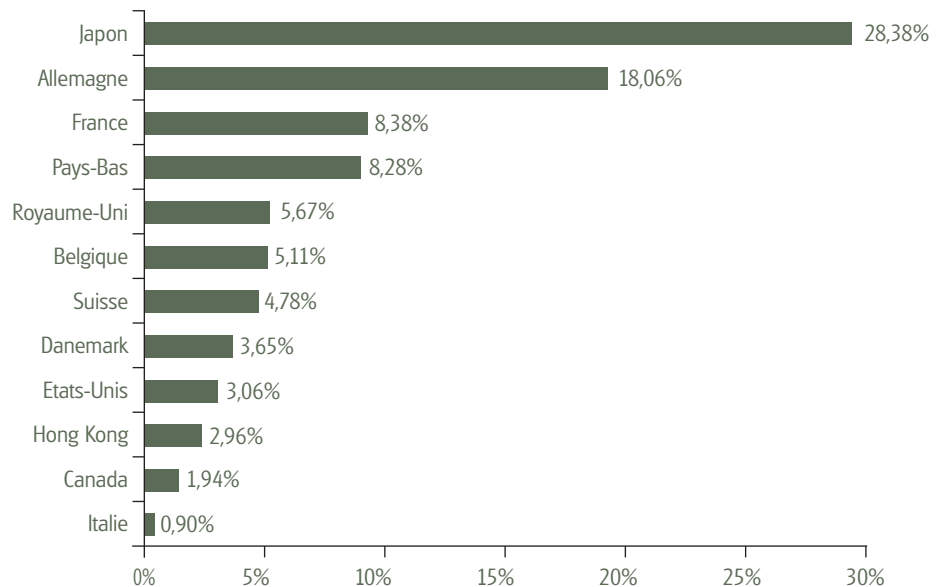
## Bilan du portefeuille

A la fin du trimestre, les liquidités représentaient 10,7 % des actifs sous gestion. Le fonds avait 93 positions réparties selon les allocations sectorielle et géographique suivantes :

### Allocation sectorielle



## Allocation géographique



Nous avons investi dans deux nouvelles sociétés pendant le trimestre. En janvier, LM Ericsson, le fabricant suédois d'équipements de télécommunications a rejoint le portefeuille, tandis que des actions du laboratoire pharmaceutique japonais Takeda ont été acquises en mars. Nous avons effectué des investissements supplémentaires pour renforcer 34 positions du portefeuille.

A la fin du trimestre, les dix premières positions représentaient 33,0% du portefeuille total.

### Dix premières positions

Société	Secteur	Poids
Deutsche Postbank Ag/Namen-Akt	Finance	3,97%
Dexia SA	Finance	3,90%
A.P. Moeller - Maersk A/S B	Industrie	3,65%
Peugeot SA	Consommation Discrétionnaire	3,50%
Roy.Philips Electr./Eur 0,2	Industrie	3,32%
Nippon Tel&Tel	Télécommunications	3,18%
MAN AG	Industrie	3,08%
Hutchison Whamp/Hk0,25	Industrie	2,96%
Frankfurt Airport Serv.Worldw.	Industrie	2,73%
Mitsui Sumitomo Insurance Co	Finance	2,71%

### Rayonier prix cible atteint

Basé aux Etats-Unis, Rayonier est un fabricant international de produits forestiers qui exerce trois activités principales : bois de construction, immobilier et fibres de performance. Il possède des actifs immobiliers considérables, avec plus d'un million d'hectares d'arbres et de terrain aux Etats-Unis et en Nouvelle-Zélande.

Nous avons investi pour la première fois dans le titre en janvier 2003 au prix de 41,80 dollars, des fractionnements ultérieurs de l'action signifiant toutefois que le prix effectif était de 15,65 dollars.

A nos yeux, Rayonier offrait un chiffre d'affaires, des bénéfices et des dividendes stables, générant des flux de trésorerie solides année après année et bénéficiant d'une évaluation bon marché aussi bien en termes de valeur comptable que de bénéfices. La stabilité des ventes et la génération de flux de trésorerie ont continué depuis 2000, tandis que l'amélioration de la productivité a dopé les résultats. La société a connu un changement majeur en janvier 2004 lorsqu'elle a été convertie en REIT (Real Estate Investment Trust). Cette mutation a nettement réduit sa charge fiscale, entraînant d'énormes variations de son revenu net et des ratios clés de mesure de l'efficacité tels que le rendement des fonds propres.

L'évaluation de Rayonier a régulièrement augmenté pour refléter ces améliorations et nous avons cédé notre position dans la société en mars 2008 à un prix moyen de 40,7 dollars, ce qui correspond à un rendement annuel de 26,4 % pour cet investissement. ■

### **Hosiden** prix cible atteint

Hosiden est un fabricant japonais d'électronique qui produit une vaste gamme de composants destinés à des applications diverses : connecteurs et prises pour équipement audiovisuel, chargeurs de piles, interrupteurs et écrans à cristaux liquides pour téléphones portables et télécommandes, pour n'en citer que quelques-unes. De surcroît, Hosiden est l'un des principaux fournisseurs et assembleurs de consoles de Nintendo, le géant des jeux vidéo.

Nous avons investi dans Hosiden pour la première fois en septembre 2005 à environ 1 140 yen après qu'une série de bénéfices peu réjouissants eut fait chuter le titre à sa valeur comptable. La société bénéficiait toutefois d'une base de produits diversifiée, d'une exposition à différents marchés prometteurs et de relations solides avec son client principal, Nintendo. Par ailleurs, son bilan solide assorti d'une position saine en trésorerie offrait une protection à la baisse.

Depuis, Hosiden a joui d'une croissance impressionnante, surtout grâce au succès de la console Wii et de la console portable DS de Nintendo. Le chiffre d'affaires et les bénéfices pour l'exercice 2008 clôturé en mars devraient dépasser les niveaux de 2005 de plus de 50 %. Alors que l'action frôle le double de sa valeur comptable, que la position nette de trésorerie a été réduite par des rachats d'actions et des dépenses d'investissement et que l'entreprise dépend de plus en plus de son client principal, nous avons décidé de liquider notre position dans Hosiden début 2008. Nous avons obtenu un prix moyen de 1 630 yen, ce qui correspond à une performance annuelle totale de 17 %. ■

Sompo Japan est l'une des premières compagnies d'assurance non vie au Japon et occupe la deuxième place sur le marché national de l'assurance multirisque.

Sompo Japan, sous sa forme actuelle, résulte de plusieurs fusions au fil des ans, mais la société d'origine fait partie du portefeuille depuis plus de cinq ans. Le revenu des primes et les revenus totaux ont régulièrement augmenté et le revenu net a presque quintuplé au cours de ces dix dernières années.

Ces derniers mois, les assureurs japonais, à l'image des établissements financiers partout dans le monde, ont procédé à un examen minutieux de leur exposition aux produits liés aux crédits hypothécaires à risque. Même si l'exposition japonaise ne semble pas avoir été particulièrement élevée par rapport à celle des Etats-Unis, une certaine exposition était sans doute inévitable. Quant à Sompo Japan, bien qu'elle n'ait pas beaucoup investi dans le domaine des crédits hypothécaires à risque, elle a émis des assurances de garantie

### **Sompo Japan** Ré-examen du cas, position liquidée

**Agfa Gevaert**

Ré-examen du cas, vente à perte

financière sur certains dérivés de crédit adossés à des hypothèques, positions qui l'ont amenée à opérer des dépréciations.

Malgré l'optimisme relatif avec lequel nous avons considéré les dommages causés au bilan de la société, nous avons décidé de liquider notre position relativement restreinte dans Sampo, les conditions actuelles du marché ayant ajouté un nombre d'entreprises de plus en plus important au sein de notre univers d'investissement potentiel. Nous avons cédé la position en février 2008 à un prix moyen de 878 yen, ce qui correspond à une performance annuelle modeste de 3,2 % pour l'action. ■

Agfa Gevaert NV est un fabricant belge de produits d'imagerie analogue et numérique destinés aux secteurs des arts graphiques et de la santé entre autres. Son chiffre d'affaires s'élève à environ 3,3 milliards d'euro net il emploie 1 400 personnes.

Nous avons acquis des actions Agfa Gevaert pour la première fois en mars 2004. Elles s'échangeaient alors à 1,7 fois la valeur comptable et, tenant compte de l'endettement net limité et de la rareté des immobilisations incorporelles, nous avons évalué que la solidité du bilan nous offrait une protection à la baisse satisfaisante. Agfa a été sanctionné par le marché boursier pour la baisse du chiffre d'affaires de ses activités d'imagerie de consommation due au passage du film argentique aux appareils photo numériques. Le titre s'échangeait alors à un PER inférieur à 10 fois et un ratio valeur d'entreprise/ EBITDA de 4-5 fois. Nous avons alors identifié un potentiel haussier intéressant.

La société s'est débarrassée de ses activités d'imagerie de consommation pour davantage se concentrer sur les activités en plein essor liées aux systèmes graphiques et à la santé et semblait bien partie pour gagner en stabilité, une fois libérée du segment en baisse. Agfa avait prévu des acquisitions stratégiques qu'elle a menées à bien au cours des années suivantes mais malheureusement, la hausse escomptée des bénéfices ne s'est pas matérialisée. Alors que son bilan se détériorait progressivement, nous avons commencé à craindre qu'en l'absence d'une nette amélioration des bénéfices, le montant de l'endettement, du goodwill et des engagements de retraite ne devienne très problématique pour l'avenir.

Sur fond de crainte croissante des marchés boursiers, Agfa a fait part en août 2007 de son intention de se scinder en trois sociétés indépendantes cotées qui reprendraient les activités d'Agfa Graphics, Agfa HealthCare et Agfa Materials, d'ici à la fin de l'année. Il semblait s'agir là d'une solution potentielle mais il est devenu évident fin 2007 que cet objectif ne pourrait être atteint dans un avenir proche. Inquiets de l'état du bilan et au vu des rares signes d'amélioration du côté opérationnel, nous avons décidé de céder notre investissement.

Nous avons vendu nos dernières actions en janvier à 746 euros. Avec un prix d'achat initial payé en mars 2004 de 20,28 euros, nous avons essuyé une perte de 59 % après dividendes, soit un taux annuel de -20,5 %. ■

Dans notre dernier bilan, nous mentionnions la reprise possible de Cumerio, la fonderie de cuivre belge, par son concurrent basé à Hambourg Norddeutsche Affinerie. La transaction s'est trouvée dans une impasse lorsqu'A-Tec Industries, une société autrichienne d'ingénierie, a relevé sa participation dans Cumerio à 25 %, ce qui lui a permis de bloquer les négociations. A-Tec a toutefois annoncé le 12 février 2008 qu'elle avait accepté l'offre de 30 euros par action.

**Cumerio et Alfred McAlpine**  
fusions achevées,  
paiements reçus

### Perspectives

Nous avons initialement reçu nos actions Cumerio en avril 2004, lors de sa scission d'Umicore. La nouvelle entité offrait des bénéfices solides, un bilan relativement peu endetté et une évaluation proche de la valeur comptable à 10,5 euros. Les 30 euros reçus à l'occasion de la fusion se traduisent par une performance annuelle totale de 48 % pour la position.

L'acquisition d'une autre de nos participations, le constructeur britannique Alfred McAlpine, a elle aussi été achevée. La transaction a eu lieu alors que nous avons rejeté l'offre de Carillion, un concurrent plus important de McAlpine, car elle était inférieure à une autre offre précédemment refusée par la direction. Nous avons reçu un paiement sous forme d'actions Carillion et d'espèces et avons cédé les actions, car elles ne répondaient pas à nos critères « value ».

Nous avons acheté des actions McAlpine pour le fonds Sparinvest Global Value en février 2003 à 2,49 livres sterling. Le prix d'acquisition et le rendement sur dividendes robuste de 2-4 % par an ont porté notre performance annuelle à environ 21,9 %. ■

Les marchés boursiers ont connu un premier trimestre 2008 extrêmement négatif sur fond d'intensification de l'assèchement du crédit amorcé durant l'été 2007. Nous subissons aujourd'hui les effets d'une bulle du crédit qui a grossi au cours des 3 à 4 dernières années, l'argent devenant pour ainsi dire trop bon marché. Si l'on compare l'accès facile au capital à une soirée arrosée, on peut alors affirmer que les marchés souffrent maintenant d'une forte gueule de bois.

La tendance baissière qui s'est récemment emparée du marché a été sévère selon tous les critères mais à en croire l'expérience passée, les marchés boursiers se redresseront au fil du temps. Pendant de telles périodes, les acteurs du marché ont tendance à réduire leurs participations en actions, sans se concentrer particulièrement sur les évaluations fondamentales des sociétés individuelles. La valeur de marché reflète le prix actuel attribué à la société par la Bourse. A l'inverse, la valeur intrinsèque d'une société reflète sa valeur « réelle » sur la base de sa valeur nette d'inventaire et de sa capacité bénéficiaire. Ces critères seraient retenus dans le cas d'un rachat total ou d'une fusion. Dans certains cas, la valeur de marché (cours de l'action) reflète correctement la valeur intrinsèque de l'entreprise mais la plupart du temps, elle lui est supérieure ou inférieure. La faiblesse actuelle du marché boursier signifie qu'un nombre croissant d'entreprises s'échangent en dessous de leur valeur intrinsèque, ce qui augmente le nombre d'opportunités d'investissements remplissant nos critères de sélection. Alors que l'atmosphère des marchés boursiers mondiaux est majoritairement négative, ce phénomène nous semble très favorable.

Pour l'avenir, de nombreuses questions subsistent : la possibilité de multiplication des mauvaises nouvelles venant du secteur financier, l'ampleur d'une éventuelle récession aux Etats-Unis et l'effet de ces facteurs sur les bénéfices des entreprises et sur la croissance économique à travers le monde. Nous pouvons débattre sur la question d'un atterrissage en douceur ou forcé mais une chose est certaine : le secteur bancaire doit retomber sur ses pieds avant que nous puissions réellement apercevoir le bout du tunnel.

Les périodes de flou extrême sur les marchés actions ne sont pas favorables à un quelconque style d'investissement cherchant à générer une performance positive. Investir dans de telles conditions peut exiger une patience considérable et c'est précisément après un trimestre comme celui qui vient de se terminer qu'il convient de garder à l'esprit la philosophie d'investissement à long terme du fonds Sparinvest Global Value.

En examinant notre portefeuille aujourd'hui, je soutiens qu'une récession a été anticipée, dans une grande mesure, dans la plupart de nos positions, comme le montrent les évaluations moyennes au sein du fonds Sparinvest Global Value. A l'heure actuelle, le ratio cours/valeur comptable est d'environ 1,1 fois, le ratio valeur d'entreprise/ EBITDA de 4,5 fois et le ratio dette nette/ fonds propres proche de 10 %. Ces chiffres sont similaires à ceux de 2003, après les marchés extrêmement négatifs de 2002.

Notre objectif est de réaliser des performances positives et nous ne saurions nous satisfaire d'une période de résultats négatifs. Nous demeurons toutefois convaincus de la solidité de notre portefeuille et des limites du risque de perte permanente de capital au sein du fonds Sparinvest Global Value. Le repli des marchés n'est pas le reflet d'une dégradation de la qualité fondamentale de nos investissements. Elle recèle toujours, selon nous, des capacités haussières considérables. Nous avons confiance dans le potentiel futur de nos positions. ■

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

Sparinvest Asset Management

Jens Moestrup Rasmussen  
Chief Portfolio Manager  
Le 8 avril 2008

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.