

# European Value

## Lettre trimestrielle

### T2 2008

#### Performances

Performance T2 -8,04%

#### Cher investisseur,

Les marchés actions européens ont continué de baisser au deuxième trimestre 2008, et le fonds Sparinvest European Value a lui aussi souffert. Nous avons perdu 8,04% au deuxième trimestre, ce qui a porté notre performance depuis le début de l'année à -19,77%.

Dans l'ensemble, les marchés actions européens, tels que mesurés par l'indice MSCI World Europe ont perdu 3,60% sur le trimestre, tandis que le MSCI Europe Value et MSCI Europe Small Cap ont baissé de 5,94% et 5,18% respectivement. Les valeurs de croissance européennes ont affiché des résultats sensiblement meilleurs, avec une performance positive de 1,31%. Nous ne sommes pas satisfaits de la performance depuis le début de l'année mais notre confiance dans la capacité de notre stratégie à dégager un résultat attrayant à long terme reste inébranlée. Malgré les obstacles que représentent la crise du crédit et la hausse de l'inflation, la capacité bénéficiaire à long terme et les bilans des sociétés que nous détenons en portefeuille demeurent solides.

Le tableau ci-dessous illustre les performances du deuxième trimestre et du premier semestre 2008, ainsi que celles de 2007, par rapport aux différents indices de marchés.

Sparinvest European Value par rapport aux indices			
	T2 2008	S1 2008	2007
Sparinvest European Value	-8,04%	-19,77%	-4,13%
Indice MSCI Europe	-3,60%	-18,72%	2,69%
Indice MSCI Europe Value	-5,94%	-22,17%	-2,38%
Indice MSCI Europe Growth	-1,31%	-15,28%	7,82%
Indice MSCI Europe Small Cap	-5,18%	-17,07%	-7,51%

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 ■

#### Economie

Au début du deuxième trimestre, 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. Que la récession soit un fait avéré ou non, la faiblesse actuelle de la conjoncture ne fait aucun doute. La « stagflation » est un mot horrible qui décrit un phénomène horrible. Lorsqu'elles fixent les taux d'intérêt, les banques centrales sont confrontées à un dilemme entre les risques d'inflation d'une part, et des prévisions de croissance peu réjouissantes ainsi que l'incertitude persistante qui caractérise le secteur financier d'autre part. En outre, le fait que l'inflation soit actuellement dopée par les prix de l'énergie et des produits alimentaires ne facilite pas leur décision. Au lieu de générer un cercle vertueux de bénéfices et de dépenses, ce type d'inflation incite les ménages et les entreprises à se serrer la ceinture.

Aux Etats-Unis, le PIB du premier trimestre a été révisé à la hausse à 1,0% en données annualisées, mais les prévisions tablent sur un ralentissement de la croissance à 0,45% en données annualisées au deuxième trimestre. Les dépenses de consommation ont été temporairement dopées par les réductions d'impôts, mais les chiffres de la croissance des salaires et de la confiance des consommateurs sont atones. Juin a été le sixième mois consécutif à voir le nombre d'emplois diminuer. En Europe, le taux de chômage reste rela-

tivement encourageant et les ventes de détail de mai se sont montrées raisonnablement robustes. Cependant, la confiance économique perd elle aussi du terrain, les indicateurs ayant atteint au mois de juin leur niveau historique le plus bas depuis trois ans. Les estimations du PIB du premier trimestre s'établissent à 0,8% (données trimestrielles).

L'inflation est un thème récurrent. Les indices des prix à la consommation se sont envolés à travers le monde, les prix des produits alimentaires et de l'énergie étant désignés comme les principaux coupables. Le pétrole a continué son ascension pendant le deuxième trimestre, le baril dépassant 145 dollars début juillet et exerçant de fortes pressions sur les consommateurs et les sociétés. Lorsque le brut a dépassé 140 dollars, le cours de l'or a été tiré vers le haut par les investisseurs en quête d'une couverture contre l'inflation.

Alors que l'impact permanent de la contraction du crédit se faisait sentir, le début du deuxième trimestre s'est accompagné d'un nouvel assouplissement monétaire sur les marchés développés. La Banque d'Angleterre a baissé ses taux de 5,25% à 5,00% le 10 avril, tandis que la Fed a poursuivi ses nombreuses baisses de taux du premier trimestre par un nouveau relâchement de 25 points de base le 30 avril. Cependant, le deuxième trimestre a vu les banques centrales se soucier de plus en plus de l'inflation.

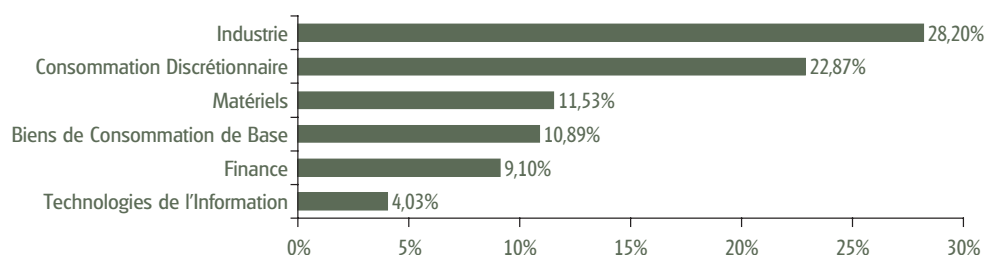
Fin juin, la Fed a déclaré que les risques baissiers pesant sur la croissance avaient diminué, indiquant qu'elle se concentrerait désormais davantage sur le risque de hausse de l'inflation, son ton n'étant pourtant pas suffisamment agressif pour suggérer une hausse imminente. La BCE, quant à elle, a relevé ses taux de 25 points de base le 3 juillet en dépit des nombreux opposants (tels que le Président français, Nicolas Sarkozy) persuadés qu'une telle mesure menacerait la croissance et renforcerait la surévaluation de l'euro.

Par rapport à sa faible performance du premier trimestre, le dollar américain s'est montré relativement stable au deuxième trimestre. Il s'est légèrement renforcé face à la monnaie unique, pour retomber à la fin du trimestre aux niveaux de fin mars, soit 1,57 dollars pour 1 euro. Parallèlement, le yen japonais a perdu sa vigueur du premier trimestre, se dépréciant d'environ 7% face au dollar américain et à l'euro, pour finir le deuxième trimestre à 106 JPY/USD et 167 JPY/EUR. ■

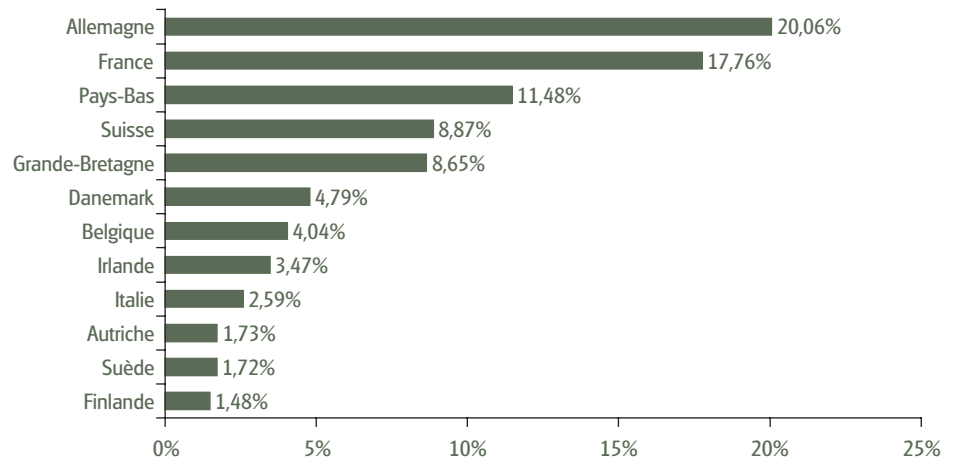
## Bilan du portefeuille

A la fin du trimestre, les liquidités représentaient 13,4% des actifs sous gestion. Le fonds avait 61 positions réparties selon les allocations sectorielle et géographique suivantes.

### Allocation sectorielle



### Allocation géographique



Nous avons investi dans deux nouvelles sociétés pendant le trimestre : Danske Bank, un conglomérat financier scandinave leader dans son secteur, et BIC, le fabricant français de stylos et de briquets jetables.

Nous avons renforcé notre position sur trois valeurs que nous détenions déjà dans notre portefeuille.

A la fin du trimestre, les dix premières positions représentaient 27,0% du portefeuille total.

#### Dix premières positions

Société	Secteur	Poids
A.P. Moeller - Maersk A/S B	Industrie	4,10%
Deutsche Postbank Ag/Namen-Akt	Finance	2,95%
Koninklijke Dsm Nv	Matériels	2,87%
Roy.Philips Electr./Eur 0.2	Industrie	2,82%
Rsdb Nv	Industrie	2,70%
Peugeot Sa	Consommation Discrétionnaire	2,45%
Grammer Ag	Consommation Discrétionnaire	2,34%
Renault Sa	Consommation Discrétionnaire	2,28%
Frankfurt Airport Serv.Worldw.	Industrie	2,26%
Ste L D C Sa	Biens de Consommation de Base	2,25%

Si l'activité initiale de PZ Cussons est la fabrication de savon, le groupe est maintenant l'un des premiers producteurs mondiaux de produits de toilette et fabrique également des produits d'entretien ménager et des produits pharmaceutiques. Ce fabricant est présent en Europe, en Afrique et en Asie et contrôle des marques de produits ménagers telles qu'Imperial Leather, Carex et Original Source.

Nous avons commencé à investir dans PZ Cussons en décembre 2006, date à laquelle nous avons payé 1,66 livres sterling par action (prix ajusté pour tenir compte des fractionnements ultérieurs de l'action). Le bilan montrait un niveau confortable de trésorerie excédentaire et les bénéfices étaient stables, si ce n'est en expansion. Le cours de l'action était proche de sa valeur comptable et bon marché par rapport à une évaluation basée sur les bénéfices. La société a enregistré par le passé un rendement sur dividendes compris entre 4 et 8%.

**PZ Cussons**  
Vendu avec bénéfice

Depuis 1990, PZ Cussons a connu une expansion régulière. La direction a utilisé les liquidités pour acquérir des marques solides telles que Original Source (en 2002) et Charles Worthington (en 2004). Son chiffre d'affaires est aujourd'hui supérieur de 25% à son niveau de 2003. Le fait le plus impressionnant a été la capacité du groupe à améliorer sa rentabilité.

Le marché a régulièrement valorisé PZ Cussons. Nous avons vendu notre participation dans la société à un prix moyen de 1,94 livres sterling, ce qui correspond pour nous à une performance annualisée, dividendes inclus, de 20,3%.

### Perspectives

Il est clair que notre fonds et le style d'investissement « value » en général sont plutôt malmenés par les conditions actuelles du marché. Nombre de sociétés « value » déjà bon marché voient leur valorisation baisser et le climat extrêmement négatif qui prévaut actuellement incite les investisseurs à adopter un comportement suiveur. Ils se concentrent fortement sur certains secteurs et en évitent complètement d'autres. En tant que gestionnaire de portefeuille, il n'est pas agréable de sous-performer. Il est toutefois essentiel de ne pas perdre confiance et de rester fidèle à sa stratégie dans les mauvais moments comme dans les bons. Une stratégie « value » couronnée de succès exigera toujours de la discipline, de la patience et par-dessus tout une bonne dose de résistance.

Les conditions mondiales actuelles ont-elles complètement changé les fondamentaux de nos investissements, au point d'affecter le potentiel à long terme de leur future capacité bénéficiaire ? Bien sûr que non. Cependant, de nombreuses entreprises ont vu leur cours chuter à cause de la faible visibilité à court terme provoquée par la véritable tempête qui a déstabilisé les conditions économiques et que nous avons mentionnée au début de la présente lettre. Cela ne transforme pas une bonne société en une mauvaise société et, comme toujours, si le repli économique mondial crée des problèmes pour l'une de nos positions, nous y remédierons naturellement. Un gérant doit non seulement posséder le courage d'assumer ses convictions analytiques, mais il doit aussi être capable de résister à l'attitude négative qui contamine de plus en plus les marchés.

Les fonds « value » ont déjà connu des temps difficiles. Lorsque j'ai rejoint Sparinvest pendant l'été 1997, l'investissement « value » était complètement démodé. Entre cette date et l'éclatement de la bulle au début du nouveau millénaire, les actions croissance ont surperformé les titres « value » d'environ 50%, en données cumulées. Le phénomène selon lequel les actions de croissance font mieux que les actions « value » à certains moments est inhérent au comportement du marché. Mais à long terme, les titres « value » génèrent en réalité des performances supérieures.

Notre portefeuille a souffert au point que la valorisation globale de nos positions a aujourd'hui atteint son niveau plancher historique. Aujourd'hui, le fonds Sparinvest European Value affiche un ratio cours/valeur comptable moyen de 1,0, un ratio valeur d'entreprise/EBITDA médian de 4,6 et un ratio endettement net/fonds propres de 15,2%.

Pourquoi la nature défensive de l'investissement « value » n'a-t-elle pas porté ses fruits cette fois-ci ? D'une part, la confiance à l'égard des bilans des entreprises s'est globalement dégradée. L'effondrement du subprime a forcé les établissements financiers à opérer d'importantes dépréciations sur leurs produits dérivés de crédit et d'autres actifs, ce qui a détruit la confiance dans la qualité des actifs. Par la suite, la contraction du crédit des valeurs financières s'est transformée en une tendance plus globale de désendettement des entreprises et des ménages. Pendant plusieurs années, aux États-Unis et au Royaume-Uni

particulièrement, la dette a crû bien plus rapidement que le PIB. La baisse progressive de l'endettement, généré par le resserrement du crédit, a entraîné la diminution du prix des actifs. Autrement dit, les pertes se sont étendues à d'autres segments de l'économie (par exemple, certains constructeurs de logements ont réduit la valeur de leurs réserves foncières), ce qui a aggravé la méfiance à l'égard des bilans.

L'univers des actions « value », quant à lui, inclut généralement de nombreuses sociétés cycliques. Or, pour de telles entreprises, un repli à court terme peut temporairement entraîner une utilisation réduite des capacités de production avec des retombées sur les bénéfices. A plus long terme, toutefois, les capacités de production restent un atout solide et durable, assurant les bénéfices futurs. Actuellement, les dépenses de consommation sont affectées par la combinaison du désendettement privé et du renchérissement de l'énergie et des produits alimentaires, ce qui pèse inévitablement sur les valeurs cycliques. Il convient donc de se demander non pas si le secteur cyclique va réviser à la baisse ses prévisions de bénéfices à court terme, mais plutôt de combien. Les valorisations de nombreuses sociétés suggèrent qu'un impact notable est d'ores et déjà anticipé.

D'autre part, la performance du segment « value » est affectée par le fait que les valeurs de l'énergie et des matières premières aient surperformé à un rythme habituellement propre aux bulles. Mais les investisseurs « value » ont tendance à éviter d'acheter des entreprises susceptibles d'être échangées au sommet de leurs bénéfices, même si leurs valorisations peuvent être attrayantes à court terme.

C'est donc un sentiment de crainte, d'incertitude et un certain manque d'intérêt qui caractérise actuellement les marchés boursiers mondiaux. Dans ces conditions de marché, le nombre d'actions entrant dans notre univers d'investissement augmente, ce qui est positif. Nous avons donc l'opportunité de faire ce que nous faisons le mieux : identifier des sociétés dont les perspectives à long terme sont solides et les acheter à bas prix.

Naturellement, cet environnement pèse aussi sur la performance de notre fonds à court terme. Nous gardons toutefois confiance dans la vigueur des fondamentaux de nos positions. Notre processus d'évaluation a toujours mis l'accent sur une vérification rigoureuse de la qualité des bilans. De plus, l'endettement faible de nos sociétés en portefeuille devrait les placer dans des positions solides à mesure que le processus mondial de désendettement se poursuit, en créant pour elles de futures opportunités d'affaires.

L'investissement « value » repose sur l'hypothèse selon laquelle une société possède deux valeurs : une valeur de marché, déterminée par la Bourse, et une valeur intrinsèque, qui reflète la valeur « réelle » de l'entreprise si elle devait être négociée en bloc, en se basant sur sa valeur d'actif net et sa capacité bénéficiaire. Nous investissons dans des entreprises pour lesquelles nous estimons que le prix du marché ne reflète pas la valeur intrinsèque réelle. Les prix du marché ont certes chuté récemment mais nous sommes encouragés par le fait qu'il n'existe aucune raison pouvant nous inciter à réduire notre évaluation de la valeur intrinsèque de nos positions, ce qui, à notre avis, finira par porter ses fruits à long terme. Autrement dit, la perte de capital due aux turbulences actuelles du marché devrait être temporaire et ne reflète en rien la vigueur sous-jacente des sociétés que nous détenons.

L'investissement est surtout une question de patience et c'est précisément après un trimestre comme le deuxième de cette année qu'il convient de tenir compte de l'orientation

à long terme de la philosophie d'investissement du fonds Sparinvest Value. Nous continuons à être convaincus que nos investissements « contiennent » un potentiel haussier considérable et nous gardons confiance dans leurs perspectives futures. ■

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

Sparinvest Asset Management

Jens Moestrup Rasmussen  
Chief Portfolio Manager  
Le 8 juillet 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.