

# Global Value

## Lettre trimestrielle

### T3 2008

#### Performances

Performance T3 -12,12%

#### Cher investisseur,

Au troisième trimestre 2008, le fonds Sparinvest Global Value a considérablement souffert, à l'image des marchés boursiers mondiaux. La perte au 3ème trimestre a été de 12,12% et notre performance depuis le début de l'année est de -29,82% (au 30.09.08).

Dans l'ensemble, les marchés actions, tels que mesurés par l'indice MSCI World, ont perdu 4,94% sur le trimestre, tandis que le MSCI World Value et le MSCI World Small Cap ont baissé de 1,83% et 4,56% respectivement. Les valeurs de croissance ont cédé 7,88%.

Quel que soit l'état des marchés, nous ne sommes pas satisfaits de cette performance. Cependant, comme nous l'expliquons ci-après, il nous semble que les marchés ignorent actuellement aussi bien les bénéfices fondamentaux à long terme que les valorisations et qu'ils sont sous l'emprise de facteurs à court terme, à la fois réels et psychologiques. En dépit de la volatilité des cours, nous avons plus que jamais confiance dans la valeur intrinsèque de nos positions et dans le potentiel de performance à long terme de nos fonds.

Le tableau ci-dessous illustre les performances au troisième trimestre et depuis le début d'année 2008, ainsi que celles de 2007, par rapport aux différents indices boursiers.

#### Sparinvest Global Value par rapport aux indices

	T3 2008	YTD	2007
Sparinvest Global Value (LU0138501191)	-12.12%	-29.82%	-1.04%
Indice MSCI World	-4.94%	-21.11%	-1.66%
Indice MSCI World Value	-1.83%	-21.79%	-6.74%
Indice MSCI World Growth	-7.88%	-20.53%	3.51%
Indice MSCI World Small Cap	-4.56%	-19.39%	-9.10%

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. ■

#### Marchés

Les trois derniers mois ont été historiques. Nous ne tenterons pas de résumer ici toutes les mauvaises nouvelles liées au secteur financier ce trimestre. À la date du présent bilan, un sentiment négatif domine et la panique gagne du terrain. Selon les médias, nous sommes à l'aube d'un cataclysme financier. Le secteur a joué aux chaises musicales pendant l'essentiel de l'année en cours et s'est récemment transformé en jeu de dominos, le manque de liquidités faisant tomber une pièce après l'autre. On a parfois eu l'impression que l'univers financier des dernières décennies touchait à sa fin et que la notion de marchés autoréglementés n'était qu'une illusion, détruite par une crise due à une cupidité et à un manque de contrôle sans précédent. Ces propos sont certes sévères, mais néanmoins plus proches de la réalité récente qu'on ne le souhaiterait.

S'agit-il de la fin du monde tel que nous le connaissons ? Probablement pas, mais il est certain que d'importants changements vont intervenir. Des banques et des établissements financiers disparaissent de la carte et les gouvernements s'impliquent de plus en plus, par le biais de plans de sauvetage et d'une réglementation accrue. Une amélioration de la transparence sera exigée dans le secteur financier et constituera l'essentiel de la solution visant à stabiliser les marchés à l'avenir.

Nous savons que les temps sont durs et que la performance de la plupart des investissements depuis le début de l'année est difficile à supporter. Dans les conditions de marché actuelles, nombreux sont ceux qui vendent des titres parce qu'ils y sont forcés, parce qu'ils ne croient plus à cette catégorie d'actifs ou parce qu'ils paniquent. Autrement dit, certaines personnes vendent sans tenir compte des fondamentaux à court ou à moyen termes et se débarrassent d'actions de sociétés pourtant saines. Ce qui montre bien que le marché actuel ne met pas l'accent sur les valeurs fondamentales, c'est que sur les 12 derniers mois, les 96 sociétés qui composent notre portefeuille ont dégagé un bénéfice net total de 35,6 milliards d'euros. Nos positions n'ont donc subi aucune perte de capital, mais plutôt une augmentation des parts pour les actionnaires. Cependant, les turbulences du marché ont fait dégringoler le cours de ces mêmes sociétés de 20 à 30%. De par notre expérience, nous pensons que le moment est venu d'acheter.

Nous nous soucions des fondamentaux, aussi bien à court terme qu'à long terme. Notre horizon d'investissement ne change pas, même lorsqu'un repli est prévu pour la plupart des économies mondiales. À nos yeux, dans les bons comme dans les mauvais moments, l'analyse minutieuse des sociétés et la fidélité à l'égard de notre stratégie d'investissement sont le secret d'une performance positive à long terme.

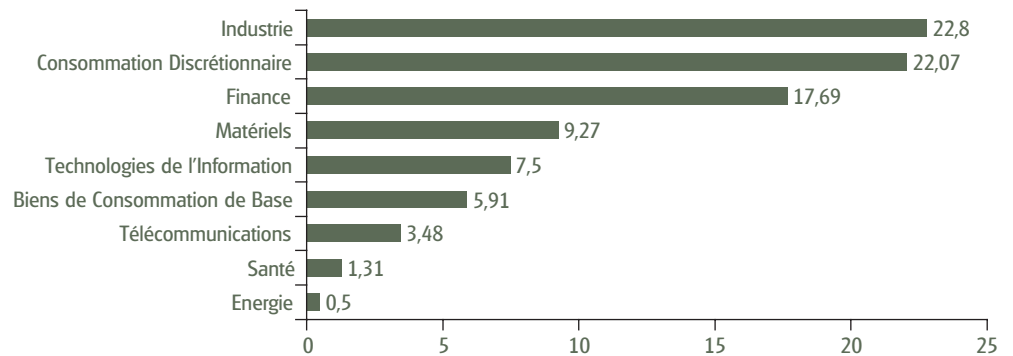
Même en tenant compte de la possibilité d'un recul des bénéfices pour un bon nombre de nos positions en portefeuille, les niveaux de bénéfices sur l'ensemble du cycle et la valeur des actifs montrent que notre portefeuille de sociétés est très bon marché. La correction des cours a été excessive par rapport à la valeur intrinsèque sous-jacente de nos sociétés. Les entreprises affichant un véritable historique de bénéfices sur l'ensemble du cycle et des bilans solides perdureront. Les cours des sociétés aussi bien cycliques que non-cycliques enregistrent une chute plus prononcée que ne le justifient les variations de leur valeur intrinsèque sous-jacente. Par conséquent, nos participations offrent une excellente valeur. Les ratios du portefeuille sont plus attrayants que jamais, avec une moyenne de 0,74 fois le ratio cours/ valeur comptable et une médiane de 4,5 fois le ratio valeur d'entreprise/ EBITDA (une mesure de la capacité bénéficiaire). Le ratio endettement net/ fonds propres est de 13% seulement, ce qui signifie que nos positions bénéficient d'une assise financière considérable par rapport à leurs pairs. La moitié des sociétés en portefeuille présentent des positions nettes en liquidités.

Il est vrai que le manque actuel de liquidités a des conséquences en dehors du secteur financier, et notamment sur notre portefeuille de sociétés, car il supprime une grande partie des fusions-acquisitions qui sont normalement conclues pendant un cycle économique baissier. Les acheteurs financiers ont disparu depuis longtemps et les acheteurs industriels, qui seraient généralement plus actifs dans des périodes comme celles-ci où les multiples de valorisation baissent, sont temporairement immobilisés par le manque de liquidités. Nous pensons qu'ils agiront une fois que les marchés auront recommencé à fonctionner normalement. De ce point de vue, le potentiel de fusions-acquisitions portant sur les positions de notre portefeuille est plus élevé que par le passé. ■

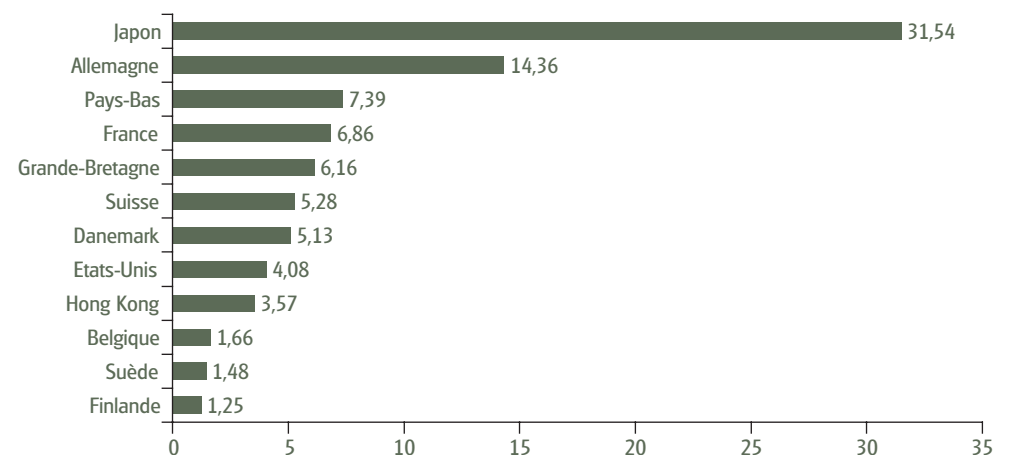
### Bilan du portefeuille

À la fin du trimestre, les liquidités représentaient 9,5% des actifs sous gestion. Le fonds avait 96 positions réparties selon les allocations sectorielle et géographique suivantes.

#### Allocation sectorielle (valeurs en%)



#### Allocation géographique (valeurs en%)



Nous avons réalisé trois nouveaux investissements sur le trimestre : Benetton Group, la société italienne d'habillement, Valero Energy, la raffinerie pétrolière américaine et UPM-Kymmene, entreprise finlandaise de papier et de pâte à papier.

Pour rééquilibrer l'ensemble de notre portefeuille, nous avons renforcé nos positions dans certains titres. Outre les sorties mentionnées ci-dessous, nous nous sommes séparés de deux petites positions dans le cadre de notre processus actuel d'élimination des positions très peu pondérées.

À la fin du trimestre, les dix premières positions représentaient 32,1% du portefeuille total.

Dix premières positions		
Société	Secteur	Poids
A.P. Moeller - Maersk A/S B	Industrie	3,79%
Hutchison Whamp/Hk0.25	Industrie	3,57%
J.Sainsbury Plc	Biens de Consommation de Base	3,57%
Nippon Tel&Tel	Télécommunications	3,48%
Frankfurt Airport Serv.Worldw.	Industrie	3,43%
Msig Holdings	Finance	3,21%
Roy.Philips Electr./Eur 0.2	Industrie	3,18%
Douglas Holding Ag	Consommation Discrétionnaire	2,84%
Gunma Bank Ltd	Finance	2,59%
Deutsche Postbank Ag/Namen-Akt	Finance	2,40%

Pendant le trimestre écoulé, nous avons pâti de notre exposition aux entreprises cycliques en général et, sur le plan géographique, de notre exposition aux valeurs industrielles allemandes. Devons-nous nous séparer des sociétés cycliques que nous détenons ? Certainement pas, car leurs cours tiennent déjà compte d'une récession importante. Pourquoi n'avons-nous pas acheté de titres liés aux matières premières et au pétrole ? Parce que nous les avons trouvés trop chers, à l'image de nombreuses entreprises non-cycliques. Nous pensons que nous avons raison de rester fidèles à notre modèle et à notre stratégie d'investissement qui consistent à privilégier les sociétés bon marché jouissant d'une capacité bénéficiaire à long terme et à éviter celles dont les bénéfices sont à leur pic.

S'agissant du secteur financier, nous avons fait l'erreur de ne pas nous rendre compte plus tôt de l'ampleur de la crise. Nous attribuons cette erreur au fait que certains systèmes et processus du marché financier ont tendance à être considérés comme évidents lors de l'analyse d'une société financière. Ces systèmes, tels que le prêt interbancaire, ont cessé de fonctionner ces trois derniers mois dans une mesure que peu avaient anticipée. Nous avons naturellement consciencieusement examiné notre exposition au secteur, comme en atteste notre attitude à l'égard de Dexia, décrite ci-dessous.

Notre exposition au Japon demeure élevée, notamment en raison de la vigueur relative récente de nos positions dans le pays. Grâce à des valorisations faibles (l'indice national TOPIX s'échange désormais à sa valeur comptable) et à une bonne santé financière, nous restons convaincus de la valeur à long terme de nos positions japonaises. Le contexte actuel met au jour la solidité des bilans japonais, les sociétés nippones se montrant prêtes à tirer parti des opportunités de fusions-acquisitions attrayantes à l'étranger révélées par la crise. La gestion et la gouvernance d'entreprise dans l'Archipel font actuellement l'objet d'un changement des comportements, les distributions de dividendes atteignant des niveaux record et l'efficacité du capital étant de plus en plus mise en avant. Citons à cet égard le management buyout récemment annoncé de Ten Arrows, que nous détaillons ci-dessous. ■

Ten Arrows, anciennement Charle Co, fait partie du fonds depuis son lancement. La société vend des sous-vêtements féminins par le biais du porte à porte et de réunions privées. Ten Arrows pouvait se targuer d'un bilan extrêmement solide et d'une position nette en liquidités équivalente à près de la moitié des fonds propres des actionnaires. Le titre affichait un cours bien inférieur à sa valeur comptable.

**Ten Arrows**  
Annonce d'un *management buyout*

Récemment, la société a toutefois vu ses ventes baisser, en raison d'une concurrence accrue et de la désaffection des consommateurs pour la vente en porte à porte. Vers la fin septembre 2008, la direction a décidé qu'une restructuration massive était nécessaire et qu'un retrait de la Bourse offrirait la meilleure plateforme pour une telle mesure. Ses membres ont donc lancé un management buyout (MBO), offrant aux actionnaires 800 yen par action. Il s'agissait là d'une prime de près de 60% sur le cours de l'action à la date de l'annonce, mais elle ne reflétait pas nécessairement le potentiel total de la société. L'implication tacite était que la direction, tout comme nous, pensait que les actions étaient nettement sous-évaluées.

Ten Arrows nous semble prouver la viabilité de notre processus d'investissement. Nous investissons dans des sociétés qui disposent d'un modèle d'entreprise durable à long terme, mais aussi d'un bilan solide, qui, comme dans le cas de Ten Arrows, offrira une protection considérable aux actionnaires si le modèle d'entreprise est remis en question. ■

**DEXIA**

Vendue à perte.

Dexia a été créée en 1996 suite à la fusion de Crédit Communal de Belgique et du Crédit Local de France. La société est basée en Belgique et opère dans deux domaines principaux : la banque de détail (avec 5,5 millions de clients en Belgique, au Luxembourg, en Slovaquie et en Turquie) et le financement du secteur public.

Nous avons acquis des actions en décembre 2006 pour la première fois, à un prix d'environ 20,80 EUR. L'action semblait s'échanger à des niveaux raisonnables, aussi bien sur la base des bénéfices que des actifs, et offrait un rendement sur dividende généreux. Les ratios de fonds propres et de solvabilité étaient solides et la direction bénéficiait d'un historique prudent d'aversion au risque. Le groupe voyait ses bénéfices augmenter régulièrement et générait un rendement sur fonds propres de plus de 20%.

Pour Dexia et FSA, sa filiale américaine active dans le domaine de l'assurance obligataire, le contexte opérationnel est aujourd'hui complètement différent de celui de notre investissement initial. Le risque a augmenté et la visibilité sur le bilan a diminué, ce qui endommage particulièrement le scénario d'investissement et supprime toute certitude quant au calcul d'une marge de sécurité. Nous avons donc décidé de clôturer notre position dans Dexia en septembre 2008, obtenant à cette occasion un prix moyen de 9 EUR, soit une perte totale sur l'investissement d'environ 55%. Si nous ne sommes absolument pas satisfaits de ce résultat, nous estimons qu'il est important d'appliquer nos critères d'investissement avec discipline, non seulement lors de l'entrée, mais aussi de la sortie. ■

**FPIC**

Objectif atteint

FPIC (First Professionals Insurance Company) offre des services d'assurance en responsabilité civile aux professionnels du corps médical tels que les médecins, dentistes et prestataires de soins de santé. Basée en Floride, FPIC propose des polices d'assurance dans 14 États des États-Unis.

Nous avons acquis des actions FPIC en juin 2002 pour la première fois, au prix de 15,30 dollars par action environ. La fin des années 1990 et le début des années 2000 ont été difficiles pour les compagnies d'assurance médicale. Une concurrence excessive a fait tomber les primes à des niveaux rendant tout bénéfice presque impossible, ce qui s'est traduit par une réduction des réserves par rapport à l'ampleur des risques assurés.

Ce contexte a fait plonger les cours des actions du secteur et nous a permis d'investir dans FPIC en dessous de sa valeur comptable. Les bénéfices de la société avaient effectivement souffert mais nous étions impressionnés par la discipline de la direction. FPIC affirmait que

les tarifs agressivement faibles de ses concurrents étaient irrationnels car ils affecteraient leur assise financière à long terme et augmenteraient les risques pour les assurés et les actionnaires. FPIC s'est engagée à pratiquer des tarifs raisonnables et a vu ses réserves progresser en 2000 et en 2001.

La direction a adopté par ailleurs des mesures agressives de réduction des ratios de pertes, développant des directives de souscription et des programmes de gestion de risques plus stricts pour les assurés.

Le comportement de FPIC a été récompensé. Nombre d'acteurs de taille ont disparu du marché et les prix se sont progressivement redressés. Depuis, FPIC a graduellement augmenté sa base d'assurés ainsi que les primes souscrites et ses actions ont régulièrement pris de la valeur. Nous avons décidé de céder notre participation en septembre 2008, à 1,5 fois la valeur comptable. Nous avons obtenu un prix moyen d'environ 50,00 dollars, soit trois fois plus que le prix initialement payé pour les actions, soit un rendement annuel de 20,9%. ■

## National Presto Objectif atteint

National Presto a démarré ses activités dans le Nebraska, aux États-Unis, en 1905 dans la fabrication d'équipements de mise en conserve. La société produit aujourd'hui des appareils électroménagers, tels que des autocuiseurs, des friteuses, des appareils à popcorn et des fours à pizza, ainsi que des produits divers liés à la défense.

Nous avons acheté ses actions pour la première fois en mars 2002, au prix d'environ 28,00 dollars. L'historique de bénéfices était solide, mais les marges des appareils électroménagers souffraient temporairement des inefficacités en matière de production et de la hausse des frais de publicité. Les actions étaient tombées en dessous de leur valeur comptable, malgré une position nette en liquidités à peu près égale à la capitalisation boursière.

Depuis, la direction a remis la société sur pied. Sur le front des appareils électroménagers, les ventes au client principal, Wal-Mart, ont régulièrement baissé, mais de nouveaux canaux de vente et une efficacité accrue ont rendu sa santé à la division. Parallèlement, National Presto a utilisé ses liquidités abondantes pour développer une seconde activité de base, la production de munitions et d'autres produits pour le département américain de la Défense, à commencer par une acquisition en 2000. En 2007, cette division a pris le dessus sur les appareils électroménagers aussi bien en termes de chiffre d'affaires que de bénéfices.

Nous avons choisi de vendre notre position dans National Presto pendant l'été 2008, car les actions avaient atteint notre objectif de valeur intrinsèque. Le prix de vente moyen était d'environ 77,00 dollars, ce qui représente un rendement annuel de 22% sur notre investissement initial, dividendes inclus. ■

## Perspectives

Ces trois à six derniers mois, nous avons un peu commencé à éprouver les mêmes sensations que Bill Murray dans « Un jour sans fin », en revivant le même scénario jour après jour, dans un contexte de flux ininterrompu de mauvaises nouvelles, de marchés baissiers, de pessimisme croissant et de gros titres apocalyptiques à la une des journaux.

Ce n'est pas la fin du monde. Les temps sont plus durs qu'ils ne l'ont été ces dernières décennies, la patience est donc vitale. Il est important de réaliser que les efforts déployés par les hommes politiques et les autorités de réglementation pour sauver le système financier n'auront pas tous les effets escomptés dès leur mise en œuvre. Le secteur

financier est essentiel et il lui faudra un certain temps pour retomber sur ses pieds, mais les marchés finiront par se normaliser, un phénomène qui intervient souvent lorsque la majorité des acteurs du marché s'y attend le moins. Il convient de noter que, par le passé, une grande partie des performances totales des investissements en actions a été réalisée lors de brèves reprises de marché, pendant lesquelles il est crucial d'être investi.

Comme nous l'avons expliqué précédemment, une récession entraînera une utilisation temporairement réduite des capacités de production avec des retombées sur les bénéfices. À 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 tant par le désendettement des ménages que par une hausse des prix, ce qui pèse inévitablement sur les bénéfices des entreprises. Il convient donc de se demander non pas si les secteurs cycliques vont réduire leurs prévisions bénéficiaires à court terme, mais plutôt de combien. Pourtant, les valorisations de nombreuses sociétés montrent qu'un impact important est d'ores et déjà anticipé, ce qui nous rassure. Les cours de nos sociétés, et notamment du segment cyclique, incorporent désormais de fortes décotes par rapport à leurs multiples historiques moyens, ce qui indique un découplage notable avec les fondamentaux.

Il n'y a pas que des mauvaises nouvelles. Nous avons affirmé par le passé que les matières premières et le pétrole constituaient la dernière bulle existante du marché. Depuis juillet, cette bulle a largement éclaté, ce qui pourrait soulager quelque peu l'industrie et les consommateurs mondiaux dans un contexte de hausses ininterrompues des coûts. Au moment de la rédaction de ce communiqué, plusieurs banques centrales ont annoncé des baisses de taux coordonnées, sans exclure la possibilité de nouveaux assouplissements futurs. Les perspectives ne sont donc pas complètement sombres.

Le monde a connu des crises économiques et boursières auparavant, peut-être pas aussi graves que celle-ci, mais il finira bien par retomber sur ses pieds. Dans un tel contexte, nous pensons qu'il est plus que jamais essentiel de rester disciplinés et fidèles à notre stratégie. Nous continuons de nous concentrer sur la valeur opérationnelle de nos sociétés et non sur les variations du cours des actions à court terme. En décidant d'investir en actions, on s'expose au risque de marché. Quoi qu'il en soit, le risque lié aux titres individuels peut être minimisé grâce à une recherche minutieuse. Cette approche a conduit à la constitution d'un portefeuille de sociétés disposant d'une capacité bénéficiaire impressionnante sur le long terme ainsi que des bilans solides. Même si nous avons constaté l'extrême volatilité des marchés au cours du dernier trimestre, l'incertitude et la panique dont ils ont été la proie, et si nous décelons peu de signes d'amélioration de la situation à court terme, nous sommes réellement optimistes à l'égard du potentiel futur de nos investissements du fait de la qualité des sociétés que nous détenons en portefeuille. ■

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

Sparinvest Asset Management

Jens Moestrup Rasmussen  
Chief Portfolio Manager  
Le 10 octobre 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.