

Global Small Cap Value

Lettre trimestrielle

T3 2008

Performances

Performance T3 -6,77%

Cher investisseur,

Le fonds Sparinvest Global Small Cap Value a beaucoup souffert au troisième trimestre 2008, à l'image des marchés boursiers mondiaux. Le fonds a perdu 6,77% dans cette période, et sa performance depuis le début de l'année est de -20,13% (au 30.09.08).

Dans l'ensemble, les marchés des actions de petites capitalisations, tels que mesurés par l'indice MSCI World Small Cap, ont perdu 4,56% sur le trimestre, tandis que le MSCI World et le MSCI World Value ont baissé de 4,94% et 1,83% 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 Small Cap Value par rapport aux indices			
	Q3 2008	YTD	2007
Sparinvest Global Small Cap Value	-6,77%	-20,13%	-14,99%
Indice MSCI World Small Cap	-4,56%	-19,39%	-9,10%
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%

Les indices MSCI World Small Cap, MSCI World, MSCI World Value et MSCI World Growth 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. 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.

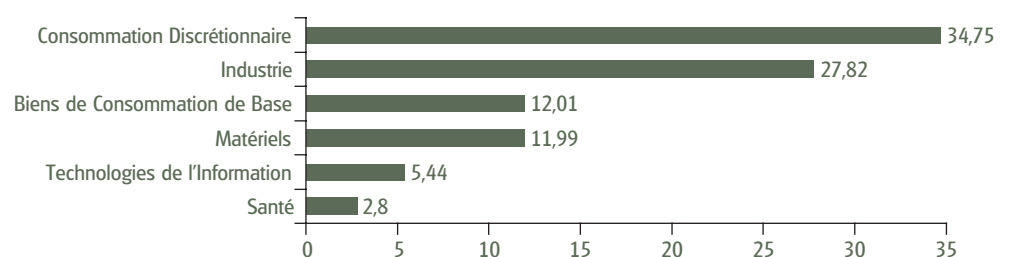
Même en tenant compte de la possibilité d'un recul des bénéfices pour un bon nombre de nos positions en portefeuille, les niveaux de bénéfices sur l'ensemble du cycle et la valeur des actifs montrent que notre portefeuille de sociétés est très bon marché. La correction des cours a été excessive par rapport 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.

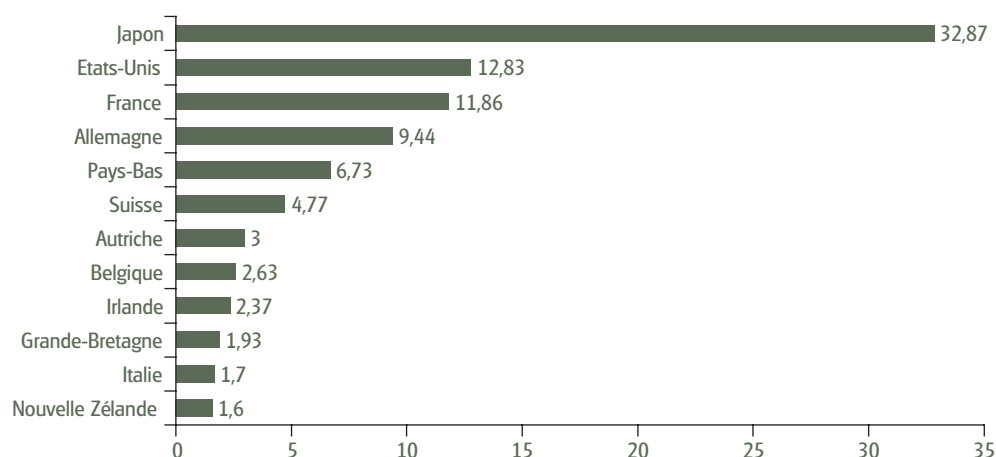
Il est vrai que le manque actuel de liquidités a des conséquences en dehors du secteur financier, et notamment sur notre portefeuille de sociétés, car il supprime une grande partie des fusions-acquisitions qui sont normalement conclues pendant un cycle économique baissier. Les acheteurs financiers ont 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 5,2% des actifs sous gestion. Le fonds avait 59 positions réparties selon les allocations sectorielle et géographique suivantes.

Allocation sectorielle (valeurs en %)



Allocation géographique (valeurs en %)

Sur le trimestre, nous avons réalisé un seul investissement dans la société allemande de conseil IDS Scheer et renforcé six valeurs du portefeuille.

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

Dix premières positions

Société	Pays	Secteur	Poids
Ten Arrows Co Ltd *Opa*	Japon	Consommation Discrétionnaire	3,23%
Miba Ag -Priv.-B-	Autriche	Consommation Discrétionnaire	3,00%
Scholastic Corp.	Etats-Unis	Consommation Discrétionnaire	2,98%
Ste L D C Sa	France	Biens de Consommation de Base	2,80%
Loeb Hld /B.Part.	Suisse	Consommation Discrétionnaire	2,68%
Tessengerlo Chemie	Belgique	Matériels	2,63%
Werner Enterprises Inc	Etats-Unis	Industrie	2,50%
Arctic Cat Inc	Etats-Unis	Consommation Discrétionnaire	2,47%
Nsc Groupe	France	Industrie	2,46%
Rsdb Nv	Pays-Bas	Industrie	2,23%

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.

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

Annonce d'un *management buyout*

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.

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. ■

Chofu Seisakusho

Vendu à perte

Créé dans le Japon de l'après-guerre, Chofu Seisakusho était un fabricant d'appareils de chauffage au kérosène utilisés pour sécher le riz. Aujourd'hui, ses principaux produits sont différents types de chauffe-eau, ainsi que des climatiseurs, des systèmes à production combinée et des éléments de cuisine et de salle de bain.

L'action faisait partie du portefeuille depuis le lancement du fonds. Lorsque nous avons initialement investi dans Chofu Seisakusho, le titre affichait une forte décote par rapport à sa valeur comptable, en dépit d'un bilan riche en liquidités.

Ces dernières années, le bilan est resté solide et les ventes ont augmenté, mais les marges bénéficiaires ont souffert. Le coût des matières premières a grimpé et le prix du pétrole a pesé sur la demande de chauffe-eau au mazout, le produit le plus rentable de la société. Nous avons longuement discuté de ces problèmes avec la direction. La société a tenté d'augmenter les prix de ses produits et de doper les ventes rentables à l'étranger, mais les efforts de restructuration de la direction n'ont pas, à notre avis, tenu compte de l'urgence de la situation. Nous avons donc décidé de céder notre position dans Chofu Seisakusho pendant l'été 2008, réalisant une perte totale sur l'investissement initial de 11,2%, soit 6,6% en données annualisées. ■

Perspectives

Nous vivons une période historique et beaucoup de choses peuvent avoir changé entre la rédaction et la lecture de cette lettre. Ce dont nous sommes certains, c'est que, pendant les crises ou les ralentissements économiques, les facteurs comportementaux influencent la valorisation des sociétés. La situation actuelle ne saurait faire figure d'exception: l'influence comportementale est effectivement plus importante que jamais. L'extrême incertitude

quant à l'état de l'économie est intensifiée par la crise du secteur financier, qui incite les investisseurs à se concentrer sur le court terme, et non sur le potentiel bénéficiaire à long terme.

Nous continuons d'attendre que le marché se normalise et s'intéresse à nouveau aux fondamentaux. Mais les plans récents de sauvetage du secteur bancaire constituent déjà un pas dans la bonne direction. Au moment de la rédaction de ce communiqué, il est difficile de déterminer si les plans annoncés jusqu'ici suffiront, mais il ne fait aucun doute que la reprise prendra du temps, et n'interviendra pas dans un avenir proche. La patience est une qualité essentielle dans des périodes comme celle que nous vivons. L'histoire montre que les marchés commencent à s'intéresser aux sociétés de qualité au fur et à mesure que les récessions économiques s'atténuent.

La grande majorité des titres de notre portefeuille réalisent toujours des bénéfices : ils ont généré 693 millions d'EUR ces 12 derniers mois, soit un rendement sur fonds propres d'environ 3,2%. Grâce à leurs bénéfices stables et à leurs perspectives solides, la valeur intrinsèque de nos positions a très peu changé. Il convient cependant d'établir un parallèle entre ces données et le cours des actions, qui a cédé près de 35% sur la même période. Ceci permet d'observer dans quelle mesure l'évolution du marché actuel est guidée par des considérations et des facteurs comportementaux à court terme, et non par la valeur à long terme des sociétés.

Naturellement, les chutes brutales des cours boursiers sont parfois justifiées, mais un examen global du portefeuille révèle une diversification en termes de nombre de positions, de zones géographiques et de secteurs. Il n'est pas directement exposé aux financières, n'est pas endetté (ratio endettement net/ fonds propres de -0,37%) et est valorisé à un ratio cours/ valeur comptable historiquement faible de 0,64. Nous estimons que nos investisseurs peuvent dormir sur leurs deux oreilles.

Notre processus et notre stratégie solides nous orientent vers des secteurs et régions qui ne sont pas très prisés par les marchés, mais qui présentent toutefois un risque limité de perte permanente du capital. La crise actuelle nous semble similaire à d'autres crises passées et nous avons commencé à acheter alors que certains investisseurs vendaient. Nous sommes convaincus que notre approche récompensera les clients à long terme par des rendements positifs. ■

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

Sparinvest Asset Management

Kasper Billy Jacobsen
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.