

European Value

Lettre trimestrielle

T3 2008

Performances

Performance T3 -15,25%

Cher investisseur,

Le fonds Sparinvest European Value a beaucoup souffert au troisième trimestre 2008, à l'image des marchés boursiers mondiaux. Le fonds a perdu 15,25% sur la période, et sa performance depuis le début de l'année est de -32,00% (au 30.09.08).

Les marchés actions européens, tels que mesurés par l'indice MSCI Europe, ont perdu 11,13% sur le trimestre, tandis que le MSCI Europe Value et le MSCI Europe Small Cap ont baissé de 10,94% et 17,43% respectivement. Les valeurs de croissance européennes ont elles aussi affiché une performance médiocre, avec un rendement de -11,32%.

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 European Value par rapport aux indices			
	T3 2008	YTD	2007
Sparinvest European Value (LU0264920413)	-15.25%	-32.00%	-4.13%
Indice MSCI Europe	-11.13%	-27.77%	2.69%
Indice MSCI Europe Value	-10.93%	-30.67%	-2.38%
Indice MSCI Europe Growth	-11.33%	-24.88%	7.82%
Indice MSCI Europe Small Cap	-17.08%	-31.23%	-7.51%

Les indices MSCI Europe, MSCI Europe Value, MSCI Europe Growth et MSCI Europe 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. 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.

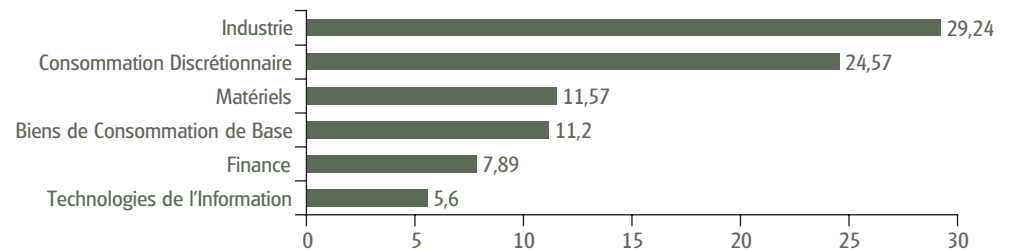
Même en tenant compte de la possibilité d'un recul des bénéfices pour un bon nombre de nos positions en portefeuille, les niveaux de bénéfices sur l'ensemble du cycle et la valeur des actifs montrent que notre portefeuille de sociétés est très bon marché. La correction des cours a été excessive par rapport 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 0,80 fois le ratio cours/ valeur comptable et une médiane de 4,2 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. ■

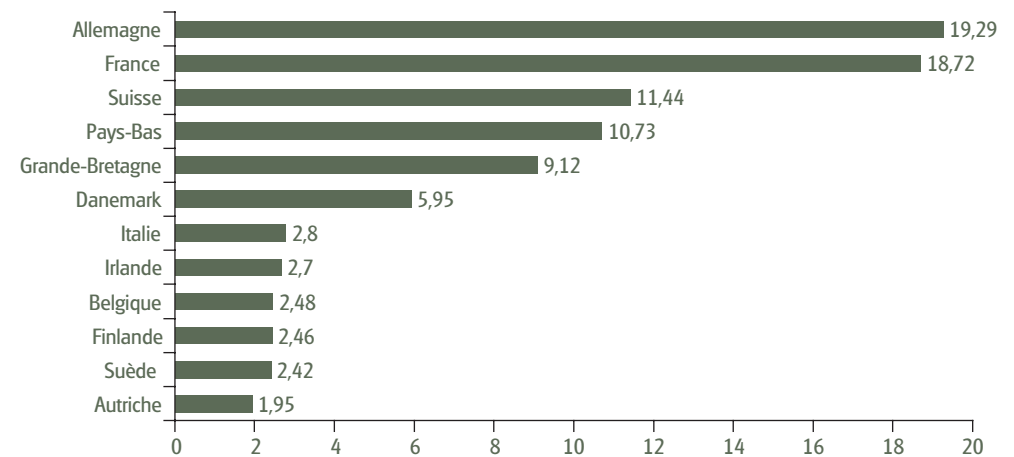
Bilan du portefeuille

À la fin du trimestre, les liquidités représentaient 9,9% des actifs sous gestion. Le fonds avait 65 positions réparties selon les allocations sectorielle et géographique suivantes.

Allocation sectorielle (valeurs en %)



Allocation géographique (valeurs en %)



Nous avons réalisé trois nouveaux investissements durant le trimestre : Benetton Group, la société italienne d'habillement, IDS Scheer, la société allemande de conseil 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 existants.

À la fin du trimestre, les dix premières positions représentaient 27,5% du portefeuille total.

Dix premières positions			
Société	Pays	Secteur	Poids
A.P. Moeller - Maersk A/S B	Danemark	Industrie	3,69%
J.Sainsbury Plc	Grande-Bretagne	Biens de Consommation de Base	3,08%
Frankfurt Airport Serv.Worldw.	Allemagne	Industrie	3,04%
Koninklijke Dsm Nv	Pays-Bas	Matériels	2,90%
Roy.Philips Electr./Eur 0.2	Pays-Bas	Industrie	2,82%
Tessenderlo Chemie	Belgique	Matériels	2,48%
Ericsson Tel. B	Suède	Technologies de l'Information	2,42%
Renault Sa	France	Consommation Discrétionnaire	2,40%
Ste L D C Sa	France	Biens de Consommation de Base	2,33%
Peugeot Sa	France	Consommation Discrétionnaire	2,30%

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. ■

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

Perspectives

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. ■

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 bénéfiques. À plus long terme, toutefois, les capacités de production restent un atout solide et durable, assurant les bénéfiques 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 bénéfiques 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.