

European Value

Lettre trimestrielle

T4 2008

Performances

Performance T4 -23,53%
Performance 2008 -48,00%

Cher investisseur,

L'année 2008 a été marquée par des conditions très défavorables pour les investisseurs en actions, les marchés boursiers internationaux ayant été frappés par une crise financière mondiale d'une ampleur sans précédent et par l'émergence d'une récession. Mais indépendamment du contexte, nous sommes extrêmement déçus par la performance du fonds Sparinvest European Value, qui a perdu 23,53% au quatrième trimestre et 48,00% sur l'année.

Naturellement, ces résultats ne nous réjouissent pas. Au dernier trimestre 2008, les valeurs cycliques européennes ont continué de pâtir de cette situation, ce qui a beaucoup affecté notre performance. Cependant, comme nous l'expliquons ci-après, nous demeurons convaincus des atouts de notre stratégie d'investissement et du potentiel à long terme de notre portefeuille.

Le marché des actions européennes, tel que mesuré par l'indice MSCI Europe, a perdu 43,65% en 2008, tandis que le MSCI Europe Value et le MSCI Europe Small Cap ont baissé respectivement de 46,52% et 51,87%. Les valeurs de croissance ont elles aussi affiché une performance médiocre, avec un rendement de -40,76%.

Le tableau ci-dessous présente la performance du fonds au quatrième trimestre, en 2007 et en 2008 par rapport à celle de différents indices de marchés.

Sparinvest European Value par rapport aux indices

| | T4 2008 | YTD | 2007 |
|--|---------|---------|--------|
| Sparinvest European Value (LU0264920413) | -23,53% | -48,00% | -4,13% |
| Indice MSCI Europe | -21,98% | -43,65% | 2,69% |
| Indice MSCI Europe Value | -22,86% | -46,52% | -2,38% |
| Indice MSCI Europe Growth | -21,13% | -40,76% | 7,82% |
| Indice MSCI Europe Small Cap | -30,01% | -51,87% | -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

L'année 2008 a été extraordinaire à tous les égards. Au fil des trimestres, les observateurs ont dû fournir de nouvelles explications à l'aggravation de la crise. Cette dégradation s'est poursuivie au dernier trimestre, les turbulences du monde financier s'accompagnant alors de signes croissants de récession mondiale.

Nous n'avons pas l'intention de résumer ici ces événements désastreux. Nous savons tous qu'il s'agit là d'un repli significatif. Des emplois sont supprimés, des usines sont fermées, certaines temporairement et d'autres définitivement, et de nombreuses sociétés font faillite. Les interventions des gouvernements ne cessent d'augmenter, aussi bien sous la forme de réglementations que d'injections de capitaux.

Lors de tout repli économique, la baisse des bénéfices pèse sur le cours des actions, surtout pour les sociétés cycliques. Cette fois-ci, la crise financière a accentué ce phénomène.

L'association de plusieurs facteurs, tels que la peur, le risque de contrepartie, le manque de liquidités et les ventes forcées, ont créé un contexte dans lequel les cours boursiers ont réagi aux nouvelles de manière exagérée, évoluant parfois dans des directions contraires aux fondamentaux.

Prenons l'exemple de Volkswagen. Mi 2008, l'action du constructeur s'est envolée avant de dégringoler en raison d'une couverture des positions vendeuses dictées par la panique, après l'effondrement de Lehman Brothers. En 24 heures, la capitalisation boursière de Volkswagen a augmenté et baissé de 150 milliards d'euros, un chiffre supérieur aux capitalisations de Toyota, Honda, Ford, GM, Renault, Peugeot, Fiat et BMW réunies. Cet exemple montre à quel point les marchés ont ignoré les fondamentaux cette année.

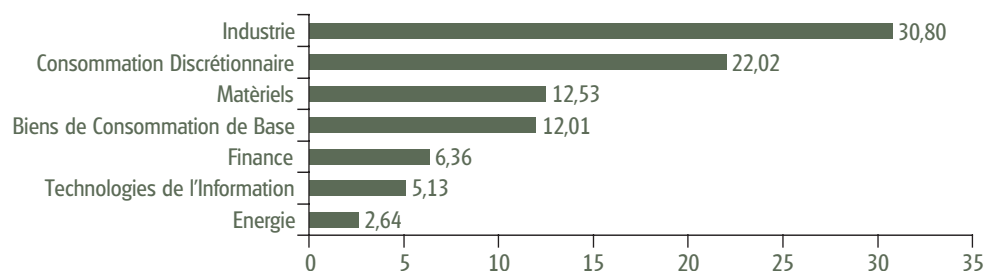
Naturellement, ce type de marché est profondément frustrant. Il est difficile de voir le cours de sociétés solides chuter, surtout lorsqu'une telle chute est déclenchée par des facteurs temporaires, voire irrationnels. Cependant, en qualité d'investisseurs « value », nous ne tentons pas de miser sur le cycle économique ni de spéculer sur le sentiment à court terme des marchés. Nous nous concentrons sur les sociétés mêmes et investissons dans une optique de prise de participation dans ces sociétés.

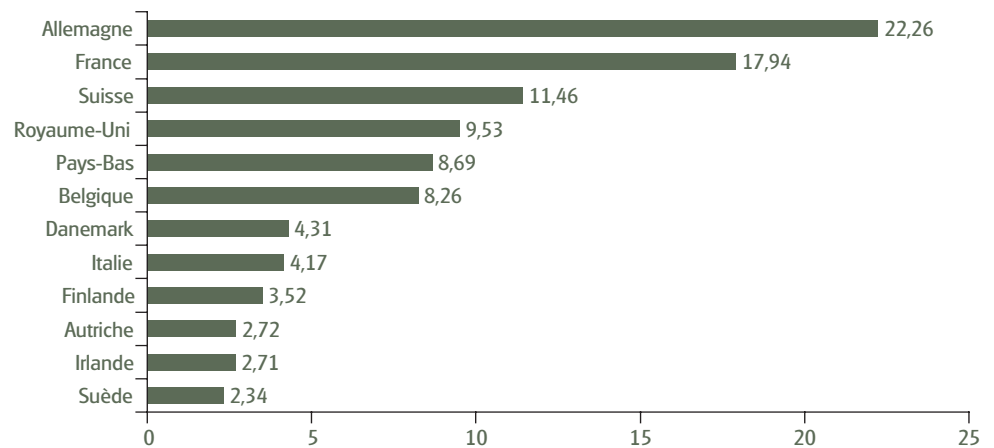
Même si l'attention du marché s'est concentrée sur d'autres facteurs en 2008, elle se recentrera en définitive sur les fondamentaux. Sans vouloir avancer de délais, nous pouvons affirmer que les craintes finiront par se dissiper et que les sociétés robustes seront récompensées. ■

Bilan de portefeuille

A la fin du trimestre, les liquidités représentaient 8,4% des actifs sous gestion. Le fonds avait 68 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 : nous avons acquis des parts dans Royal Dutch Shell et OMV of Austria, deux sociétés pétrolières et gazières intégrées, et investi dans Haulotte Group, un fabricant français de grues hydrauliques.

Pour rééquilibrer l'ensemble de notre portefeuille, nous avons renforcé nos positions dans certains titres. Etant donné la faiblesse persistante des marchés boursiers au quatrième trimestre, nous n'avons cédé aucune position.

A la fin du trimestre, les dix premières positions représentaient 26,39% du portefeuille total.

Dix premières positions

| Société | Pays | Secteur | Poids |
|---------------------------------|-------------|-------------------------------|-------|
| J.Sainsbury PLC | Royaume-Uni | Biens de Consommation de Base | 3,14% |
| Hochtief A.G. | Allemagne | Industrie | 3,01% |
| A.P. Moeller - Maersk A/S B | Danemark | Industrie | 2,99% |
| Ste L D C SA | France | Biens de Consommation de Base | 2,68% |
| Roy.Philips Electr./Eur 0,2 | Pays-Bas | Industrie | 2,65% |
| Frankfurt Airport Serv. Worldw. | Allemagne | Industrie | 2,61% |
| Buzzi Unicem | Italie | Matériels | 2,50% |
| Ericsson Tel. B | Suède | Technologies de l'Information | 2,31% |
| Bqe.Cantonale Vaudoise/Nom. | Suisse | Finance | 2,30% |
| Salzgitter AG | Allemagne | Matériels | 2,20% |

Perspectives

L'évolution des marchés boursiers a tendance à devancer celle de l'économie sous-jacente, un phénomène qui s'est très certainement concrétisé cette fois-ci. Il ne fait aucun doute que le monde sera confronté, au cours des prochains trimestres, à une récession économique majeure, ce qui se traduira par une chute des taux de croissance et des bénéfices des entreprises à l'échelle internationale. Il n'existe aucun raccourci, aucune solution miracle aux problèmes de l'économie mondiale. Quoi qu'il en soit, une bonne partie de cette débâcle est d'ores et déjà prise en compte dans les cours boursiers. Les marchés actions ont subi de fortes baisses et nos positions en ont également pâti. Plusieurs des sociétés « value » que nous détenons étaient déjà bon marché et le sont devenues davantage, d'autant plus que le pessimisme extrême a incité de nombreux investisseurs à éviter complètement certains secteurs et même certaines catégories de titres en général.

Comment avons-nous donc réagi face à ces marchés volatils ? Citons ici Benjamin Graham: « *Au fond, les variations des cours n'ont qu'une seule signification pour un investisseur sérieux. Elles lui donnent l'occasion d'acheter judicieusement lorsque les prix s'effondrent et de vendre judicieusement lorsqu'ils s'envolent. Le reste du temps, il a tout intérêt à oublier les soubresauts de la Bourse et à se concentrer sur le taux de rendement des dividendes et le résultat d'exploitation des sociétés dans lesquelles il investit* ».

En 2008, nous n'avons donc pas changé notre manière d'agir : nous nous sommes concentrés sur notre processus d'investissement discipliné aussi bien pour nos investissements existants que pour des nouvelles positions potentielles. Nous avons ratissé le marché pour dénicher des actions assorties de décotes attrayantes par rapport à leur valeur intrinsèque. Autrement dit, nous avons profité du climat prévalant à court terme et de la peur ambiante pour acheter de bonnes actions à des prix dérisoires et avons ajouté dix nouvelles positions en 2008.

Nous avons surveillé rigoureusement nos positions existantes pour vérifier la stabilité de leur valeur intrinsèque. Dans deux cas, Dexia et Agfa, de sérieux doutes nous ont incités à liquider nos participations. Mais pour nos autres positions, le scénario d'investissement demeure extrêmement solide. Même si cela est difficile à croire étant donné le contexte actuel, leurs fondamentaux n'ont pas changé radicalement et leur potentiel à long terme demeure intact. Les cours boursiers ont certes baissé mais cette baisse ne transforme pas pour autant une bonne société en une mauvaise société.

Pourquoi avons-nous toujours confiance en nos positions ? Tout relève de notre processus d'investissement initial et de la priorité accordée au bilan et à la capacité bénéficiaire à long terme. Ces dernières années, il y a eu beaucoup d'agitation au sujet du coût des fonds propres, ce qui a poussé de nombreuses sociétés à s'endetter davantage. Elles ressentent désormais le fardeau d'un tel endettement et subissent un peu partout dans le monde une sorte de « test de résistance » au niveau de leur santé financière. Pour reprendre un thème de film évoqué dans notre dernière lettre, la situation nous fait penser au sous-marin, dans le film classique « Das Boot », dont la coque grince et gémit sous la pression de l'eau à des profondeurs extrêmes. Notre processus vise à identifier les sociétés aptes à résister à la pression financière des cycles baissiers, à s'en sortir et à générer des bénéfices solides à long terme.

Par exemple, nous éliminons systématiquement les sociétés assorties d'un passif lié à des contrats de crédit-bail ou des régimes de retraite. Ces engagements ne sont pas des dettes en tant que telles mais peuvent exercer des pressions similaires sur le bilan dans les périodes difficiles. Des exemples concrets de ce phénomène sont constatés aujourd'hui. Prenons le cas du distributeur américain Circuit City, une société dans laquelle nous n'avons pas investi, qui a fait faillite début novembre, et qui faisait face à des difficultés provenant à la fois d'un niveau d'endettement élevé et d'obligations de leasing.

Nous ne prétendons pas nier que de nombreuses sociétés, y compris nos positions, sont actuellement confrontées à des bénéfices faibles. Pourtant, les récessions constituent un aspect inévitable de tout investissement. C'est la raison pour laquelle nous avons tellement axé notre processus sur l'évaluation des bénéfices à travers les différents cycles économiques. Sauf si l'on est persuadé qu'il s'agit véritablement de l'apocalypse, le cycle finira bien par s'orienter de nouveau à la hausse. Il ne faut pas oublier qu'historiquement,

certaines des années les plus favorables aux investisseurs en actions ont suivi des périodes extrêmement difficiles où les évaluations étaient au plus bas, exactement comme dans la situation actuelle.

Même si l'on tient compte de la révision à la baisse des prévisions de bénéfices à court terme, les actions, de manière générale, et nos positions tout particulièrement, sont bon marché. Le simple fait qu'un bon nombre de sociétés passe chaque mois nos premiers filtres d'évaluation avec succès constitue un autre indicateur du faible niveau des valorisations: nous avons vu ces chiffres s'envoler en 2008. Enfin, examinons l'évaluation même de notre fonds: des ratios cours/valeur comptable de 0,79 et endettement net/fonds propres de tout juste 14,9% (hors valeurs financières). Etant donné les chutes des cours boursiers de l'année dernière, ces faibles valorisations peuvent paraître une bien maigre consolation mais la décote du portefeuille par rapport à sa valeur intrinsèque n'a jamais été aussi élevée, ce qui est un très bon signe en termes de performances futures.

Nous ne sommes aucunement satisfaits de la performance du fonds au cours de l'année passée. Mais nous avons souvent répété que les investisseurs « value » pouvaient parfois passer pour les élèves insensés de la classe et que la condition de la réussite exigeait de la part d'un investisseur qu'il fasse preuve de résistance et qu'il ait confiance en la valeur inhérente à ses positions. Vous devez camper sur vos positions dans les bons comme dans les mauvais moments car si l'investissement « value » ne génère pas toujours des rendements immédiats, il dégage des performances solides à long terme. La reprise mondiale ne se fera pas en un jour. Les mesures des gouvernements finiront par produire leurs effets mais il est tout aussi vital que les banques recommencent à prêter. Pourtant, même à l'heure actuelle, alors que le sentiment économique est au plus bas, nous sommes convaincus que la vigueur et la faible valorisation de notre portefeuille nous permettront de surmonter cette période difficile et de générer des rendements compétitifs à long terme. ■

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

Sparinvest Asset Management

Jens Moestrup Rasmussen
Chief Portfolio Manager
Le 13 janvier 2009

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.