



## Actions « Value »

### Titres

- Des sociétés de qualité
- Valorisations
- Caractère cyclique des bénéfices
- Déflation des actifs
- Marchés des fusions-acquisitions
- Retour au bon sens de base

*Cher Investisseur,*

2009 a commencé plus ou moins comme avait terminé 2008, avec une confiance quasi inexistante en l'avenir du système financier et une récession mondiale qui s'est propagée en cascade. Les sociétés ont revu leurs perspectives à la baisse et fait part de leurs inquiétudes sur les profits à court terme. Comme les marchés boursiers le montrent depuis un certain temps, le monde traverse aujourd'hui une grave récession. La vraie question est de savoir combien de temps elle durera mais nous ne tenterons pas d'y répondre. Toutefois, à l'heure où l'essentiel des nouvelles économiques sont très déprimantes, il convient de noter qu'au cours des récessions antérieures aux Etats-Unis, les marchés boursiers ont eu tendance à atteindre leur niveau plancher bien avant que les données économiques ne redeviennent positives.

S'agissant de nos portefeuilles, nous estimons qu'une grave récession est d'ores et déjà largement anticipée dans leur valorisation. Les titres cycliques ont été largement revus à la baisse, mais nous avons identifié ces dernières semaines des signes timides indiquant que le marché commençait à ouvrir les yeux et à se rendre compte que les sociétés les plus cycliques survivraient malgré tout. Nous ne sommes pour autant pas exagérément optimistes et notre style d'investissement ne consiste pas à identifier les signes d'un retournement du marché. Nous préférons nous concentrer sur les qualités fondamentales et les valorisations de nos investissements à long terme.

### Des sociétés de qualité

Nous parlons beaucoup de la solidité des bilans. Un bon nombre des questions spécifiques sur lesquelles nous nous concentrons attirent aujourd'hui l'attention : le risque de dépréciation du goodwill et d'autres immobilisations incorporelles ou les engagements de retraits et de loyers, qui pèsent autant sur les finances des

entreprises que la dette. Les bilans des sociétés de nos portefeuilles sont très sains par rapport à ceux d'indices boursiers plus larges et nos positions présentent des niveaux d'endettement ainsi que des engagements de retraites et de loyers inférieurs. En outre, leurs immobilisations incorporelles, tel que le goodwill, sont plus limitées. Ces sociétés disposent non seulement des meilleures chances de survivre à la crise, mais aussi d'une vigueur capitalistique qui leur permettra de s'imposer et d'exploiter des opportunités.

## Valorisations

Nos portefeuilles affichent des valorisations extrêmement faibles. Les valorisations moyennes des fonds ressortent des lettres trimestrielles publiées sur les différents fonds. Quoi qu'il en soit, pour le fonds Sparinvest Global Value par exemple, si l'on cumule les données de chaque position individuelle pour transformer le fonds en une seule action, on obtient un ratio cours/valeur comptable de 0,6 et un ratio valeur d'entreprise/EBITDA de 2,8 seulement (Ce ratio correspond aux prix que l'on est prêt à payer la capacité bénéficiaire de la société). Pour l'indice MSCI World, la même méthode donne un ratio cours/valeur comptable de 1,5 et un ratio valeur d'entreprise/EBITDA de 5,6.

Quand nous parlons de valorisation faible, nous avons conscience de donner l'effet d'un disque rayé. La prudence est de mise. Pour le moment, tout a l'air bon marché : les indices boursiers semblent s'échanger à la moitié de leurs multiples de résultats moyens historiques, qu'il s'agisse des bénéfiques sur 12 mois glissants ou des bénéfiques anticipés.

Naturellement, les méthodes de valorisation ne doivent pas être prises au pied de la lettre. Une société qui semble bon marché peut rapidement perdre son attrait, les prévisions de bénéfiques peuvent être revues à la baisse, comme on le voit aujourd'hui, et la valeur des actifs peut diminuer. Les normes et pratiques comptables peuvent rendre des sociétés meilleur marché qu'elles ne le sont en réalité, en remaniant les valeurs des actifs ou les niveaux de bénéfiques. On parle de « botox des bénéfiques », l'amélioration cosmétique d'un résultat net, qui rend les ratios PER des entreprises peu onéreux. Ces phénomènes touchent chez nous une corde sensible car notre processus qualitatif consiste à ignorer les chiffres qui font la une de l'actualité et à identifier des investissements pouvant créer de la valeur pour les investisseurs. Nous étudions les bénéfiques, les actifs, les flux de trésorerie (et les substituts des flux de trésorerie) et la durabilité du modèle d'entreprise. Dans toutes ces études, nous adoptons une optique à long terme et émettons des hypothèses prudentes.

Quoi qu'il en soit, en tant qu'investisseurs « value » concentrés sur les actifs bon marché et les bénéfiques, nous sommes confrontés à deux problèmes : le caractère cyclique des bénéfiques et le risque de déflation des actifs.

## Caractère cyclique des bénéfiques

A l'heure actuelle, nous pensons que la faiblesse très marquée des bénéfiques et des flux de trésorerie se poursuivra pendant un certain temps encore. Pour autant, ceci ne justifie pas une attitude pessimiste. A notre avis, les estimations de bénéfiques à un ou deux ans ne constituent pas la meilleure mesure de la valeur d'une société. Nous nous efforçons toujours de déterminer la capacité bénéficiaire durable à long terme des entreprises et privilégions celles qui offrent des valorisations faibles et des capacités bénéficiaires élevées sur la base, non pas d'estimations sur un à deux ans, mais à long terme.

Cette approche permet à des sociétés cycliques d'intégrer le portefeuille. Lorsqu'une période de croissance économique laisse la place à une stagnation ou un repli, ces entreprises mettront naturellement un certain temps à renouer avec leurs niveaux de bénéfiques à long terme. Pour les acteurs du marché qui manquent de vision, les sociétés cycliques n'ont pas le vent en poupe aujourd'hui car personne ne connaît la durée ni la gravité de la récession. C'est précisément lors de périodes comme celle que nous traversons actuellement que la priorité que nous accordons à la solidité du bilan entre en jeu, permettant aux entités les plus solides d'attendre des jours meilleurs. Dans les secteurs arrivés à maturité, des banques aux compagnies aériennes en passant par l'automobile, les sociétés qui survivront ces prochaines années devraient renouer avec une situation bénéficiaire à long terme et peut-être même profiter d'une concurrence moindre une fois la récession terminée.

Quelle que soit la raison, qu'elle soit liée à l'existence même de cycles et de fluctuations économiques, au « retour à la moyenne » statistique ou à des restructurations d'entreprises, cette méthode privilégiant les niveaux de bénéfiques à long terme semble avoir porté ses fruits par le passé.

## Déflation des actifs

Pour les investisseurs « value » qui optent pour des sociétés dotées d'actifs solides, la déflation de ces derniers est fatale. Une approche « value » classique consiste tout simplement à acheter des actifs en dessous de leur valeur comptable : payer 50 cents pour des actifs, comme des valeurs immobilières ou des ressources naturelles, dont la valeur comptable est d'un dollar. De même, nous

avons souvent considéré comme attrayantes les sociétés possédant des « actifs cachés » comptabilisés au bilan bien en dessous de leur valeur réalisable véritable. Pendant les périodes d'inflation, la valeur réalisable des actifs augmente. Mais dans un contexte déflationniste, la valeur des actifs diminue. Or, il est indéniable que la valeur des actifs, qu'il s'agisse de l'immobilier, des matières premières, des machines ou des actifs financiers, a fortement reculé ces derniers temps. Cependant, deux facteurs nous rassurent. Premièrement, lorsque nous investissons dans des sociétés dotées d'actifs solides, nous tentons toujours d'obtenir une décote considérable par rapport à leur valeur réalisable, ce qui nous donne une marge de sécurité importante en cas de baisse de cette valeur. Deuxièmement, nous sommes des investisseurs à long terme et, tout comme les actifs ont perdu de leur valeur récemment, ils se redresseront si les entreprises survivent à la crise actuelle. C'est d'autant plus vrai pour les actifs productifs, dont la valeur de marché a tendance à fluctuer au gré des bénéfices à court terme.

Outre la déflation pure et simple des actifs, la crise actuelle met en évidence d'autres facteurs négatifs à court terme pour les entreprises dotées d'actifs solides. Par exemple, dans un contexte de crédit normalisé, une société ayant besoin de liquidités à court terme peut utiliser ses actifs pour servir de garanties à des prêts bancaires, ou même les vendre pour dégager des liquidités. L'environnement actuel offre peu de marge de manœuvre à de telles entreprises, quelle que soit la valeur de leurs actifs. Ce phénomène nous renvoie à l'importance d'un bilan sain : les sociétés faiblement endettées sont moins susceptibles de se retrouver dans une situation délicate. Elles survivront.

### Marchés des fusions-acquisitions

Si le resserrement du crédit a limité les possibilités de vendre des actifs ou de recourir à l'effet de levier, il a aussi pesé sur le marché mondial des fusions-acquisitions, comme en atteste la faiblesse des multiples d'entreprise. Comme il a été indiqué plus haut, le ratio valeur d'entreprise/EBITDA cumulé du fonds Sparinvest Global Value s'établit désormais à 2,8 fois, un niveau auquel aucun propriétaire d'entreprise sensé n'envisagerait de vendre son entreprise.

Les acheteurs industriels profitent normalement de récessions comme celle-ci pour se mettre en quête de bonnes affaires à long terme. Mais cette fois-ci, les difficultés des marchés financiers ont rendu réticentes même les entreprises les plus solides. Face à de telles turbulences, pourquoi se mouiller et s'endetter pour financer son développement ?

Prenons l'exemple du Japon dans les années 1990. Les sociétés étaient commotionnées par l'éclatement de la bulle et déterminées à faire preuve de prudence. Elles ont réduit leur endettement et se sont abstenues de faire des investissements et acquisitions. De longues périodes de taux d'intérêt nuls et de dépenses publiques ont été nécessaires pour relancer les investissements des entreprises dans ce pays. Où en sommes-nous aujourd'hui ? Les taux d'intérêt ont diminué et la dernière réunion du G20 a montré que la plupart des gouvernements n'hésiteront pas à engager des dépenses. Mais on ne se remet pas de telles conditions du jour au lendemain.

Il ne faut donc pas anticiper un retour rapide à des conditions de crédit normalisées ni un rebond soudain des activités de fusions-acquisitions. Quoi qu'il en soit, les acquisitions redémarreront un jour ou l'autre. Le Japon en est la preuve : l'année dernière, les entreprises nipponnes se sont distinguées en tant qu'acquéreurs actifs, utilisant leurs liasses de billets pour faire du shopping à l'étranger. Les acheteurs finiront donc progressivement par donner un second souffle au marché des fusions-acquisitions. Pour nos fonds, plus d'un tiers des sorties de portefeuilles sont imputables aux activités de fusions-acquisitions et nos portefeuilles actuels contiennent un grand nombre de cibles mûres.

### Retour au bon sens de base

Les marchés nous ont récemment fait la vie dure : les titres cycliques ont été punis pour la détérioration de leurs bénéfices, les titres des sociétés dotées d'actifs solides ont été pénalisés par les craintes d'une déflation des actifs et les acheteurs qui s'empressaient habituellement de profiter de ces conditions se sont retenus. Mais n'oublions pas que, pour le véritable investisseur « value », des marchés difficiles ne constituent pas une source d'inquiétude et peuvent même recéler des opportunités. Comme l'affirmerait Benjamin Graham, l'investissement à long terme permet aux investisseurs d'exploiter les prix du marché si cela leur convient et de les ignorer en grande partie le cas échéant.

Pendant les périodes baissières des marchés, empreintes de morosité, il est plus important que jamais d'en revenir aux notions fondamentales et de garder à l'esprit le principe très simple de Graham et Dodd : la plupart du temps, l'investisseur est davantage récompensé en oubliant le cours du titre et en attachant de l'importance à la société, ses actifs et ses activités. Nous demeurons convaincus de la solidité et du potentiel à long terme de nos investissements et sommes persuadés que la solidité de leur bilan et la robustesse de leurs modèles

d'entreprises seront récompensées et qu'ils survivront à cette récession. A notre avis, il existe sans aucun doute un potentiel d'appréciation dans la valeur à long terme. Nous estimons que le bon sens et la détention effective de parts de sociétés réelles, assorties d'actifs et de bénéfices réels, gagneront désormais en importance aux yeux de tous les investisseurs et généreront des performances solides pour les investisseurs « value ».

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



**Jens Moestrup Rasmussen**  
Lead Portfolio Manager  
Le 8 avril 2009

## Equipe « Value » de Sparinvest



**Jens Moestrup Rasmussen**  
Lead Portfolio Manager



David Orr  
Equity Analyst



**Kasper Billy Jacobsen**  
Lead Portfolio Manager



**Jeroen Bresser**  
Equity Analyst



**Per Kronborg Jensen**  
Portfolio Manager



**Trine Uggerhøj**  
Equity Analyst

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.