



Actions « Value »

Titres

- Rétrospective de l'année 2010
- Opportunités
- Définitions des styles « value » et « growth »
- Comment nous envisageons les titres cycliques
- Priorité à la valeur intrinsèque
- Devise
- Risque de change direct
- Impact indirect des changes : fondamentaux des entreprises
- Evaluations et conclusion

Our Value Equity Funds

Fonds	ISIN code
Ethical Global Value	LU0362355355
European Value	LU0264920413
Global Small Cap Value	LU0264925131
Global Value	LU0138501191

Une information détaillée est disponible dans les point trimestriel des fonds.

- sparinvest.eu

Cher Investisseur,

2010 a été l'année de toutes les contradictions. A l'échelle mondiale, les actions « value », telles que définies par l'indice MSCI World Value, ont sous-performé les actions « growth », mais nos fonds « value » ont dépassé les performances des deux catégories. Les marchés européens ont été tourmentés par des craintes d'ordre macroéconomique, mais nos positions se sont bien comportées, aussi bien au niveau des fondamentaux que des marchés boursiers. Pour quelle raison ? Nous aborderons plus loin cette question de manière plus approfondie mais l'on peut d'ores et déjà affirmer que l'un des facteurs clés relève de la mise en œuvre par nos fonds « value » d'un processus actif de sélection de titres de type bottom-up. Nous ne cherchons pas à répliquer les performances d'un indice de référence mais à trouver des investissements susceptibles de dégager les meilleures performances absolues à long terme.

De ce point de vue, 2010 a été un grand cru pour notre gamme de fonds « value », chacun d'entre eux ayant affiché une performance supérieure, et parfois bien supérieure à 25%. Certains facteurs ont nettement favorisé cette performance en 2010, notamment le caractère cyclique de nos positions, la performance robuste de l'Europe (en dépit de la crise de la dette souveraine / Euro) et les résultats très solides de certains titres spécifiques, particulièrement aux Etats-Unis. L'année 2010 a conforté plusieurs des principes de notre philosophie d'investissement. Mais ce qui est peut-être encore plus encourageant, c'est qu'il existe toujours, selon nous, plusieurs moteurs potentiels qui n'ont pas encore été exploités. En qualité d'investisseurs « value », ce qui nous importe le plus, c'est la qualité et le caractère bon marché de notre portefeuille actuel, une situation qui nous donne vraiment confiance en l'avenir. Nous investissons dans une vaste gamme de sociétés très saines au plan financier et qui apparaissent fortement décotées compte tenu de leur capacité bénéficiaire à long terme.

et de la solidité de leurs actifs. De surcroît, nous sommes convaincus que notre processus éprouvé de sélection des titres continuera d'identifier des actions peu prisées par les marchés, même en période de marchés haussiers. Ceci nous permettra de renouveler nos portefeuilles en permanence et de maintenir une forte décote par rapport à leur valeur intrinsèque.

Rétrospective de l'année 2010

En 2008 et 2009, les considérations d'ordre macroéconomiques ont fait beaucoup de vagues dans l'océan des marchés boursiers mondiaux: les inquiétudes liées à l'économie globale ont poussé les cours vers le bas en 2008 et le soulagement des marchés en 2009 a permis une reprise. En 2010, des divergences régionales ont refait surface. Les craintes suscitées par la Grèce se sont étendues à la dette souveraine et à l'euro. Une comparaison des indices régionaux MSCI sur la base d'une même devise révèle que l'Europe a clôturé l'année en retrait d'environ 10%, ce qui la place derrière les Etats-Unis et le Japon. Nos positions européennes ont cependant fait preuve de solidité, comme en atteste le fonds Sparinvest European Value, qui a généré une performance de 25,59%, contre tout juste 11,10% pour l'indice MSCI Europe.

Naturellement, les résultats ont été très différents selon les pays européens dans lesquels vous avez investi. Comme nous le soulignons souvent, nous ne prenons pas de décisions top-down en matière d'allocation géographique. En revanche, nous analysons individuellement les sociétés selon une approche bottom-up, tout en tenant compte du contexte économique. Ces dernières années, ce processus de sélection nous a permis d'éviter de prendre des positions dans des pays comme le Portugal, la Grèce, l'Irlande ou l'Espagne, ce qui a très certainement profité à nos fonds en 2010. Il convient également de noter que dans les pays européens auxquels nous sommes fortement exposés, tels que l'Allemagne, la France, les Pays-Bas, les pays nordiques et le Royaume-Uni, nos positions ont réalisé des gains importants par rapport au reste des marchés boursiers.

En Europe, mais aussi dans d'autres régions comme le Japon et l'Amérique du Nord, nos investissements dans les secteurs cycliques tels que les valeurs industrielles et les biens de consommation discrétionnaires se sont globalement bien comportés. Au cours des deux dernières années, nous avons remarqué que certaines sociétés réduisaient leurs coûts, procédaient à des restructurations et ajustaient plus généralement leurs modèles d'entreprise aux changements du contexte économique. Un bon nombre de nos positions ont réduit leur seuil de rentabilité, ce qui signifie que, à partir de maintenant, même une amélioration modeste de leur chiffre d'affaires est susceptible de fortement doper leurs bénéfices. Les cours boursiers de certaines de ces sociétés ont d'ores

et déjà commencé à refléter cette évolution positive. Quoi qu'il en soit, le contexte économique général et le chiffre d'affaires des entreprises sont encore loin de s'être entièrement redressés. La baisse des seuils de rentabilité pourrait donc annoncer un niveau de bénéfices très impressionnant pour certaines sociétés. Nos positions cycliques sont toujours assorties d'une décote par rapport à leur capacité bénéficiaire à long terme. Il est tout aussi important de noter que, même si le climat global s'améliore, notre processus continuera très certainement d'identifier des opportunités d'investissement intéressantes parmi les secteurs cycliques. Nous nous pencherons plus en détail sur ce processus plus loin.

Opportunités

Pour nous, l'Amérique du Nord a été un marché intéressant ces dernières années. Traditionnellement, nos fonds mondiaux sont peu exposés aux Etats-Unis et au Canada. Si les indices mondiaux comme le MSCI World allouent généralement une pondération de 50% à l'Amérique du Nord, nos fonds mondiaux ont souvent eu dans le passé des expositions inférieures à 5%, même si ce niveau est légèrement plus élevé pour le fonds Sparinvest Global Small Cap Value. Nous n'avons pas de préjugés à l'égard de ces marchés, mais, pendant longtemps, nous n'y avons tout simplement pas trouvé d'investissements répondant strictement à nos critères d'évaluation. Cependant, au cours de ces deux dernières années, nous avons exploité des opportunités liées aux conditions de marché difficiles et procédé à de nouveaux investissements en Amérique du Nord. A la date de rédaction de la présente lettre d'information, nos fonds mondiaux présentent une exposition d'environ 12% à l'Amérique du Nord, celle du fonds Sparinvest Global Small Cap Value étant de 25% environ. Ces investissements ont d'ores et déjà réalisé de bonnes performances au profit des fonds : AGCO, Volcom, Fossil et Columbia Sportswear sont autant d'exemples de positions américaines que nous avons prises au cours des deux dernières années et que nous avons déjà vendues après qu'elles aient atteint rapidement leur valeur intrinsèque. Nous détenons toutefois de nombreuses autres valeurs de ce type qui continuent, en dépit de leurs belles progressions, de présenter un potentiel de hausse significatif par rapport à leur valeur intrinsèque.

Pour tirer parti de telles opportunités, il faut accepter d'aller à contre-courant des marchés : en résumé, d'acheter lorsque beaucoup d'autres investisseurs vendent. A ce titre, nous sommes sans aucun doute aidés par notre processus d'investissement, qui est centré sur l'analyse fondamentale et l'évaluation des sociétés et non sur les préférences du marché. Ces deux dernières années, les conditions du marché nous ont offert des occasions d'investir dans certaines grandes capitalisations (blue chips) qui étaient souvent en dehors des fourchettes d'évaluation investisseurs « value ». De même, au cours de l'année passée, nous avons intégré à nos portefeuilles

des titres liés au pétrole et à l'énergie comme Noble et Tidewater, aux côtés de sociétés telles que Royal Dutch Shell et ENI préalablement acquises. Ces actions ont fait l'objet dernièrement d'une certaine désaffection mais ce qui nous importe réellement, c'est leur forte décote par rapport à leur valeur intrinsèque. Il y a par ailleurs dans le reste de notre portefeuille, d'autres secteurs comme la finance et les matériaux qui ne se sont pas particulièrement distingués en 2010. Quoi qu'il en soit, nous continuons de surveiller les positions existantes avec rigueur et sommes toujours convaincus de la solidité fondamentale et des décotes de nos investissements dans ces secteurs. Elles sont, à notre avis, fort susceptibles de dégager de bonnes performances à l'avenir.

Définitions des styles « value » et « growth »

Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, les actions « value », telles que définies par l'indice MSCI Value, se sont moins bien comportées que les valeurs « growth » en 2010. Malgré cela, nos fonds ont globalement surperformé les indices aussi bien MSCI World Value que MSCI World Growth. Comment ceci peut-t-il s'expliquer ?

Premièrement, nos fonds reposent sur un processus actif de sélection bottom up sans avoir à suivre un indice de référence quelconque. Certes, nous utilisons des indices boursiers comme le MSCI World à des fins de comparaison, mais nous n'envisageons pas l'investissement dans une optique de réplique des performances d'un indice. Nous visons des performances absolues, solides, à long terme. Comme le confirment nos pondérations régionales et sectorielles, nous n'hésitons pas à nous écarter fortement de la composition de l'indice et donc, nous ne nous attendons pas à refléter fidèlement les performances des indices.

De surcroît, tout dépend de la définition qui est donnée aux catégories d'actifs « value » et « growth ». Il est évident, mais aussi essentiel, que les définitions indicelles de concepts tels que « value » et « growth » soient quantitatives et basées sur des critères numériques bien définis. La construction d'un indice ne serait pas possible autrement. Mais pour les investisseurs « value » classiques, le terme « value » est d'abord un concept qualitatif. Pour nous, une action « value » est une action qui satisfait notre analyse fondamentale rigoureuse et qui présente une décote boursière significative par rapport à la valeur intrinsèque de la société. Autrement dit, notre définition du terme « value » ne correspond pas exactement à celle donnée par un indice.

En effet, certains titres que nous considérons comme étant à l'évidence des titres « value » sont inclus dans un indice « growth ». Penchons-nous par exemple sur les indices MSCI World Value et Growth. Jusqu'en 2003, ils définissaient les titres « value » et « growth » dans des termes strictement liés à leur évaluation : un ratio

cours / valeur comptable inférieur faisait d'une action un titre « value » et un même ratio supérieur faisait d'une action un titre « growth ». Mais les choses se sont encore plus compliquées depuis 2003. Maintenant, par exemple, même si l'évaluation d'une action est bon marché, elle peut être incluse dans l'indice MSCI World Growth si la croissance de ses bénéfices répond à certaines caractéristiques. Prenons l'exemple d'une action cyclique dont le cours est inférieur à une fois sa valeur comptable et dont les bénéfices commencent à se redresser : cette croissance des bénéfices pourrait faire passer l'action dans l'indice « growth » au moment où son cours commence à grimper. Il est évident qu'une telle reclassification est susceptible d'affecter les performances relatives des indices « growth » et « value ». De plus, certaines actions peuvent faire partie des indices « growth » et « value » simultanément. Ainsi, dans nos portefeuilles, des sociétés comme Philips, Danske Bank, UPM-Kymmene, Fraport et Renault sont incluses dans l'indice MSCI World Growth, les trois dernières faisant aussi partie du MSCI World Value.

Nous sommes d'avis qu'à long terme, les indices comme le MSCI World Value sont globalement représentatifs des « actions value » en tant que catégorie d'actifs et qu'ils constituent donc des indices de référence utiles. Quoi qu'il en soit, la différence entre la définition quantitative du style « value » donnée par les indices et notre évaluation qualitative pourrait suffire à expliquer pourquoi notre fonds a si fortement dépassé l'indice MSCI World Value en 2010.

Comment nous envisageons les titres cycliques

Penchons-nous de plus près sur les secteurs cycliques et surtout sur les valeurs industrielles et les biens de consommation discrétionnaires. Ces secteurs sont très diversifiés. Nos portefeuilles investissent dans les valeurs industrielles suivantes : AP Moller-Maersk (Danemark ; transport de marchandises), Fraport (Allemagne ; aéroports), MAN (Allemagne ; camions), Hutchison Whampoa (Hong Kong ; diversifié) et Aida Engineering (Japon ; matériel de production). Parmi les biens de consommation discrétionnaires, nous sommes exposés à Renault et Peugeot (France ; automobiles), Millennium & Copthorne (Royaume-Uni ; hôtellerie), Tachi S (Japon ; pièces détachées automobiles), Medion (Allemagne ; électronique), Columbia Sportswear (Etats-Unis ; habillement) ainsi que Cabela's et Dillards (Etats-Unis ; commerce de détail).

Comment doit-on investir dans de telles sociétés dont les bénéfices peuvent augmenter et diminuer fortement en fonction des évolutions conjoncturelles ? Nombre d'investisseurs tentent de prédire le début ou la fin de cycles économiques, les rebonds des bénéfices de certains secteurs ou, de façon encore plus épineuse, le moment auquel les autres investisseurs recommenceront à accorder une préférence à un secteur donné. Autrement

dit, ils pratiquent le « market timing ». Ce n'est pas notre cas. Si l'on pouvait prédire avec précision les fluctuations cycliques année après année, nos performances en profiteraient nettement, mais il nous faudrait une boule de cristal. Le « market timing » ne semble facile qu'en rétrospective. Nous sommes d'avis que seuls de rares gérants de fonds, pour autant qu'il en existe, peuvent honnêtement affirmer avoir correctement prédit de telles fluctuations du marché sur le long terme.

La recherche théorique abonde en la matière et pointe dans cette direction. Mais prenons un exemple concret. Graham et Campbell (1996), des professeurs de finance américains, ont analysé 237 lettres d'information provenant d'un grand nombre de sources spécialisées dans l'investissement et datées de 1980 à 1992. Ces bulletins avaient tenté de prévoir la tendance à court terme du marché boursier. Lorsqu'ils recommandaient d'augmenter la pondération des actions, la performance annualisée moyenne (au-delà du taux sans risque) s'inscrivait à 12,7% au cours des six prochains mois. Et lorsqu'ils conseillaient de diminuer la part des actions, la performance moyenne était de 16,2%. Autrement dit, un investisseur aurait mieux fait d'acheter quand les bulletins disaient de vendre. L'étude n'a donc trouvé aucune preuve que la mise en application des conseils de « market timing » aurait entraîné des performances à long terme.

Notre point de vue est plus simple : si nous parvenons à estimer la valeur d'une société à long terme, comme si nous l'achetions dans son intégralité, alors il est moins important pour nous de prédire avec précision la prochaine fluctuation des indicateurs économiques ou des préférences des investisseurs. Ce qui compte réellement, c'est que nous puissions acquérir des titres bien en dessous de leur valeur réelle et que nous les conservions jusqu'à ce que leur cours atteigne un niveau conforme à la valeur intrinsèque de l'entreprise.

Priorité à la valeur intrinsèque

Par conséquent, nous devons avoir confiance dans notre évaluation de la valeur intrinsèque. Si les bénéfices sont maigres, pouvons-nous être sûrs qu'ils se redresseront ou ce repli risque-t-il d'être permanent ? Pendant combien de temps la société peut-elle résister à ce contexte difficile ? C'est précisément là que notre analyse fondamentale rigoureuse s'impose, en passant en revue les modèles d'entreprise, les structures de coûts, les actifs et passifs du bilan et hors bilan, l'historique de la direction, etc... Le but est de déterminer la valeur intrinsèque de la société et si elle est bien protégée.

Cette « protection » constitue un aspect essentiel après avoir investi dans une société. L'investisseur « value » fondamental opère une distinction majeure entre un repli temporaire des cours de bourse et une perte permanente

de capital. Il possède en quelque sorte un morceau de la société. Et lorsque son cours chute, le marché boursier lui dit que cette société a perdu de sa valeur. Mais l'investisseur fondamental prend ses propres décisions en s'appuyant sur l'état réel de la société et sur son potentiel à long terme. Naturellement, si la valeur intrinsèque a souffert et que le cours du titre ne présente plus de décote par rapport à cette valeur, il doit alors le vendre en essayant une perte permanente de capital. Cependant, si le scénario d'investissement et la valeur intrinsèque demeurent solides, il ne faut pas capituler et vendre le titre pour la simple raison que son cours boursier baisse temporairement.

Prenons un exemple : Columbia Sportswear, que nous venons de vendre (nous discutons de ce cas plus en détail dans les points trimestriels des fonds concernés). Sur l'essentiel de l'année 2007, Columbia présentait un cours bien supérieur à 60 USD. A la mi-2008, les actions étaient tombées en dessous de 40 USD. Le taux de croissance des bénéfices de Columbia avait commencé à ralentir et le marché a alors sanctionné la société. Cette réaction nous a parue exagérée : même si Columbia faisait effectivement face à une concurrence accrue et peut-être à une période de contraction de ses recettes, sa capacité bénéficiaire à long terme n'en était pas moins profondément sous-évaluée. Nous avons par ailleurs été rassurés par la solidité de son bilan et avons identifié une nette décote par rapport à sa valeur intrinsèque, autant d'arguments qui nous ont incités à investir.

Le cours boursier a ensuite continué de chuter, tombant à 25 USD en mars 2009. Le marché affirmait que la valeur de Columbia avait perdu 40% depuis la date à laquelle nous avons investi. Une telle position était-elle justifiée ? Une fois de plus, nous avons étudié la société de près. Bien sûr, les conditions économiques n'ont pas aidé ses bénéfices et il lui manquait une certaine visibilité à court terme, mais nous restions convaincus de sa capacité bénéficiaire à long terme. En dépit du repli temporaire de son cours boursier, sa valeur intrinsèque nous semblait intacte. En bref, le repli du cours n'entraînerait de perte permanente de capital que si nous décidions de vendre nos actions. Nous avons pris le parti de renforcer notre position. Fin 2010, nous avons cédé notre position à un prix de 60 USD par action.

La concentration disciplinée sur la valeur intrinsèque est un outil puissant qui a constitué, au fil des ans, un moyen extrêmement efficace d'investir dans des sociétés cycliques. Elle permet d'aller à contre-courant dans la quête de nouveaux placements et de tirer parti des titres vendus par d'autres investisseurs. S'agissant des investissements existants, notre approche nous permet de ne pas capituler et de ne pas vendre une position parfaitement saine juste parce que le cours du marché nous dit qu'elle a perdu de sa valeur. Bon nombre de nos positions cycliques précitées ont été maltraitées par

les marchés en 2008. Nous avons écrit dans notre Lettre trimestrielle du premier trimestre 2009 que « 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 ». Pendant ce temps, la priorité que nous accordons à la valeur intrinsèque nous assurait de rester investis dans ces sociétés cycliques, et même de rechercher constamment de nouveaux investissements, ce qui a incontestablement profité au fonds au cours de l'année écoulée. Nous sommes persuadés que, quelles que soient les conditions de marchés, notre process continuera d'identifier des opportunités d'investissement solides.

Devise

L'exposition aux devises est naturellement un problème pour les fonds en actions internationales. Toutefois, même pendant une année comme 2010 caractérisée par des fluctuations extrêmes des changes, l'impact sur nos fonds s'est révélé peut-être inférieur à ce que l'on aurait pu imaginer.

Risque de change direct

Si l'on regarde le cours d'une action individuelle, il est indéniable que les changes peuvent avoir un effet majeur. Par exemple, si un fonds en euros investit dans une action australienne et si le dollar australien chute ensuite vis-à-vis de l'euro, la valeur en euros de cette position diminue alors, ce qui entraîne un effet négatif sur le fonds. Mais ce point de vue ignore les effets d'équilibrage produits, non seulement par le temps, mais aussi par la diversification du portefeuille.

Dans un portefeuille diversifié, surtout dans une optique de placement à long terme, les fluctuations des différentes devises ont tendance à s'équilibrer dans une très large mesure. Prenons l'exemple du fonds Sparinvest Global Value en 2010, un fonds libellé en euros.

Le fonds était exposé à plus de dix devises différentes. Prenons tout d'abord les devises hors zone euro que sont le yen japonais, le dollar américain, la livre sterling et le franc suisse. En 2010, la plupart d'entre elles se sont fortement appréciées face à la monnaie unique, ce qui représente une contribution d'environ six points de pourcentage, en termes absolus, à la performance totale du fonds qui est de 26,36%.

Quoi qu'il en soit, nous n'avons pas encore abordé l'exposition du fonds même à l'Euro. Son effet est plus clair si l'on compare le fonds à un indice mondial tel que le MSCI World. Ce dernier est exposé au dollar américain à hauteur d'environ 50% et à l'Euro à hauteur de 14%, ce qui correspond à l'inverse de notre fonds. Donc, en 2010, alors que le MSCI World bénéficiait de sa forte exposition à un dollar solide, le fonds souffrait de son

exposition prononcée à un euro faible. Autrement dit, par rapport à l'indice de référence, le fonds a en fait très peu bénéficié des fluctuations des changes en 2010. Le fonds Sparinvest Global Value a surperformé le MSCI World de 6,83%, mais moins de 1% de cette surperformance a pu être attribué aux devises.

On peut tenter de couvrir les expositions directes d'un fonds au risque de change. Mais, naturellement, la couverture a elle aussi un prix et nous nous sommes rendu compte que la couverture de nos expositions n'aurait pas réellement changé la performance de nos fonds à long terme.

Impact indirect des changes : fondamentaux des entreprises

Par ailleurs, le risque de change ne se limite pas à la devise dans laquelle une action est libellée. Les devises ont aussi des effets indirects considérables. Il est évident que les niveaux des devises influencent également les conditions d'exploitation, les niveaux des bénéfices et les bilans des sociétés dans lesquelles nous investissons. La sensibilité aux changes varie considérablement d'un secteur à l'autre et d'une société à l'autre, mais lorsque les taux de change sont très volatils, rares sont les entreprises qui n'en ressentent pas l'effet d'une manière ou d'une autre.

Prenons l'exemple flagrant d'une société exportatrice. Panasonic génère environ la moitié de ses recettes en dehors du Japon. Si le groupe a augmenté sa production à l'étranger au fil des ans, il reste sensible aux fluctuations des changes, d'autant plus que ses bénéfices étrangers sont convertis en yens japonais. Ces dernières années, le yen s'est régulièrement apprécié face aux principales devises, ce qui a naturellement porté préjudice aux bénéfices de Panasonic. Au cours du dernier exercice comptable, le renchérissement de la devise japonaise a coûté à lui seul 42 milliards de yens, soit près de 400 millions d'euros, au compte d'exploitation de Panasonic.

Il est peu surprenant que ce contexte difficile ait eu un impact sur le cours boursier de Panasonic, qui a chuté de 11% en yens en 2010. Mais n'oublions pas que, si la vigueur du yen a pesé sur les bénéfices de la société, et donc indirectement sur le cours boursier, quand on convertit ce prix en Euros, il a en fait gagné 6% sur l'année.

De plus, la direction de Panasonic ne reste pas inactive en accusant des événements externes d'avoir affaibli ses bénéfices. Elle continue au contraire de prendre des mesures de restructuration et de réduire sa base de coûts afin de pouvoir réaliser des bénéfices sains, même si la fermeté actuelle de la monnaie nipponne est toujours d'actualité. Par conséquent, si le yen faiblit, l'effet positif

sur les bénéfiques de la société pourrait être supérieur à l'impact défavorable au niveau de la conversion en Euro. Il convient toutefois de noter que nos arguments d'investissement ne tablent en aucun cas sur un fléchissement du yen : nous identifions une décote confortable par rapport à la valeur intrinsèque même en prenant les hypothèses les plus prudentes.

Aussi, l'interaction des effets de change directs et indirects, conjuguée aux effets de la diversification, montre que le risque de change est un paramètre complexe. On peut tenter de couvrir le risque de change direct mais, comme il a été constaté, une telle couverture n'aurait pas eu d'effet significatif sur les performances de nos fonds à long terme. Parallèlement, aucun investisseur ne peut couvrir ses placements contre les effets de change indirects, lesquels dépendent fortement du profil financier et du mode d'exploitation des différentes sociétés. Comme dans le cas de Panasonic, nous surveillons ces aspects de très près et intégrons des hypothèses prudentes à nos scénarios d'investissement.

Evaluations et conclusion

Au cours de l'année passée, un bon nombre de nos positions se sont appréciées. Mais ce qui compte le plus, c'est qu'elles conservent un potentiel d'appréciation futur considérable. Comme toujours, nous nous sommes appliqués à vendre systématiquement les titres qui avaient atteint leur valeur intrinsèque. A mesure que les cours boursiers se redressent, il peut être tentant de « suivre la tendance » et de dégager quelques points de pourcentage en plus dans une position. Mais une fois que le cours boursier dépasse notre estimation de la valeur intrinsèque, le risque baissier augmente tout simplement. Nous vendons donc le titre et réinvestissons les fonds dans des positions affichant une plus forte décote par rapport à leur valeur intrinsèque. De cette façon, les évaluations de nos portefeuilles restent très attrayantes.

Prenons par exemple le cas du fonds Sparinvest Global Value : pour donner une indication approximative de la valorisation, nous regroupons les positions en une société théorique dont le ratio cours / valeur comptable est de tout juste 1,07 fois, contre 2,24 fois pour l'indice MSCI

World. En regardant les multiples basés sur les bénéfiques, on met en évidence l'importance du levier opérationnel. Le ratio EV / EBITDA (valeur de l'entreprise/excédent brut d'exploitation), qui est un indicateur utile du prix des sociétés par rapport à leur capacité bénéficiaire, n'est que de 5,3 fois les estimations Bloomberg 2011, contre 6,9 fois pour le MSCI World. Le bilan consolidé est sain, avec un ratio endettement net / fonds propres de tout juste 26% (contre 51% pour le MSCI World) et un ratio immobilisations incorporelles / fonds propres de 17% seulement (contre 51 % pour l'indice).

Nous identifions par ailleurs de nombreux moteurs potentiels pour la valorisation future de nos positions, indépendamment du temps que mettra l'économie à se redresser. Comme il a été noté ci-dessus, nombre de nos positions ont fortement revu à la baisse leurs bases de coûts, ce qui permet d'envisager une hausse impressionnante de leurs bénéfiques au fur et à mesure de l'amélioration des conditions macroéconomiques. Les bilans solides de nos sociétés, qui les ont aidées à surmonter les périodes de vaches maigres, pourront être progressivement utilisés pour tirer parti d'un meilleur environnement. De plus, 2010 a été le témoin d'une augmentation progressive du nombre de fusions et acquisitions, notamment parmi nos positions. L'activité de fusions-acquisitions a pourtant encore beaucoup de chemin à faire et nous sommes convaincus que, comme l'histoire l'a démontré, nos positions recèlent un potentiel considérable dans ce secteur, aussi bien en tant qu'acheteurs que de cibles.

Sur l'ensemble de 2010, les fonds actions « value » de Sparinvest ont dégagé de solides performances aussi bien en termes absolus que relatifs. Même si ce constat est satisfaisant, ce qui nous importe encore plus, ce sont la qualité actuelle et la décote des portefeuilles, deux points sur lesquels nous sommes extrêmement positifs. Nos portefeuilles actuel contiennent une multitude d'actions fortement sous-évaluées qui nous paraissent susceptibles de dégager des performances impressionnantes à long terme.

Jens Moestrup Rasmussen
Lead Portfolio Manager
12 janvier 2011

Equipe « Value » de Sparinvest



Jens Moestrup Rasmussen
Lead Portfolio Manager



Kasper Billy Jacobsen
Lead Portfolio Manager



Per Kronborg Jensen
Senior Portfolio Manager



David Orr
Portfolio Manager



Jeroen Bresser
Equity Analyst



Morten Rønnow Tandrup
Equity Analyst



Trine Uggerhøj
Equity Analyst



Sparinvest est signataire des accords de l'UN PRI et est membre de l'Eurosif et du Dansif.

L'UN PRI est une initiative d'investisseurs internationaux soutenue par les Nations Unis et basée sur six principes destinés aux investisseurs responsables. Le but est d'aider les investisseurs à intégrer de manière active des problématiques environnementales, sociales et de gouvernance au sein même de leurs investissements.

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/représentants agréés, tout comme les statuts d'origine de la SICAV 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 garantant des 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. Sources (si mentionnées): Sparinvest, Standard & Poors, Morningstar, Bloomberg. 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. Sous réserve d'éventuelles erreurs typographiques, de calcul et autres pouvant apparaître dans la documentation.