



Actions « Value »

Titres

- Facteurs macroéconomiques et approche bottom-up
- Performance
- Nouveaux fonds et nouvelles capacités au Danemark
- La capacité bénéficiaire est bon marché
- Conclusions

Nos fonds d'actions value

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 points trimestriels des fonds.

- sparinvest.eu

Cher Investisseur,

L'investissement « value » est une question de régularité : il faut savoir garder son calme et conserver une perspective à long terme, que l'humeur ambiante soit positive ou négative. Les six premiers mois de l'exercice 2011 ont été riches en événements, pour l'essentiel négatifs : crises de l'endettement, troubles sociaux et catastrophes naturelles ont dominé l'actualité.

Un grand nombre des thèmes et craintes macroéconomiques qui dominaient il y a un an n'ont pas changé et prennent leur origine dans d'endettement massif de la Grèce, du Portugal, de l'Irlande, de l'Espagne et de l'Italie. Dans le monde développé, le désendettement est le thème primordial et le restera pendant un certain temps encore. A l'heure actuelle, un flou croissant plane quant à l'avenir de l'Euro et aux effets directs ou indirects d'un effondrement potentiel de la monnaie, créant un contexte toxique, surtout en Europe. Comme nous l'avons écrit par le passé, nous ne cherchons en aucun cas à sous-estimer le sérieux de la situation actuelle, mais nous la considérons comme une étape inévitable au lendemain de la crise du crédit. Il s'agit certes d'un processus difficile à court terme et la plupart des pays endettés devront diminuer leur dette à long terme, ce qui impliquera des changements politiques et macroéconomiques significatifs aux niveaux aussi bien nationaux qu'européen. Chaque jour, les médias regorgent de spéculations des économistes relatives aux issues potentielles et à l'horizon temporel de ce processus. Nous n'alimenterons pas ces spéculations, mais ce qui est certain, c'est que les niveaux d'endettement doivent baisser et que les pouvoirs politiques européens doivent tout faire pour trouver une solution durable aux problèmes actuels.

Dans une vaste mesure, la performance de nos fonds cette année a été davantage dictée par les événements macroéconomiques et les catastrophes naturelles que par

les fondamentaux de nos investissements. Nous avons décrit notre approche des tendances macroéconomiques dans des lettres antérieures, mais les circonstances du trimestre passé justifient que nous l'abordions rapidement ici.

Facteurs macroéconomiques et approche bottom-up

Chez Sparinvest, nous avons toujours été adeptes d'un investissement bottom-up : la société elle-même est le point de départ. Mais que cela signifie-t-il en pratique, en cette période d'incertitude ? Cela signifie, en termes simples, que nous ne modifions par notre portefeuille au gré de l'évolution macroéconomique globale. Nous sommes d'avis qu'à long terme, les meilleures performances reposent sur la sélection de sociétés solides et profondément sous-évaluées et non sur le market timing. S'il existe certaines variations régionales, l'évaluation de la capacité bénéficiaire et de la valeur des actifs est universelle. Nous mettons également l'accent sur une analyse minutieuse et approfondie de la société.

Peut-on dire pour autant que notre processus d'investissement ignore les facteurs macroéconomiques ? Certainement pas. Nous les surveillons de près et en tenons compte dans notre analyse globale de chaque société. Quiconque investit dans une société procède à des évaluations et formule des hypothèses quant à sa capacité bénéficiaire et à la solidité de ses actifs. Ce faisant, nous nous efforçons de rester prudents et de penser au-delà des tendances ou indicateurs de marché à court terme. Nous n'établissons pas d'hypothèses sur la base des tendances des deux dernières années, ou des attentes pour les deux prochaines années. Notre analyse s'appuie en revanche sur un historique plus long grâce auquel nous pouvons étudier le développement de la société depuis sa création et évaluer ses performances sur des cycles d'affaires entiers. Naturellement, les sociétés n'existent pas dans le vide et il est donc essentiel de juger l'effet des facteurs macroéconomiques sur leur capacité bénéficiaire et sur la solidité de leurs actifs.

Lors de l'estimation de la valeur intrinsèque d'un investissement potentiel, qu'elle repose sur ses actifs, sa capacité bénéficiaire ou une combinaison des deux, nous tentons d'établir des scénarii conservateurs et de tenir compte de tous les facteurs externes pertinents. Nous investissons uniquement si la société est fortement sous-évaluée par rapport à cette valeur intrinsèque estimée avec retenue. De surcroît, nous exigeons de nos investissements qu'ils disposent d'une solidité financière leur permettant de traverser des périodes difficiles. Ce processus génère un portefeuille de sociétés nettement sous-évaluées offrant qualité des bénéficiaires et actifs à long terme et dont la performance potentielle ne dépend pas des perspectives macroéconomiques du pays ou de la région dans lequel / laquelle les sociétés sont basées.

Performance

Comme nous l'avons mentionné plus haut, la performance de nos fonds s'est montrée globalement négative depuis début 2011. Le début d'année a été marqué par l'impact négatif des troubles en Afrique du Nord et au Moyen-Orient, suivi des événements tragiques survenus au Japon, puis d'un nouveau chapitre de la crise de la dette dans la zone euro. Nous abordons la performance de chaque fonds plus en détail dans chaque point trimestriel. Inévitablement, l'impact le plus prononcé a été ressenti par nos positions japonaises, mais plus récemment, nos participations européennes et américaines ont elles aussi quelque peu souffert. Il convient toutefois de souligner que le pessimisme général n'a pas été justifié par les fondamentaux sous-jacents de nos positions qui se sont, dans l'ensemble, bien comportées, même pour les sociétés japonaises après les problèmes initialement causés par le séisme. Il ne faut pas oublier qu'une étude de nos positions révèle encore de nombreux signes d'une amélioration des conditions d'exploitation susceptible d'entraîner une hausse des bénéficiaires et de la vigueur financière. Naturellement, le rythme de cette reprise pourrait être moins soutenu qu'en 2009 et 2010, époque à laquelle les sociétés se redressaient depuis de très bas niveaux, mais une embellie continue est constatée.

En dépit du ton apocalyptique qui a régné dans les médias cette année, nos positions nous incitent à l'optimisme. Ainsi ces sociétés ont-elles profité de la situation macroéconomique pour procéder à des restructurations et des économies de coûts et nous pensons que nombre d'entre elles en sortiront grandies grâce à des modèles d'entreprise renforcés. Nos positions sont bien placées pour tirer parti d'un redressement de la conjoncture, quelle que soit la forme qu'il prendra. De plus, les accès de faiblesse à court terme des secteurs ou régions dans lesquels nous investissons correspondent à autant d'occasions de dénicher de nouvelles opportunités d'investissement ou de renforcer nos positions existantes. Les modifications spécifiques de nos portefeuilles sont abordées dans les points trimestriels individuels.

Nouveaux fonds et nouvelles capacités au Danemark

Au Danemark, Sparinvest a récemment lancé quatre nouveaux fonds « value » qui sont ouverts à la vente depuis la fin juin. Il s'agit de trois fonds régionaux, les Sparinvest Value USA, Japan et Europa, qui se juxtaposent clairement avec nos stratégies existantes et partagent de nombreux investissements avec nos fonds mondiaux existants. Le quatrième fonds, appelé Sparinvest Value Emerging Markets, explore une nouvelle voie. Naturellement, nous avons passé un certain temps, avant le lancement du fonds, à sélectionner les sociétés adéquates offrant une sous-évaluation et une solidité suffisantes pour être considérées comme des investissements « value ».

Si ces fonds danois sont nouveaux, leur concept est simple : il repose sur l'application de notre processus d'investissement « value » discipliné et éprouvé. Bien entendu, la charge de travail s'en trouve accrue et pour éviter que les ressources ne se dispersent, nous avons ajouté trois membres à l'équipe « value », qui compte désormais dix personnes consacrées à la recherche d'opportunités d'investissement « value » intéressantes sur les marchés.

Dans la gamme de la SICAV à compartiments luxembourgeoise agréée en France, Sparinvest offre déjà le fonds Sparinvest European Value. A l'avenir, nous pourrions potentiellement offrir au sein de la sicav luxembourgeoise les compartiments Sparinvest Value USA, Sparinvest Value Japan et Sparinvest Value Emerging Markets.

La capacité bénéficiaire est bon marché

Si l'on se penche sur les évaluations de nos fonds basées sur l'historique des prix payés pour acquérir la capacité bénéficiaire des sociétés, il ne fait aucun doute que les évaluations actuelles sont inférieures aux niveaux à long terme. Ainsi le marché boursier global semble-t-il bon marché par rapport aux bénéfices escomptés (estimations IBES) pour 2011 et 2012. Les évaluations boursières actuelles sont bien inférieures aux multiples moyens à long terme qui ressortent de notre base de données composée de plus de 850 000 rachats d'entreprises réels.

A titre d'exemple, prenons le rapport valeur d'entreprise / excédent brut d'exploitation (VE / EBITDA), un bon indicateur du prix d'une société par rapport à sa capacité bénéficiaire de base. S'agissant des prix payés dans le cadre de rachats d'entreprises, nous préférons opter pour la prudence et utilisons donc les multiples du 40e percentile au lieu des multiples moyens. Au cours des 15 dernières années, le rapport VE / EBITDA a été de 8 fois (la médiane étant de 9,5 fois), tous secteurs confondus. En comparaison, l'indice MSCI World semble désormais bon marché, avec un ratio VE / EBITDA estimé de 7 fois pour 2011 et 6,6 fois pour 2012. Ce qui est important de noter, c'est que le fonds Sparinvest Global Value se négocie à des niveaux encore moins onéreux : ratio VE / EBITDA estimé de 5,2 fois seulement pour 2011 et 4,7 fois pour 2012.

Nous trouvons les actions peu chères à l'heure actuelle, même au vu de l'évolution macroéconomique constatée à travers la planète. Or, nos portefeuilles semblent extrêmement intéressants par rapport au marché boursier global. Notre processus « value » conservateur a invariablement généré des portefeuilles assortis d'une capacité bénéficiaire solide, de bilans sains et d'évaluations faibles. Comme toujours, nous sommes d'avis que les multiples d'évaluation et les indicateurs financiers des sociétés sous-jacentes donnent une indication fiable de la qualité globale d'un portefeuille. Citons à titre d'exemple

le fonds Sparinvest Global Value, dont nous regroupons les positions en une société théorique. Nous avons parlé de sa capacité bénéficiaire ci-dessus. Elle présente en outre un ratio cours / valeur comptable de tout juste 1,02 fois, contre 2,16 fois pour l'indice MSCI World. Son bilan est robuste avec un rapport endettement net / fonds propres de 24% seulement, contre 45% pour le MSCI World, et un risque de dépréciation relativement faible grâce à des immobilisations corporelles peu nombreuses (ratio immobilisations corporelles / fonds propres de 18% seulement, contre 51% pour l'indice).

Par ailleurs, le potentiel de fusions-acquisitions est positif grâce aux prix faibles que les marchés boursiers associent actuellement à la capacité bénéficiaire. Il est difficile de quantifier les effets exacts de ces fusions-acquisitions sur les portefeuilles, mais il s'agit très certainement d'un facteur positif. Il pourrait y avoir des effets directs en vertu desquels les positions des portefeuilles seraient rachetées avec des surcotes, ainsi que des effets indirects. Par exemple, une activité accrue de fusions-acquisitions peut entraîner la réévaluation d'un secteur spécifique à des niveaux supérieurs sur le marché boursier. Les attentes d'un rachat potentiel peuvent attirer l'attention sur une société, faisant grimper son cours de manière anticipée, qu'une offre effective finisse ou non par être soumise. Autrement dit, même sans rachat ultime, l'activité de fusions-acquisitions peut profiter aux cours des actions. Etant donné la puissance, la solidité et l'évaluation de nos positions, nous pensons qu'elles sont bien exposées à ce potentiel et que nombre d'entre elles participeront à ces activités dans les années à venir.

Conclusions

Au premier semestre 2011, les marchés boursiers se sont beaucoup concentrés, à raison, sur les événements macroéconomiques. Parallèlement, les fondamentaux des entreprises étaient quant à eux plus positifs. Nous avons affirmé dans de précédentes Lettres que le désendettement serait un thème majeur dans les années à venir et c'est certainement le cas aujourd'hui. Les économies, que ce soit aux niveaux national, des entreprises ou personnel, font désormais face aux effets de ce processus de désendettement. Aussi continuons-nous de favoriser les sociétés assorties de bilans solides et de modèles d'entreprise durables. Celles dans lesquelles nous investissons sont en mesure de résister à une dégradation des problèmes dans la zone euro. Elles ont su se redresser après le séisme au Japon. Nous sommes d'avis que l'économie mondiale continue de redémarrer, à un rythme certes moins soutenu que ce qu'on avait pu espérer. Dans un tel contexte, les sociétés saines et financièrement solides ont plusieurs choix : elles peuvent compenser la faiblesse relative de la croissance économique en procédant à des acquisitions ou en consolidant leurs sites d'exploitation, etc., augmentant ainsi leur capacité bénéficiaire à long terme. Nous sommes donc convaincus de la vigueur de

notre portefeuille et avons confiance dans son potentiel de performance d'investissement robuste.

Les marchés boursiers se caractérisent par une concentration de plus en plus axée sur le court terme, par le désir inépuisable d'avoir une bonne histoire à raconter. Ce qui importe à l'investisseur à long terme est tout autre. Certes, un tel point de vue à court terme des marchés peut créer des opportunités qu'exploiteront les investisseurs à long terme, et surtout les investisseurs « value ». Mais l'investissement « value » ne cherche pas à avoir une bonne histoire facile à raconter ou bien conforme au consensus du marché ou encore à l'actualité générale.

Au contraire, notre monde de l'investissement « value » repose sur de vraies valeurs et de vraies évaluations, sur l'achat d'une capacité bénéficiaire, sur des bilans solides et sur les décotes sur actifs. Le plus difficile, c'est la patience dont nous devons faire preuve. Naturellement, il ne faut faire montre d'aucun sentiment à l'égard de ses placements ou de son processus d'investissement et chercher continuellement à améliorer ce processus, non seulement lorsque les marchés connaissent des périodes difficiles, mais aussi chaque jour de l'année. Les investisseurs doivent se montrer curieux et chercher à toujours mieux faire. Mais pour nous en qualité d'investisseurs « value », l'essentiel consiste avant tout à ne pas perdre de vue nos principes de base consistant à investir dans des sociétés dotées de bilans solides et d'une décote de 40% par rapport à leur valeur intrinsèque.

Jens Moestrup Rasmussen

Chief Portfolio Manager

11 juillet 2011

Equipe « Value » de Sparinvest



Jens Moestrup Rasmussen
Team Leader/Chief Portfolio Manager



Kasper Billy Jacobsen
Chief Portfolio Manager



Per Kronborg Jensen
Senior Portfolio Manager



Karsten Løngaard
Senior Portfolio Manager



David Orr
Portfolio Manager



Jeroen Bresser
Portfolio Manager



Trine Uggerhøj
Portfolio Manager



Lisbeth Søgaard Nielsen
Portfolio Manager



Morten Rønnow Tandrup
Equity Analyst



Mikael Søgaard
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 garanties 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. 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.