



Titres

- Comparaison de la période actuelle avec la crise de 2008
- Les Sociétés
- Performance
- Retour aux niveaux de 2009
- Conclusion

Nos fonds d'actions value

Fonds	ISIN code
Ethical Global Value	LU0362355355
European Small Cap Value	LU0256591552
European Value	LU0264920413
Global Small Cap Value	LU0264925131
Global Value	LU0138501191

Une information détaillée est disponible dans les points trimestriels des fonds.

- sparinvest.eu

Actions « Value »

Cher Investisseur,

L'investissement « value » obtient les meilleurs résultats lorsque l'évolution des marchés boursiers repose sur une étude rationnelle des conditions fondamentales, c'est-à-dire des bénéfices et des actifs des sociétés. Il arrive cependant que les marchés soient complètement contrôlés par le sentiment, par des émotions telles que l'incertitude, la panique, la peur, l'excitation ou une confiance excessive. Les modèles d'affaires ou la vigueur financière ont alors tendance à passer à la trappe. De telles périodes ne sont pas favorables à notre style d'investissement ou aux performances qu'il génère, or nous en traversons une cette année. Nous avons connu de telles périodes par le passé : récemment, le plongeon des marchés après le « choc Lehman » en 2008 ; avant cela, l'essor des cours boursiers lors de la bulle informatique à la fin des années 1990. Il est essentiel de ne pas oublier que ces périodes ont tendance à être de courte durée et que l'attention se reportera toujours sur les fondamentaux des sociétés. Nos positions profiteront très nettement d'un tel retournement de situation.

Au cours des trois derniers mois, les marchés boursiers ont constaté une anxiété grandissante, dans une mesure que l'on ne peut qualifier que de panique, ou de peur de l'inconnu. La zone euro est rongée par les craintes quant à l'avenir de la monnaie unique et aux répercussions potentielles et nous ne souhaitons aucunement sous-estimer les défis auxquels sont confrontés les économies et la classe politique européennes. Cette crise systémique entraînera presque certainement un certain ralentissement économique. Il s'agit d'un nouveau chapitre dans l'histoire du désendettement du monde développé, d'une étape inévitable de digestion de la crise du crédit. S'il n'y a rien de vraiment positif à dire à propos d'un tel processus, il semble que les décideurs européens, surtout allemands et français, aient décidé ces derniers jours de traiter la situation avec un sérieux accru. Jusqu'à récemment, les niveaux d'anxiété sur les

marchés boursiers étaient exacerbés par le sentiment général que l'Europe traversait un vide politique. Mais on a désormais l'impression que les dirigeants européens prennent conscience du besoin réel de mesures plus profondes et plus radicales pour restaurer la confiance à l'égard de l'euro.

Le fait que le secteur financier européen soit fortement affecté par la crise actuelle et fasse partie de la solution contribue lui aussi à attiser l'atmosphère actuelle de crainte et d'incertitude. En effet, de nombreux segments de ce secteur sont actuellement dominés par la peur : la peur suscitée par un durcissement de la réglementation, par les dévaluations, par le risque de repli des bénéficiaires et enfin par le risque de licenciement. Il ne s'agit manifestement pas d'un environnement propice à l'optimisme.

Comparaison de la période actuelle avec la crise de 2008

Nous ne suggérons certainement pas que les perspectives économiques sont optimistes ou prometteuses. Mais nous ne pensons pas non plus que le pessimisme catégorique actuel des marchés boursiers soit justifié. Le « choc Lehman » et la crise financière mondiale restent profondément enracinés dans notre subconscient, à raison. Cependant la situation actuelle n'est pas entièrement comparable à celle qu'a connue le monde des entreprises à la fin 2008. A l'époque, la plupart des sociétés fonctionnaient à plein régime, et ce après plusieurs années d'expansion. Donc quand la crise a éclaté, la décélération a été brutale, comme si elles rentraient dans un mur de plein fouet. Les entreprises ont alors vu leurs commandes dégringoler et pendant les premiers trimestres de la crise, certaines divisions de sociétés ont constaté une chute de leur chiffre d'affaires de plus de 50%. La visibilité liée aux revenus et aux bénéficiaires était alors à des niveaux historiquement faibles. Mais pendant l'année suivante, et jusqu'à aujourd'hui, la plupart des sociétés ont profité de la situation économique pour procéder à des restructurations : économies de coûts et baisse des seuils de rentabilité, réduction des stocks et des niveaux d'endettement. Nombre d'entre elles sont ressorties de la crise bien plus fortes qu'avant. Elles se sont adaptées à la situation économique réelle après la crise financière mondiale en dopant leur rentabilité et en renforçant leurs bilans. Elles se sont beaucoup « allégées » et sont également plus prudentes, bien conscientes du potentiel de repli de leurs ventes qu'elles sont prêtes à affronter, bien qu'elles ne le considèrent pas comme inévitable. Il s'agit là d'une différence majeure par rapport à la situation en 2008.

Les Sociétés

Pendant mes quinze années de carrière passées dans la gestion actions, je n'ai jamais constaté d'écart aussi important entre les attentes futures des sociétés et ce qu'anticipent les marchés boursiers. Il est juste de dire que l'incertitude règne sur les systèmes financiers du monde développé et que, par conséquent, la croissance économique pourrait ralentir en Europe, et peut-être ailleurs dans le monde. Mais une étude des marchés boursiers à aujourd'hui révèle que cette incertitude est très nettement intégrée dans les cours. Les sociétés européennes, et plus précisément celles de la zone euro, ont été les plus sévèrement punies. Au dernier trimestre, plusieurs indices boursiers européens ont ainsi vu leur performance sur l'année en cours chuter parfois de 20% par rapport au S&P 500. Dans de nombreux cas, ces replis semblaient ignorer tout de la société sous-jacente et de l'origine effective de ses bénéficiaires. Pour dire les choses sans prendre de gants, certaines entreprises mondiales ont été dévaluées par le marché pour la simple raison que leur code postal se trouvait dans la zone euro. Pour nous, cette réaction ressemble à de la panique.

Un exemple simple que nous avons quelquefois utilisé pour illustrer ce phénomène est celui de Heineken (une société dans laquelle nous n'investissons pas actuellement). Généralement parlant, aussi bien Heineken que ses concurrents d'Amérique du Nord les plus proches disposent d'expositions globales similaires aux marchés mondiaux de la bière à faible croissance, c'est-à-dire l'Europe et les Etats-Unis. Mais Heineken est légèrement plus exposé aux marchés émergents, où la consommation de bière est en hausse. En dépit de cet atout relatif, le cours boursier du brasseur a récemment perdu quelque 20% par rapport à ceux de ses concurrents d'Amérique du Nord. On a l'impression que le marché boursier a tout simplement peur de tout ce qui est européen ou lié à l'Europe de près ou de loin. Hochtief, une société de construction dans laquelle nous investissons, peut elle aussi être citée comme exemple. Il s'agit d'une société allemande dont seulement environ 13% du chiffre d'affaires provient de la zone euro. Quoi qu'il en soit, elle a été traitée par le marché boursier de la même manière que les sociétés « purement » européennes. Dans des marchés dominés par la peur, il est commun de voir les distinctions fondamentales entre les sociétés temporairement oubliées. Toutefois, l'investisseur « value » long terme ne doit pas se préoccuper de ce phénomène. Nous nous concentrons sur la valeur réelle de ces sociétés, leur valeur intrinsèque. Si les cours du marché peuvent être temporairement déprimés, nous

ne voyons pas de détérioration de la valeur réelle de nos positions et sommes convaincus qu'elles seront récompensées lorsque les fondamentaux regagneront le devant de la scène. En attendant, la mauvaise situation des marchés, surtout en Europe, offre une multitude de nouvelles opportunités d'investissement intéressantes que nous avons saisies.

Il y a moins de deux semaines, nous avons participé à une conférence destinée aux investisseurs à Munich où nous avons rencontré neuf sociétés allemandes, dont plusieurs industrielles. Huit d'entre elles nous ont confié qu'elles avaient du mal à faire le rapprochement entre la crise de confiance récente sur les marchés boursiers et leur propre situation concernant l'évolution de leur chiffre d'affaires et leurs bénéfices ainsi que leurs attentes en la matière. La neuvième d'entre elles s'est montrée moins positive, non pas à cause des craintes générales quant au malaise économique, mais en raison du facteur très spécifique lié au déraillement d'un train chinois ayant incité le gouvernement chinois à repousser tout nouvel investissement dans les trains à grande vitesse. Nombre d'entreprises ont réagi au très mauvais moral des investisseurs et analystes financiers avec des commentaires tels que « *dans la gestion de nos activités, nous regardons les fondamentaux de nos marchés et ne dépendons pas du sentiment des marchés financiers* » ; et « *l'atmosphère actuelle sur les marchés boursiers ne reflète pas la réalité de nos marchés et les années à venir semblent prometteuses* ».

Performance

Depuis début 2011, la performance de nos investissements s'inscrit dans le rouge. Le début d'année a été marqué par les 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, plus récemment. Autant de facteurs qui expliquent que nos positions européennes aient été maltraitées par les bourses au troisième trimestre. De plus, les craintes de ralentissement de l'économie mondiale, peut-être même de récession, n'ont rien arrangé à la situation. Il est évident que de telles peurs ont un impact sur notre exposition aux secteurs les plus sensibles à l'économie tels que l'industrie et les biens de consommation cyclique. Ces performances négatives ne nous satisfont aucunement. Mais comme toujours, il convient de se demander si ces réactions du marché reflètent réellement les variations sous-jacentes de la valeur intrinsèque. La réponse est non, catégoriquement.

En dépit du ton apocalyptique qui a régné dans les médias cette année, nos positions nous incitent toujours à l'optimisme. Prenons l'exemple du Japon. Fin mars, immédiatement après le séisme, les cours boursiers ont plongé et les journaux regorgeaient alors d'articles effrayants. Nous nous sommes calmement entretenus avec la direction des sociétés nipponnes dans lesquelles nous investissons et avons été rassurés. Depuis, les Japonais et les entreprises de l'Archipel ont connu une reprise remarquablement rapide et nos positions japonaises se sont relativement bien comportées ces derniers mois. Elles ont en effet compté parmi nos investissements les plus robustes en 2011, même depuis le début de l'année, une prouesse dont la vigueur du yen n'est que partiellement responsable. Il s'agit peut-être là d'une simple preuve de l'importance qu'il faut accorder à la confiance envers l'analyse fondamentale de la valeur intrinsèque au lieu de céder à la panique régnant sur les marchés. De plus, comme il est mentionné ci-dessus, nombre de nos positions ont profité de la situation économique pour procéder à une rationalisation et sont désormais plus fortes. Elles sont bien placées pour tirer parti de la reprise, quelles que soient son échéance et sa nature précise. Lorsque certains des secteurs ou régions dans lesquels nous investissons connaissent une faiblesse à court terme sur les marchés boursiers, le moment est alors souvent venu de procéder à de nouveaux investissements ou de renforcer nos positions existantes. Les changements spécifiques propres à chaque fonds sont abordés dans les points trimestriels. Veuillez noter que la gamme de fonds inclut désormais le fonds Sparinvest European Small Cap Value, sur lequel notre site Internet contient de plus amples détails.

Retour aux niveaux de 2009

Notre processus « value » conservateur a invariablement généré des portefeuilles assortis d'un pouvoir bénéficiaire solide, de bilans sains et d'évaluations faibles. Mais à l'heure actuelle, les évaluations de nos fonds sont très faibles d'un point de vue historique. Les mesures ont désormais renoué avec les planchers observés en mars 2009, une époque où les marchés étaient très déprimés par la crise financière mondiale et où le système financier était plus proche d'un « effondrement » que ne veulent y penser beaucoup. Si l'on considère le prix à payer pour la capacité bénéficiaire opérationnelle de nos sociétés, il ne fait aucun doute qu'elles sont très bon marché. D'ailleurs, l'intégralité du marché n'est pas chère si l'on regarde les attentes bénéficiaires pour les années à venir. Prenons comme exemple le fonds Sparinvest Global Value et

cumulons les données de nos positions individuelles au sein d'une seule société théorique. Il convient toutefois de noter que ces évaluations faibles sont propres à tous les portefeuilles de notre gamme de fonds actions Value.

Si l'on se penche sur les estimations consensuelles des analystes relatives au rapport VE / EBITDA (valeur d'entreprise/excédent brut d'exploitation), un indicateur utile du prix des sociétés par rapport à leur capacité bénéficiaire, le cours du fonds correspond seulement à 3,7 fois les estimations pour l'année en cours et à 3,1 fois les estimations pour l'année prochaine, contre 5,9 et 5,2 fois respectivement pour le MSCI World.

S'agissant des valeurs d'actif, le fonds affiche un ratio cours / valeur comptable de 0,77 fois, contre 1,52 fois pour l'indice MSCI World. Le bilan consolidé est solide avec un effet de levier financier faible (rapport endettement net / fonds propres de 5% seulement, contre 29% pour le MSCI World) et un risque de dévaluation des actifs relativement bas grâce, notamment, à une part de goodwill faible.

Le prix à payer pour les bénéfices d'exploitation sur les marchés boursiers d'aujourd'hui suggère que le potentiel de fusions-acquisitions à venir n'est pas négligeable. Par exemple, une comparaison des multiples VE / EBITDA actuels avec les prix généralement payés pour les sociétés dans le cadre des fusions-acquisitions révèle un potentiel haussier implicite significatif pour le marché dans son ensemble et pour le fonds en particulier. Naturellement, il est difficile de quantifier précisément l'effet que les fusions-acquisitions pourraient avoir sur nos fonds, outre leur qualité potentielle de moteur de la performance. Les effets positifs peuvent être directs, comme quand la société est elle-même rachetée, mais aussi indirects, lorsque l'activité de fusions-acquisitions en général entraîne la réévaluation d'un secteur donné. Nous continuons de constater des rachats d'entreprises parmi nos fonds. A titre d'exemple, Granitifiandre, un fabricant italien de carrelage inclus dans notre fonds Global Small Cap, a été racheté en début d'année. Quoi qu'il en soit, nous misons sur un essor de ce type d'activités dans les années à venir.

Conclusion

Ces derniers mois, les marchés boursiers ont été dominés par la panique. Toute une gamme de titres, surtout en Europe, ont été dévalués presque comme s'il s'agissait d'une braderie. Nos fonds présentent désormais des évaluations comparables à celles de mars 2009, après la crise financière mondiale, en dépit du fait que nombre de nos sociétés soient sorties de cette crise bien plus fortes et considérablement mieux placées qu'elles ne l'étaient il y a trois ou quatre ans. Mais ce type de distinction fondamentale n'a pas beaucoup de poids sur des marchés boursiers guidés par la peur et le pessimisme.

Cependant, la crise actuelle ne peut être entièrement comparée avec la situation de 2008. Non seulement nos positions sont devenues plus solides, mais nous évoluons aussi de plus en plus dans un environnement où cette solidité aura de l'importance. Les gouvernements ne sont plus en mesure d'injecter des liquidités pour sauver les entreprises en difficulté, c'est-à-dire que celles qui bénéficient de modèles d'entreprises robustes et d'une indépendance financière accrue (effet de levier inférieur) seront de plus en plus amenées à se distinguer. Les forts deviendront de plus en plus forts et les faibles de plus en plus faibles.

L'expansion économique mondiale subit des pressions et évolue à un rythme plus lent que ce qu'on aurait pu espérer. Dans de telles conditions, les sociétés saines et solides seront en mesure de compenser ce « manque » de croissance en procédant à des acquisitions et des consolidations, augmentant ainsi leur capacité bénéficiaire à long terme. Il s'agit là d'un facteur qui nous donne confiance dans la vigueur de nos portefeuilles et dans leur potentiel de performance impressionnante. Nous avons récemment été les témoins de périodes extrêmes pendant lesquelles le marché s'est désintéressé des fondamentaux des entreprises. Mais ces périodes ont toujours une fin et s'accompagnent invariablement de nouvelles opportunités d'investissement.

Les marchés boursiers semblent se concentrer de plus en plus sur le court terme dans le but d'avoir une « bonne histoire » à raconter, mais ce n'est pas là la priorité de l'investisseur long terme. Ce dernier, et surtout l'investisseur « value », est toutefois en mesure d'exploiter les opportunités créées par de tels marchés. Pour nous, l'investissement « value » ne se limite pas à un scénario attrayant, facile à communiquer et approuvé par le consensus et l'atmosphère générale reflétée par les médias. Il s'agit plutôt d'une concentration sur les valeurs et l'évaluation réelles, de l'identification de sociétés rentables assorties de bilans solides qui seront acquises avec une décote. Enfin et surtout, c'est une question de patience.

Veillez agréer, cher Investisseur, l'expression de mes salutations distinguées.

Jens Moestrup Rasmussen

Lead Portfolio Manager

11 October 2011

L'équipe actions 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 Unies 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 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. 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.