



Actions « Value »

Titres

- Une récession européenne ?
- Risque
- Des sociétés de qualité
- Evaluations
- 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

Cher Investisseur,

L'année s'est montrée décevante. Comme nous l'avons répété à maintes reprises, 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 plombée par le pessimisme ou déborde d'un optimisme excessif. S'agissant de notre performance en 2011, l'année s'est révélée très décevante pour notre gestion et notre approche d'investissement. Nous étions investis dans certains des domaines les moins performants des marchés boursiers par rapport à l'indice de référence. Ainsi étions-nous fortement exposés à l'Europe, qui a souffert d'une crise de sa dette souveraine, à des titres sensibles aux cycles économiques (plus volatils et donc considérés comme plus risqués par certaines personnes), aux petites capitalisations et à des actions assorties d'un ratio cours / valeur comptable faible. Les investisseurs « value » fondamentaux ont connu, dans l'ensemble, l'une des années les plus difficiles depuis longtemps et nous devons constater que notre approche d'investissement a beaucoup peiné en 2011.

Notre style d'investissement a tendance à sous-performer lorsque l'évolution des marchés est dictée par le sentiment, comme pendant la période de fin 2007 à 2009, puis en 2011, et à surperformer lorsque les fondamentaux reprennent le dessus, comme en 2010. Nous qualifions de « dominés par le sentiment » les marchés sur lesquels la crainte, l'incertitude ou le soulagement (comme en 2009) sont à l'origine des principales fluctuations. Sur une note positive, notons qu'historiquement les années « dictées par les fondamentaux » ont été plus nombreuses que celles « dictées par le sentiment », ce qui explique les performances positives à long terme des investisseurs « value » fondamentaux. Si l'on tente de décrire la nature des marchés financiers mondiaux en 2011, un seul terme vient à l'esprit, celui de « crainte ». Il s'agit de la crainte de l'inconnu ; qu'advient-il si la zone euro éclate et si nous tombons dans une récession mondiale, etc. ?

Une récession européenne ?

« *Combien de temps cela durera-t-il ?* » Nous n'avons pas pour habitude de tenter de répondre à de telles questions. Ce qui est sûr, c'est qu'il faut que les craintes liées au risque systémique en Europe diminuent et qu'une image plus claire de l'impact global sur l'économie réelle se dessine. S'agissant de nos portefeuilles, une grave récession nous semble d'ores et déjà largement anticipée, surtout pour les titres cycliques européens. Traversons-nous actuellement une récession en Europe ? Même si la réponse est positive, il ne faut pas oublier que nous investissons dans des sociétés financièrement solides qui survivront grâce à leur forte capacité bénéficiaire à long terme. Cette fois-ci, il n'y aura pas de nouveau « *relief rally* » alimenté par le financement public (comme en 2009). Les sociétés désormais plus solides seront en mesure d'exploiter leur vigueur et de se consolider en éliminant la concurrence. Les forts deviendront de plus en plus forts et les faibles de plus en plus faibles. Les acheteurs stratégiques saisiront les opportunités de fusions-acquisitions pour compenser le repli de la croissance organique et se préparer à de meilleurs jours. Nous ne sommes pour autant toujours 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 évaluations de nos investissements à long terme.

Risque

Je me souviens du jour, il y a près de dix ans, où notre collègue Thomas avait organisé la venue de William Sharpe dans les bureaux de Sparinvest à Avedøre, une petite banlieue tranquille de Copenhague. Pour tout économiste de formation, il n'y a rien de mieux que d'avoir un prix Nobel d'économie dans votre bureau qui « jette un œil » sur vos modèles et vos tableurs. C'était une excellente journée. Quoi qu'il en soit, en tant qu'investisseur « *value* » convaincu par le style de Benjamin Graham, je n'ai jamais été un grand adepte de la Théorie d'efficience des marchés financiers (qui veut que les cours des actions ne soient jamais anormaux car les marchés incorporent et reflètent toutes les informations pertinentes immédiatement) ni du Modèle d'évaluation des actifs financiers (CAPM pour *Capital Asset Pricing Model*). Le CAPM développé par Sharpe reposait sur la théorie de l'équilibre du marché. Les deux concepts supposent une corrélation positive entre le risque (défini en tant que volatilité) et la performance.

Le terme de « *risque* » a été l'un des plus souvent écrits et prononcés au cours des six à neuf derniers mois et la volatilité des actions a été utilisée comme mesure de leur risque. Un investisseur « *value* » à long terme soutiendrait que le risque ne peut être mesuré par un chiffre unique, qu'une telle méthode ne donne pas tout

son crédit au concept de risque. Je pense quant à moi que les analystes de crédit savent que la notion de « *super multiples* » uniques qui couvrent tout est un peu irréaliste. Benjamin Graham ne croyait pas à l'idée selon laquelle le risque est égal à la volatilité, comme le prouvent ses écrits :

« ... le concept de risque est souvent élargi pour être appliqué à un repli éventuel du cours d'un titre, même s'il est possible que ce repli soit de nature cyclique ou temporaire et s'il est peu probable que le porteur du titre soit forcé de vendre à ce moment-là. Ces éventualités sont liées à tous les titres... Mais nous sommes d'avis que ce dont on parle ici n'est pas un risque réel dans le sens utile du terme... le risque lié à une activité commerciale ordinaire est mesuré par la possibilité qu'elle perde de l'argent et non par ce qu'il se passerait si le propriétaire était forcé de vendre. »¹⁾

« ... le fait qu'un repli (du cours du marché) survienne ne signifie pas qu'il est exposé à un risque réel de perte. Si une sélection d'actions affiche une performance globale satisfaisante, telle que mesurée sur un nombre raisonnable d'années, alors cet investissement est considéré comme « *sûr* ». Sa valeur de marché fluctuera sûrement pendant cette période et il est fort probable que son prix de vente soit inférieur à son prix d'achat pendant un certain temps. Si cette situation rend l'investissement « *risqué* », il devrait donc être appelé à la fois *risqué* et *sûr*. La confusion peut être évitée en appliquant uniquement le concept de risque à une perte de valeur qui est soit réalisée lors d'une vente effective, soit causée par une détérioration significative de la position de la société. »¹⁾

Nous ne sommes pas naïfs. Nous savons que pour l'essentiel du secteur de la finance, le risque est aujourd'hui défini précisément de la manière que rejetait Benjamin Graham : le risque d'un repli du cours du marché ou, plus succinctement, la volatilité du cours du marché. Pour un grand nombre des acteurs du monde de la finance, la volatilité est donc considérée comme le plus grand risque à éviter et les baisses des cours boursiers sont traitées avec le plus grand scepticisme. Il convient aussi de noter qu'un grand nombre d'investisseurs travaillent au sein de structures régies par des réglementations strictes où ils sont jugés sur leur performance à court terme. Nous respectons cet état de faits, mais les investisseurs « *value* » voient les choses différemment. Naturellement, en tant qu'humains, nous n'aimons pas voir les cours boursiers baisser. Mais nous ne nous laissons pas aller à la panique. La volatilité et les baisses temporaires des cours du marché n'ont rien de nouveau. Comme l'écrivait Benjamin Graham, « *La valeur de marché fluctuera sûrement et il est fort probable que le prix de vente soit inférieur au prix d'achat pendant un certain temps* ».¹⁾ Ce n'est pas une raison pour avoir peur d'un investissement. Deux éléments nous importent

1) B. Graham: *The Intelligent Investor* (1973)

réellement : premièrement, le modèle ou la valeur intrinsèque de la société ont-ils connu une détérioration ? Si la réponse est négative, ce serait une erreur basique de capituler face à la volatilité du marché et de vendre la position. Deuxièmement, les replis du marché offrent-ils de nouvelles opportunités d'investissements intéressants à long terme ? Si la réponse est positive, l'investisseur « value » doit les exploiter.

C'est à cette approche que nous nous référons lorsque nous affirmons que Sparinvest « investit à long terme dans un monde à court terme ». Nous savons que l'essentiel du monde financier a les yeux rivés sur les tendances à court terme et sur la volatilité du marché. Mais nous nous concentrons exclusivement sur le long terme et sur la manière de maximiser les performances dans cette optique. Pour être plus précis, nous nous efforçons d'exploiter la volatilité, et non pas de capituler face à elle. Cette approche des concepts de risque et de volatilité est au cœur-même de l'investissement « value ». Ne laissez pas la volatilité du marché dicter votre comportement d'investisseur. Au contraire, exploitez-la dans une optique à long terme.

Des sociétés de qualité

Par nature, l'investissement « value » est empreint de scepticisme. Il ne table pas sur un avenir économique parfait et intègre la survenue de cycles baissiers. Lorsque nous parlons d'investir dans des sociétés solides, cela ne signifie pas qu'elles ne connaîtront jamais aucun revers. De telles entreprises n'existent pas. En revanche, nous supposons que chacune d'entre elles traversera des moments difficiles et nous recherchons celles dont la solidité leur permettra de s'en sortir indemnes. Pour évaluer la valeur intrinsèque d'investissements potentiels, nous examinons la capacité bénéficiaire sur l'ensemble du cycle, c'est-à-dire que notre évaluation initiale tient compte des mauvais exercices comme des bons.

Nous en avons beaucoup écrit sur le sentiment négatif régnant sur les marchés financiers et sur ses craintes actuelles. Mais une étude des fondamentaux sous-jacents, et plus spécifiquement des sociétés, révèle que de nombreux secteurs font actuellement l'objet d'une consolidation. Certaines entreprises ont vu leurs concurrentes contraintes de mettre la clé sous la porte, ce qui peut créer des opportunités à long terme. Pour la grande majorité de nos sociétés, toutefois, les « business models » et les valeurs intrinsèques demeurent intacts. La solidité de leur bilan les a bien aidées.

Evaluations

Nos portefeuilles affichent des évaluations extrêmement faibles. Les évaluations moyennes des fonds ressortent des points trimestriels publiés 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 faire du fonds une seule action, on obtient un ratio cours / valeur comptable de 0,77 fois et un ratio valeur d'entreprise / EBITDA de 3,6 fois seulement. Pour l'indice MSCI World, la même méthode donne un ratio cours / valeur comptable de 1,63 fois et un ratio valeur d'entreprise / EBITDA de 6,3 fois.

Naturellement, les méthodes d'évaluation ne doivent pas être prises au pied de la lettre. Une société qui apparaît bon marché peut rapidement perdre son attrait, les estimations bénéficiaires 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 bénéfices. Nous étudions les bénéfices, 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.

Cette 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. Elle permet d'aller à contre-courant dans la recherche de nouveaux investissements et de tirer parti des titres vendus par d'autres. S'agissant des investissements existants, notre approche nous permet de ne pas capituler et 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 ont été maltraitées par les marchés en 2008 et le sont une fois de plus aujourd'hui. Nous ne suggérons pas que les perspectives économiques sont optimistes et prometteuses, mais nous ne pensons pas non plus que le pessimisme catégorique des marchés boursiers soit justifié. Cependant, la situation actuelle n'est pas entièrement comparable à celle qu'a connu le monde des entreprises à la fin 2008. A l'époque, la plupart des sociétés fonctionnaient à plein rendement, 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. La visibilité liée aux revenus et aux bénéfices s'établissait alors à des niveaux

historiquement faibles. Mais pendant l'année suivante, et jusqu'à aujourd'hui, la plupart des sociétés se sont adaptées à 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 sont plus affûtées et plus prudentes.

Conclusion

Il semble que les marchés financiers aient tenté d'anticiper non seulement des défaillances en Grèce et en Italie, mais aussi une crise systémique au sein du secteur bancaire européen avec pour conséquence un éclatement de la zone euro. L'écart entre les performances des marchés boursiers américain et européen a été significatif en 2011. Sur la base des PER Shiller, les actions s'échangent aujourd'hui à des niveaux proches de planchers sur 30 ans dans le noyau dur de la zone euro (France et Allemagne), et même au Japon. Les marchés financiers ont été dictés par le sentiment vers la fin 2011, pour les raisons susmentionnées, et notre performance a eu du mal à décoller cette année. S'agit-il de la fin de l'investissement « value » fondamental ? Nous ne pensons pas.

Nous avons observé par le passé des situations similaires et nous avons déjà été le « vilain petit canard ». Lorsque les marchés se comportent ainsi, il est plus important que jamais de se concentrer sur les éléments de base et de se rappeler l'idée simple énoncée par MM 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 savons que notre fonds a du retard à rattraper mais nous demeurons convaincus que la vigueur et le potentiel à long terme de nos investissements le lui permettront. Nous estimons que le bon sens et la réalisation du fait qu'un investissement est synonyme de propriété effective de parts de sociétés réelles, assorties d'actifs et de bénéfices réels, gagneront en importance aux yeux de tous les investisseurs et généreront des performances solides pour les investisseurs « value ».

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

Jens Moestrup Rasmussen

Chief Portfolio Manager

11 janvier 2012

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 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 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.