



Titres

- 2013 - Le début d'une normalisation ?
- Où en sommes-nous dans le cycle des valorisations ?
- Des valorisations plus élevées aux Etats-Unis
- Opportunités offertes par les grands écarts de valorisations
- Concrétisation de l'effet « Value »
- Marchés émergents
- Des perspectives très positives pour les titres « value »

Nos fonds actions « Value »

Fonds	Code ISIN
Emerging Markets Value	LU0760183672
Ethical Emerging Mkts Value	LU0760183912
Ethical Global Value	LU0362355355
European Value	LU0264920413
Global Small Cap Value	LU0264925131
Global Value	LU0138501191

Des informations détaillées sont disponibles à l'adresse sparinvest.eu.

- sparinvest.eu

Actions « Value »

Cher investisseur,

Nous avons terminé l'année 2013 en fanfare ainsi que les investisseurs en actions de manière générale. La plupart de nos fonds ont terminé l'année à un niveau supérieur aux indices de référence en fin d'année. Le quatrième trimestre a enregistré globalement des rendements absolus solides. En 2013, les marchés d'actions se sont recentrés à nouveau sur les fondamentaux et sur le potentiel à long terme des sociétés. Et c'est précisément ce que nous, les investisseurs « Value », attendions après avoir passé une des plus longues périodes de l'histoire au cours de laquelle les facteurs classiques « Value » ont enregistré des sous-performances. Nous entrevoyons désormais un environnement favorable à notre approche d'investissement « bottom-up » axée sur la valeur et, par conséquent, la performance de nos fonds a été encourageante en 2013.

2013 - Le début d'une normalisation ?

La corrélation entre les actions sur les marchés boursiers s'est fortement réduite au cours de l'année dernière, ce qui signifie que les actions ont commencé à réagir à nouveau davantage aux annonces individuelles de résultats des entreprises. Il convient de garder à l'esprit que le marché finit toujours en fin de compte par faire cette différenciation (« séparer le bon grain de l'ivraie »), ce qui confirme notre avis selon lequel les investissements « bottom-up » axés sur la valeur sont toujours rentables. En 2013, les expositions sur les Etats-Unis, le Japon et l'Europe de nos fonds mondiaux ont surperformé leurs indices de référence régionaux, grâce à des

rendements de titres performants, ce qui signifie que notre sélection d'actions a été judicieuse. Ceci s'inscrit dans une véritable démarche de sélection de titres et, en 2013, pour la première fois depuis longtemps, la sélection de titres a été beaucoup plus importante. Au cours des années précédentes, les marchés financiers avaient montré des comportements extrêmes, la plupart des actions évoluant à l'unisson, parallèlement avec le reste de leurs secteurs d'activités, de leurs pays ou de leurs régions respectifs, ces comportements étant largement motivés par un sentiment de crainte et de doute. Ceci n'était pas normal et cela montre que l'on doit faire attention à ne pas investir en anticipant des résultats qui ne sont basés que sur des données historiques sur trois ans.

Où en sommes-nous dans le cycle des valorisations ?

Où en sommes-nous aujourd'hui ? La plupart des indices américains ont dépassé les plus hauts atteints avant la crise financière mondiale. Le Nasdaq est même revenu au-dessus du niveau atteint en décembre 1999, juste avant l'éclatement de la bulle Internet. Mais les indices européens et japonais sont toujours entre 10 % à 30 % en dessous des plus hauts qu'ils avaient atteints mi-2007. Où en sommes-nous dans le cycle des valorisations ?

Avec la reprise de la croissance économique et le maintien des taux d'intérêt à des niveaux généralement faibles, malgré une certaine augmentation des rendements obligataires, il ne serait pas surprenant de voir une contraction des primes de risque des actions et une augmentation des valorisations. En fait, c'est ce que nous avons constaté en 2013. Aux Etats-Unis et en Europe, le principal facteur d'augmentation du cours des actions a été l'expansion des multiples cours/bénéfices et non la croissance réelle des bénéfices. Les multiples ont également augmenté quelque peu au Japon mais le principal moteur des plus-values importantes des actions japonaises a été une croissance substantielle des bénéfices, soutenue par l'affaiblissement du yen. Globalement, ceci ne signifie pas que les actions sont devenues chères. Souvenez-vous qu'il y a un an, les valorisations étaient à des niveaux extrêmement bas et nous sommes donc tout simplement en présence d'un phénomène de retour à la normale. De plus, l'amélioration de la

croissance mondiale s'est principalement manifestée jusqu'ici à travers des indicateurs économiques. Mais à partir de maintenant ceci devrait se traduire dans les résultats des entreprises.

Mais pour nous, en tant qu'investisseur « Value » qui adoptons une politique de sélection de titres, toute discussion sur les valorisations globales des actions peut sembler excessivement généralisée. Ce qui nous intéresse le plus, ce sont les écarts d'évaluations et leurs raisons. Si l'on compare l'évolution des ratios cours/valeur comptable des sociétés implantées aux Etats-Unis, en Europe et au Japon, qui ont des capitalisations boursières supérieures à 1 Md\$ US, de toute évidence, le schéma classique est un pic des multiples autour de 2006-2007, un repli brusque au moment de la crise financière puis une amorce de la reprise de ces multiples. En outre, deux tendances intéressantes se dessinent.

Des valorisations plus élevées aux Etats-Unis

Tout d'abord, la reprise a été la plus forte aux Etats-Unis : le ratio cours/valeur comptable médian de 3,6x est désormais 20 % dessus du pic de 2006. Par contre, l'Europe et le Japon restent moins chers par rapport aux sommets atteints avant la crise. Le multiple médian de l'Europe est de 2,6x, soit 14 % en dessous du pic, alors que celui du Japon et de 1,5x, soit 28 % en dessous du pic. Pour quelle raison ? C'est très simple, les Etats-Unis se sont remis plus vite de la crise financière mondiale alors que l'Europe a été perturbée par la crise des dettes souveraines. Quant au Japon, il a subi un tremblement de terre et a été affecté par la vigueur persistante de sa devise. Les bénéfices ont augmenté plus rapidement dans les sociétés américaines depuis la crise. De plus, les marchés actions américains ont été soutenus par des changements de structure des fonds propres : de nombreuses sociétés américaines ont racheté des actions au cours des dernières années. Dès lors, sous cet angle, il est facile de comprendre la reprise plus forte des multiples de valorisation aux Etats-Unis. Mais nous devons nous méfier et ne pas extrapoler cette tendance outre mesure, tout particulièrement à un moment où les sociétés européennes et japonaises sortent d'une période dans laquelle elles ont été

limitées et n'ont pas pu réaliser leur potentiel total.

L'Union européenne doit toujours trouver un équilibre subtil entre les besoins des pays « cœur » de la zone euro et ceux des pays périphériques. Cependant, nous entrevoyons des évolutions sous-jacentes positives au niveau de certains pays (nous avons fait des commentaires sur les réformes françaises dans notre dernière lettre) et quelques données sont encourageantes. Le Japon entame sa deuxième année de politique « *Abenomics* ». Deux questions essentielles se posent : à quel rythme et avec quelle efficacité M. Abe pourra-t-il engager le troisième volet, celui des réformes, et est-ce que les entreprises vont accorder des hausses de salaires ? Mais les résultats positifs enregistrés jusqu'ici intègrent la reprise de l'inflation et l'affaiblissement du yen, qui donne un peu d'oxygène aux exportateurs. Par conséquent, dans les deux régions, les vents contraires économiques faiblissent progressivement et, après des années de réduction de coûts, le levier opérationnel pourrait provoquer un taux de croissance impressionnant des résultats. Entre-temps, ce ne sont pas uniquement les sociétés américaines qui peuvent procéder à des changements positifs dans les structures des entreprises et au niveau de leurs fonds propres. Au cours de l'année 2013, dans un contexte global de reprise des fusions et acquisitions, nous avons mentionné une concrétisation de l'effet « Value » à travers des cessions d'actifs chez Canadian Tire, Oil States International et Nokia. Maintenant, nous avons le cas de Maersk qui se sépare de son activité de supermarchés (voir ci-dessous). Au Japon, nous avons constaté divers catalyseurs favorisant le rendement des capitaux investis : un nouvel indice boursier Nikkei/Tokyo dont les composants sont sélectionnés à partir du rendement des capitaux (ROE) et des facteurs de gouvernance d'entreprise, un nouveau code de déontologie exigeant un engagement plus poussé de la part de sociétés cotées en matière de structure de fonds propres et de versements de dividendes. De plus, dans un environnement déflationniste, les sociétés n'ont pas été incitées à investir dans l'outil de travail : avec le regain d'inflation et une tendance de taux d'intérêt réels négatifs, les sociétés seront exposées à des pressions croissantes pour utiliser efficacement les liquidités, ou pour les verser à leurs actionnaires.

Opportunités offertes par les larges écarts de valorisations entre les titres « bon marché » et « chers »

La seconde tendance à signaler concerne l'évolution du ratio cours/valeur comptable depuis la crise financière mondiale. Les augmentations les plus fortes ont été constatées dans les quintiles qui étaient déjà les plus chers auparavant. Les titres chers sont devenus encore plus chers par rapport aux actions bon marché. Ceci confirme un argument que nous avons avancé dans des lettres précédentes : au cours des dernières années marquées par des turbulences, de nombreux investisseurs se sont précipités dans des secteurs du marché considérés comme sûrs, comme les valeurs défensives, les actions à faible bêta et les actions à dividendes élevés. Evidemment, les prix d'achat de ces titres ont été élevés et la bousculade pour les acquérir les ont fait monter encore plus. Nous comprenons les éléments attrayants de ces actions, mais, en tant qu'investisseur « Value », nous devons toujours tenir compte du prix.

De plus, nous ne pensons pas que des facteurs tels qu'un faible bêta ou une faible volatilité puissent constituer à eux seuls une évaluation raisonnable du risque d'un investissement à long terme. BofA Merrill Lynch a effectué une étude récente sur les 10 secteurs du S&P, en comparant le bêta du prix des actions au risque fondamental, une mesure de la qualité des résultats basée sur la stabilité et la croissance des bénéfices sur une période de 10 ans. Il est intéressant de noter que le secteur comportant la plus faible proportion de sociétés ayant des résultats stables est celui des télécommunications : ce secteur est généralement perçu comme étant défensif et il a le second plus faible bêta de tous les secteurs. Entre-temps, le secteur détenant la proportion la plus élevée d'actions enregistrant des bénéfices stables est celui des valeurs industrielles, qui est perçu généralement comme hautement cyclique et certainement comme un secteur à bêta élevé. Comme nous en avons souvent discuté au cours des dernières années, cette période a été caractérisée par une évolution des actions dans des groupes hautement corrélés entre eux, cette corrélation étant basée sur des classifications sectorielles ou régionales : dans une certaine mesure, une période qui a été déconnectée des fondamentaux des sociétés et qui a mal évalué le risque d'investissement à long terme.

Au cours de cette période, l'écart de valorisation qui s'est creusé entre les valeurs bon marché et chères, les valeurs « cycliques » et « défensives », les valeurs à faible bêta et à bêta élevé équivalait ni plus ni moins à une polarisation extrême. Comme nous le savons, cette période a été rude pour les investisseurs traditionnels « Value ». Néanmoins, nous étions persuadés que cette situation ne pouvait perdurer. Et nous étions rassurés par le fait que de grands écarts de valorisations offrent souvent des rendements potentiels significatifs aux investisseurs « Value ». 2013 a confirmé quelque peu cette conviction. Globalement, les actions « Value » et les actions de croissance ont enregistré à peu près les mêmes rendements. Néanmoins, certains secteurs cycliques ont surperformé nettement le marché, tout particulièrement en Europe. Notre fonds mondial a surperformé l'indice MSCI World dans toutes les principales régions, avec des rendements absolus compris entre 26 % et 30 % dans l'ensemble d'entre elles. Mais ce qui est encore plus encourageant, c'est que l'écart de valorisation reste très large. Le spread entre les quintiles cours/valeur comptable les plus élevés et les moins élevés reste le spread le plus large depuis de nombreuses années, tant à l'échelle mondiale qu'au niveau de chaque région. S'agissant du long terme, les secteurs les plus cycliques semblent toujours être fortement décotés par rapport aux secteurs défensifs. Et nos fonds restent particulièrement bon marché par rapport aux indices boursiers, en se fondant sur des chiffres d'évaluation basés sur les actifs ou sur les bénéfiques. Ceci est de bon augure pour l'avenir.

Il convient de noter également que les rendements obligataires sont en augmentation et sont tirés principalement par une croissance mondiale plus rapide et par l'annonce de l'abandon progressif par la Fed de la politique d'assouplissement quantitatif (« tapering »). Ceci peut constituer un environnement favorable pour les actions « Value ». Une croissance plus rapide devrait en soi être bénéfique, permettant d'injecter à plus grande échelle les bénéfices dans toute l'économie, ce qui aura pour effet de favoriser l'utilisation des actifs et d'augmenter le levier opérationnel, comme nous en avons discuté ci-dessus. Mais également, des taux plus élevés et sans risque réduisent la valeur des cash-flows futurs par rapport à la valeur des résultats d'aujourd'hui. Les cash-flows anticipés des actions de croissance à P/E élevé se trouvent surtout dans le long terme et, par conséquent,

avec l'augmentation des rendements obligataires, ces actions deviennent moins attrayantes, alors que les actions « Value » restent relativement plus intéressantes.

Concrétisation de l'effet « Value »

Un des thèmes de l'année 2013 a été de débloquer des capitaux par des cessions d'actifs. 2014 a connu des débuts intéressants avec l'annonce, par le géant danois Maersk, de la vente de la majeure partie de sa participation dans la plus grande chaîne de magasins de distribution danoise, Dansk Supermarked. Cette cession permettra de dégager des produits d'environ 17 Mds DKK (2,3 Mds EUR) et une plus-value d'environ 14 Mds DKK (1,9 Md EUR). Cette cession représente la dernière et la plus grande cession d'une série d'opérations qui recentre clairement Maersk sur ses métiers de base : le transport de conteneurs, les ports, l'exploration pétrolière et le forage. Cette cession donne également une bouffée d'oxygène à sa capacité financière et permet d'effectuer des investissements dans des domaines clés. Mais également, selon les termes du directeur financier, elle offre « la possibilité d'augmenter les dividendes ». Nous avons investi dans le titre Maersk depuis de nombreuses années. Cet investissement a été motivé par des valorisations faibles, la bonne situation financière de l'entreprise et une vision à long terme de la direction. Cette dernière évolution est selon nous positive et a été, sans conteste, bien perçue par les marchés financiers.

Marchés émergents

Sur les marchés émergents, le thème le plus important de l'année 2013 a été de toute évidence le ralentissement progressif de la politique d'assouplissement quantitatif de la Fed. Le mois de mai a été marqué par des prévisions de ralentissement anticipé de la politique d'assouplissement quantitatif. Presque immédiatement, de nombreuses valeurs et devises de marchés émergents ont fait l'objet de liquidations. Les marchés étaient inquiets au sujet des liquidités bon marché qui avaient afflué dans ces pays au cours des dernières années et craignaient qu'elles ne repartent, notamment aux Etats-Unis, les investisseurs étant en quête de meilleurs rendements. A court terme, certains marchés émergents semblent plus vulnérables que

d'autres au niveau de l'impact de ces flux d'investissement. Néanmoins, nous pensons que les principaux moteurs structurels à long terme des économies et des actions des marchés émergents sont toujours en place : un faible niveau d'endettement, une balance courante globalement excédentaire, une classe moyenne en expansion, et un besoin de capitaux supplémentaires et de développement d'infrastructures. Ces éléments ne constituent naturellement que des généralisations et il convient de les nuancer pour chaque pays.

La Chine constitue un exemple intéressant. De nombreux acteurs du marché ont craint que la Chine ne subisse un atterrissage brutal, mais, en 2013, ce n'est pas tant l'atterrissage brutal qui a touché la Chine mais plutôt une devise forte : le renmibi et les marchés d'actions chinois se sont singularisés par leur robustesse. Naturellement des inquiétudes persistent. Le programme de réformes du gouvernement chinois et le passage d'un modèle de croissance économique basé sur les exportations à un modèle basé sur la consommation pourraient rabaisser les taux de croissance élevés enregistrés au cours de la majeure partie de la dernière décennie. Nous comprenons ces inquiétudes. Mais les réformes sont souvent douloureuses et ce passage devrait être bénéfique à moyen et long terme. Elle dotera la Chine d'une plate-forme lui permettant d'atteindre une croissance plus stable et plus durable.

Mais la Chine ou les « BRIC » ne sont pas les seuls pays qui comptent. De notre point de vue, le point principal est que les marchés émergents offrent un univers diversifié dans lequel pouvons sélectionner judicieusement des titres. Nos fonds des marchés émergents, comme tous nos fonds actions « Value », sont investis en appliquant essentiellement une méthode de sélection individuelle d'actions qui présentent, selon nous, des décotes importantes par rapport à leur valeur à long terme. Ceci s'explique par le fait que, sur les marchés émergents, comme sur les marchés développés, il existe une tendance claire à long terme pour les actions « Value » (actions bon marché) de surperformance par rapport à d'autres actions plus chères. En fait, depuis le début de l'année 2012, nous sommes entrés dans une période dans laquelle les actions « Value » ont relativement sous-performé sur les marchés émergents. Mais il faut s'attendre à court terme à des périodes de sous-performance et cela ne modifiera pas pour autant la situation à long

terme. Entre-temps, nous sommes encouragés par le fait que nos fonds actions des marchés émergents aient enregistré des performances relativement élevées en 2013 malgré un environnement difficile pour les actions « Value ». Nos fonds des marchés émergents ont surperformé l'indice MSCI Emerging Markets de 1 % à 5 % et surperformé encore davantage l'indice MSCI Emerging Markets Value. Pour l'avenir, nous continuerons d'accorder la priorité à la sélection d'actions que nous considérons comme étant valorisées très faiblement et de manière injustifiée par les marchés.

Des perspectives très positives pour les actions « Value »

Nous sommes donc optimistes pour 2014. Même après les fortes performances de 2013, nous pensons toujours que les actions représentent la classe d'actifs la plus attrayante et que les flux de capitaux continueront de revenir vers les marchés actions en 2014. Même si nous ne prétendons pas que les actions semblent tout particulièrement bon marché à l'heure actuelle, elles ne semblent pas particulièrement trop valorisées.

Il n'est pas difficile d'imaginer des phénomènes déclencheurs qui pourraient assombrir les marchés financiers, provoquer un essoufflement relatif de l'économie ou raviver des ratés politiques en Europe et aux Etats-Unis. Mais les marchés semblent réagir plus calmement à ces ratés, et nous pensons que l'économie mondiale est en train de connaître une reprise lente, ce qui constitue un impact positif potentiel sur les bénéfices de la plupart des sociétés. Nous anticipons donc une reprise des bénéfices comme moteur des marchés mondiaux en 2014 et nous entrevoyons un potentiel tout particulier en Europe et au Japon ainsi que dans les valeurs plus cycliques ou dans les parties économiquement sensibles du marché. Ceci devrait avoir un effet positif sur un bon nombre de nos investissements.

Les marchés boursiers nous offrent toujours de nouvelles opportunités d'investissement intéressantes qui se traduiront, nous en sommes convaincus, par une performance solide à long terme. 2013 a été une année très forte mais nous pensons qu'elle a tout simplement marqué le début de conditions de normalisation sur les marchés financiers. Les perspectives sont bonnes et nous sommes optimistes parce que l'appétit pour le

risque revient sur les marchés actions, la corrélation entre les actions est en baisse, les évaluations de nos portefeuilles sont intéressantes et parce que les sociétés devraient renouer avec une augmentation de leurs bénéfices. Entre-temps, les sociétés cherchent de plus en plus d'opportunités pour dégager le plus de valeur possible. Cette période est encourageante pour les investisseurs « Value ».

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

Jens Moestrup Rasmussen
Chief Portfolio Manager
9 janvier 2014

‘L'équipe « Value » de Sparinvest’



Rangée supérieure, de gauche à droite:

David Orr

Senior Portfolio Manager

Lisbeth Søgaard Nielsen

Portfolio Manager

Jeroen Bresser

Portfolio Manager

Per Kronborg Jensen

Senior Portfolio Manager

Morten Rønnow Tandrup

Equity Analyst

Rangée inférieure, de gauche à droite:

Karsten Løngaard

Senior Portfolio Manager

Jens Moestrup Rasmussen

Team Leader / Chief Portfolio Manager

Trine Uggerhøj

Portfolio Manager

Kasper Billy Jacobsen

Chief Portfolio Manager

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.

Signatory of:



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, au document d'informations clés pour les investisseurs 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. Pour les investisseurs en Suisse, le représentant légal et l'agent payeur du fonds est RBC Investor Services Bank S.A., Zürich branch, Badenerstrasse 567, P.O. Box 101, CH-8066 Zürich. Publié par Sparinvest S.A, 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.