



Lettre trimestrielle – Actions Value

T3 2014

Cher investisseur,

Dans les récentes lettres, nous avons attiré l'attention sur la reprise économique naissante en Europe et sur son impact sur les actions « Value ». Nous avons constaté un revirement de tendance pendant le trimestre, les données émanant d'Europe s'orientant à la baisse alors que l'économie américaine continuait de bien se comporter. Cet écart au niveau des données macroéconomiques se reflète aussi sur les bénéfices des entreprises depuis un certain temps. Les actions américaines n'ont quasiment pas souffert de révisions à la baisse des bénéfices pendant l'été et ont donc pu satisfaire des attentes pourtant élevées. Les bénéfices des entreprises européennes, quant à eux, ont fait l'objet de rétrogradations plus fréquentes et plus prononcées. La baisse des attentes a surtout été dictée par les exportateurs européens, et notamment par les constructeurs automobiles ainsi que les secteurs de l'énergie et des matériaux.

Cette divergence entre les régions s'est reflétée sur les performances des marchés boursiers. Parallèlement, l'intensification des tensions politiques aux frontières de l'Europe a particulièrement pesé sur les actions européennes. Par conséquent, le marché américain a signé une belle avancée dans un contexte de renforcement du dollar, alors même que les indices boursiers européens stagnaient.

La reprise européenne a-t-elle déraillé?

L'Europe est certes confrontée à des défis, mais ceux-ci semblent largement pris en compte par les évaluations faibles de la région et nous identifions quatre raisons pour lesquelles la situation n'est pas si terrible.

Premièrement, nous pensons que les révisions bénéficiaires baissières touchent à leur fin en Europe. Le cycle d'attentes

Contenu

- La reprise européenne a-t-elle déraillé?
- Un trimestre difficile, qui fait penser à 2011
- Actions technologiques
- Fortes révisions des bénéfices au Japon
- Conclusion

en berne dure depuis plus de deux ans, ce qui est long d'un point de vue historique. Ce qui compte plus encore, c'est que les bénéfices des entreprises européennes ont tendance à être davantage corrélés avec l'économie mondiale, laquelle semble en meilleur état que l'économie européenne à l'heure actuelle.

Deuxièmement, la BCE a pris conscience du « ralentissement » de l'Europe et est disposée à élargir son bilan une fois de plus. Il s'agit là d'un revirement par rapport aux deux dernières années au cours desquelles la BCE était la seule grande banque centrale du monde à réduire son bilan. Autrement dit, nous sommes à l'aube d'une nouvelle série d'assouplissement monétaire en Europe, tandis que les Etats-Unis se rapprochent d'un durcissement. Les dernières annonces de M. Draghi relatives à la politique de la banque centrale ont suscité certaines critiques dues à leur manque de clarté quant aux échéances et aux niveaux d'assouplissement. De notre point de vue, il est plus

important de comprendre que la BCE est disposée à améliorer davantage les conditions du crédit en Europe, une condition essentielle à la relance de l'économie de la région.

Les résultats de l'Examen de la qualité des actifs des banques européennes constituent le troisième facteur susceptible d'alimenter la confiance et les prêts en Europe. Ils sont attendus fin octobre. Même si ces résultats ne réserveront probablement pas de réelles surprises, l'exercice a préoccupé les banques l'année dernière, détournant leur attention de leur métier de base, le prêt. La dernière enquête de la BCE sur les activités de prêt des banques (juillet) a révélé un assouplissement des normes de crédit applicables aux prêts aux entreprises, pour la première fois depuis 2007, sur fond d'amélioration de la demande de prêts. Cela dit, de nouvelles améliorations sont nécessaires, surtout au vu d'une demande de prêts destinés aux dépenses de capital certes positive, mais toujours timide.

Le quatrième facteur positif est directement lié au nouvel assouplissement monétaire opéré par la BCE, c'est-à-dire l'affaiblissement récent de l'euro depuis fin août. Ses effets se répercuteront sur les bénéfices des exportateurs européens dans les trimestres à venir. Ces facteurs, conjugués au niveau élevé d'effet de levier opérationnel d'un grand nombre de sociétés européennes cycliques, créent un potentiel haussier considérable pour les bénéfices à l'avenir.

Un trimestre difficile, qui fait penser à 2011

Après dix trimestres de performance solide pour les actions « Value », ce troisième trimestre 2014 s'est montré particulièrement difficile pour notre style d'investissement, nous rappelant le troisième trimestre 2011. A l'époque, tout comme aujourd'hui, l'évolution des marchés était fortement dictée par le sentiment et les actions américaines surperformaient aussi nettement les actions européennes. En 2011, on pensait être à l'aube d'un effondrement de la zone euro. Mais cette fois-ci, l'incertitude est plutôt alimentée par un certain nombre de facteurs : la faiblesse des données économiques en Europe, le conflit en Ukraine, la guerre en Syrie et dans les pays voisins, l'Etat islamique, le virus Ebola en Afrique de l'Ouest, l'état de l'économie chinoise et l'impact de tous ces facteurs sur la croissance économique mondiale future. Répétant ce qu'il s'était passé il y a trois ans, l'incertitude accrue a une fois de plus incité les investisseurs à éviter les actions à bêta élevé, les petites capitalisations et les actions « Value ». Ce phénomène a plombé la performance de la plupart de nos fonds.

Nous avons répété à plusieurs reprises, au cours des dernières années, qu'un investissement « Value » est essentiellement une question de cohérence : appliquer systématiquement votre stratégie lorsque vous êtes testé sur vos convictions. Ceci a certainement été le cas au cours des cinq dernières années lorsque la tourmente économique persistante a fréquemment détourné l'attention des investisseurs des fondamentaux des sociétés pour provoquer des réactions suite à des événements macroéconomiques et politiques. Par conséquent, le sort des marchés financiers a été dicté probablement encore plus que d'habitude par la recherche d'un consensus, les investisseurs s'en tenant aux indices de référence pour éviter de se distinguer : nous avons constaté sans aucun doute un déclin des ratios d'actions actifs chez certains investisseurs de notre univers. De surcroît, nombre d'investisseurs ont cherché refuge dans des segments du marché considérés comme relativement sûrs tels que les secteurs traditionnellement défensifs.

Les stratégies reposant sur les valeurs sûres – et les stratégies « Momentum » en vertu desquelles on cible les actions dans lesquelles un grand nombre d'investisseurs investissent – peuvent souvent porter leurs fruits pendant les périodes où l'incertitude et la volatilité dominent, mais elles se sont traduites par des secteurs de marché surpeuplés assortis d'évaluations excessives. De même, il est certes rentable de coller à l'indice, mais à condition que tout le monde continue de faire de même. L'histoire a montré que de telles périodes avaient toujours une fin. Les avantages pour les investisseurs « Value » peuvent alors être rapides et importants, les écarts d'évaluation entre les différents segments du marché se contractant à des niveaux plus normaux. L'investissement « Value » consiste à acheter essentiellement des titres de sociétés très décotées parce que, au final, ce sont elles qui vont générer les rendements à long terme les plus élevés.

Actions technologiques

Les technologiques – c'est-à-dire la biotechnologie et les technologies de l'information – ont compté parmi les « favorites » au trimestre dernier. Parmi les secteurs globaux, la santé et les technologies de l'information ont affiché les meilleures performances. Au sein de la santé, ce ne sont pas les grands laboratoires pharmaceutiques, mais les actions biotechnologiques qui ont mené la danse. Sans entrer dans les détails, nous pouvons affirmer qu'il est difficile d'attribuer une valeur à de telles sociétés, qui semblent toujours

onéreuses sur la base des mesures traditionnelles telles que le rendement des bénéfices ou même la croissance du ratio cours/bénéfice. Dans l'informatique, les sociétés comme Facebook, LinkedIn et Twitter, qui ont toutes été cotées ces dernières années, ont affiché les performances les plus élevées ce trimestre. La plupart des actions de cet univers ne nous semblent tout simplement pas intéressantes. Les méthodes d'évaluation conventionnelles sont difficiles à appliquer ; Twitter n'a pas encore réalisé de résultat trimestriel positif et ne devrait pas atteindre son seuil de rentabilité avant 2017. Nous partageons l'avis d'un grand nombre d'autres acteurs du marché qui estiment que ces secteurs connaissent un phénomène de bulle. Dans le Rapport de politique monétaire de la Fed du 15 juillet, même Janet Yellen pointait du doigt des « mesures d'évaluation détendues », précisément dans les secteurs des médias sociaux et de la biotechnologie.

En attendant, le terme de « technologies de l'information » couvre plus que les simples actions des médias sociaux et on nous demande souvent notre opinion sur les favoris informatiques des bourses tels qu'Apple. Même si nous ne prétendons pas posséder d'informations spéciales, nous trouvons son historique très impressionnant. Ces résultats ont toutefois un prix qui ne nous a pas semblé attirant jusqu'ici en notre qualité d'investisseurs « Value ». Nous trouvons particulièrement difficile de déterminer pendant combien de temps encore Apple pourra maintenir sa croissance sans sacrifier ses marges bien supérieures à celles du secteur.

Un investisseur « Value » n'a pas vraiment la vie facile lorsque les prix des actions de sociétés comme Apple ou des actions des médias sociaux susmentionnés s'envolent – comme ils l'ont fait ces dernières années. Les pressions et la tentation de participer au redressement ne font qu'enfler et on a l'impression d'être le plus idiot de la classe. Mais dans ces situations, nous nous rappelons qu'il est indispensable de nous en tenir à notre style. De plus, les opportunités sont suffisamment nombreuses pour nous permettre d'identifier des idées similaires à des prix bien plus intéressants pour nous. Le fabricant de disques durs Western Digital en est l'exemple parfait.

Les arguments d'investissement en faveur de Western Digital sont plus ou moins liés à ceux en faveur d'Apple. Début 2010, Apple a annoncé le lancement de l'iPad. Ce nouveau produit a suscité l'excitation, les gens étant persuadés qu'il bouleverserait le marché des PC comme l'iPhone avait bouleversé le marché des téléphones mobiles. Face à la

forte révision à la baisse des prévisions de croissance des ordinateurs, les perspectives des volumes de disques durs avaient elles aussi diminué, les gens étant prêts à sonner le glas du PC. Le cours de l'action Western Digital s'est effondré de 40 USD en janvier 2010 à 25 USD en septembre. Lorsque nous avons acheté nos premiers titres en septembre 2010, Western Digital présentait un ratio VE/EBITDA de 2,3 fois, un rapport cours/bénéfice de 4,3 fois et une capitalisation boursière composée de liquidités à hauteur de 40 %. Autrement dit, son évaluation semblait indiquer que l'entreprise ne survivrait pas un jour de plus.

Nous avons vu quant à nous une société qui avait réussi à survivre à différents cycles technologiques et appartenait à un secteur fortement concentré appliquant une meilleure discipline de fixation des prix que le marché de la téléphonie mobile, par exemple. Au début des années 1990, plus de 20 sociétés se disputaient les parts de marché, alors qu'en 2010, les trois premiers fabricants possédaient 80 % du marché. Nous pensions aussi que le marché du PC ne disparaîtrait pas, alors que la croissance de l'iCloud pourrait s'accompagner de nouvelles opportunités.

L'année suivant notre investissement, Western Digital a décidé de racheter son premier concurrent, Hitachi Storage, pour former le premier fabricant mondial de solutions d'entreposage des données qui possédait 50 % du marché mondial. A partir de 2012, les effets de synergie dégagés par cette transaction ont été reconnus par les investisseurs, tandis que les gens commençaient à se rendre compte que l'iPad n'était pas une solution de remplacement du PC. Au fil de notre investissement, Western Digital a augmenté son chiffre d'affaires de 50 % et son EBITDA de 80 %, un phénomène qu'a reflété son cours boursier, alors même que ses évaluations se normalisaient. Nous avons cédé nos actions en janvier 2014 au prix de 89 USD et réalisé une performance de 235 % en données en euros.

Qu'est-il advenu d'Apple sur cette période ? L'introduction de l'iPad a certes été une énorme success story qui a changé la donne. Depuis, le géant de Cupertino a pu tripler son chiffre d'affaires et ses bénéfices ainsi que doubler son cours boursier.

Alors pourquoi la performance du cours de Western Digital a-t-elle dépassé celle du cours d'Apple ? Une étude plus approfondie de la composition des performances des deux actions montre clairement que l'expansion de ses bénéfices et ses multiples a dicté la performance de Western Digital. Autrement dit, les investisseurs en attendaient peu et

n'étaient disposés qu'à payer des multiples faibles pour Western Digital. En revanche, la performance d'Apple reposait sur une envolée des bénéfices sur fond de contraction des multiples. Il semble donc qu'un grand nombre d'investisseurs étaient déjà prêts à payer des multiples élevés dans l'anticipation de l'introduction réussie de l'iPad.

En conclusion, pendant les périodes d'euphorie à l'égard d'un seul segment du marché, l'investisseur « Value » peut laisser passer des opportunités intéressantes, mais cela ne signifie pas qu'il n'en existe pas d'autres dans son univers d'investissement.

Fortes révisions des bénéfices au Japon

A l'heure où nous cherchons des opportunités, nous nous devons de parler du Japon. En dépit de l'excellente performance des actions japonaises depuis novembre 2012, nous identifions toujours de nombreuses opportunités au Japon en raison, notamment, de bénéfices qui progressent plus rapidement que les cours boursiers. La croissance des bénéfices reste plus élevée au Japon qu'aux Etats-Unis et en Europe. Les révisions à la hausse de leurs bénéfices qu'ont continué d'annoncer les entreprises japonaises pendant l'été dans un contexte de monnaie quasiment inchangée pointent vers une amélioration des bénéfices structurels des sociétés nipponnes. Yamaha Motor et Fujifilm sont de parfaits exemples d'améliorations des fondamentaux constatées parmi nos positions en portefeuille.

Yamaha Motor comptait 12 sites de production au Japon avant le début de la crise financière. Ce chiffre a d'ores et déjà été réduit à 9 et trois sites supplémentaires sont en cours de fermeture dans le pays. L'amélioration des achats de biens et le lancement de nouvelles stratégies de plateforme comptent parmi les autres mesures de réduction des coûts. De plus, la société affine ses compétences en matière de différenciation des produits, ce qui renforce son pouvoir de fixation des prix. Grâce à ces mesures, Yamaha Motor est en passe d'obtenir des bénéfices record en 2015 – alors même que les ventes de motos ont baissé de 50 % sur les marchés développés par rapport à avant la crise et que le yen s'est apprécié de 10 %.

Fujifilm est une autre société que nous avons détenue pendant de longues années. Elle a réalisé il y a 15 à 20 ans qu'elle ne pouvait plus compter sur le film photographique (faisant partie du segment Solutions d'imagerie) dans une ère numérique. La transformation en conglomérat chimique

diversifié a été un processus long et parfois douloureux. Il convient toutefois de noter que des concurrents auparavant puissants tels que Kodak et Polaroid ont fait faillite sur cette même période. Il y a une dizaine d'années, Fujifilm a commencé à investir des montants significatifs dans le développement de ses activités liées à la santé (faisant partie du segment Solutions d'information) car la santé présentait une croissance structurellement supérieure, des barrières à l'entrée plus élevées et un meilleur profil de rentabilité. Elle nécessite toutefois aussi des dépenses de R&D substantielles avant de pouvoir dégager un quelconque profit. Depuis 2003, Fujifilm a diminué de moitié les actifs de Solutions d'imagerie et doublé ceux de la Santé. Cette transition stratégique s'est traduite par des pertes continues pour Solutions d'imagerie, tandis que la société renforçait son pouvoir bénéficiaire dans la Santé. A l'heure actuelle, Solutions d'imagerie a dépassé son seuil de rentabilité et la Santé constate une montée en puissance des introductions de produits. Si Fujifilm reste minuscule par rapport à d'autres sociétés mondiales de la Santé, elle a beaucoup attiré l'attention cet été en raison d'un traitement potentiel d'Ebola. Nos arguments en faveur d'un investissement dans Fujifilm ne reposent pas sur l'introduction réussie d'un nouveau médicament utilisé pour traiter Ebola, mais l'éventualité d'un tel évènement pourrait sans aucun doute entraîner une réévaluation des multiples de la société à de niveaux plus proches de ceux d'autres entreprises de la Santé.

Conclusion

Nous reconnaissons que la reprise économique mondiale subit des pressions et que l'essentiel des données économiques récemment publiées dans la zone euro ont été très pessimistes. Nous avons affirmé que la reprise économique ne nous semblait pas avoir déraillé, mais admettons humblement que nos prévisions économiques se sont déjà révélées erronées par le passé. La bonne nouvelle, c'est qu'en dépit de l'impression d'absence de clarté quant aux échéances et aux niveaux d'assouplissement, la BCE réagit avec une vaste gamme de propositions, y compris l'association de stimulations budgétaires et monétaires accompagnées de réformes structurelles, un concept appelé « Draghinomie » - la recette exacte de ce qui semble avoir marché au Japon.

Il ne faut pas oublier que la composition de notre portefeuille dépend des endroits où nous identifions les meilleures idées d'investissement à long terme. Il est effectivement difficile

pour nous de voir les actions en plein envol (dont l'ignorance de la gravité ne peut être justifiée par les méthodes d'évaluation conventionnelles) continuer de surperformer alors que les sociétés robustes générant de solides flux de trésorerie à travers les cycles sont assorties de décotes strictement dues à leur origine géographique, leur taille ou leur caractère cyclique. Lors de telles périodes, d'aucuns peuvent se demander si le glas de l'investissement « Value » reposant sur les fondamentaux sonne ? Nous ne pensons pas. En revanche, les observations quant aux actions biotechnologiques et des médias sociaux nous rappellent la fin des années 1990, période à laquelle nombre d'investisseurs ignoraient les évaluations. Elles ne comptaient tout simplement pas jusqu'à quelques années plus tard, lorsqu'elles se sont mises à vraiment compter. Le fait que les écarts d'évaluation restent si prononcés – que ce soit entre actions européennes et américaines, entre titres défensifs et cycliques ou entre petites et grandes capitalisations – nous conforte dans l'idée que nos investissements possèdent un potentiel à long terme.

Equipe Sparinvest Value



Rang du haut, 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
Analyste actions

Rang du bas, 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 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.

Signatory of:



La présente lettre n'est pas et ne doit pas être interprétée comme une sollicitation ou offre, ou encore comme une recommandation d'achat ou de vente d'un quelconque investissement, comme une participation à une autre transaction ou comme une offre de conseils d'investissement ou d'autres services financiers ou bancaires. Les contenus et opinions exprimés doivent uniquement être considérés comme appartenant aux perspectives et informations générales de Sparinvest ainsi qu'au marketing de Sparinvest et des fonds gérés. Toutes les informations présentées ici proviennent de Sparinvest, à moins qu'il ne soit fait référence à d'autres sources. Les informations provenant de sources externes sont utilisées sans vérification et Sparinvest décline toute responsabilité quant à leur précision. Sous réserve d'éventuelles erreurs typographiques, de calcul et autres pouvant apparaître dans la documentation.

Les compartiments mentionnés font partie de Sparinvest SICAV, une société d'investissement à capital variable de droit luxembourgeois. Pour obtenir des informations complémentaires, veuillez vous référer au prospectus, au Document d'informations clés pour l'investisseur (DICI) et aux derniers rapports annuels et semestriels de Sparinvest SICAV. Ces documents peuvent être obtenus gratuitement dans les différents bureaux de Sparinvest ou auprès des distributeurs désignés, tout comme les statuts d'origine des fonds et tous changements relatifs aux dits statuts. Il est recommandé aux investisseurs de lire le prospectus, les statuts et toute autre information relative au compartiment concerné avant d'investir. L'attention est attirée sur le fait que les performances historiques ne peuvent être considérées comme des garanties des résultats futurs. En particulier, les fonds qui investissent sur des marchés étrangers sont sensibles aux fluctuations des changes susceptibles de faire baisser ou augmenter la valeur des fonds. Le recouvrement complet du capital investi ne peut être garanti. Pour les investisseurs basés en Suisse, le représentant et l'agent payeur du fonds est RBC Investor Services Bank SA, succursale de Zurich, Badenerstrasse 567, P.O. Box 101, CH-8066 Zurich. Publié par Sparinvest SA., 28, Boulevard Royal, L-2449 Luxembourg.