



Actions « Value »

Titres

- Amélioration du marché des fusions-acquisitions
- Qualité et évaluation
- Avantage des niveaux d'endettement faibles
- Environnement politique
- Technologie environnementale et avantage compétitif
- Conclusions

Cher Investisseur,

Il n'est pas étonnant que les marchés difficiles des deux dernières années aient incité à la prudence. À chaque fois qu'un gros titre souligne les améliorations récentes des marchés financiers et des indicateurs économiques, un autre met l'accent sur les risques subsistants et affirme qu'il s'agit tout simplement d'un faux départ. Chez Sparinvest, nous essayons de ne pas trop gaspiller notre énergie à débattre sur ces points et n'avons pas pour habitude de nous exciter à la première hausse des marchés boursiers ou lors d'une quelconque embellie des perspectives économiques, tout comme nous ne nous laissons pas abattre pendant les phases baissières. Nous adoptons plutôt une optique à long terme : nous étudions la capacité bénéficiaire des sociétés dans lesquelles nous investissons sur l'ensemble du cycle, avec, comme objectif, de générer des performances solides à long terme pour nos portefeuilles.

Cela dit, nous ne nions pas que le contexte des trois derniers mois a été encourageant. Les marchés actions se sont bien comportés et nos fonds ont réalisé de bonnes performances. Des signes timides d'amélioration des fondamentaux apparaissent dans de nombreux secteurs grâce à un mélange de facteurs internes, tels que les réductions de coûts et de capacités, et de facteurs externes comme l'amélioration de la demande et les aides publiques. Quoi qu'il en soit, rares sont ceux qui affirment que l'économie mondiale est désormais dénuée de tout risque et l'on ne peut que se demander si les conditions sous-jacentes seront vraiment solides une fois que les fonds publics arrêteront d'affluer et que les injections d'urgence, « primes à la casse » et autres programmes commenceront à disparaître. D'après nous, la reprise ne sera certainement pas sans heurts. Nous avons confiance dans nos positions, qui bénéficient de bilans et de capacité bénéficiaire suffisamment robustes pour leur permettre de maintenir le cap, même si la situation venait à se dégrader une fois de plus.

Il ne fait aucun doute que les sociétés ont plus aisément accès aux capitaux, ce qui est une condition vraiment fondamentale à toute reprise. Les banques recommencent lentement à fonctionner en tant que sources de liquidités. L'émission d'obligations d'entreprises est désormais nettement plus facile et meilleur marché. L'année dernière encore, les entreprises devaient s'estimer chanceuses lorsqu'elles parvenaient à placer leurs titres et, quand elles réussissaient un tel exploit, elles faisaient alors face à des conditions très dures. Maintenant, chaque jour semble s'accompagner d'une nouvelle émission d'actions. L'objectif consiste à améliorer les ratios de fonds propres pour un bon nombre d'entreprises ou à financer leur développement pour d'autres. Il est intéressant de constater que la plupart de ces émissions ont bénéficié d'un accueil favorable. Le fait qu'il soit plus facile de lever des fonds révèle au moins la confiance générale des marchés dans la probabilité d'une reprise, c'est-à-dire la probabilité que les sociétés se sortent de la crise et génèrent les bénéfices et les flux de trésorerie qui leur permettront de maintenir leurs paiements d'intérêts et de dividendes.

Amélioration du marché des fusions-acquisitions

Nous avons déclaré précédemment que l'atonie des marchés des fusions-acquisitions qui avait dominé l'année dernière avait transformé nos fonds, lesquels avaient bénéficié par le passé d'un grand nombre de rachats d'entreprises et étaient devenus désormais un peu comme un moteur huit cylindres tournant avec quatre cylindres seulement. Nous sommes de nature relativement prudente et nous n'irons pas jusqu'à dire que les quatre cylindres passifs vont se remettre à vrombir furieusement dès demain mais, parmi les entreprises, les acheteurs commencent à bouger à mesure que les conditions du financement s'améliorent.

Ce phénomène se reflète dans nos portefeuilles. IDS Scheer est une société allemande de logiciels et de services de conseil informatique dans laquelle nos fonds Global Small Cap Value et European Value ont investi au second semestre 2008. En juillet 2009, Software AG a soumis une offre de rachat de 15 EUR par action, un chiffre supérieur à notre évaluation de sa valeur intrinsèque et deux fois plus élevé que le cours auquel nous avons acquis ses parts. Aussi avons-nous accepté l'offre et perçu le paiement correspondant fin septembre.

Ces activités de consolidation ne se limitent pas à l'Europe et à l'Amérique du Nord. Nous avons indiqué précédemment que de nombreuses sociétés japonaises avaient procédé à d'importantes acquisitions à l'étranger sur les marchés en difficulté l'année dernière. On constate en outre une consolidation des positions à l'échelle nationale. Nous détenons des parts dans plusieurs des grandes compagnies d'assurance japonaises non-vie qui

nous semblaient être sous-valorisées depuis de longues années et susceptibles de bénéficier d'un réalignement du secteur. Ce réalignement se produit aujourd'hui dans le cadre de la fusion entre Nipponkoa et Sompo Japan ainsi que d'une association tripartite entre Mitsui Sumitomo Insurance, Aioi Insurance et Nissay Dowa Insurance. Il ne s'agit pas là de rachats pour lesquels de fortes primes sont versées par l'acquéreur, mais d'une consolidation sectorielle qui devrait ouvrir la voie à des économies de coûts, à un contexte de fixation des prix potentiellement meilleur et à une base de développement solide sur de nouveaux marchés. Nous estimons que ces évolutions profiteront au secteur à long terme.

Qualité et évaluation

Naturellement, même si le contexte des fusions-acquisitions s'améliore, les entreprises acheteuses ne gaspillent pas pour autant leur argent. Si la crise de l'année passée leur a enseigné quelque chose, c'est bien de faire preuve de plus de discernement dans leurs achats. Les fusions-acquisitions se concentreront sur les sociétés de qualité. À cet égard, nous pensons que nos portefeuilles sont extrêmement bien placés. Les lettres trimestrielles des différents fonds contiennent des informations sur chacun d'entre eux, mais si l'on prend le fonds Sparinvest Global Value à titre d'exemple et si l'on cumule les données de ses positions pour le présenter comme une action unique, l'on obtient un ratio endettement net/ fonds propres de 24%, contre 61% pour le MSCI World, et un ratio immobilisations incorporelles/ fonds propres de 17% seulement, contre 53% pour l'indice. Pourtant, un bilan de cette qualité n'est pas onéreux. Alors que l'indice MSCI World s'échange à un ratio cours/ valeur comptable de 1,96 fois, celui du fonds s'inscrit à 0,87 fois seulement. En fait, la capitalisation boursière du fonds correspond à la valeur nette des immobilisations de nos positions : pour chaque euro investi dans le fonds, l'investisseur détient un euro d'immobilisations nettes. Un coup d'œil aux évaluations basées sur les bénéfices permet de constater que l'indice présente un rapport valeur d'entreprise/ EBITDA de 7,9 fois les estimations 2009 de Bloomberg et 6,9 fois les estimations 2010, alors que, pour le fonds, ces multiples s'établissent à 3,6 et 2,9 fois seulement. Autrement dit, nos portefeuilles sont composés de sociétés solides bénéficiant de cours extrêmement tentants.

Avantage des niveaux d'endettement faibles

L'une des qualités principales de nos positions, que nous recherchons également dans nos nouveaux investissements potentiels, est un endettement faible. Au cours des 18 derniers mois, un niveau de désendettement relatif n'a certainement pas été une mauvaise chose. Il a même constitué, dans certains secteurs, la différence entre faillite et survie. Des niveaux d'endettement faibles ont permis aux directions de se préparer au pire et d'attendre que l'orage passe.

Cependant, pendant la crise de resserrement du crédit, un faible niveau d'endettement n'a pas été très utile pour obtenir de nouveaux emprunts. L'année dernière, le recours à de nouveaux prêts bancaires ou à des émissions d'obligations n'était pas vraiment possible pour les sociétés, quelle que soit la solidité de leur bilan. Ces six derniers mois, à mesure que les injections de fonds publics commençaient à agir et que les banques devenaient plus à même d'octroyer des crédits, l'état des liquidités s'est amélioré. Quoi qu'il en soit, les bénéficiaires les plus immédiats de ces injections ont été les entreprises faibles qui risquaient le plus de faire faillite. À mesure que les banques se redressaient, leur priorité première a consisté à maintenir la tête de leurs clients les plus vulnérables hors de l'eau en modifiant les prêts existants et en octroyant de nouveaux. C'est peut-être l'une des raisons de ce que certains commentateurs ont appelé la ruée vers les titres de mauvaise qualité (ou « dash-to-trash »), c'est-à-dire la période pendant laquelle les actions de qualité inférieure qui avaient le plus baissé ont rebondi le plus rapidement, le marché étant soulagé de les voir survivre.

Mais une ruée vers les titres de mauvaise qualité est de courte durée. Alors que les mesures extraordinaires de soutien aux sociétés en difficulté s'atténuent, la qualité redevient une priorité des investisseurs, qui se demandent dès lors quelles sociétés présentent un bilan, un modèle bénéficiaire et une direction suffisamment vigoureux pour générer des bénéfices dans le nouveau contexte. Alors que la récession se transforme progressivement en croissance, que les banques commencent à chercher de nouvelles affaires et que les marchés des obligations d'entreprises sont très actifs, les entreprises assorties de niveaux d'endettement faibles sont bien placées pour financer leur dette à des taux avantageux, ce qui leur permet de tirer parti de l'amélioration de la situation économique. Parallèlement, le financement par l'augmentation de capital redémarre également et nous sommes d'avis que la différence est énorme entre une entreprise fortement endettée qui émet des actions (et dilue ainsi la valeur pour les actionnaires existants) pour rembourser tout simplement sa dette et une société qui émet des actions pour financer son développement. En bref, des niveaux d'endettement faibles aident les entreprises non seulement à surmonter une crise économique mais aussi à bénéficier d'une position bien plus solide pour profiter d'une reprise ultérieure.

Environnement politique

Les mesures gouvernementales continuent de jouer un rôle dans la reprise. Nous ne sommes certes pas chroniqueurs politiques mais nous avons évidemment suivi les changements politiques récents sur les marchés sur lesquels nous investissons. L'Allemagne a réélu Angela Merkel, qui est maintenant à la tête d'une coalition de centre-droite considérée par certains comme plus

favorable au monde des affaires. L'économie allemande n'est pas sans problème, le chômage occupant à cet égard une place prépondérante, mais, globalement, nous pensons que l'économie de ce pays est compétitive et devrait bien tirer son épingle du jeu dans la reprise mondiale. Parallèlement, le Japon a été le témoin d'un bouleversement d'ampleur sismique lorsque le Parti libéral démocrate, qui avait gouverné presque sans interruption depuis le début de l'après-guerre, a été renversé. Nous ne souhaitons pas spéculer sur les politiques et impacts potentiels du nouveau gouvernement Démocrate mais, dans un pays qui a globalement été gouverné par un seul parti pendant soixante ans, on peut affirmer que tout changement est positif et pourrait se traduire par une politique plus productive axée sur les réformes.

Technologie environnementale et avantage compétitif

Ce n'est pas souvent que Copenhague se retrouve sur le devant de la scène mondiale. Donc quand cela arrive, cela ne passe pas inaperçu. À l'approche de la conférence de décembre sur le climat, il est difficile de ne pas aborder la question des tendances environnementales. La tendance « verte » est souvent considérée comme un facteur négatif pour le monde des entreprises et le secteur industriel : les sociétés doivent assumer les coûts engendrés par le respect de réglementations environnementales de plus en plus strictes, mais reçoivent peu en contrepartie.

Mais dans tout scénario, il y a deux points de vue. L'environnementalisme est devenu un mouvement de consommation de masse sur fond de demande croissante de produits plus verts tels que les voitures hybrides, les panneaux solaires ménagers, les ampoules électriques ou les aliments biologiques, autant de produits pour lesquels les consommateurs sont souvent disposés à payer un prix supérieur. Dans certains cas, ces produits représentent d'ores et déjà une marge bénéficiaire importante pour le producteur, tandis que, dans d'autres cas, les frais initiaux sont désormais justifiés par la possibilité d'acquiescer des parts de marché significatives dans un nouveau domaine en pleine expansion.

Les aspects positifs ne se limitent pas aux fabricants de « produits verts ». Même dans les secteurs industriels lourds dits « matures », un durcissement de la réglementation environnementale peut être bénéfique et entraîner une efficacité accrue des techniques de production et le développement de technologies environnementales. Ces techniques peuvent être vendues au plus offrant ou utilisées pour renforcer l'influence de la société sur de nouveaux marchés. Il convient de noter que les pays développés, et notamment l'Allemagne et le Japon, sont largement en tête dans ce domaine, les initiatives provenant aussi bien du secteur public que du secteur privé. Dans les économies et secteurs matures, la simple richesse que représente le savoir-faire

industriel global constituera un atout majeur à mesure que l'industrie mondiale évolue vers une réglementation environnementale plus stricte et des produits plus verts. Lorsque les pays comme la Chine subiront des pressions les incitant à limiter leurs émissions, ils auront besoin de ce savoir-faire. Ils ne seront vraisemblablement pas disposés à déboursier d'importantes sommes mais nous pensons que ce besoin des pays en développement permettra aux entreprises des pays développés de participer à la croissance économique plus rapide du monde émergent.

À cet égard, nous pensons qu'un bon nombre de nos positions présentent un certain potentiel. Au sein de nos fonds, nous avons toujours adopté une attitude très prudente à l'égard du risque, et donc aussi du risque environnemental. Dans les secteurs où les problèmes environnementaux sont flagrants, nous préférons nous assurer que la direction de ces sociétés a une vue à long terme des risques et opportunités potentiels en matière d'environnement, et qu'elle a pris les mesures nécessaires pour atténuer les risques et exploiter les opportunités.

Conclusions

Au début de cette lettre, nous avons affirmé que, chez Sparinvest, nous n'avons pas pour habitude de trop nous emballer en périodes prospères ou de trop nous morfondre en phases baissières. Quand la crise battait son plein, nombre d'analystes ont fortement revu à la baisse leurs estimations de bénéfices et leurs notes d'investissement de nombreux titres. Dans de nombreux cas, cette tendance se renverse aujourd'hui. Nous préférons ne pas tomber sous l'emprise de la volatilité des bénéfices ou des cours boursiers à court terme et surveillons de près les perspectives à long terme. Nous nous concentrons sur la capacité bénéficiaire et la solidité du bilan de nos investissements à long terme.

Bien sûr, certains des résultats positifs des derniers mois nous rassurent mais nous ne pensons pas que l'économie mondiale soit encore entièrement sortie d'affaire et que la reprise sera sans heurts. Quiconque décide d'investir dans des actions est inévitablement exposé au risque

de marché. En revanche, le risque lié à chaque achat d'une action individuelle peut être minimisé grâce à une analyse minutieuse. C'est pourquoi, maintenant plus que jamais, nous appliquons rigoureusement notre philosophie et notre processus d'investissement. Nous recherchons des sociétés qui bénéficient de bilans solides et d'une trésorerie saine. Nous formulons des hypothèses prudentes et ne nous contentons pas d'étudier les résultats de ce trimestre ou de cette année, mais analysons les bénéfices sur l'ensemble d'un cycle d'affaires. Sur ces bases, nous déterminons une valeur intrinsèque prudente pour une société, à savoir la valeur qui serait appliquée à la totalité de l'entité concernée dans le cadre d'une fusion ou d'un rachat. Si la valeur de marché est bien inférieure à cette valeur intrinsèque, nous investissons. Autrement dit, notre process consiste à acheter 50 euros un titre qui en vaut 100.

S'agissant des trimestres à venir, de nombreuses questions restent sans réponse et de telles périodes d'incertitude ne sont jamais rassurantes pour un investisseur. Comme nous aimons le répéter, l'investissement est une question de patience et, par les temps qui courent, il ne faut pas oublier la philosophie d'investissement à long terme sur laquelle nos fonds sont basés. Une analyse rapide de nos fonds aujourd'hui fait état d'un portefeuille d'entreprises stables, bénéficiant de bonnes perspectives et de prix extrêmement attractifs. L'évaluation actuelle de nos fonds offre aux investisseurs la possibilité d'investir dans des actions qui réaliseront une performance solide au cours des trois, cinq et dix prochaines années.

Je vous prie d'agréer, cher Investisseur, mes salutations distinguées.

Jens Moestrup Rasmussen
Lead Portfolio Manager
Le 8 octobre 2009

Equipe « Value » de Sparinvest



Jens Moestrup Rasmussen
Lead Portfolio Manager



David Orr
Equity Analyst



Kasper Billy Jacobsen
Lead Portfolio Manager



Jeroen Bresser
Equity Analyst



Per Kronborg Jensen
Portfolio Manager



Trine Uggerhøj
Equity Analyst

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 agréés, tout comme les statuts d'origine des fonds 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 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.