



Global Value

Titres

- Performance
- Composition du portefeuille
- Évaluation du portefeuille
- Positions individuelles

Informations

Stratégie	Actions « Value »
Risque	Moyen
ISIN	LU0138501191
Devise du compartiment	EUR
Date de lancement	14/12/2001
Gérant	Jens Moestrup Rasmussen
Indice de référence	MSCI World (EUR)
Catégorie Morningstar	Actions Internationales Gdes Cap. Valeur

- sparinvest.eu

Performance

Le fonds Sparinvest Global Value a progressé de 2,30% au quatrième trimestre 2009, réalisant ainsi un gain de 23,11% sur l'année. Le marché mondial, tel que mesuré par l'indice MSCI World, a augmenté de 6,03% sur le trimestre et de 25,94% sur l'exercice. L'univers des actions « value » s'est octroyé 22,73% en 2009, contre 29,12% pour les actions « growth ». Les petites capitalisations se sont relativement bien comportées, affichant une performance annuelle tout juste inférieure à 40%.

Au quatrième trimestre uniquement, l'indice MSCI World a grimpé de 6,03%, tandis que les actions « value » et « growth » ont respectivement gagné 4,15% et 7,97%. Le fonds a surperformé l'univers «value» en 2009, ainsi que le reste du marché pendant la majeure partie de l'année, mais un gain relativement faible de 2.30% au dernier trimestre lui a fait finir l'année derrière le MSCI World. Les actions japonaises, qui se sont mieux comportées que celles de la plupart des autres régions pendant le plus gros de la crise, ont clôturé l'année sur une note médiocre, l'indice MSCI Japan restant à la traîne de l'indice mondial d'environ 7 points de pourcentage au quatrième trimestre. Nos positions nippones ont pénalisé le fonds sur le trimestre mais, comme nous le soulignons dans la lettre trimestrielle, trois mois de sous-performance régionale ne sont pas, pour nous, une raison de remettre en question nos positions. Nous sommes en outre très optimistes quant à l'évolution fondamentale de nos positions japonaises. À l'inverse, les sociétés néerlandaises incluses dans notre portefeuille ont porté leurs fruits sur le trimestre et sur l'exercice, aidées, bien entendu, par l'offre de rachat mentionnée ci-après.

Il convient de noter qu'en fin de compte, l'année 2009 se sera caractérisée par une surperformance des actions « growth » par rapport aux titres « value » à l'échelle mondiale, un résultat qui ne nous inquiète en rien. L'histoire a en effet montré qu'en dépit de brefs épisodes

de surperformance du style « growth », les actions « value » offrent les performances les plus solides à long terme. Nous demeurons convaincus de leur supériorité en tant que classe d'actifs.

L'analyse de 2009 dans son intégralité nous donne de bonnes raisons d'être optimistes quant aux perspectives du fonds. Son évolution a été globalement conforme à celle des indices mondiaux sur l'exercice en dépit de facteurs clairement défavorables. Outre la surperformance du style « growth » et la sous-performance du Japon précitée, le marché des fusions-acquisitions ne fonctionne pas encore à plein régime (veuillez noter toutefois notre commentaire sur Océ ci-dessous) et pendant la majeure partie de 2009, les marchés ont ignoré la qualité, la reprise étant motivée par une « ruée vers les déchets » (*dash to trash*). Tout changement de l'un de ces facteurs pourrait aisément servir au fonds d'élément catalyseur à l'avenir, mais nous n'avons pas pour habitude de prévoir la probabilité et l'échéance potentielle d'un tel revirement.

Composition du portefeuille

À la fin du trimestre, les liquidités représentaient 3,4% de l'encours sous gestion. Le fonds comptait 98 positions, les dix plus importantes représentant 32,36 % du total.

Depuis notre dernière lettre, nous avons effectué un nouvel investissement dans ENI, la société italienne du pétrole et du gaz. Afin de rééquilibrer l'ensemble de notre portefeuille, nous avons renforcé notre exposition existante à certains titres et réduit la part de certains autres. Ainsi avons-nous cédé nos positions dans Molex et Pininfarina, décrites ci-dessous.

Pour obtenir de plus amples informations sur le fonds, notamment l'intégralité des positions du portefeuille, sa performance et la répartition par secteur et par zone géographique, veuillez consulter notre site Internet et la dernière fiche d'information du fonds.

Évaluation du portefeuille

En dépit de leur envolée de plus de 23% sur l'année, les évaluations de nos positions sont excellentes. Si l'on cumule les données des positions individuelles pour créer une seule société théorique, on obtient un ratio cours / valeur comptable de 0,97 fois seulement. Du côté des bénéfiques, le rapport valeur d'entreprise / EBITDA (excédent brut d'exploitation) s'inscrit à 3,3 fois les estimations Bloomberg 2009 et 2,7 fois les estimations 2010 seulement. Le bilan global est sain, avec un ratio endettement net / fonds propres de 25% (contre 62% pour le MSCI World) et un rapport immobilisations incorporelles / fonds propres de 17% seulement (contre 53% pour l'indice). Nous croyons toujours à la qualité de nos positions, tant au niveau de leur bilan que de

la robustesse de leur business model. D'après nous, la solidité de notre portefeuille et son évaluation faible contribueront à générer des performances importantes à long terme.

Positions individuelles

Océ

Offre de rachat soumise par Canon

Océ est un fabricant néerlandais de photocopieurs et d'imprimantes haut de gamme qui compte parmi les positions à long terme de nos fonds. Le groupe a développé des créneaux d'activités intéressants dans l'impression grand format et l'impression de volumes élevés, un domaine dans lequel il occupe une solide position concurrentielle en Europe. Ces dernières années, les imprimantes de bureau standard, un segment dans lequel ses parts de marché sont relativement faibles, lui ont donné du fil à retordre tandis que la crise a frappé de plein fouet l'ensemble du secteur.

En novembre 2009, Canon, acteur incontournable du secteur, a lancé une offre de rachat sur Océ. Le prix d'offre de 8,60 EUR par action intégrait une prime significative par rapport aux niveaux récents du cours du titre. Le processus de rachat est désormais en cours, les autorités de tutelle européennes n'ayant autorisé l'opération qu'à fin décembre. Nous surveillons donc la situation de près, même s'il est déjà encourageant pour nous de constater que des pairs sont conscients de la considérable valeur à long terme que nous avons toujours associée à Océ.

Pininfarina

Vendue à perte

Pininfarina est une société italienne créée en 1930 qui conçoit et construit des voitures et pièces détachées pour des marques aussi diverses que Ferrari, Maserati, Alfa Romeo, Ford et Volvo, pour n'en citer que quelques-unes.

Nos fonds ont investi dans Pininfarina à la mi-2002 pour la première fois, payant à cette occasion un prix d'environ 19 EUR par action. La société semblait bon marché au vu de ses ratios cours / bénéfiques et cours / valeur comptable, tandis que son bilan était sain et peu endetté. Son modèle d'affaires présentait un certain degré de flexibilité lié à son système de production « à la demande ». En 2003, l'entreprise était sur le point de recevoir des commandes pour la nouvelle Ford Street Ka ainsi que pour les nouvelles versions de l'Alfa GTV et la Spider.

À l'instar de la plupart des acteurs du secteur automobile, Pininfarina a subi des revers par le passé, faisant toutefois preuve d'une capacité à renverser la situation en lançant de nouveaux modèles. En 2005 et 2006, ses bénéfiques ont quelque peu souffert et le groupe a contracté davantage de dettes visant surtout à financer la production de nouveaux modèles ainsi que le développement de

sa base d'actifs, y compris l'acquisition de l'usine Volvo d'Uddevalla en Suède. Séduits par leur historique, nous avons alors décidé d'accorder aux dirigeants le bénéfice du doute. Malheureusement, la crise du crédit qui allait affecter le contexte opérationnel de l'ensemble du secteur n'a pas tardé à éclater. Pininfarina a subi un autre coup du sort lors du décès de son PDG, Andrea Pininfarina. Ses résultats comme son bilan se sont encore détériorés sous la tutelle de son successeur, Paolo Pininfarina, et si le conseil d'administration fait tout son possible pour remettre l'entreprise dans le droit chemin, nous sommes désormais d'avis que notre scénario d'investissement initial s'est évanoui et que la valeur intrinsèque du groupe a diminué.

Aussi avons-nous décidé de céder nos positions en octobre 2009 pour un prix de vente moyen de tout juste 3,50 EUR. Il s'agit clairement d'un exemple regrettable de scénario d'investissement qui n'a pas évolué comme prévu. Malgré notre prédilection pour la vigueur financière et les modèles d'affaires résistants, une minorité de choix ne manqueront pas de nous décevoir. C'est pourquoi, outre notre processus d'investissement discipliné, nous investissons dans une vaste gamme de sociétés et surveillons rigoureusement nos positions existantes pour nous assurer que nos portefeuilles contiennent des acteurs de qualité présentant des décotes significatives par rapport à leur valeur réelle.

Molex

Objectif atteint

Société électronique basée aux États-Unis, Molex est le deuxième fournisseur mondial de connecteurs et autres composants électroniques. Sa gamme compte plus de 100 000 produits différents. Molex approvisionne des marques très renommées comme Cisco, Dell, Ford et General Motors.

Nous avons acquis des actions Molex en décembre 2008, lorsque les uns des journaux ne parlaient que de l'arrêt brutal des exportations mondiales, du plongeon de la production industrielle et de la médiocrité des ventes pendant les fêtes de fin d'année. Les actions liées à la technologie faisaient alors l'objet de cessions systématiques, les investisseurs craignant une implosion de la demande finale. D'après nous, cette situation allait certes avoir un impact de taille sur les bénéfices en 2010, mais

nous étions également convaincus que la demande de produits technologiques ne disparaîtrait pas pour toujours.

Molex s'échangeait à 0,9 fois sa valeur comptable ; ses actions nous ont donc semblé bon marché, dans une mesure injustifiable même en supposant que ses bénéfices allaient renouer avec leur plus bas niveau depuis huit ans : il existait donc une marge de sécurité significative. Molex avait été créée en 1938 et la famille fondatrice restait l'un des principaux actionnaires. Nous avons constaté un historique de planification à long terme et une expérience des récessions. La société détenait encore l'essentiel de ses capacités de production, au moment même où nombre de ses concurrents avaient déjà opté pour une stratégie relativement faible en actifs : Molex disposait donc encore d'une marge pour réduire ses coûts par rapport à une concurrence qui s'était d'ores et déjà dégraissée en termes d'efficacité opérationnelle. De plus, alors que ses concurrents avaient fait appel à l'effet de levier financier, Molex conservait une position nette en liquidités, un facteur qui pourrait prendre toute son importance pendant la crise. Enfin, bien que les produits Molex soient des composants vitales, ils ne représentent en fait qu'une toute petite fraction des coûts de production totaux pour le client. Autrement dit, Molex subit moins de pressions sur ses prix que nombre d'entreprises technologiques, ses clients se concentrant davantage sur la qualité, la fiabilité et la livraison dans les délais impartis.

Les actions Molex ont suivi une progression régulière à partir de mars 2009 à mesure qu'une certaine confiance réapparaissait sur le marché. Nous sommes des investisseurs à long terme, mais nous n'hésitons pas à céder un investissement lorsqu'il atteint son objectif. Après avoir investi en décembre 2008 à 14 USD, nous avons vendu nos actions en octobre 2009 pour un prix supérieur à 21 USD.

Jens Moestrup Rasmussen

Lead Portfolio Manager

Le 8 janvier 2010

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.