



## Actions « Value »

### Titres

- Transfert des bilans à problème
- Bilans des entreprises –  
Quand et dans quelle mesure un endettement faible présente-t-il un avantage ?
- Reprise des dépenses d'investissement et des fusions-acquisitions
- Styles « value », « growth » et commentaires sur les indices de référence
- Qualité des portefeuilles
- Conclusions

*Cher Investisseur,*

L'investissement dans les titres « value » est souvent une question de cohérence : il exige de savoir garder son calme et une perspective à long terme, que le monde soit en proie au pessimisme ou se laisse porter par une vague d'optimisme excessif. S'il l'on regarde autour de nous, en ce mois d'avril 2010, l'ambiance semble plus positive qu'au cours des derniers trimestres. Bien que certains signes indiquent que la reprise économique a perdu de sa vigueur, les choses paraissent s'orienter dans la bonne voie. Naturellement, la lecture des journaux peut donner l'impression que le monde vacille constamment entre deux crises. Dernièrement, c'était au tour de la Grèce et de ses retombées sur l'Europe de faire les gros titres. Nous n'avons nullement l'intention de sous-estimer la gravité de ces événements, mais ils font partie, une fois replacés dans leur contexte, de la digestion nécessaire de la crise du crédit à plus d'un titre. Même si ces étapes ne sont pas agréables, elles constituent un pas en avant, un point sur lequel nous reviendrons ultérieurement.

Ce qui est plus important, ce sont les signes encourageants émis par les fondamentaux de nos positions. La performance des fonds a, de manière générale, été positive au premier trimestre 2010 et fait l'objet de commentaires plus approfondis dans les lettres trimestrielles individuelles. Mais ce que nous trouvons le plus prometteur, ce sont les valorisations faibles et la qualité élevée de nos portefeuilles. Il convient de noter qu'au premier trimestre, nos positions européennes ont dû affronter de violents vents contraires sur les marchés en raison de l'effet de ricochet des problèmes de la Grèce sur tout le continent européen. Toutefois, nous n'avons constaté aucune détérioration sous-jacente des fondamentaux de ces positions. Nous discuterons plus loin des raisons pour lesquelles nos positions nous semblent bien placées pour enregistrer de bonnes performances dans les années à venir, que la sortie de crise de l'économie mondiale soit facile ou semée d'embûches.

## Transfert des bilans à problème

Les difficultés de la Grèce à refinancer son énorme dette publique et à réduire son déficit annuel considérable ont été suivies de près au cours des dernières semaines. La contagion s'est inévitablement étendue à toute l'Europe sur fond d'inquiétudes quant au coût potentiel pour l'ensemble de la zone Euro de tout plan de sauvetage éventuel. Le surnom plutôt sévère de « PIGS », qui fait référence au Portugal, à l'Italie (ou à l'Irlande), à la Grèce et à l'Espagne, c'est-à-dire aux pays européens dont l'économie est considérée comme relativement faible, existe depuis un certain temps mais a fait les gros titres des journaux récemment. Les spéculations vont bon train quant au pays qui emboîtera le pas à la Grèce sur ce chemin désastreux.

La Grèce s'était engagée dans cette direction bien avant que la crise économique mondiale ne la pousse davantage dans le rouge mais, à bien des égards, ses ennuis actuels sont emblématiques du transfert récent des problèmes de bilans du secteur privé vers le secteur public. Le monde a été frappé par une crise économique mondiale fin 2008 et, suite au plongeon des bénéfices, une pression énorme a été exercée sur les entreprises – tout particulièrement sur celles dont les bases d'actifs étaient faibles ou le niveau d'endettement élevé. Un bon nombre de ces sociétés ont été sauvées par des acteurs externes, généralement par leurs propres banques ou par des mesures publiques d'urgence. (Nous avons déjà évoqué dans nos précédentes lettres le mouvement subséquent de « ruée vers les déchets » (*dash-to-trash*), certains investisseurs ayant réinvesti massivement dans des sociétés affaiblies qui risquaient de faire faillite). Les Etats ont donc déboursé des milliards pour venir en aide au secteur privé, par le biais d'injections directes ou de prêts, de projets de dépenses publiques ou par d'autres moyens. Les problèmes de bilans ont ainsi été transférés du secteur privé vers le secteur public. Bien que les difficultés de la Grèce aient mis cette situation sous les feux des projecteurs, il n'y a pas de raison de paniquer selon nous. Il était évident que la « solution de fortune » qu'ont constitué les renforcements par les Etats allait avoir une incidence majeure sur les finances publiques dans les années à venir – et que la crise du crédit n'allait pas être digérée en un jour.

Ces préoccupations ont entraîné un affaiblissement de l'euro et un climat d'inquiétude général du marché à l'égard des actifs européens. Si l'on examine les indices boursiers, l'Europe (MSCI Europe) a été la plus faible des grandes régions du monde depuis début 2010. Naturellement, cette faiblesse a légèrement joué contre la performance de notre fonds Sparinvest European Value et des fonds Globaux, qui sont assez fortement exposés aux valeurs européennes. Mais ce phénomène ne nous

inquiète pas outre mesure. A court terme, il existe des points positifs et des points négatifs : par exemple, un euro faible peut donner un bon coup de pouce aux bénéfices des exportateurs européens.

Mais, ce qui est plus important, comme nous l'avons dit et redit, c'est qu'en tant qu'investisseurs « value » disciplinés, nous sommes surtout préoccupés par les fondamentaux opérationnels à long terme de nos positions. Malgré la propension à la sinistrose récemment relayée par les gros titres concernant l'Europe, nos positions européennes nous donnent de nombreuses raisons d'être optimistes. Nous n'attachons pas beaucoup d'importance aux résultats qu'ils soient particulièrement bons ou mauvais d'un trimestre ou même d'une année à l'autre, mais examinons de près les modifications de la structure des bénéfices, de la composition des actifs et des modèles d'entreprise. Il existe un cliché selon lequel le mot « crise » n'est qu'un autre terme pour désigner une « opportunité », mais il est vrai que ce cliché s'est révélé exact pour bon nombre de nos positions, qui ont profité de l'environnement hostile pour prendre des mesures d'austérité, de restructuration et de réduction de coûts. Dans de nombreux cas, nous pensons que les sociétés sortiront de la crise avec des modèles d'entreprise encore plus solides.

Qu'il s'agisse de l'Europe ou d'autres régions, le contexte bénéficiaire n'a toujours rien de facile et toute société ayant compté sur une reprise rapide pour la sauver aurait tort de se leurrer. Comme nous l'expliquons ci-dessous, il semble improbable que les entreprises se mettent soudainement à engager des dépenses massives entraînant une reprise économique éclair. Nos positions sont cependant très bien placées selon nous pour tirer parti du redressement, qu'il soit progressif ou soudain. En attendant, toute faiblesse à court terme constatée dans une région ou un secteur dans lequel nous investissons constitue une bonne occasion de créer de nouvelles positions ou de renforcer nos positions existantes. Les changements particuliers propres à nos portefeuilles sont décrits dans les lettres trimestrielles individuelles.

## **Bilans des entreprises – Quand et dans quelle mesure un endettement faible présente-t-il un avantage ?**

Nous avons toujours suivi de très près le comportement des entreprises à l'égard des liquidités et de l'endettement. On trouve à une extrémité les sociétés qui disposent de peu de liquidités et sont endettées jusqu'au cou. Cette méthode à effet de levier élevé peut faire passer les dirigeants pour des héros en période de boom économique, mais elle est risquée et laisse peu de marge de manœuvre lorsque la situation devient difficile. A l'autre extrémité se trouvent les sociétés qui ont

accumulé des montagnes de liquidités et n'ont aucune dette. Fondamentalement, les liquidités constituent une ressource et il n'y a aucun intérêt à conserver des ressources excédentaires *ad vitam aeternam* sans jamais les faire travailler.

En réalité, la méthode idéale se situe à mi-chemin entre ces deux extrêmes et dépend en grande partie du secteur et du modèle d'entreprise de chaque société, mais également du contexte économique ambiant – c'est un phénomène cyclique. Pendant les périodes de croissance économique, il est souvent nécessaire de s'endetter pour financer son expansion. Comme on dit : « *Il faut dépenser de l'argent pour en gagner* ». Cependant, lorsque les choses se gâtent, il est naturel de resserrer les cordons de la bourse. Et il est évident qu'au cours de l'année passée, de nombreuses sociétés ont réduit leurs stocks et leurs dépenses d'investissement, ce qui leur a permis d'accumuler des liquidités.

Que recherchons-nous donc dans nos investissements potentiels ? Nous apprécions les sociétés dont la solidité financière leur permet de résister aux mouvements haussiers et baissiers et de tirer parti des opportunités lorsqu'elles se présentent. Il est donc important selon nous que la direction réponde avec souplesse aux évolutions des conditions externes, mais nous apprécions également le maintien d'un « tampon » de liquidités, même pendant les périodes prospères.

Cela dit, les dirigeants de sociétés dont la gestion prudente et les bilans sains leur ont permis d'échapper à la crise ont dû parfois se sentir frustrés au cours des deux dernières années. Tout d'abord, ils ont assisté au renflouement par les banques ou les gouvernements de sociétés concurrentes moins robustes. Puis, ces opérations de sauvetage ont rejailli sur les finances publiques de certains Etats comme la Grèce, éveillant les craintes quant aux économies régionales et aux variations des changes. Ce tableau est naturellement une version extrêmement simplifiée des événements mais l'on peut comprendre et pardonner le dirigeant d'une société bien gérée et riche en liquidités qui se dirait : « *Mais qu'ai-je donc fait pour mériter cela ? A quoi cela peut-il bien servir de gérer son bilan avec prudence ?* »

Il convient tout d'abord de garder à l'esprit que, même si de nombreuses sociétés très endettées ont été sauvées par des mesures externes, elles devront au final régler l'addition. Rien n'est gratuit en ce bas monde.

Deuxièmement et sur une note peut-être plus importante encore, il ne faut pas oublier que la solidité des fonds propres joue différents rôles à des stades divers du cycle opérationnel. Pendant une période de grave récession, un bilan peu endetté peut aider une société à survivre.

Mais lorsque la demande s'effondre, les bénéficiaires s'en ressentent cruellement pour tout le monde et il peut être difficile de distinguer une société qui a survécu grâce à sa solidité financière d'une autre qui a bénéficié de mesures d'urgence.

Néanmoins, si l'on considère la prochaine étape du cycle – la phase de reprise ou d'expansion – alors les avantages d'un bilan sain deviennent évidents. Le fait de sortir d'une crise économique avec un « trésor de guerre » de liquidités permet de reconstituer les stocks, de relancer les dépenses d'investissement, de rechercher des opportunités de fusions-acquisitions et de tirer parti d'opportunités commerciales. Les sociétés qui sont accablées de dettes et comptent énormément sur les banques ou les gouvernements pour assurer la poursuite de leurs activités disposeront de moins de ressources et moins de possibilités d'une manière générale. Nombre d'entre elles auront peut-être les pieds et mains liés par des engagements de prêts ou devront se tourner vers les marchés financiers pour obtenir des financements supplémentaires. Selon nous, les sociétés qui appliquent une gestion prudente et sont faiblement endettées seront bien placées pour profiter du redémarrage de la demande dans les années à venir.

### **Reprise des dépenses d'investissement et des fusions-acquisitions**

Il convient naturellement de garder à l'esprit que la situation rappelle ici celle de « l'œuf et la poule ». Si les dépenses des entreprises n'augmentent pas de manière générale, il est difficile d'envisager une reprise économique à part entière.

Pendant la crise, de nombreuses sociétés ont réduit leurs stocks et leurs dépenses d'investissement au strict minimum afin de diminuer leurs coûts et de renforcer leurs liquidités. Certains observateurs espèrent peut-être que les entreprises recommencent rapidement à engager des dépenses d'investissement, ce qui favorisera une reprise économique rapide. Nous n'allons certainement pas tabler sur ce type de scénario. Lors de discussions avec les sociétés dans lesquelles nous investissons, nous avons constaté que leur attitude était plutôt hésitante, bien qu'elles disposent, à l'évidence, de ressources suffisantes pour engager des dépenses au moment qu'elles jugeront approprié : elles desserrent les cordons de leurs bourses un peu plus qu'en 2009 mais ne sont pas sur le point de s'embarquer dans des dépenses frénétiques. Il est probable que le prochain cycle de dépenses des entreprises – qu'il s'agisse de dépenses d'investissement ou de fusions-acquisitions – sera caractérisé par une certaine prudence, tout au moins au début. Nous trouvons cette attitude plutôt rassurante. Au lieu d'un phénomène de « bulle » caractérisé par des dépenses

massives des entreprises suivies d'un besoin de resserrer fermement les cordons de leur bourse, nous préférons les sociétés qui adoptent une approche plus prudente et ne recherchent pas l'expansion à tout prix, mais qui investissent en suivant de près la rentabilité et le risque au sein du bilan.

Dans un tel contexte, qu'en est-il du marché des fusions-acquisitions ? Nombre des sociétés avec lesquelles nous sommes en contact commencent à envisager à nouveau certaines possibilités de fusions-acquisitions après s'en être effectivement détournées au pire moment de la crise. Elles font souvent référence à une attitude plus « sélective » pour l'avenir et nous n'avons pas l'impression que les marchés des fusions-acquisitions se réveilleront brutalement du jour au lendemain. Nous estimons qu'un tel environnement peut être très favorable à nos portefeuilles, qui regorgent de candidats aux fusions-acquisitions à la fois comme cibles potentielles ou acheteuses. La solidité financière de nos positions signifie que nombre d'entre elles sont bien placées pour tirer parti des opportunités de reprise d'entreprises concurrentes. En attendant, dans un contexte où les fusions-acquisitions tentent à nouveau d'éviter tout risque excessif, un bon nombre de nos sociétés feront selon nous figure de candidats solides dans le cadre d'OPA. Dans notre processus d'investissement, nous avons toujours suivi de près et avec prudence les lacunes du bilan et hors bilan, telles qu'un niveau excessif de *goodwill*, d'engagements de retraites et de leasing, de passifs éventuels, etc. Cette méthode nous a permis de bénéficier d'un portefeuille de sociétés assorties d'actifs solides et s'échangeant à des prix intéressants.

### **Styles « value », « growth » et commentaires sur les indices de référence**

Dans notre dernière lettre, nous avons brièvement abordé la performance relative des actions « growth » et « value ». Nous avons constaté que, bien que de nombreuses recherches indiquent que les actions « value » surperforment les actions « growth » à long terme, il existe naturellement de courtes périodes pendant lesquelles la performance des actions « growth » est supérieure. Si l'on utilise comme guide les classifications MSCI des actions « value » et « growth », l'on constate que globalement, les actions « growth » ont surperformé entre 2007 et 2009. Bien sûr, il existe des différences selon les régions : ainsi, en 2009, les actions « value » se sont mieux comportées en Europe et au Japon et ont enregistré une performance bien moindre aux Etats-Unis. En 2010, les actions « value » sont pour l'instant en tête aux Etats-Unis et au Japon, mais pas en Europe.

Bien qu'il soit intéressant de suivre ces tendances, il est primordial de ne pas se laisser distraire et de garder à l'esprit que ce qui nous importe le plus, c'est la supériorité à long terme des actions « value » car cette classe

d'actifs constitue notre univers d'investissement.

Nous ne nous préoccupons pas outre mesure de certains indices de référence. Il ne s'agit pas pour nous d'investir aveuglément dans les actions qui se trouvent dans les indices d'actions « value ». Notre processus d'investissement repose sur une analyse qualitative des fondamentaux, proche de la doctrine de Benjamin Graham et de David Dodd. Les méthodes de classification des indices peuvent évoluer et une action qualifiée de « value » peut être requalifiée de « growth » l'année suivante. Nous essayons de ne pas nous laisser distraire par ces revirements et de centrer nos efforts sur notre processus discipliné, en recherchant des actions extrêmement sous-valorisées affichant une décote importante par rapport à leur valeur intrinsèque.

Cette discussion nous amène au thème plus général des indices de référence. Dans ce secteur, il est difficile d'éviter les indices de référence. Bien que nous respections les conventions de secteur en communiquant certains indices de référence qui servent à évaluer nos fonds, il convient de souligner que notre processus d'investissement ne se soucie pas outre mesure des analyses comparatives. Notre priorité n'est pas la performance relative, mais la réalisation d'une performance élevée à long terme. Le risque d'investissement est souvent assimilé à une tracking error par rapport à un indice de référence. Nous ne considérons pas qu'une action est moins risquée juste parce que l'évolution de son cours reflète fidèlement celle d'un indice. Il est tout à fait possible que l'ensemble d'un indice accumule un risque excessif, si, par exemple, toute une catégorie d'actifs est touchée par une bulle de liquidités. Naturellement, il peut être rassurant de faire partie d'un groupe mais cela ne réduit pas le risque pour autant. Lorsque des lemmings décident de sauter du haut d'une falaise, le danger n'est pas réduit par le fait qu'ils se précipitent tous ensemble dans le ravin !

Comme nous l'avons mentionné dans notre dernière lettre, notre vision du risque porte davantage sur les aspects fondamentaux : il s'agit du risque de perte définitive de capital provenant de la détérioration de la qualité des actifs ou du pouvoir opérationnel de nos positions. Il s'agit du risque de dégradation de leur valeur intrinsèque. Notre mission consiste à préserver et à accroître le capital de nos investisseurs à long terme, et nous sommes persuadés que la meilleure façon d'y parvenir est d'appliquer avec discipline notre processus « value » prudent.

### **Qualité des portefeuilles**

Cette approche « value » prudente s'est traduite par des portefeuilles composés d'actions assorties d'une capacité bénéficiaire solide, de bilans sains et de valorisations faibles. Comme toujours, nous pensons que

les évaluations et ratios financiers de nos positions donnent un bon aperçu de leur qualité. Les informations spécifiques à chaque compartiment figurent dans les lettres trimestrielles individuelles. Mais nous prendrons comme exemple le fonds Sparinvest Global Value. Si l'on cumulait les chiffres de toutes ses positions en une seule société théorique, celle-ci s'échangerait à un ratio cours / valeur comptable de 0,99 fois seulement. S'agissant des bénéfiques, son ratio valeur d'entreprise / EBITDA (excédent brut d'exploitation) serait égal à 3,1 fois les estimations Bloomberg 2010 et à seulement 2,7 fois les estimations 2011. Le bilan consolidé est sain avec un ratio endettement net / fonds propres de 28% seulement (contre 55% pour le MSCI World) et un rapport immobilisations incorporelles / fonds propres de 17% seulement (contre 51% pour l'indice). Nous avons toujours confiance dans la qualité de nos positions car elles bénéficient de bilans sains et de modèles d'entreprise robustes.

## Conclusions

Le thème de la « ruée vers les déchets » (*dash-for-trash*) a souvent été abordé dans nos récentes lettres. En tant qu'investisseurs « value » préconisant une approche bottom-up, nous préférons les bilans solides et les modèles durables d'entreprises n'ayant pas bénéficié autant que d'autres, plus faibles, des injections de liquidités massives sur les marchés financiers.

Donnons un exemple. En 2009, le secteur financier, tout particulièrement aux Etats-Unis et en Europe, a été le principal bénéficiaire de ce phénomène, ce qui a parfois été frustrant pour les investisseurs comme nous, qui sont fortement exposés au secteur nippon de l'assurance. Même si aucune compagnie d'assurance japonaise n'a eu besoin de l'aide gouvernementale pendant la crise, leurs cours sont restés nettement en deçà de ceux de leurs homologues occidentaux pendant la reprise. Pour résumer, la qualité n'a pas été récompensée.

Au premier trimestre 2010, nous avons néanmoins pu entrevoir les premiers signes d'un retour de la qualité sur le devant de la scène. Les discussions liées à Bâle III et Solvabilité II sont redevenues prioritaires. Les investisseurs dans le secteur financier ont pris leurs bénéfices des années précédentes et la « reprise pourrie » (*crap rally*) des valeurs financières a commencé à s'essouffler. Nos fonds n'ont pas été très touchés par ce phénomène. Au contraire, tous les assureurs nippons dans lesquels nous étions investis ont enregistré des plus-values substantielles au premier trimestre. L'introduction en Bourse de Dai-ichi Life, d'un montant de 11 milliards de dollars, a également attiré de nouveau l'attention sur le secteur. Bien que nous investissions dans les assurances multi-risque et non dans un assureur vie comme Dai-ichi Life, cette introduction en Bourse, la plus importante depuis deux ans, met au jour les valorisations relativement

attrayantes des compagnies d'assurance nippones par rapport à leur homologues mondiaux. Nous ne pensions pas qu'elle pourrait tirer vers le haut les cours de nos positions, ce qui prouve une fois de plus que nous ne devons pas trop nous préoccuper des fluctuations des prix à court terme. Les fondamentaux et les évaluations sont les deux critères qui nous importent au quotidien.

Après une période comme celle que nous avons connue entre le troisième trimestre 2007 et le premier trimestre 2009, pendant laquelle notre processus n'a pas généré les résultats anticipés, il est naturel de voir certains remettre en cause notre processus et notre philosophie d'investissement. Au sein du secteur, les objectifs sont surtout axés sur le court terme : un souhait perpétuel de « bonnes histoires à diffuser ». Nous pensons qu'une telle approche peut être l'un des pires ennemis des investisseurs « value » et de la génération de performances solides à long terme. L'investissement « value » ne consiste pas à raconter des histoires en vogue, faciles à diffuser parce qu'elles sont en phase avec le consensus du marché et les informations générales. Au contraire, notre théorie est basée sur les fondamentaux et l'évaluation, la capacité bénéficiaire, des bilans solides et des actifs assortis d'une décote – et le plus dur, c'est d'avoir de la patience.

Il faut constamment chercher à améliorer un processus d'investissement et ne pas lui accorder d'importance uniquement lorsque la performance est inférieure à la valeur nominale. L'amélioration des processus doit être une priorité de tous les jours, toute l'année, que le marché soit haussier ou baissier. Il n'existera jamais de version finale et définitive de notre processus d'investissement. Nous devons faire preuve de curiosité et tenter de nous améliorer en tout temps, tout en n'abandonnant pas nos principes de base que sont une décote de 40% et des bilans sains, deux éléments cruciaux pour nous.

Au début de l'année 2010, il existe de nombreuses raisons d'être optimistes. Comme nous l'avons indiqué plus haut, les faibles valorisations de nos portefeuilles constituent un atout et le fait que les sociétés dans lesquelles nous investissons présentent toujours un potentiel d'appréciation nous rend optimistes. Nous sommes persuadés qu'il s'agira là d'un moteur crucial de la performance de nos fonds au cours des prochaines années, conjointement avec les effets positifs d'une activité de fusions-acquisitions accrue.

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

**Jens Moestrup Rasmussen**

Lead Portfolio Manager

Le 12 avril 2010

## Equipe « Value » de Sparinvest



**Jens Moestrup Rasmussen**  
Lead Portfolio Manager



**David Orr**  
Portfolio Manager



**Kasper Billy Jacobsen**  
Lead Portfolio Manager



**Jeroen Bresser**  
Equity Analyst



**Per Kronborg Jensen**  
Senior 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.