



Les bases universitaires

Benjamin Graham

Sparinvest reconnaît et respecte l'influence des grands universitaires suivants dont la recherche et les opinions l'ont guidée dans son approche de l'investissement « value » :

Le concept de l'investissement « value » a été lancé en 1934 par Benjamin Graham (1894 – 1976), professeur à l'université de Columbia. Son ouvrage, « The Intelligent Investor », reste une lecture essentielle pour tous les adeptes de l'investissement « value ». Graham privilégiait la préservation du capital à tous les autres objectifs d'investissement et encourageait une approche analytique pour trouver des titres sous-évalués. Il expliquait la différence entre l'« investissement intelligent » et la spéculation comme suit :

« L'investissement est une opération qui, grâce à une analyse minutieuse des faits, promet la sécurité du montant en capital et une performance adéquate. Les opérations qui ne satisfont pas ces exigences sont spéculatives. »

Fama et French –
 – l'effet taille/valeur

Eugene Fama et Kenneth French ont établi un graphe des performances du marché boursier américain pendant les trois décennies de 1964 à 1995 sur la base d'un modèle qui classe les actions en fonction de leur taille et de leur ratio cours/valeur comptable. Les résultats ont montré qu'au-delà du bêta, il existait deux autres facteurs susceptibles de doper la performance d'un investissement, à savoir la taille et le caractère « value » d'une société. ■

Hypothèse des marchés efficients

La thèse de doctorat soutenue par Eugene Fama en 1960 a également donné naissance à la très influente Théorie de l'efficacité des marchés financiers selon laquelle, à tout moment, les prix des titres reflètent parfaitement toutes les informations dont disposent les acteurs du marché. Par conséquent, si un marché est efficient, aucun investisseur ne peut espérer surperformer durablement son indice de référence. De même, si le marché dispose de toutes les informations disponibles sur une société donnée, le cours des actions de cette dernière doit refléter fidèlement sa valeur d'entreprise.

« Si une entreprise vaut un dollar et que je peux l'acheter pour 40 cents, quelque chose de bien pourrait m'arriver. »

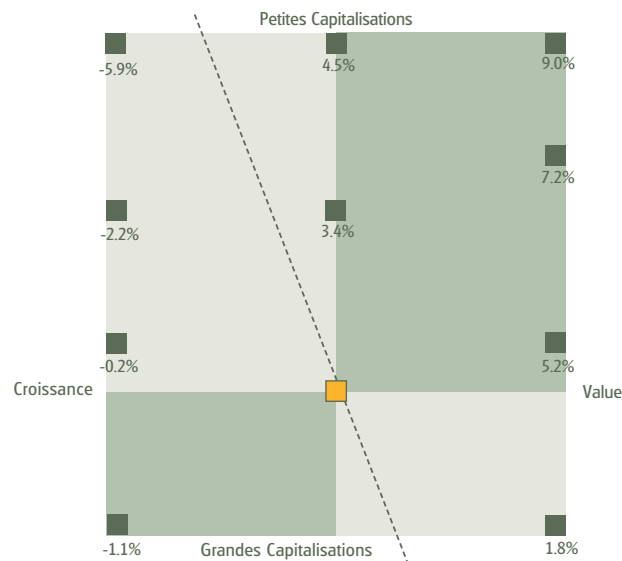
Walter Schloss (qui était étudiant de Benjamin Graham aux côtés d'investisseurs chevronnés comme Warren Buffett, William J. Ruane, Irving Kahn et Charles Brandes) ■

Les preuves historiques du succès de l'investissement « value »

Les preuves de la surperformance à long terme des actions « value » par rapport aux autres classes d'actifs ont été avancées par les universitaires américains Fama et French. Leur fameuse étude sur la performance du marché boursier américain publiée en 1996, qui traitait du « facteur de style », a conclu que les sociétés appartenant aux segments « value » et « petites capitalisations » du marché permettaient de mieux rétribuer les investisseurs pour les risques qu'ils ont pris. Fama et French ont ensuite étudié des données sur le marché international et ont abouti à la même conclusion.

La Stratégie Actions « Value »

Une étude de la surperformance –
Marché américain de 1963 à 2006

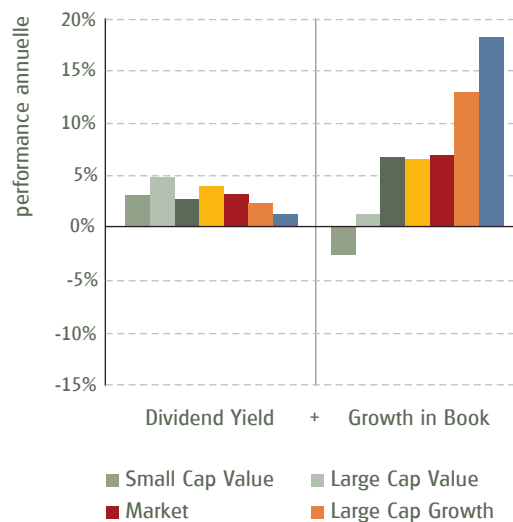


Basée sur les données du marché américain sur une période de 40 ans, la matrice montre les résultats d'une répartition annuelle de l'univers d'investissement avec 25 portefeuilles basés sur « une exposition à un style de gestion ». Ainsi chaque portefeuille est classé selon la taille et le ratio cours/actif net des sociétés dans lequel il investit de manière théorique.

Source des données : Kenneth French CRSP Database. Calculs : Sparinvest. ■

Le ratio cours/valeur comptable,
un facteur clé

Le graphique ci-dessous repose sur une étude de Fama et French et montre les différents facteurs qui influencent la performance d'un investissement. En complétant les études précédentes par une nouvelle décennie de données, elle reconferme la surperformance relative à plus long terme des investissements dans les segments « petites capitalisations » et « value ».

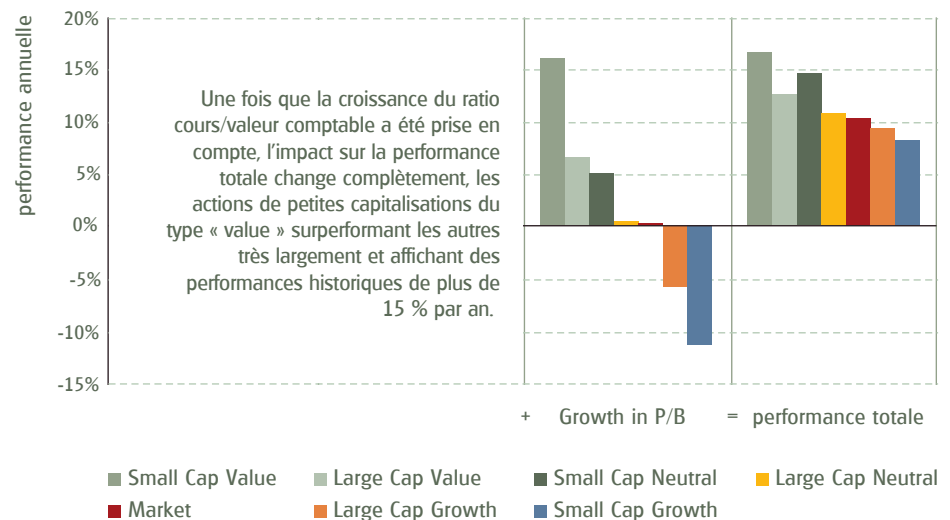


La plupart des analystes évaluent les sociétés à des fins d'investissement sur la base de leur capacité bénéficiaire - un indicateur du taux de rendement en dividendes - et de leurs perspectives générales - un indicateur de la croissance probable de leur valeur comptable.

Ces seuls critères pourraient laisser penser que les arguments en faveur des fonds de croissance en petites et grandes capitalisations sont nombreux.

Cependant, une fois que la croissance du ratio cours/valeur comptable de ces actifs a été prise en compte sur la période de détention, ce qui permet de refléter la réévaluation des actions par le marché, le tableau change complètement.

La Stratégie Actions « Value »



Source – Fama & French The Anatomy of Value and Growth Stock Returns US Equities 1963 - 2004

Fama et French ont aussi découvert qu'à partir du moment où une action répondait aux critères « value », ses bénéfices avaient tendance à augmenter, alors que c'est le contraire qui s'applique aux actions de croissance. Incapables de se maintenir au même niveau, les bénéfices élevés grâce auxquels elles ont pu accéder à la catégorie de valeurs de croissance ont tendance à diminuer. La réévaluation boursière en termes de ratio cours/valeur comptable joue dans ce cas clairement en faveur des sociétés « value ». ■

L'investissement « value » – la théorie

Toutes les sociétés cotées possèdent deux valeurs.

L'investissement « value » repose sur l'hypothèse selon laquelle toute société cotée sur une Bourse des valeurs possède deux valeurs et tout investissement « intelligent » implique de connaître les deux.

La « valeur de marché » d'une société, indiquée par le cours coté en Bourse de ses actions, est le prix que les investisseurs sont prêts à payer à tout moment pour être impliqués dans son avenir. Sa « valeur intrinsèque » ou « valeur d'entreprise » indique sa valeur réelle.

Dans un marché efficient, les deux valeurs sont censées converger, mais le sentiment du marché peut porter le cours d'une action bien au-dessus ou en dessous de la valeur intrinsèque de la société. Cette dernière situation permettant aux investisseurs « value » de profiter de l'écart entre ces deux valeurs.

Il n'existe aucune formule définie pour calculer la valeur intrinsèque. Elle ne peut être établie qu'en « analysant minutieusement les faits ». Pour un investisseur « value », toutefois, le calcul repose sur la détermination du prix qui serait payé pour une société en cas de fusion ou de rachat. Un investisseur « value » n'achètera les actions d'une société qu'à un prix offrant une décote considérable par rapport à sa valeur intrinsèque. ■

L'investissement « value » – les avantages

Il a été prouvé que la stratégie d'investissement « value » produisait :

- d'excellentes performances à long terme, historiquement supérieures à celles de l'investissement axé sur les valeurs de croissance ;

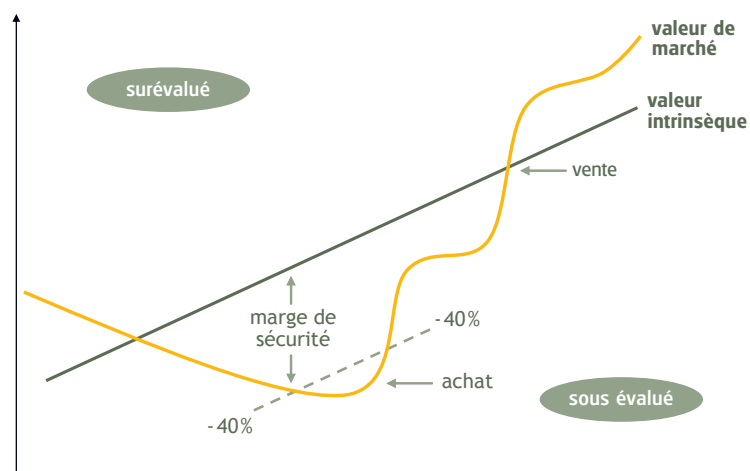
La Stratégie Actions « Value »

- une « marge de sécurité » protégeant contre la perte permanente en capital (mais pas contre les replis du marché), la stratégie consistant à investir dans des actions déjà fortement décotées, ce qui signifie pour les investisseurs une probabilité plus forte de récupérer les capitaux investis ;
- d'excellentes caractéristiques de diversification du portefeuille ;
- une rotation réduite ;
- un style d'investissement systématique et discipliné reposant sur une analyse financière fondamentale et non sur les caprices du marché ;
- l'opportunité de participer aux primes sur les cours liées aux LBO et aux offres de rachat. En effet, les sociétés qui cherchent à en racheter d'autres sont aussi des stratèges et des chasseurs de valeur. ■

Acheter des actions présentant une décote, avec une « marge de sécurité ».
Les vendre à leur valeur intrinsèque.

Une société devient « sous-évaluée » lorsque sa valeur de marché chute considérablement en dessous de sa valeur intrinsèque. C'est à ce stade qu'une opportunité se présente pour acquérir des actions d'une entreprise fondamentalement saine offrant une décote considérable et une « marge de sécurité » incorporée. Cette opportunité constitue un potentiel de plus-value assorti d'un risque réduit de perte en capital. ■

Chez Sparinvest, notre équipe d'investissement est composée de professionnels qui sont tous des admirateurs, des disciples et des adeptes performants du style d'investissement « value » développé par Benjamin Graham. Tout en appliquant les mêmes critères d'analyse des fondamentaux et la même rigueur intellectuelle que Graham pour identifier les opportunités d'investissement, l'équipe de Sparinvest a étendu la recherche de valeur à l'échelle internationale et exploité les possibilités offertes par les nouvelles technologies afin de fournir des capacités d'analyse supplémentaires.



Sparinvest croit au style de gestion value

En faisant de l'investissement « value » l'une de ses stratégies de portefeuille clés en 1996, l'équipe de gestion de Sparinvest a décidé de rester fidèle au concept « value » lancé par Benjamin Graham en 1934. Un examen minutieux de toutes les bases théoriques a convaincu l'ensemble de la société que l'investissement « value » offrait aux investisseurs une meilleure rémunération du risque à long terme que les méthodes

La formule de B. Graham pour un investissement « value » réussi

La formule de Sparinvest pour un investissement « value » réussi

L'approche Sparinvest de l'investissement « value »

La Stratégie Actions « Value »

d'investissement reposant sur le market timing. Au cours des dix dernières années, nous avons renforcé notre savoir-faire en restant fidèles à l'approche « value » tout au long des phases haussières et baissières des marchés. Nos investisseurs peuvent être assurés que nos gérants sont fidèles au modèle même lorsque les actions de croissance surperforment les actions du type « value ».

Des systèmes modernes, un processus solide et une équipe talentueuse

Ces dix dernières années, nous avons modernisé le concept « value », nous l'avons appliqué aux marchés boursiers mondiaux et avons construit des systèmes internes visant à rationaliser le processus d'identification de valeur réelle au sein d'un univers de plus de 22 000 actions.

Pour être couronné de succès, l'investissement « value » nécessite l'identification des sociétés les plus prometteuses dans un univers d'actions sous-évaluées ainsi qu'une analyse disciplinée des titres pour déterminer la valeur intrinsèque de chaque société. Chez Sparinvest, cet objectif est atteint par le biais d'une équipe composée de gérants de fonds expérimentés, d'analystes financiers et de chercheurs qui viennent chacun enrichir le processus grâce à leurs compétences et connaissances différentes.

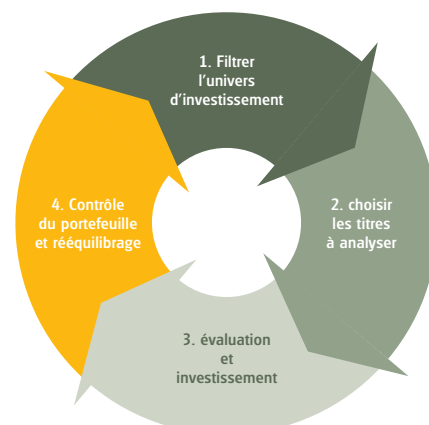
La préservation du capital et une marge de sécurité minimum de 40 %

L'objectif premier de Sparinvest consiste à préserver le capital pour le compte des investisseurs en se concentrant, à tout moment, sur les risques baissiers liés à l'investissement. Afin de minimiser les risques de l'investissement « value », nous imposons certaines stratégies de préservation du capital. L'une d'entre elles consiste à investir uniquement dans les marchés boursiers de la planète qui sont en pleine maturité et dont les normes comptables et les exigences en matière de gouvernance d'entreprise sont fiables. Une autre de ces stratégies consiste à investir avec la marge de sécurité la plus importante possible. Notre équipe qui se consacre aux actions « value », recherche une marge de sécurité minimum de 40 %, les décotes supérieures étant favorisées et recherchées dans la mesure du possible. Enfin, nous nous assurons que toutes les opportunités d'investissement soient minutieusement analysées et que leur risque soit évalué avant d'effectuer le placement.

Un excellent historique

Notre historique confirme la robustesse de notre processus d'investissement « value » et son potentiel de bénéfices attrayants pour les investisseurs à long terme. Nous sommes en outre très respectés par les meilleures agences de notation européennes. ■

Le processus d'investissement « value » de Sparinvest



La Stratégie Actions « Value »

Un examen plus approfondi du processus

Une analyse rigoureuse est essentielle à l'identification d'actions « value ». Seul un examen attentif de son bilan par un analyste compétent, qui examinera ses fondamentaux, peut révéler l'état financier réel de la société. Chez Sparinvest, notre processus d'investissement « bottom up » comprend quatre étapes d'analyse de la société :

1) Filtrage

La première étape du processus est quantitative. Elle comprend le filtrage de quelque 22 000 actions potentielles pour identifier celles qui répondent à nos critères « value ». Nous limitons notre recherche d'actions « value » aux marchés développés sur lesquels le risque politique est faible. Nous cherchons des facteurs indiquant que le cours des actions de la société présente une décote par rapport à sa « valeur intrinsèque ». Nos « signaux value » comprennent : des ratios cours/valeur comptable (C/VC), valeur d'entreprise/EBIT (VE/EBIT), valeur d'entreprise/EBITDA (VE/EBITDA), cours/bénéfices (PER), cours/flux de trésorerie (C/CF), endettement net/fonds propres (EN/FP) ainsi que des multiples d'entreprise (ME) faibles. Nous recherchons également des bilans solides caractérisés par un endettement faible ou renfermant des valeurs cachées.

2) Analyse

Notre processus de filtrage aboutit à la sélection de quelque 100 sociétés qui mériteront, dans un deuxième temps, un examen plus approfondi. A ce stade, notre équipe expérimentée d'analystes et de gestionnaires produira des analyses détaillées sur chacune de ces sociétés. Sur la base de ces informations, l'équipe d'investissement établit une présélection en vue d'une analyse supplémentaire au moyen d'informations publiques (rapports annuels, sites internet et publications de communiqués aux investisseurs) et de renseignements financiers nécessitant une interprétation. Nous menons une analyse portant sur la sécurité des opérations, les comptes de résultats et bilans. Le cas échéant la recherche interne est comparée à des analyses externes.

3) Valorisation (fixer la « valeur intrinsèque »)

A cette étape du processus, nous cherchons à déterminer la « valeur intrinsèque » de la société (qui est aussi notre prix de vente cible). Pour ce faire, nous définissons le scénario de valorisation (c'est-à-dire le prix qu'atteindrait la société si elle était fractionnée ou vendue en tant qu'entreprise en activité), évaluons la valeur de ses actifs et calculons sa « capacité bénéficiaire » à long terme. Notre base de données contenant plus de 400 000 opérations de rachats, fusions, acquisitions secteurs par secteurs ainsi que les prix réels payés pour ces transactions nous permettent d'établir des comparaisons objectives pour des opérations de même nature.. Une fois que nous avons calculé la valeur intrinsèque, nous vérifions que le cours de bourse des actions de la société permet d'investir avec une marge de sécurité intéressante (nous exigeons un minimum de 40 %). Si nous constatons cette décote, nous investissons. En l'absence de décote, nous qualifions la société de société cible et continuons de la surveiller quotidiennement.

4) Suivi du portefeuille

Notre portefeuille est composé d'environ 100 sociétés, ce qui nous permet d'assurer la diversification du risque. Nous continuons de surveiller quotidiennement nos sociétés cibles et nos titres en portefeuille en cherchant des déclencheurs d'achat et de vente. Nos gérants ne sont nullement astreints à suivre un indice de référence donné. Pour la gestion et le contrôle internes du risque, nous appliquons une « analyse de style

La Stratégie Actions « Value »

reposant sur la performance » afin de gérer la performance et le style d'investissement du fonds. Cette méthode nous permet de garantir que le style ne dévie pas de la stratégie « value » pure. Nous sommes convaincus de l'importance de nos qualités de « bons pères de familles ». Toutes les données relatives à l'intégralité du processus d'investissement sont archivées électroniquement et demeurent la propriété des investisseurs de Sparinvest. En cas de départ du gérant, les informations restent chez nous. ■

Résumé

Les objectifs de Sparinvest en matière d'investissement « value » consistent à :

- préserver le capital de ses investisseurs en évaluant le risque baissier avant d'étudier le potentiel haussier ;
- offrir aux investisseurs des performances positives à long terme grâce aux investissements « value » ;
- suivre à tout moment sa philosophie d'investissement « value » ;
- analyser la société comme un entrepreneur qui voudrait l'acheter.

Grâce à notre comportement prudent à l'égard du risque et à notre engagement envers une analyse approfondie des fondamentaux d'entreprise, nous avons pu offrir à nos investisseurs une certaine protection face à la frénésie spéculative telle que la bulle internet de la fin des années 1990.

Le mérite de notre processus d'investissement est illustré par :

- notre historique ;
- les notes que nous ont attribuées les meilleures agences de notation européennes ;
- le succès que nous avons obtenu pour nos portefeuilles en sélectionnant des entreprises, qui ont fait l'objet par la suite d'offres de rachat par d'autres sociétés ou par des établissements financiers en retard sur nous. Environ un tiers des sociétés ont quitté notre portefeuille car devenues des cibles d'acquisition. ■

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.