



## Focus

### Stratégie European Value : perspectives & positionnement

Juillet 2017

#### Environnement de marché & perspectives

En tant que stock pickers, nos décisions d'investissement ne sont pas dictées par des événements macroéconomiques et/ou politiques. Cependant, ces facteurs jouent un rôle important dans l'environnement opérationnel auquel sont confrontés les entreprises. C'est pourquoi nous abordons ces événements dans la même perspective que des membres du CA le feraient et les intégrons dans notre analyse visant à déterminer la capacité bénéficiaire des sociétés. De cette façon, nous sommes certains de ne pas ignorer l'environnement dans lequel nous, et les sociétés dans lesquelles nous investissons, évoluons.

Les marchés d'actions européennes ont maintenant plus que doublé depuis leurs niveaux plancher de mars 2009 tandis que les bénéfices des entreprises européennes peinaient à augmenter. Dans le même temps, les investisseurs internationaux se sont, ces dernières années, massivement désintéressés de la classe d'actifs des actions européennes.

Sur la base de ces observations, il est légitime de se demander si la classe d'actifs a encore un potentiel de hausse.

Selon nous, aucun élément objectif ne plaide en faveur d'un renversement de tendance. Au contraire, **après une embellie progressive de l'économie européenne ces derniers mois, les Bourses européennes continuent de gagner en attractivité.**

#### La croissance bénéficiaire est de retour

**Le principal élément qui fonde notre vision optimiste des marchés réside dans le retour, maintenant confirmé, de la croissance bénéficiaire pour les entreprises européennes.**

Nous avons mis en évidence à plusieurs reprises le fait que la dernière décennie a été marquée par une longue stagnation des bénéfices pour les sociétés européennes et avons régulièrement argumenté qu'un redressement solide des bénéfices devrait agir comme un puissant catalyseur pour les marchés d'actions européennes.

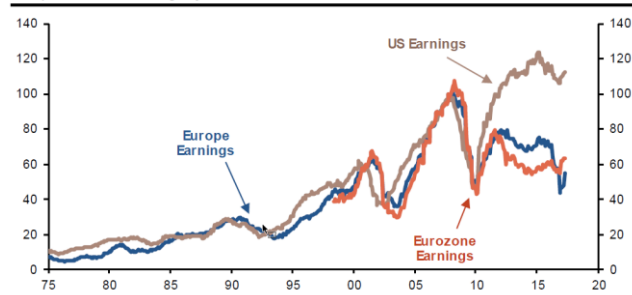
Alors que les Bourses européennes continuaient de grimper, les investisseurs restaient dans l'attente d'une nouvelle phase de croissance bénéficiaire. Les marchés sont maintenant plus chers : le moment de vérité approche où les sociétés, pour justifier des valorisations plus élevées, devront répondre aux attentes des investisseurs et prouver leur capacité à générer des bénéfices.

Et cette reprise bénéficiaire tant attendue semble finalement se concrétiser. Nous pouvons en effet dresser un bilan positif de la saison des résultats pour le 1<sup>er</sup> trimestre avec une croissance bénéficiaire globalement solide et une grande majorité des entreprises européennes publiant des résultats supérieurs aux attentes du consensus qui avaient pourtant déjà été revues à la hausse.

Un autre fait marquant réside dans la désynchronisation depuis l'émergence de la crise de la zone euro, entre les cycles bénéficiaires américain et européen. En conséquence, alors que les bénéfices américains sont actuellement 12% supérieurs au pic observés en 2007 lors du cycle précédent, les bénéfices européens sont 45% inférieurs aux niveaux de 2007<sup>1</sup>.

Il est dès lors raisonnable de penser que, **en l'absence d'un changement radical de politique monétaire, d'un événement politique majeur ou d'un choc externe inattendu, les sociétés européennes ne sont qu'au début d'une phase de reprise de la croissance bénéficiaire.**

European and US earnings cycle



Source: Earnings based on index price divided by P/E, eurozone earnings started in May 1998, MSCI indices (Large & Mid caps), Base 100= 01/10/07, 12m trailing earnings in USD for US, in EUR for Europe and Eurozone, Source: IBES, MSCI, Datastream, SG Cross Asset Research/Equity Strategy

<sup>1</sup> Source: SG report "The Big Picture", Société Générale Cross Asset Research publié le 1<sup>er</sup> juin 2017.

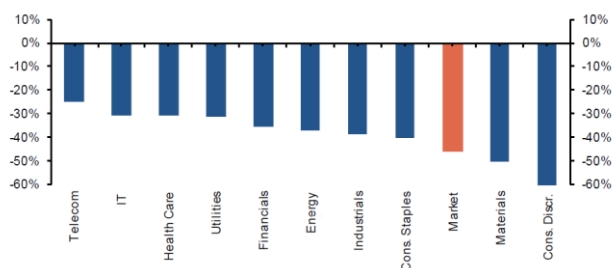
### Des valorisations toujours attractives

Un autre facteur de soutien, propres aux marchés actions réside dans le fait que, malgré la hausse des Bourses, les valorisations des entreprises européennes restent attractives, tant en termes absolus qu'en termes relatifs.

En effet, alors qu'elles se négocient actuellement en ligne avec leur moyenne historique, les sociétés européennes bénéficient toujours d'une décote significative (environ 40% en termes de P/BV) par rapport à leurs concurrentes américaines et par rapport aux niveaux atteints juste avant la crise de la zone euro en 2010 (environ 50% en termes de P/BV)<sup>1</sup>.

Il est aussi important de noter que cet écart de valorisation ne se limite pas à un nombre restreint de secteurs mais est perceptible, comme nous pouvons le voir sur le graphique ci-dessous, pour chaque secteur individuel.

Eurozone relative to US P/BV by sector



Source: MSCI, Datastream, SG Cross Asset Research/Equity Strategy

### L'Europe est « En Marche » !!

L'Europe a subi ces dernières années des crises à répétition, que ce soit au niveau économique (crise de 2008, problématique de la dette européenne) ou politique (terrorisme, immigration, Brexit, instabilité politique, etc.), qui ont largement contribué à alimenter la méfiance des investisseurs internationaux.

**« Ne sous-estimons pas la capacité de l'Europe à se réinventer »**

La crise financière de 2008 et la crise de la zone euro qui a suivi ne nous ont-elles pas fait perdre de vue la capacité séculaire de l'Europe à se relever, même après les pages les plus sombres de son histoire ?

Historiquement, l'Europe a montré une résilience surprenante et une capacité à sortir renforcée de ses plus grandes crises.

Il ne faut pas sous-estimer les efforts déployés à un niveau européen, mais aussi local, pour sortir l'Europe de sa léthargie ; nous pouvons notamment mettre en évidence les actions suivantes :

- Politique monétaire : la BCE continue d'injecter des milliards de liquidités dans l'économie européenne. Même si un resserrement progressif se profile à l'horizon, l'engagement de la BCE à soutenir la croissance européenne reste fort.
- Volonté des autorités européennes et locales de redresser le secteur bancaire avec une intervention rigoureuse des gouvernements. Ce fut le cas très récemment en Italie (rachat par Intesa San Paolo de banques vénitiennes avec le soutien de l'Etat) et en Espagne (rachat par Santander de Banco Popular) sans que cela ne crée de tensions sur les marchés actions.
- Renforcement de l'alliance franco-allemande avec l'arrivée d'Emmanuel Macron au pouvoir en France.
- Volonté de l'Allemagne d'augmenter ses dépenses en infrastructure qui devraient indirectement soutenir l'économie de ses partenaires économiques européens.
- Projet de défense européenne qui se concrétise progressivement.

Cela étant, tout renversement de tendance prend du temps et ne se réalise pas de façon linéaire mais les choses reviennent peu à peu en place.

Ainsi d'un point de vue économique, l'amélioration est perceptible à plusieurs niveaux : consommation des ménages et indice de confiance (PMI manufacturier) en hausse, allègement des craintes déflationnistes, politique accommodante de la BCE. Quant au marché de l'emploi, si le taux de chômage reste encore très élevé par rapport à sa moyenne historique et à la situation dans d'autres régions (Japon, Etats-Unis et Grande-Bretagne), il n'en est pas moins vrai que la dynamique est maintenant à l'amélioration dans pratiquement tous les pays de la zone euro.

Sur le front politique, tous les risques n'ont pas encore disparu mais la situation revient progressivement au calme. Ainsi, en France, le résultat des élections présidentielles et législatives a éloigné le spectre d'un repli sur soi de la France ; par ailleurs, l'agenda pro-européen du Président Macron a même restauré un certain espoir dans le futur de la construction européenne.

La situation en Grande-Bretagne reste plus contrastée : ainsi les élections de début juin ont affaibli la position de Theresa May faisant pencher le rapport de force en faveur de l'Union européenne dans les négociations pour le Brexit.

Cette nouvelle donne plaide en faveur de la stabilité en Europe continentale mais pourrait s'avérer plus compliquée pour l'économie britannique. Cependant, nous ne sommes pas préoccupés outre mesure et pensons que l'esprit d'entreprise et la volonté de succès des Britanniques restent bien présents. Nous identifions ainsi toujours des opportunités d'investissement intéressantes. Outre-Manche, comme le démontre l'inclusion récente de la société de distribution *Next* dans notre portefeuille.

Il reste cependant quelques échéances électorales cruciales, principalement les élections fédérales allemandes à la fin du mois de septembre 2017 et les élections générales italiennes qui devraient se tenir avant la fin mai 2018.

**A un niveau microéconomique, les entreprises européennes ne sont pas restées les bras croisés** et nombre d'entre elles ont pris, durant cette période difficile, des initiatives visant à créer un environnement positif pour leur développement. Malheureusement, **cette dynamique des entreprises a été bien souvent occultée par les tensions politiques persistantes en Europe.**

Voici quelques exemples de politiques actives menées par des entreprises que nous détenons en portefeuille pour améliorer leur positionnement et ainsi protéger voire améliorer leur capacité bénéficiaire :

- Face à un consommateur au pouvoir d'achat affaibli et à un secteur en pleine mutation, *Europcar* a adopté une stratégie en deux temps : tout d'abord se positionner dans le segment de la location de véhicule à bas coût (rachat de Gold Car et Buchbinder), et ensuite acquisition dans le domaine du digital, pour concurrencer de nouveaux acteurs (par ex. Uber).
- Au travers du rachat de BPI, *Caixabank* vise à réduire ses coûts et à ramener la rentabilité des activités de BPI au même niveau que le reste du groupe.
- *FLSmidth* a profité de la crise pour racheter une partie de l'activité minière d'Atlas Copco
- *Elekta* innove en lançant un produit combinant la radiation et l'imagerie médicale et améliore par ce biais son positionnement concurrentiel

## Le sentiment des investisseurs redevient plus favorable

Les actions européennes ont été très largement boudées ces dernières années par les investisseurs internationaux. Les craintes quant à la solidité de l'Union Monétaire Européenne et l'instabilité politique (Brexit, crise grecque, etc.) portaient une grande part de responsabilité dans cette méfiance ; mais les disparités de croissance entre les différents pays européens et le manque de dynamisme de la croissance bénéficiaire ont probablement aussi joué un rôle.

2016 était ainsi une année marquée par un exode massif des investisseurs entraînant environ 100 milliards de dollar de sortie des fonds européens. Tout comme pour la croissance bénéficiaire, **2017 semble marquer un renversement de tendance avec environ 15 milliards de flux entrants** dans les fonds et ETF d'actions européennes. Et **ce mouvement n'est probablement qu'un début, la plupart des investisseurs internationaux restant encore largement sous-exposés à cette classe d'actifs.**

## Dossiers d'investissement

**Dürr** (Allemagne, Industrie) est l'un des leaders mondiaux dans l'ingénierie mécanique et d'usines. Les produits, systèmes et services offerts par Dürr permettent la mise en place de processus de fabrication très efficaces et ce dans différents secteurs. Cet investissement, initié en juin 2016, a depuis le début généré de l'alpha pour le portefeuille.

Dürr est un prestataire clé pour l'industrie automobile mondiale puisqu'elle fournit des installations de peinture ainsi que des chaînes de montage complète. La société bénéficie d'une capacité bénéficiaire inégalée au sein du secteur industriel, d'une solide génération de flux de trésorerie et d'un rendement élevé et durable des capitaux.

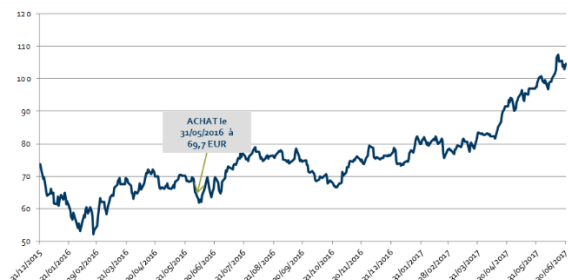
La société est active dans des marchés attractifs et, en participant à l'amélioration de la qualité et de l'efficacité des processus de production de ses clients, elle est devenue de plus en plus intégrée à l'ensemble de la chaîne de valeur et bénéficie ainsi d'un positionnement pérenne. Sa part de marché atteint maintenant 50%, un niveau qui peut être encore difficilement augmenté. **L'acquisition, en 2014, de Homag, leader de l'industrie de l'ameublement, constitue pour Dürr l'opportunité de croître dans un nouveau marché.**

Cependant, cette acquisition a été mal perçue par le marché face à un secteur de l'ameublement, totalement nouveau pour Dürr, ce qui entraîna le cours de l'action à la baisse.

La peinture de meubles est un marché en forte croissance qui n'a, jusqu'à maintenant, pas bénéficié d'améliorations technologiques sérieuses. Dürr possède une savoir-faire issu de l'une des industries les plus avancées en termes de technologie (l'industrie automobile). L'idée était donc d'appliquer ce savoir-faire à ce nouveau marché et d'être en mesure de remplacer une part importante de main d'œuvre par des processus afin d'augmenter les marges bénéficiaires. Et cette stratégie a déjà porté ses fruits puisque, depuis que Dürr a racheté la société, les marges bénéficiaires ont plus que doublé, et le potentiel d'amélioration futur reste substantiel.

De plus, les transformations au sein du secteur automobile constituent de nouvelles opportunités pour Dürr. En effet, Dürr est en train de construire une nouvelle usine pour Tesla.

Actuellement, les véhicules électriques ne se vendent pas suffisamment que pour justifier la construction de chaînes de montage dédiées, mais lorsque les volumes de vente auront augmenté, les constructeurs automobiles auront besoin de mettre en place des chaînes de montage spécifiques. Nous sommes convaincus que, lorsque cela arrivera, Dürr, grâce à ses importantes parts de marché et à ses relations de long terme avec les principaux constructeurs mondiaux, se verra attribuer une large part de ses nouvelles commandes.



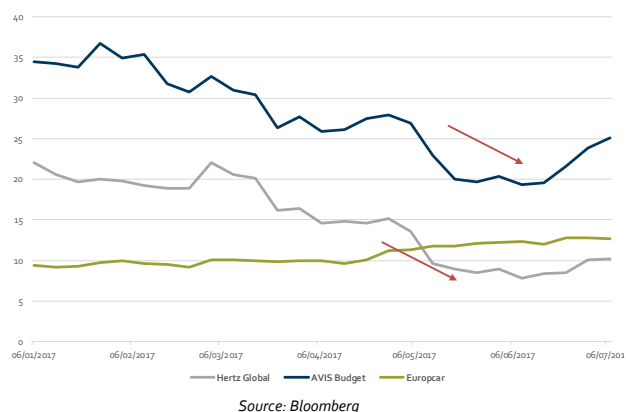
Source: Bloomberg.

**Europcar** (France, Industrie) a intégré notre portefeuille en janvier 2016. Le titre a ensuite continué de souffrir d'un sentiment de marché défavorable principalement à cause de son coût élevé de la dette dans un marché très fragmenté. Le cours de bourse a également été pénalisé par les attaques terroristes en Europe, tout d'abord à Paris et ensuite à Bruxelles, deux villes importantes pour Europcar.

**Convaincu de la solidité du modèle d'entreprise d'Europcar**, nous avons profité de la baisse du cours pour augmenter notre position.

Le modèle économique d'Europcar **visait à louer de plus en plus de voiture en maintenant une base de coûts stable et sans prendre de risque sur le prix de revente des véhicules**. En effet, avec environ 90% de sa flotte de véhicules faisant l'objet d'un accord de rachat avec les constructeurs automobiles, Europcar a mis en place un modèle économique nettement moins risqué que celui de ses concurrents.

Cette stratégie a par ailleurs montré son efficacité comme le démontre le graphique suivant qui met clairement en évidence l'impact sur le cours de bourse des principaux concurrents d'Europcar de la forte baisse des prix du marché de l'occasion qui a récemment eu lieu aux Etats-Unis.



Par ailleurs, il s'agit là d'un modèle commercial facilement transposable au sein des sociétés récemment intégrées dans le groupe.

En effet, ces derniers mois, Europcar a annoncé l'acquisition stratégique de Buchbinder (Allemagne) et Goldcar (Espagne), deux sociétés actives dans le marché de la location de véhicules à bas prix qui représente actuellement le segment de marché en plus forte croissance. Avec ces acquisitions, **la part de marché d'Europcar dans la location de véhicule à bas coûts est passée de 6% à 32%.**

Cette solide stratégie a permis à Europcar d'être actuellement en ligne par rapport à son plan 2020 visant à générer 3 milliards d'euros de revenus et une marge de 40%

Notre rencontre en juin avec la Direction de la société a conforté la validité de notre thèse d'investissement.



Source: Bloomberg

Ce document est destiné uniquement aux investisseurs professionnels, institutionnels et qualifiés. Ce document ne vise pas à être distribués à ou utilisés par, toute privée client, personne physique ou morale qui est un ressortissant de, est résidant ou situé dans un lieu, état, pays ou autre juridiction dans laquelle la distribution, publication, la fourniture ou l'utilisation de ce document serait en violation de la loi ou la réglementation en vigueur. Ce document a été réalisé uniquement à titre d'information ; il ne constitue donc pas par conséquent un document contractuel, une offre ou une recommandation d'acheter ou de vendre un quelconque investissement ou produit financier. Les opinions exprimées dans ce document sont celles de leurs auteurs au moment de sa publication et ne doivent pas être considérées par le lecteur comme un conseil ou une recommandation d'achat/de vente de parts du Fonds. L'information reprise dans ce document, y compris les données, projections et hypothèses sous-jacentes se fondent sur certaines hypothèses, prévisions de gestion et analyses d'informations disponibles à la date de publication et reflètent donc les conditions actuelles. Les vues d'ECP à la date de publication du document sont susceptibles d'évoluer d'être modifiées sans préavis et ni le Fonds ni ECP ne sont dans l'obligation de vous informer de ces changements. Les performances passées ne constituent pas une garantie et ne prédisent pas les performances futures. Dans le cadre de la préparation de ce document, ECP a utilisé diverses sources d'informations publiques et non publiques, sans vérification indépendante préalable de leur exactitude et exhaustivité. Bien que les informations fournies dans ce document sont considérées comme fiables, ni le Fonds ni ECP ne se portent garant de leur exhaustivité et fiabilité ; ECP et le Fonds déclinent ainsi toute responsabilité et ne peuvent être tenu responsable de toute pertes ou dommages directs ou indirects subis par une personne à la suite de toute erreur ou omission du présent document ou à la suite d'opinions exprimées dans ce document. Afin de prendre une décision d'investissement, il est recommandé de consulter son conseiller financier, légal et/ou fiscal. La reproduction et la distribution de tout ou partie de ce document sans l'accord préalable de European Capital Partners est interdite.