

## Focus

### Stratégie European Value : perspectives & positionnement

Octobre 2017

#### Environnement de marché & perspectives

##### *"It's the economy, stupid!"*

James Carville avait bien raison d'orienter la campagne présidentielle de Bill Clinton en 1991 autour de ce slogan accrocheur. Au final, ce qui a guidé les électeurs américains à cette époque n'étaient pas les succès militaires de l'administration Bush en Irak mais principalement l'état désastreux de l'économie américaine. Nous pensons que cet état de fait s'applique également aux marchés financiers. **Ce qui est essentiel pour le rendement à long terme des marchés actions, c'est l'état de l'économie ; les autres événements peuvent être considérés comme du bruit à court terme !**

Transposé à la situation actuelle en Europe, cela signifie que, lorsque nous analysons le potentiel à long terme des marchés actions, nous devons éviter de nous laisser influencer par le bruit (géo)politique (tensions américano-coréennes, élections allemandes, etc.) afin de nous concentrer sur ce qui constitue actuellement le moteur des marchés financiers : une économie en plein essor.

Et en effet, les économies européennes semblent être bien engagées sur la voie d'une reprise durable. Ce ne sont pas seulement les indicateurs avancés, tels que le PMI qui indiquent un renforcement de l'économie mais aussi des statistiques économiques réelles qui pointent vers une amélioration comme l'illustre l'évolution de la production industrielle dans le graphique ci-dessous



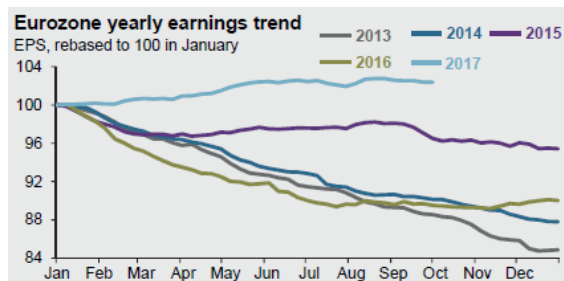
Source: Bloomberg, Eurostat industrial production Eurozone, 31/07/2007 to 29/09/2017

#### La croissance bénéficiaire entre dans la danse...

Depuis plusieurs mois maintenant, nous soutenons qu'une hausse saine des bourses européennes ne peut avoir lieu sans une reprise durable des bénéfices des sociétés.

Dans notre rapport du 2<sup>e</sup> trimestre, nous nous montrions confiance face à l'apparition de plus en plus d'éléments concrets plaçant en faveur d'une reprise en 2017.

Ainsi, nous avons récemment assisté à des mouvements de révision à la hausse des attentes bénéficiaires ; ce qui tranche largement avec la tendance des années précédentes où les attentes bénéficiaires, généralement très hautes, étaient systématiquement revues à la baisse par une communauté financière obligée de s'adapter à la faiblesse des bénéfices générés par les entreprises européennes.



Source: IBES, MSCI, Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management.

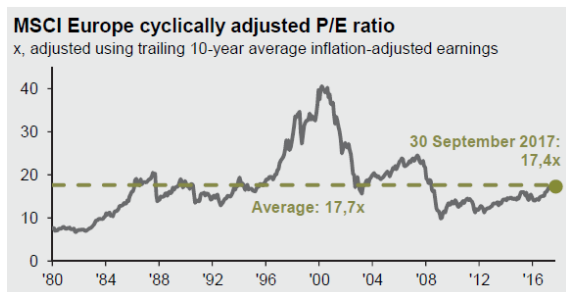
## Il y a peu d'alternatives aux marchés actions

Oui, nous plaçons ici clairement notre cause ! Mais notre vue est clairement étayée par des éléments objectifs...

Selon nous, dans le contexte actuel, les marchés boursiers sont l'une des rares alternatives disponibles pour générer du rendement.

Honnêtement, une obligation allemande à 10 ans à 0,45% ne nous semble pas particulièrement attractive alors que dans le même temps les spreads de crédit sont historiquement bas.

Au sein de la classe d'actifs, l'Europe reste la région évidente à privilégier ; les marchés européens ne sont plus bon marché, mais ils ne sont pas non plus particulièrement chers par rapports à leurs pairs ni en termes de Shiller PE, qui est l'un de nos ratios de valorisation favoris.



Source: IBES, MSCI, Thomson Reuters Datastream, J.P. Morgan Asset Management.

Par ailleurs, étant donné les apparentes hésitations de la BCE à réduire ses mesures exceptionnelles d'expansion monétaire, le risque d'un mouvement brutal des taux d'intérêt reste, selon nous, très limité.

Cependant, la faible volatilité qui règne actuellement sur le marché dans son ensemble ne doit pas nous inciter à la complaisance. Les volumes négociés restent très faibles et, nous constatons quotidiennement que, sous la surface, au niveau des titres individuels, la réaction du marché peut être très violente. En effet, il n'est pas exceptionnel de voir un titre baisser de 5% ou plus sur la base d'une simple révision à la baisse de sa notation par un analyste « buy-side ». Ces excès créent une volatilité sous-jacente mais offrent également des opportunités pour des gérants de long terme comme nous qui se concentrent sur la sélection de titres.

Enfin, malgré un récent rebond dans les achats depuis le début de l'année, les actions européennes sont toujours une classe d'actifs largement sous-pondérée par les investisseurs et, les flux dans les actions restent toujours à la traîne par rapport aux améliorations des perspectives de croissance.

Cette situation devrait se normaliser à mesure que les acteurs de marché reprennent confiance dans la vigueur de la reprise économique.

## Où sont les risques ?

Comme expliqué plus haut, nous ne considérons pas les événements politiques comme une menace à moyen terme pour les marchés financiers.

Cependant, nous restons préoccupés par chaque facteur susceptible d'affecter l'environnement opérationnel de nos sociétés. Actuellement, notre principale crainte réside probablement dans l'impact de la dépréciation du dollar américain sur les sociétés exportatrices européennes. De plus, même s'il ne s'agit pas de notre scénario principal, une forte hausse des taux d'intérêt, serait clairement pénalisante pour les marchés actions.

## Thèses d'investissement

**NKT Holding** a été intégré dans le portefeuille au lancement de la stratégie, début 2015. Ce conglomérat danois dispose d'activités dans la construction de câbles industriels, d'équipements de nettoyage professionnel et de câbles à fibre optique. Le segment de la fibre optique fournit une faible contribution aux revenus globaux et aux bénéfices, tandis que les segments des câbles et de l'équipement de nettoyage apportent la principale contribution.

L'année passée, NKT annonçait sa volonté de **séparer les activités de la société entre les équipements de nettoyage professionnel et les câbles**.

L'opération de séparation a été formellement approuvée par le Conseil d'Administration de NKT le 11 septembre 2017 avec une **cotation officielle des deux entités distinctes prévue le 12 octobre**. Ainsi, une fois l'opération terminée, les actionnaires de NKT A/S deviendront, dans des proportions égales à leur part dans NKT A/S, actionnaires de Nilfisk Holding A/S.

Lorsque la séparation a été officiellement annoncée, il y a un an, notre opinion était favorable car nous pensions que cette opération pourrait apporter de la valeur supplémentaire aux actionnaires de NKT. Maintenant, il est temps de regarder plus en profondeur dans les deux nouvelles entités ainsi créées et de comprendre si elles peuvent toutes deux générer une contribution positive à notre stratégie.

**Nilfisk** est active dans la construction d'équipements professionnels de nettoyage depuis 1906. En 1989, la société intégrait le giron du conglomérat NKT jusqu'à octobre 2017 où une cotation indépendante est intervenue.

Leader mondial dans l'industrie de l'équipement professionnel de nettoyage, Nilfisk offre une vaste gamme de produits haut de gamme ainsi que le service après-vente.

Ce marché, disposant d'une croissance constante largement corrélée à la croissance du PIB, est très fragmenté avec 4 acteurs principaux qui représentent une part de marché totale de 40% à 45%. Nilfisk dispose d'une part de marché significative (20-25%) sur le marché haut de gamme mais seulement de 2-4% sur le marché intermédiaire. L'augmentation de la part de marché sur ce segment revêt donc une importance stratégique pour Nilfisk.

Le modèle économique de la société génère beaucoup de liquidité et offre un haut rendement des capitaux investis (RCI).

Notre opinion est que **la séparation d'avec la structure du holding devrait permettre une exécution plus transparente de la stratégie de croissance de l'entreprise en restant un acteur important du marché de haut gamme tout en augmentant la pénétration dans le segment intermédiaire** au travers d'un recentrage des efforts de vente et d'un transfert de technologie du segment haut de gamme vers le segment intermédiaire pour lequel les acteurs existants ne sont pas en mesure d'offrir un niveau de technologie comparable.

Les opportunités de croissance grâce aux robots de nettoyage sont indéniables et Nilfisk devrait profiter de cette tendance grâce à d'importants investissements consentis pour développer cette nouvelle technologie. Les coûts de développement ont déjà été pris en compte, l'accent est donc mis sur l'introduction de la machine sur le marché, ce qui devrait être chose faite au début de l'année 2018.

**NKT** est un acteur majeur (tant par les ventes que par la technologie) du marché des câbles. La société produit des câbles à haute tension pour le transport d'énergie sur des longues distances et des câbles de moyenne et basse tension pour la distribution d'électricité aux industries et ménages.

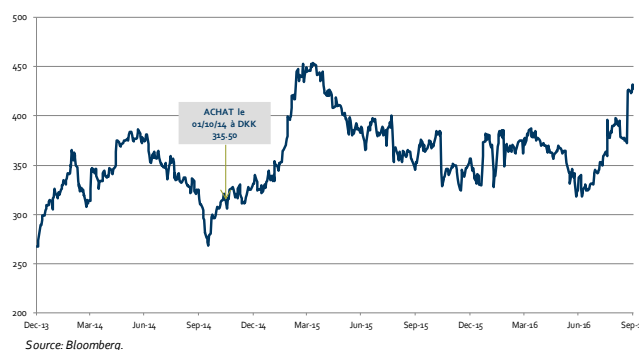
NKT dispose d'installations de production ultra modernes en Suède et en Allemagne qui peuvent être par ailleurs facilement agrandies. Les nouvelles installations acquises en 2017 au travers de la division Haute Tension d'ABB sont à la pointe de la technologie et de l'efficacité énergétique.

**L'activité de NKT est soutenue par plusieurs tendances clés :** 1/ une augmentation de la production d'énergie verte qui crée un besoin accru pour des câbles plus solides et plus longs car les énergies alternatives sont souvent produites

loin des principaux sites de consommation ; 2/ Un réseau vieillissant qui nécessite d'être remplacé ce qui motive un passage aux câbles souterrains ; 3/ urbanisation et augmentation de la population qui entraîne une demande croissante en infrastructure moderne.

L'industrie est très fragmentée et se consolidera vraisemblablement à mesure que les projets prendront de l'ampleur et deviendront plus complexes.

**La stratégie de la société est axée sur la croissance de son positionnement actuel dans les segments les plus rentables et à forte croissance du marché des câbles.** Une composante importante de cette stratégie réside dans l'intégration de l'unité Haute Tension d'ABB acquise en 2017 qui devrait porter le rendement des capitaux investis (RCI) au-dessus de 13%.



**Autoliv** est une société américano-suédoise de technologie de sécurité et est le **leader mondial de la sécurité automobile**.

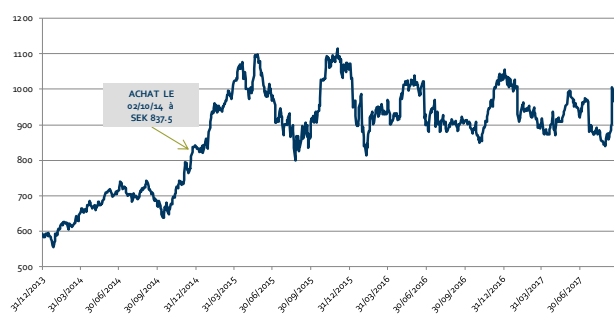
Avec une part de marché de 41% sur le segment de la sécurité passive et de 20-25% dans la sécurité active, la société fournit une centaine de marques automobiles et est active dans le monde entier.

Autoliv bénéficie d'une génération de trésorerie importante : près de 10% de ces ventes retournent vers la trésorerie et la gestion du fonds de roulement est très stricte. L'allocation de capital est très prudente avec 40% des flux de trésorerie qui retournent vers les actionnaires et 60% qui est réinvesti dans l'activité.

Après une décennie d'augmentation importante des investissements (capacité de production et Recherche & Développement), le niveau des coûts en pourcentage des ventes devrait se réduire tandis que les marges devraient augmenter, ce qui devrait être un facteur important pour les flux de trésorerie.

Notre équipe de gestion a participé à la journée des investisseurs organisée en septembre 2017 durant laquelle Autoliv a augmenté ses objectifs pour 2020.

Autoliv souhaite augmenter sa part de marché dans le segment, en forte croissance, de la conduite automatisée qui nécessite un large panel d'équipements de sécurité (radar, vision nocturne, systèmes de freinage, etc.) et a initié une coentreprise avec Volvo, Zenuity, dans laquelle elle a investi 1 milliard de couronne suédoise en avril. Cette société va développer son propre système d'exploitation complet pour les voitures autonomes qui sera ensuite vendu aux différents constructeurs automobiles.



Source: Bloomberg.

**Almirall** est une société pharmaceutique espagnole dans laquelle nous avons investi à la mi-juillet 2016. Depuis lors, cet investissement s'est avéré compliqué pour nous.

La société a vendu un important portefeuille de médicaments respiratoires à AstraZeneca et a acquis d'autres activités dans le but de se convertir en un acteur important du segment de la dermatologie et de l'esthétique.

Au cours de l'été, la société s'est vue obligée de publier une alerte aux bénéfices suite à des difficultés apparues dans certains marchés européens ainsi que sur le marché américain, généralement très profitable. Cette alerte a entraîné une baisse de cours de 40% en seulement 1 mois.

Les raisons de cette alerte aux bénéfices résident dans une combinaison de problèmes temporaires et structurels. Au rang des difficultés temporaires se trouvent la réduction, par les pharmacies de leur stock et donc provisoirement, de la demande en produits d'Almirall ainsi que le comportement frauduleux de certains de leurs clients. Concernant ce dernier point, des mesures ont été par ailleurs prises par Almirall pour stopper ces pratiques abusives. La problématique de l'arrivée sur le marché d'une version générique de l'Acticlate, produit phare d'Almirall, est quant à elle, plus structurelle car elle a entraîné une baisse plus rapide que prévue des ventes. Cette situation crée une pression sur les prix et une érosion des marges bénéficiaires.

A court terme, la rentabilité d'Almirall qui était de 111 millions d'euros en 2016 devrait passer à seulement 32 millions en 2017. Une partie de cette rentabilité devrait être récupérée une fois les difficultés temporaires résolues. Ainsi, la valeur intrinsèque d'Almirall est maintenant inférieure à celle que nous avons initialement fixée. Cependant, nous estimons que la réaction des marchés s'est avérée largement exagérée ; nous avons dès lors d'augmenter notre position de 60% en profitant de la faiblesse du cours étant donné que de la valeur peut toujours être dégagee grâce à cet investissement.



Source: Bloomberg.