

Focus

Stratégie European Value : perspectives & positionnement

Novembre 2018

Environnement de marché & perspectives

La forte correction qui a eu lieu en Octobre nous a incités à postposer la publication de notre commentaire de marché trimestriel afin de nous permettre d'intégrer dans notre analyse de marché les leçons potentielles de cette baisse.

En effet, le mois d'octobre est venu nous rappeler, de façon un peu cruelle, ce qui peut arriver à ce point du cycle de marché après plus de 9 ans d'un marché haussier. Et oui, il ne faut pas oublier que les bourses européennes ont plus que doublé depuis le point bas de mars 2009.

L'environnement de marché s'est progressivement transformé en 2018 ; les banques centrales ont entamé un processus de resserrement de leur politique monétaire ; sans surprise, la Réserve fédérale est plus avancée dans le cycle de resserrement que la BCE. Par conséquent, nous assistons à une hausse des taux d'intérêt avec le rendement à 10 ans des Bons du Trésor américain à 3,2% (05/11/2018).

Au niveau microéconomique, ce n'est un secret pour personne que beaucoup d'entreprises doivent actuellement faire face à un plus grand nombre de défis qu'il y a un ou deux ans. Nous arrivons progressivement vers la fin de cycle : les économies croissent plus lentement qu'auparavant, le pouvoir d'achat des consommateurs est bon grâce à la croissance des salaires et au faible coût du financement immobilier, les marchés de l'emploi sont solides et les sociétés doivent donc payer plus pour attirer du personnel compétent. Dans le même temps, les prix des matières premières ont augmenté.

La combinaison d'une croissance plus faible et de coûts plus élevés ne permet pas aux entreprises de continuer à afficher les mêmes niveaux de croissance bénéficiaire que durant les dernières années.

Mr. Market n'a pas tardé à fuir le marché, laissant pratiquement tous les secteurs enregistrer des performances négatives au cours des 6 derniers mois. Par conséquent, les multiples Cours/Bénéfices se sont contractés de 10% à 30% dans les différents secteurs ; les secteurs de l'automobile et du pétrole étant les plus durement touchés. Les perspectives bénéficiaires n'ont cependant pas encore été significativement ajustées.

En bref, actuellement, c'est un environnement économique particulièrement négatif qui est pris en compte dans le cours de bourse de nombreuses entreprises.

Comme toujours sur les marchés boursiers, lorsque des événements se produisent très (trop) rapidement, des erreurs sont commises. En pratique, cela signifie que *M. Market* traite toute les sociétés sur un pied d'égalité (à la hausse ou à la baisse en fonction de la direction du marché) peu importe la qualité intrinsèque de leurs fondamentaux sous-jacents. Cela conduit systématiquement à des situations où (d'après nous), des sociétés ne sont pas correctement valorisées. Alors que nous pouvons comprendre et devons respecter cette nature du marché (*Mr. Market*), cela ne fait aucun sens pour nous, investisseurs fondamentaux de long terme.

Quelle signification pour nous, investisseurs Value ?

Tout d'abord, des taux d'intérêts plus élevés peuvent être perçus comme une preuve d'une activité économique plus intense ainsi que de bénéfices plus importants pour les entreprises, ce qui est, logiquement, bénéfique pour la capacité bénéficiaire des entreprises dans lesquelles nous investissons.

Deuxièmement, des taux d'intérêts plus élevés devraient mettre une certaine pression sur les valeurs de croissance qui sont généralement des titres à durée longue. En d'autres mots, lorsque les taux d'intérêts augmentent, la valeur des cash-flows à court terme (Value) est plus élevée que la valeur des cash-flows créés à long terme (Croissance).

Et en effet, le graphique ci-dessous montre qu'historiquement, il existe une corrélation entre une hausse des taux d'intérêts et la surperformance de la gestion value par rapport à la gestion de croissance.

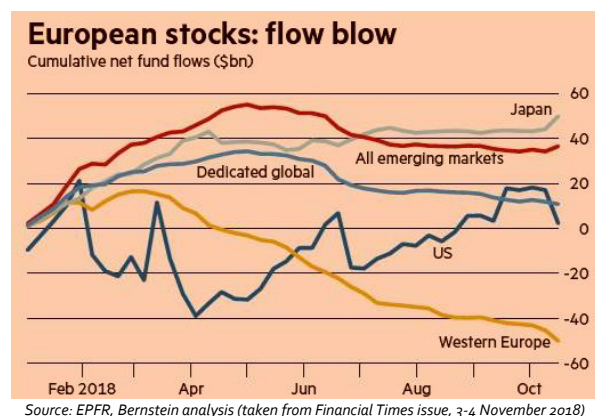


Cependant, d'un point de vue européen, la situation est bien plus complexe.

Les taux d'intérêts des principaux pays européens, comme l'Allemagne, n'ont pas encore réellement bougé tandis que, en Italie, l'augmentation du risque politique liée aux plans de dépenses publiques du gouvernement populiste a entraîné une augmentation des spreads.

Et enfin, si la croissance économique a ralenti dans le monde entier, nous pouvons également observer une désynchronisation entre l'Europe et les Etats-Unis puisque les Etats-Unis résistent mieux.

Par conséquent, les actions européennes continuent d'être délaissée et de perdre des encours au profit des bourses américaines, perçues comme plus sûres.



En tant qu'investisseurs « bottom-up », notre principale tâche réside dans l'analyse des fondamentaux des sociétés individuelles afin d'identifier celles disposant d'une capacité bénéficiaire sous-évaluée. Cependant, afin de ne pas devenir les victimes de changements « top down » affectant l'environnement opérationnel des entreprises dans lesquelles nous investissons, nous pensons qu'il est indispensable de garder une vue globale sur les marchés, y compris sur les développements macroéconomiques et politiques.

Ainsi, nous avons actuellement identifiés 5 thèmes qui devront être, selon nous, surveillés étroitement dans les prochains mois :

1) Le retour de la gestion Value

Comme mentionné précédemment, il existe des preuves historiques que le style d'investissement value tend à surperformer lorsque les taux d'intérêts sont plus élevés. Cependant, actuellement, malgré un changement dans l'environnement de marché, en Europe, la surperformance des stratégies value ne s'est pas encore clairement confirmée.

Et si, durant la récente correction de marché, les indices Value se sont effectivement moins repliés que les indices de croissance, de nombreuses sociétés de moyennes capitalisations, candidates idéales pour des stratégies flexibles et à contre-courant comme la nôtre, ont été fortement pénalisées (principalement pour des raisons de liquidité).

2) Brexit

Le Brexit est une procédure douloureuse dont l'issue est encore très incertaine.

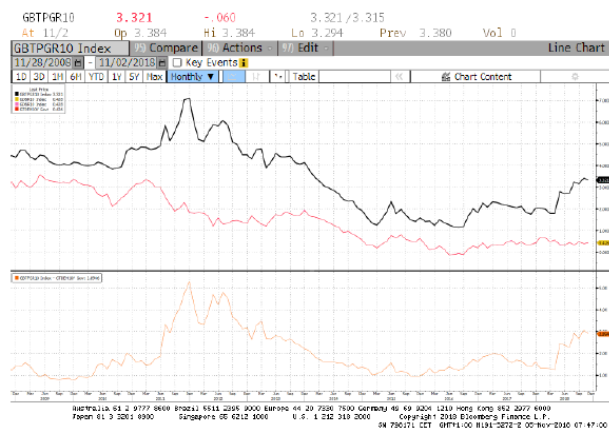
Nous sommes persuadés, qu'au final, la raison des affaires primera sur la folie des Hommes politiques et ce des deux côtés de la Manche. Cependant, en attendant, cette incertitude perdure et continue de peser sur le sentiment de marché en Europe.

A court terme, la livre britannique s'est légèrement renforcée par rapport au dollar et à l'euro mais sur une perspective plus longue, elle reste toujours à de très bas niveaux.

3) Italie

A côté du Brexit, l'Italie constitue probablement le principal risque politique en Europe. Sans aucune considération pour le cadre européen dans lequel chaque budget national doit s'insérer, le nouveau gouvernement italien souhaite augmenter les dépenses publiques dans l'objectif de doper la croissance économique

Le marché ne peut pas ignorer cette situation qui a conduit à une augmentation des spreads (cf. graphique ci-dessous) ainsi qu'à une augmentation de la méfiance des investisseurs envers le secteur financier et bancaire italien.



Source: Bloomberg

4) Commerce mondial

Les tensions commerciales entre les Etats-Unis et ses principaux partenaires commerciaux ont régulièrement fait la une des médias ces derniers mois ; la bataille qui fait rage avec la Chine cristallisant la majorité des craintes.

Récemment, la perception générale est que des négociations devraient bientôt être possibles entre les deux géants économiques, ce qui devrait alléger les craintes concernant une guerre commerciale. La Chine a en effet indiqué qu'elle devrait se montrer plus ouverte à une augmentation des importations.

Le rebond des actions chinoises dans la dernière semaine du mois d'Octobre est probablement une conséquence de cette perception plus optimiste.

5) Pétrole

De façon générale, les prix des matières premières ont augmenté durant les derniers mois entraînant à la hausse les coûts des entreprises.

Cependant, durant le mois d'octobre, le prix du pétrole est reparti à la baisse à la suite de pressions sur l'Arabie Saoudite

pour augmenter la production (ce qui a été fait pour satisfaire des partenaires commerciaux très focalisés sur le meurtre en Turquie d'un journaliste). Les stocks sont maintenant à des niveaux élevés mais le nouveau train de sanctions qui vient d'être annoncé par les Etats-Unis contre l'Iran va très probablement avoir un impact et conduire à un rebond.

Positionnement du portefeuille

En 2018 et au début de l'année 2018, *M. Market* valorisait les sociétés comme si elles évoluaient dans un monde parfait et sans nuage. Durant cette période, nous en avons profité pour vendre un certain nombre de sociétés, notamment afin de réduire notre exposition au secteur automobile qui est actuellement fortement sous pression. Nous avons progressivement réinvesti le produit de ces ventes dans des modèles économiques plus défensifs qui étaient considérés, à l'époque, comme démodés par *M. Market*. Cela nous a fourni des points d'entrée attractifs dans des sociétés comme *ISS*, *G4S*, *Jeronimo Martins* et *Shire Pharmaceuticals* (qui a fait l'objet d'une offre de rachat peu de jours après que nous ayons investi).

Maintenant, l'humeur de *M. Market* a changé et il valorise le marché sur la base d'un scénario très pessimiste sur presque tous les facteurs ; nous pouvons donc une fois de plus faire des investissements qui ne dépendent pas totalement du cycle économique et qui, nous en sommes convaincus, généreront, pour nos investisseurs des rendements très intéressants. Nous construisons nos positions petit à petit afin de réduire le risque de point d'entrée.

Nous adoptons souvent un positionnement différent de celui du marché dans son ensemble. Cette stratégie nous a permis de générer des rendements à long terme satisfaisants. Le revers de la médaille est qu'adopter une approche à contre-courant, implique toujours le risque de paraître ridicule, parfois même pendant une période prolongée. Cette une situation avec laquelle il faut apprendre à vivre.

Ce changement d'environnement de marché, aussi douloureux qu'il soit pour nous à court terme, crée des opportunités d'investissement. En effet, nous sommes convaincus que, au cours des dernières semaines, de nombreux bébés ont été jetés avec l'eau du bain. Ainsi beaucoup de sociétés sont maintenant valorisées comme si elles n'avaient plus aucun avenir. Et ceci s'applique tant à des sociétés dans lesquelles nous avons investis que à des sociétés que nous ne détenons pas.

Dans pareille situation, nous commençons toujours pas nous poser deux questions de base: tout d'abord, est-ce que cette entreprise vend un produit ou un service qui sera utile dans le futur? Deuxièmement, cette société est-elle suffisamment solide pour résister dans la tourmente? Si la réponse à ces deux questions est un « OUI » ferme, alors nous continuons notre processus d'analyse. Dans le cas où l'entreprise passe avec succès notre processus d'analyse et que sa valorisation est suffisamment attractive, alors nous sommes prêts à investir et à construire progressivement une position.

Dans l'ensemble, plus de 10 sociétés ont quitté notre portefeuille cette année et une dizaine de nouvelles positions sont rentrées dont plus de la moitié ont été initiées après l'été. Ces dernières disposent globalement d'un profil d'activités plus défensif et d'une valorisation inférieure que celles qui ont quitté le portefeuille.

Pour conclure...

L'environnement de marché reste compliqué pour des investisseurs de long terme comme nous. Il est maintenant plus important que jamais de rester fidèles à nos principes et de nous concentrer sur notre approche d'investissement qui vise à investir dans des sociétés de qualité dotées d'une forte capacité bénéficiaire sous-valorisée.

Les investisseurs se détournent toujours massivement des actions européennes malgré le fait que leurs valorisations restent attractives (tant sur une base absolue que relative) et que les sociétés dans lesquelles nous investissons présentent toujours une solide capacité bénéficiaire.

Alors que le cycle économique entre dans une nouvelle phase, les estimations de croissance bénéficiaire du consensus ne sont pas trop exigeantes; nous pensons dès lors que le risque de déception est plus limité que lors du dernier trimestre.

Cela constitue, selon nous, un point de départ intéressant dans un contexte où, si l'histoire peut nous servir de guide, les stratégies value devraient être enfin favorisées.

Nous devons garder à l'esprit que nous sommes actuellement en train de poser les fondations de notre performance pour les 4 à 5 prochaines années.

Donc, nous sommes à la recherche de sociétés qui sont fondamentalement et significativement mal valorisées par le marché par rapport à ce que nous estimons être leur capacité bénéficiaire dans une année normale. C'est et cela restera toujours le point de départ de notre voyage.