

Éditorial

Agilis Gestion rejoint Montaigne Capital



AGILIS GESTION

Après trois ans d'existence, Montaigne Capital continue de se développer.

En 2012, l'équipe s'est considérablement renforcée : Bruno Cartier, anciennement gérant privé à la banque Delubac, a rejoint l'équipe, tandis que Fabrice Pasqualini, titulaire d'un master en droit, a pris la fonction de responsable de conformité et du contrôle interne, et vous apporte désormais ses compétences juridiques et fiscales.

De plus, la société a fusionné en novembre 2012 avec Agilis Gestion, une société de gestion de portefeuille parisienne spécialisée dans un style de gestion complémentaire au « stock picking » que nous pratiquons, à savoir la gestion systématique.

Celle-ci utilise les signaux quantitatifs de marché pour, quotidiennement, investir dans les actifs les plus prometteurs.

Ces nouvelles compétences nous permettent d'améliorer la diversité de notre gestion, et nous permettront prochainement de vous proposer un nouveau fonds patrimonial international géré selon ces modèles d'allocation quantitatifs.

2012 : une bonne année ?

Au mois de juin 2012, la montée de partis ouvertement révolutionnaires à la veille des élections législatives grecques laissait présager des troubles politiques majeurs. Dans ce contexte, qui aurait espéré qu'un gouvernement « d'union nationale », obtenu à 3% près, permettrait à la Grèce de boucler, in extremis, les réformes exigées par le FMI et l'union Européenne, sauvant ainsi la zone euro d'un potentiel éclatement ?

En juillet, le marché « attaquait » les dettes espagnoles et italiennes, leurs taux d'emprunts respectifs grimpaient à plus de 6% et s'amorçait, semblait-il alors, un cercle vicieux de montée des taux pouvant aboutir à un défaut espagnol ou italien. Qui, alors, aurait espéré que ces mêmes taux reviendraient à leur niveau normal après l'intervention de la Banque Centrale Européenne ?

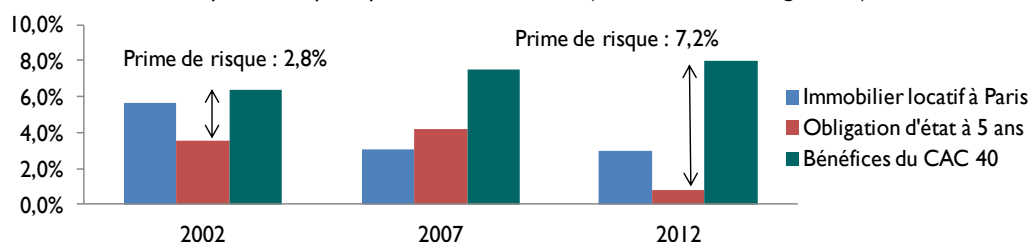
Et pourtant ! L'année 2012 aura été éprouvante et riche en surprises pour les investisseurs. Mais après avoir frôlé la catastrophe, nous avons assisté à un tournant majeur de l'histoire économique européenne. Comme nous l'annoncions lors de notre dernière lettre trimestrielle, un nouvel équilibre en Europe a été instauré cet été, sous l'impulsion de Mario Draghi. Celui-ci a permis de restaurer un mode de fonctionnement « fluide » des marchés financiers, les fondamentaux des entreprises reprenant leurs droits.

Or, en examinant attentivement ces dernières, leur situation est loin d'être catastrophique. Si l'on écarte quelques secteurs sinistrés et les sociétés peu internationalisées, la plupart de nos entreprises cotées ont profité des taux d'intérêts faibles pour assainir leur bilan, et de la croissance mondiale pour continuer à se développer. D'ailleurs, même si l'indice du climat des affaires reste à des niveaux faibles, les derniers chiffres montrent une inflexion de la tendance et laissent présager une amélioration.

Et ce n'est pas fini : 2013 débute pour ces entreprises dans un contexte, semble-t-il, particulièrement favorable : la volatilité des marchés actions, qui est un indicateur de la peur des investisseurs, est au plus bas depuis 5 ans - c'est-à-dire plus bas même qu'avant la crise de 2008 – et le consensus des analystes anticipe une hausse de manière quasiment unanime.

Comme la prime de risque des marchés actions reste à des niveaux très élevés, et que toutes les autres classes d'actifs semblent à l'inverse très correctement valorisées, les investisseurs vont très probablement largement revenir sur les marchés actions, ne serait-ce que par défaut d'autre placement rentable.

Rendements comparés des principales classes d'actifs (sources : Bloomberg, OLAP)



Nous n'oublions certes pas la situation défavorable dans laquelle se trouve l'Europe, en particulier tant que la croissance n'y a pas fait son retour. Mais nous n'avons pas hésité à re-sensibiliser les portefeuilles que nous avons couverts en mars 2012, et nous continuerons probablement à le faire ces prochains mois puisque le spectre du défaut d'un pays majeur semble désormais s'être éloigné.

Jérôme Guilmaid
le 10 janvier 2013

Les sociétés « Holding » et la Bourse

Les sociétés holding n'ont pas une bonne image auprès des investisseurs : leurs titres sont souvent peu liquides, leurs dirigeants ignorent généralement les demandes des investisseurs en termes de rentabilité financière, et leur fréquent contrôle par une famille anéantit presque totalement toute chance d'OPA.

Et pourtant, investir sur ces véhicules vous fait participer à la stratégie long terme de groupes familiaux, ou de gérants visionnaires. Par exemple, si vous aviez investi l'équivalent de 1000 euros en 1956 dans Berkshire Hathaway, la holding financière du légendaire investisseur Warren Buffett, vous auriez aujourd'hui 5 millions d'euros. Reste à savoir entrer sur ces titres au bon moment.

Quelques holding sélectionnées...

ChristianDior

La société Christian Dior, détenue indirectement à 70% par Bernard Arnaud, contrôle de fait LVMH avec 41% du capital. Elle détient par ailleurs 100% de la société Dior Couture (ventes d'environ 1 Mds d'euros en 2012). Sur la base de la capitalisation boursière de LVMH et d'une valorisation raisonnable des autres actifs, Christian Dior s'échange aujourd'hui à une décote d'environ **20%** sur la valeur de ses actifs.

Néanmoins, la décote ne justifie pas à elle seule, sur ces niveaux, une motivation d'investissement. Tout d'abord, le secteur du luxe reste porteur, ce qui pourrait soutenir le cours de LVMH (principal actif). Par ailleurs, de nombreux indices semblent annoncer un prochain changement de statut pour Christian Dior : changement de date d'exercice comptable, déplacement de filiales à l'étranger, etc. Une sortie de la côte est-elle possible ? Dans ce contexte, une disparition de la décote de holding est envisageable.



WENDEL

Wendel, fondamentalement transformée par Ernest Antoine Sellière, est maintenant une holding dont la majorité des actifs est cotée. Bureau Veritas (certification) représente 50% des actifs brut, contre 30% pour Saint Gobain. La très bonne tenue de leur principale participation a permis une rapide expansion de l'Actif Net Réévalué de Wendel, qui avoisine aujourd'hui les 112€ par titre, contre 79€ pour l'action cotée.

Si le potentiel est appréciable, cette décote sur ANR a toujours été élevée dans le cas de Wendel, en raison de son statut de « holding financière ». Néanmoins, Wendel permet aujourd'hui de bénéficier d'un effet de levier (environ €9 Mds d'investis pour € 4 Mds de capitalisation boursière, le solde étant financé par endettement). Un rebond des cycliques serait hautement favorable au titre Wendel.

FFP

La holding de la famille Peugeot, contrairement aux idées reçues, n'est pas investie en grande majorité sur le constructeur automobile. En effet, la participation Peugeot représente moins d'un quart des actifs de FFP, qui a largement diversifié ses investissements sur SEB, Zodiac, Lisi, Orpéa, DKSH, etc.

Les choix avisés des gérants de FFP ont permis une bonne tenue de la valeur des actifs de la société, qui affiche aujourd'hui une décote de 50% sur son ANR. Même pour les plus pessimistes sur l'avenir de Peugeot, et en supposant une valeur nulle pour cette participation, le solde des investissements serait toujours supérieur de 45% au cours de bourse actuel.

Pour beaucoup de sociétés holding, un niveau de décote à 50% a souvent représenté un fort soutien pour le cours. Par ailleurs, il faut garder en tête que les actifs de FFP sont en majorité cotés, ce qui devrait justifier une décote moins élevée.



Porsche SE (coté en Allemagne) a longtemps été la holding de contrôle de la société automobile du même nom. Mais depuis le rapprochement avec Volkswagen (non sans heurts !), la holding cotée Porsche SE ne détient plus que des actions Volkswagen. La valeur de marché de ces titres ainsi que les liquidités en banque représentent près de 90€ par titre, contre un dernier cours à un peu plus de 60€.

Néanmoins, Porsche SE risque de devoir dédommager des investisseurs suite aux pratiques offensives de la société lors de sa tentative de prise de contrôle de la société Volkswagen en 2009. Ainsi, les analystes estiment à une dizaine d'euros par titre le risque potentiel lié à ce conflit. Toutefois, et même en tenant compte de ce risque, une décote de 25% apparaît injustifiée pour une société holding de cette qualité.

Avertissement : cet article ne constitue pas une recommandation d'achat ou de vente pour le lecteur. Montaigne Capital détient actuellement certaines de ces positions en portefeuille pour le compte de ses clients.

« MONTAIGNE CAPITAL CONVICTIONS FRANCE »

Fonds Commun de placement (« FCP ») - FR0010946632

Orientation de gestion

Montaigne Capital Convictions France investit dans des actions d'entreprises européennes, et notamment françaises. Il sélectionne les sociétés qui présentent les meilleures perspectives de croissance, ainsi que les sociétés dites "en retournement", souvent injustement délaissées par les investisseurs.

Le FCP pourra intervenir sur les titres de sociétés de toutes tailles, dont les petites et moyennes valeurs, qui présentent souvent de nombreuses opportunités de placement.

Le style de gestion est discrétionnaire, sur la base des caractéristiques intrinsèques des sociétés, et ne tient pas compte de la composition de l'indice de référence (CAC All-Tradable), qui ne sert que d'étalon de comparaison a posteriori.

Évolution de la performance



Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.
L'indice de comparaison (indicatif) ne prend pas en compte le réinvestissement des dividendes.

Composition

STORE ELECTRONIC	4,4%
BULL SA	4,2%
ACANTHE DEVELOPP	4,1%
VALLOUREC	4,0%
ALSTOM	3,9%
SECHE ENVIRONNEMENT	3,9%
TOUAX	3,8%
PORSCHE SE	3,6%
ALCATEL-LUCENT	3,4%
STALLERGENES	3,4%

Note : 10 premières lignes uniquement

Mouvements (principaux)

Achat	Ventes
UNICREDIT SPA	GRUPE STERIA
	MGI COUTIER
	ADOCIA SAS
	STORE ELECTRONIC

Performance

	1 mois	2012 YTD	2011	depuis nov-10
MC Conv Fr.	6,3%	13,2%	-26,1%	-14,8%
CAC All-Trad	2,2%	16,4%	-16,3%	-3,4%
Bêta*	0,52	0,58	0,80	0,71

Note: le Bêta mesure la sensibilité du fonds par rapport à l'indice de comparaison.

Société de gestion

Montaigne Capital

Conservateur : RBC Dexia

Valorisation : Quotidienne

Frais de gestion : 1,98 %

Droits d'entrée / sortie : 2 % max / néant

Conditions souscription et rachat : tous les jours 12 h sur VL inconnue

Publication des cours : Bloomberg, Boursorama, www.montaigne-capital.com.

Risque : élevé

Durée de placement rec. : supérieure à 5 ans

Équipe de gestion :



Rémy Bert

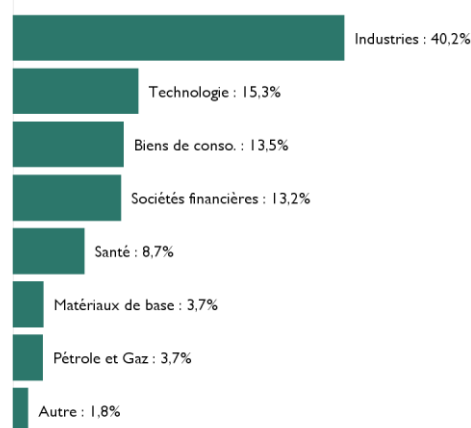


Pierre Willot

VL au 31 déc. 2012

Valeur Liquidative (VL)	127,86 €
Actif Net	5 132 164 €

Répartition sectorielle



Commentaire du gérant

Le dernier trimestre de l'année termine sur une note encore positive, avec une hausse de 2,2% pour l'indice CAC All-Tradable. Il est toutefois important de noter le changement de sentiment des investisseurs, qui se tournent désormais bien plus volontiers vers des sociétés moins en vue, telles que les petites valeurs. En témoigne le sursaut de 4,8% de l'indice CAC Small sur le mois.

Nous pensons que l'heure du rattrapage est arrivée pour les valeurs injustement délaissées de la côte, et comptons sur nos positions pour profiter de ce mouvement. Le fonds progresse en décembre de 6,3%, ce qui lui permet de combler une partie de son retard de l'année. La performance est venue de titres oubliés, tels que Bull, Store Electronics ou Groupe Stéria, que nous gardions précieusement en portefeuille. C'est toute la partie « deep value » qui s'est fortement redressée. Les cycliques n'ont pas encore suivi (CGG Veritas, Faurecia, Vallourec, etc.).

Mis à part quelques petits ajustements de portefeuilles, le seul mouvement significatif sur le mois est notre prise de position sur Unicredit, la plus belle des banques italiennes. Nous croyons au redressement du secteur, et tout particulièrement à l'économie italienne, dont la richesse est trop vite oubliée.

« MONTAIGNE CAPITAL ZONES DE CROISSANCE »

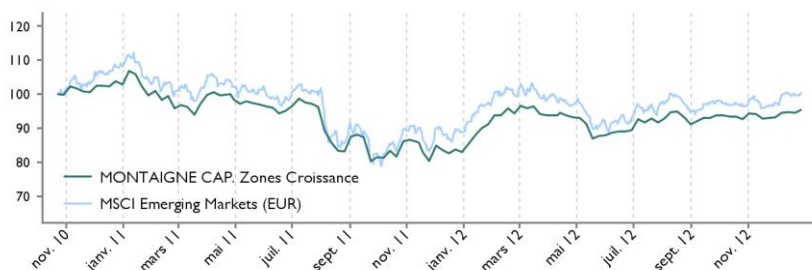
Fonds Commun de placement (« FCP ») - FR0010947119

Orientation de gestion

Montaigne Capital Zones de Croissance a pour objectif d'être exposé à la croissance des pays les plus dynamiques du monde. Il investit sur les marchés actions des pays sélectionnés à travers un panel d'OPCVM choisis en fonction de leurs performances sur la zone géographique désirée.

Les principaux critères d'investissement pour chaque pays sont le taux de croissance attendu ainsi que le niveau de valorisation des marchés actions locaux. Ainsi, le FCP pourra être entièrement exposé aux marchés émergents ou, au contraire, uniquement aux marchés développés, selon les anticipations de croissance et les niveaux de valorisation des zones géographiques respectives.

Évolution de la performance



Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir.
L'indice de comparaison (indicatif) ne prend pas en compte le réinvestissement des dividendes.

Société de gestion

Montaigne Capital

Conservateur : RBC Dexia

Valorisation : Hebdomadaire

Frais de gestion : 1,49 %

Droits d'entrée / sortie : 2 % max / néant

Conditions souscription et rachat : tous les vendredis 12 h sur VL inconnue

Publication des cours : Bloomberg, Boursorama, www.montaigne-capital.com.

Risque : élevé

Durée de placement rec. : supérieure à 5 ans

Équipe de gestion :



Henri de Chillaz



Pierre Willot

VL au 28 déc. 2012

Valeur Liquidative (VL)

143,28 €

Actif Net

5 270 273 €

Composition

FF CHINA I	11,3%
THREAD CHINA IA\$	10,4%
MAM AFRIQUE AC	7,3%
JPM Africa B	6,7%
BNP RUSSIA CC	6,6%
FF MALAYSIA I	6,1%
PREVOIR REN. Vietnam	5,4%
HSBC GIF Indian C	5,2%
INVECO KOREAN EQ C	5,1%
Liquidités	5,1%

Note : 10 premières lignes uniquement

Mouvements (principaux)

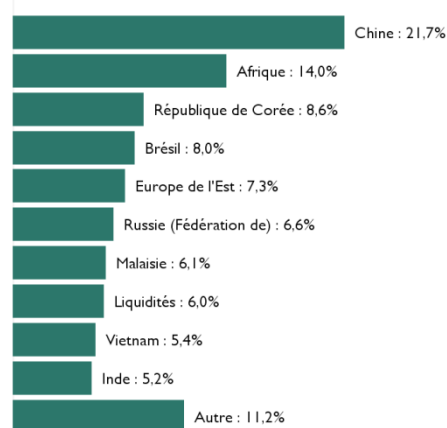
Achat	Ventes
N/A	Europe de l'Est

Performance

	1 mois	2012 YTD	2011	depuis nov-10
MC Zones de C.	2,3%	14,9%	-19,2%	-4,5%
MSCI EM (EUR)	3,1%	13,1%	-17,7%	1,0%
Bêta*	0,76	0,75	0,75	0,71

Note: le Bêta mesure la sensibilité du fonds par rapport à l'indice de comparaison.

Répartition géographique



Commentaire du gérant

Vif rebond pour les bourses mondiales en décembre, à la fois pour les marchés développés et pour les pays émergents. L'indice MSCI Emerging Markets progresse de 3,1% en euros. Les pays les plus sensibles aux problématiques d'inflation bénéficient le plus de ce rebond, car ils pourraient paradoxalement bénéficier du contexte de déflation mondiale issu de l'Europe. Ainsi, le Brésil, l'Afrique du Sud et la Turquie, qui tous trois font face à de forts problèmes de prix, progressent de plus de 5% sur le mois.

Le fonds termine l'année sur une performance annuelle de 14,9%, principalement tiré par la zone asiatique. Nous avons en outre bénéficié en partie du fort rebond de l'Inde et de la Turquie sur l'année, dont les valorisations étaient redevenues attractives. Notre positionnement sur l'Afrique a été payant mais sans excès, seul le Brésil s'est révélé décevant.

En décembre, nous avons allégé notre position sur le fonds Stelphia Convergence Actions, qui réorganise sa gestion. Pour 2013, nous continuerons à privilégier la zone asiatique, riche en croissance, et tout particulièrement les pays présentant une bonne maîtrise de leur inflation. Comme à l'accoutumée, nous allégerons les positions dans le cas où le rapport croissance / valorisation nous paraîtra excessif.