

Montaigne
Capital
VOUS
souhaite **2014**
une heureuse
année

Un nouvel interlocuteur
pour le suivi de vos
portefeuilles



Cécile de Montaigut a rejoint Montaigne
Capital en novembre 2013

Nous avons eu le plaisir en 2013 d'accueillir Cécile de Montaigut au sein de notre équipe, en qualité d'Assistante de Gestion.

Elle sera votre interlocutrice au quotidien pour la vie courante de vos comptes – n'hésitez pas à la contacter pour toute demande ou question.

Par ailleurs, Cécile mettra à profit sa longue expérience de consultante pour piloter plusieurs projets d'amélioration du service que nous offrons à nos clients. Toute suggestion de votre part dans ce domaine est bien entendu la bienvenue.

Ses coordonnées :

Courriel :
cdemontaigut@montaigne-capital.com
Téléphone : 01 40 15 55 50

Éditorial

2013 : l'année du retour à la normale pour les places financières

Comme nous l'avons analysé dans notre lettre trimestrielle publiée en octobre 2012, la zone euro a finalement bel et bien évité la catastrophe. En toute logique, et comme après chaque crise, un vaste rattrapage est donc intervenu sur les bourses, avec de nombreuses valeurs en forte hausse ces douze derniers mois. Certaines actions avaient en effet atteint des valorisations tellement faibles que cela n'était plus cohérent avec la réalité – et donc pas soutenable à long terme. Comment expliquer par exemple qu'EDF, une signature quasi-publique, ait pu offrir en début d'année 2013 un rendement en dividendes de 8% ? Le titre s'est logiquement envolé de plus de 80% sur l'année. Mais bien entendu, il est plus facile, a posteriori, de tirer les bonnes conclusions ...

Ainsi, plus qu'une année de « hausse des marchés », 2013 aura donc surtout été une année de normalisation. Les actions ont retrouvé leur niveau d'avant crise. A l'inverse, les obligations et les actifs sans risque ont été délaissés par les investisseurs et ont connu une année difficile : leur performance dépasse à peine l'inflation. Quant à l'or, valeur refuge par excellence, il perd plus de 30% sur l'année tandis que les valeurs minières dégringolent de plus de 50% ! – signe, s'il en est, de l'apaisement des craintes des investisseurs face à un risque d'éclatement du système financier mondial.

Pour 2014, la timide reprise économique d'une partie de l'Europe (dont nous vous parlions dans notre dernière lettre) semble se confirmer. Les bénéfices des entreprises devraient croître et justifier une nouvelle année de hausse, plus classique après cette normalisation. Par ailleurs, il convient de noter que le mouvement de rattrapage n'a pas été homogène. Certains titres et secteurs mal aimés sont encore largement sous-valorisés, ce qui constitue un moteur supplémentaire de performance pour 2014. Nous avons sélectionné pour vous en page 2 et 3 les valeurs et les secteurs qui nous semblent, dans ce contexte, les plus attractifs.

Pour autant, cela signifie-t-il que nous voyons l'avenir tout en rose ? Evidemment pas : comme à chaque cycle, les marchés seront haussiers... jusqu'à la prochaine crise. L'enjeu est donc d'anticiper les écueils potentiels. En ce début d'année, nous en avons identifié trois :

- Il est clair tout d'abord que certains problèmes structurels des pays développés n'ont toujours pas été résolus, en particulier en Europe. Tant que les déséquilibres budgétaires persisteront, et que les tensions sociales liées à leur réduction ne seront pas apaisées, un risque de « rechute » en crise est à prendre en compte. Il faudra particulièrement surveiller les prochaines élections européennes, qui pourraient voir une majorité d'euroscéptiques s'installer au Parlement européen (les votes français et britanniques seront probablement déterminants en la matière).

- Deuxièmement, le ralentissement des pays émergents, que nous évoquions dans notre lettre de juillet 2013, semble s'accroître. En effet, la politique monétaire américaine a un impact important sur le financement de certains de ces pays, en particulier ceux dont la balance des paiements n'est pas maîtrisée : Inde, Brésil et Indonésie ont par exemple beaucoup de difficultés à enrayer la chute de leurs monnaies. Mieux vaut, selon nous, rester à l'écart de ces pays pour le moment.

- Enfin, et dans une moindre mesure, si les valorisations en Europe sont loin de leurs plus hauts niveaux, ce n'est pas le cas aux Etats-Unis, où le prix de certains titres nous semble exagéré. En particulier, le secteur de l'Internet est à suivre attentivement : il existe un risque d'éclatement de la mini-bulle qui s'est créée sur quelques valeurs très en vue, ce qui pourrait perturber les marchés.

En tout état de cause, il est très difficile d'anticiper d'où viendront les prochaines craintes du marché. Nous restons donc particulièrement attentifs à l'apparition de toute nouvelle source de risque. Mais nous estimons que toutes les conditions sont réunies pour que 2014 soit encore une très belle année boursière.

Jérôme Guilnard
le 16 janvier 2014

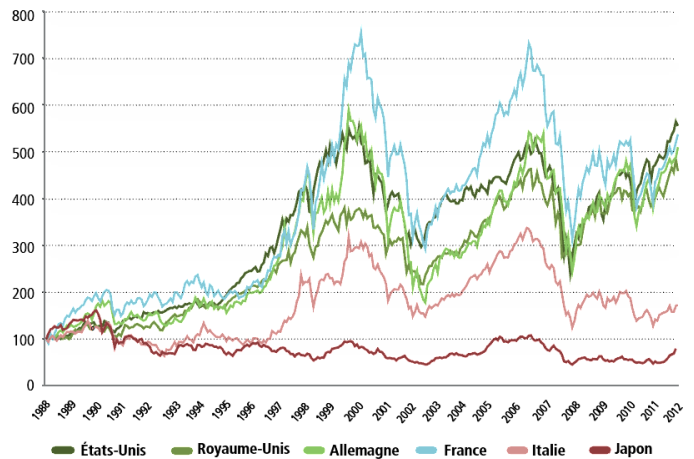
2014 : savoir rester offensif ! Nos 20 valeurs pour l'année

Une fois n'est pas coutume, l'AMF a publié dans sa dernière lettre de l'Observatoire de l'épargne une étude très favorable aux actifs dits « risqués ». Selon son analyse, les actions françaises ont servi un rendement réel de 6,6% par an (une fois l'inflation déduite) sur les 25 dernières années. Et ceci malgré les crises à répétition qu'ont connues les marchés.

Nous restons de notre côté convaincus du bien-fondé d'un investissement en actions, pour les investisseurs ayant l'horizon de temps et le profil de risque adapté à cette classe d'actif.

Pour 2014, nous avons entrepris la construction **d'un portefeuille résolument offensif**, investi exclusivement en actions, selon six thématiques que nous pensons porteuses pour l'année à venir et que nous détaillons ci-dessous. Ce portefeuille est bien entendu théorique, et n'a pour seul but que de vous faire part de nos idées – votre portefeuille reste géré sous mandat, selon votre profil de risque.

Chacune des sociétés sélectionnées possède un fort potentiel d'appréciation, selon leur profil « redressement opérationnel » ou « croissance ». Nous évitons les dossiers trop consensuels, déjà bien valorisés par le marché.



(1) Les indices utilisés pour les marchés représentés dans le graphique 1 sont les suivants : France : CAC 40 ; Allemagne : Dax 30 ; Italie : Indice « large » (Datastream) ; Royaume Uni : FTSE ; États-Unis : S&P 500 ; Japon : TOPIX

Source : Thomson Reuters, calculs AMF ; base 100 : 1^{er} janvier 1988

Idee #1 : l'industrie automobile européenne

L'industrie automobile européenne souffre depuis la crise financière de 2008. Après six années consécutives de baisse, le marché est à son plus bas niveau depuis... 1995 ! En toute logique, le cours de bourse des acteurs du secteur, et notamment les constructeurs, est maintenant à un niveau très déprécié. Des signes de reprise apparaissent néanmoins : le marché britannique, souvent précurseur, a rebondi en 2013. Le mois de décembre a par ailleurs été positif pour la grande majorité des pays en Europe. L'incroyable rebond de cette industrie observé ces dernières années aux Etats Unis pourrait-il se produire en Europe ?

Certaines sociétés ont su investir dans cette crise : **Fiat** a soutenu Chrysler en 2009 et profite maintenant de la santé insolente de sa filiale (dont la reprise à 100% se finalise). **FFP**, holding de tête de la famille Peugeot, offre encore une décote de 50% sur la valeur de marché de ses actifs (Zodiac, Orpea, etc.) ainsi qu'une belle exposition au titre Peugeot.

Le marché des équipementiers, plus mondialisés, se porte mieux. **Michelin** reste en retard (+8% en bourse sur 2013 seulement) mais bénéficiera en 2014 de l'optimisation en cours de ses outils de production. **Valéo** de son côté, après un doublement de son cours l'année dernière, garde des atouts technologiques forts pour augmenter ses parts de marché.

Notre sélection :



Idee #2 : les petites valeurs décotées ou éligibles au PEA PME

Si le PEA PME a déjà fait couler beaucoup d'encre, son succès n'est pas encore assuré. En effet, cette tentative du gouvernement de réorienter une partie de l'épargne des français vers le financement des petites valeurs pourrait ne profiter qu'aux valeurs les plus solides et les plus liquides en bourse. L'appétit pour ces valeurs a été perceptible dès le mois de décembre 2013 : deux dossiers de « redressement opérationnel » nous intéressent sur ce créneau. Tout d'abord, **Actia Group**, spécialiste des systèmes embarqués électroniques dans l'automobile, redresse significativement ses revenus et sa marge – l'endettement important de cette société permet à ses actionnaires de bénéficier d'un effet de levier à la hausse à chaque bonne nouvelle. Dans le secteur aéronautique, **Latecoère** va profiter d'un plan de charge conséquent suite aux importantes commandes engrangées par son principal client Airbus. Finalement, intéressons-nous à **DMG Mori Seiki**, issu de la fusion programmée entre les champions allemands et japonais sur le segment de la machine à outils : la concurrence n'a qu'à bien se tenir !

Sur un autre registre, un secteur mal aimé n'a pas encore retrouvé les grâces de la bourse : celui des SSII. Les niveaux de valorisation dérisoire de certaines valeurs (**Bull**, **Groupe Stéria**) en font des achats forts.

Notre sélection :



Idee #3 : l'innovation rentable

Certaines valeurs Internet se valorisent aujourd'hui plus de dix fois leur chiffre d'affaires alors qu'elles n'engagent encore aucun bénéfice. Ce type d'investissement d'avenir ne nous convient pas et nous préférons des valeurs innovantes qui industrialisent dès maintenant leurs technologies. Un exemple est **Gemalto**, qui s'est peu à peu transformé de fabricant de cartes à puces en un vendeur de systèmes de sécurité intégrés. Quasiment incontournable dans le monde, cette société possède un énorme potentiel de croissance.

Autre exemple, la société **Expedia** surfe sur la révolution en cours des plateformes de réservation de chambres d'hôtel sur Internet. Le leader Priceline.com (via booking.com) est valorisé près de 60 Mds\$ en bourse, contre moins de 10 Mds\$ pour son challenger Expedia (hotels.com), lequel ne manque pas d'atouts.

Notre sélection : 

Idée #4 : les financières européennes

Malgré l'apocalypse qu'avaient prévue de nombreux économistes en 2011, nous n'avons pas assisté à la dislocation de la zone euro, les banques n'ont pas été contraintes une à une à fermer leur guichet, et les épargnants français n'ont pas vu leurs économies disparaître. La situation économique n'est pas pour autant glorieuse, mais il semble maintenant acquis que nous avançons à grands pas vers une union bancaire dans la zone, aussi imparfaite soit-elle.

Dans ce contexte, les conditions de financement de certaines banques, et donc le profit pour leurs actionnaires, devraient nettement s'améliorer. Nous pensons qu'il est temps de s'intéresser aux banques des pays du Sud, mais en étant très sélectifs. **Banco Espirito Santo** a retenu notre attention, de par sa position privilégiée au Portugal (seule grande banque à n'avoir pas sollicité l'aide de l'Etat ces dernières années). En Allemagne, la **Deutsche Bank**, encore contestée pour sa gouvernance ou ses ratios de liquidité, n'a pas profité du rebond boursier du secteur en 2013. Les résultats des « Stress Test » à venir devraient largement rassurer sur la solidité de ce colosse, dont le bilan atteint 2 000 Milliards d'euros !

Pour finir, le secteur de l'assurance pourrait tirer parti du mouvement de hausse des taux amorcé sur le marché ces derniers mois – la marge conservée par un assureur sur les primes accumulées dans son bilan sera d'autant plus importante que les taux seront élevés.

Notre sélection :  **BANCO ESPIRITO SANTO**  **AEGON**  **Deutsche Bank**

Idée #5 : Les équipementiers pétroliers et l'industrie lourde

Il s'agit certainement de l'idée la plus controversée de notre sélection. En effet, le « consensus » n'aime pas le secteur pétrolier. Néanmoins, le cours du baril de Brent se maintient à un niveau élevé, et le niveau de Capex des grandes compagnies pétrolières continue à croître chaque année. Dans ce contexte, nous sommes acheteurs. **Technip**, fleuron de notre industrie, a été lourdement sanctionné en 2013 sur des contrats plus tardifs que prévus, au Brésil notamment. Il ne faut toutefois pas oublier l'imposant carnet de commandes que cette société a bâti ces 3 dernières années. **Vallourec**, de la même façon, a fortement souffert de lourds investissements lancés en 2007, juste avant la crise financière... 2014 sera enfin une année « normale » pour la société, ces projets étant achevés. Côté exploration, si les grandes « majors » restent peu intéressantes (si ce n'est pour leur rendement stable), des sociétés exploratrices de taille plus modeste recèlent encore un fort potentiel. **Genel Energy**, par exemple, est positionné sur le pétrole du Kurdistan Irakien, l'un des principaux gisements encore inexploités dans le monde...

Enfin, le niveau très déprécié du cours d'**ArcelorMittal** (13€ contre 60€ en 2008) nous interpelle : le cours de l'acier se réapprécie aux USA et en Chine, l'Europe devrait suivre !

Notre sélection :

 **Technip**

 **vallourec**

 **Genel Energy**

 **ArcelorMittal**

Idée #6 : certains pays émergents

De nombreux pays émergents souffrent d'un déficit commercial chronique, et donc de problèmes de financement. Il est ainsi difficile d'investir sur les « BRIC » sans étudier plus en détail les forces et faiblesses de chaque pays. Les trackers passifs ne sont plus adaptés.

- **La Chine** est épargnée par ce mouvement, avec de solides exportations. Le risque de change est par ailleurs très faible, les autorités monétaires locales laissant le Renminbi s'apprécier lentement face au dollar. Les indices boursiers chinois ne sont néanmoins pas à la fête : le MSCI China est en baisse de 5% sur 2013. En revanche, des sociétés de bonne qualité réussissent à se démarquer, permettant de réaliser de solides performances : le fonds China Organic Growth (LU0814891734) gagne par exemple 29% sur l'année !

- **La Turquie** est quant à elle très dépendante de l'étranger pour son bon équilibre financier. Son important déficit commercial de 40 Mds\$ pèse régulièrement sur la livre turque (-15% en 2013). Néanmoins, ce pays affiche une croissance importante, une démographie vigoureuse, et reste fiscalement équilibré. Nous pensons que la faiblesse actuelle du marché, à la suite de la crise politique, constitue pour des profils offensifs une opportunité de se renforcer à travers UBAM Turkey Equity (LU0500237457), en comptant sur une stabilisation politique à l'issue des scrutins de mars et juin.

Notre sélection :



Nos 20 valeurs offensives pour 2014

Financières Européennes	Petites valeurs décotées	Innovation industrialisée	Automobile Européenne	Équipementiers pétroliers & industrie lourde	Certains pays émergents
Banco Espirito Santo	Actia group	Gemalto	Fiat	Technip	China Organic Gr.
Aegon	Latécoère	Expedia Inc.	FFP	Vallourec	UBAM Turkey
Deutsche Bank	DMG Mori Seiki		Michelin	Arcelor	
	Bull		Valeo	Genel Energy	
	Groupe Stéria				

Note : cet article décrit des convictions d'investissement pour un investisseur offensif d'une manière générale ; il ne constitue en aucun cas un conseil personnalisé pour le lecteur.

Gamme de fonds Montaigne Capital

Nos quatre OPCVM proposent chacun une stratégie de gestion de niche, dont la création de valeur à long terme nous paraît évidente :

- **Montaigne Capital Convictions France** investit principalement sur de petites et moyennes valeurs européennes, à dominante française. Le fonds se concentre sur les valeurs en retournement et les valeurs de croissance. Les titres en portefeuille ne sont souvent suivis que par un nombre limité d'analystes, ce qui nous permet de capter de la surperformance.

- **Montaigne Capital Zones de Croissance** se positionne sur les actions des pays en croissance dans le monde, et cherche à dynamiser régulièrement son allocation. Il utilise pour cela des modèles macro-économiques de suivi, et investit ensuite dans les meilleurs fonds positionnés sur les pays choisis. L'intérêt principal de cette gestion est qu'elle se concentre sur la sélection des pays d'investissement, selon un style « country-picking ».

- **Agir Plus** est géré de façon beaucoup plus systématique, et vise à capter les tendances de marché dans le monde, sur les actions et les obligations. L'OPCVM a une vocation patrimoniale (c'est-à-dire qu'il entend diviser les risques), et sélectionne ses investissements en fonction de plusieurs indicateurs techniques rigoureux, qui évoluent selon les conditions de marché.

- **Montaigne Capital Europe Internationale** sélectionne les actions des champions européens qui ont relevé avec succès le défi de la mondialisation. En conséquence, les valeurs en portefeuille ne sont que faiblement exposées à l'Europe et bénéficient d'une diversification géographique forte. Le fonds est éligible au PEA.

Pour plus d'informations concernant ces fonds, veuillez vous référer aux DIC1 disponibles sur le site Internet de la société.

Évolution de la performance

Fonds	ISIN	Type	Perf 2013	Perf Indice
Convictions France	FR0010946632	Actions	+28,7%	+22,5%
Zones de Croissance	FR0010947119	Actions	-3,6%	-7,3%
Agir Plus	FR0007478938	Diversifié	+11,0%	+11,5%
Europe Internationale	FR0010085530	Actions	+6,2%¹	+6,7% ¹

Note : ¹ depuis le 4 Octobre 2013

Commentaire trimestriel

« La revanche des petites valeurs » : c'est ainsi que l'on pourrait qualifier le dernier trimestre 2013. Sur la période, l'indice CAC Small gagne en effet +9,6% contre +3,7% seulement pour son grand frère des 40 plus grandes valeurs françaises. La croissance américaine repart, les craintes européennes s'estompent, et les gérants de portefeuille retrouvent les bons réflexes de stock picking.

Quelles perspectives attendre pour le trimestre à venir ?

Sur le plan des **actions**, nous considérons que le marché US est maintenant bien valorisé, et ne conservons dans cette zone que des profils défensifs. A contrario, les bourses européennes affichent encore une décote de 20% sur leurs consœurs américaines, alors même que leurs profits restent à un niveau déprécié. La conjugaison d'une revalorisation des ratios et des résultats devrait porter la zone européenne en 2014.

Le marché des **changes** a poursuivi ses tendances de l'année : l'euro continue son ascension face au dollar (cours de 1,378 USD au 31 décembre 2013), les devises émergentes ont poursuivi leur débâcle : la livre turque perd encore 8% sur le trimestre, tout comme le real brésilien ou le bath thaïlandais, dans une moindre mesure (-6%). Mais ces mouvements semblent maintenant davantage liés aux troubles politiques locaux qu'au « Tapering » de la FED. Nous pensons que 2014 sera l'année de la normalisation sur les changes, avec un inévitable fort rebond du dollar US.

L'année s'est finalement terminée correctement pour les investisseurs **obligataires**, avec une hausse de 2,2% de l'indice IBOXX Euro Corp en 2014 (obligations corporate européennes). L'amorce de hausse des taux n'a pas (encore !) pesé sur les valeurs de marché des obligations à maturité éloignée. Nous privilégions les placements à haut rendement, moins sensibles aux taux de marché, ainsi que les placements longs indexés sur des taux variables.

Le marché des **matières premières** se réveille peu à peu, notamment pour sa part liée au marché de la construction. L'acier s'est repris significativement depuis son point bas de l'été (+30% aux USA), le ciment conserve des prix fermes dans beaucoup de pays. Ce type de tendance est en général précurseur de reprises économiques solides.

Le lancement de notre stratégie européenne de valeurs très mondialisées, avec la SICAV « **Europe Internationale** », permettra en 2014 de participer à la création de valeur de nos champions européens. Nous croyons fortement à cette thématique : dans un contexte de croissance durablement impactée en Europe, ces valeurs devraient réussir à se démarquer et à générer de la performance.