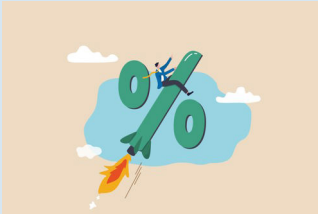




Lettre trimestrielle – Printemps 2023

2023 : le retour du monétaire ?



Vous étiez nombreux à rechercher des solutions de **placement sans risque** offrant un rendement attractif. C'est désormais possible avec la hausse des taux !

En effet, les fonds monétaires en euros rapportent désormais environ 3 %, tout comme les comptes à terme, dont les rendements peuvent s'approcher de 4 %. C'est pourquoi nous réactivons notre offre de mandat de gestion de trésorerie, principalement destinée aux entreprises.

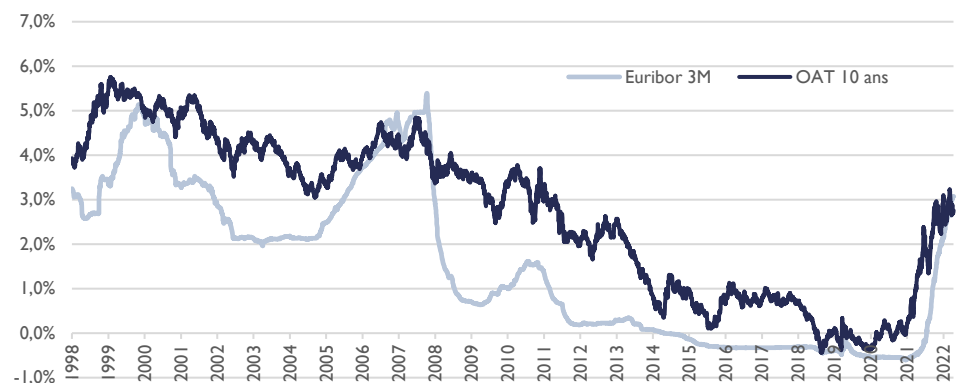
À travers cette offre de services, accessible à partir de 500 000 €, nous sélectionnons différents fonds monétaires, obligataires, ainsi que des produits structurés **toujours garantis en capital**, de sorte à générer un rendement maximisé pour la trésorerie dormante d'une entreprise, société holding ou réserve de précaution.

Quid de laisser ses avoirs sur un compte bancaire ? Il faut bien comprendre qu'aujourd'hui, les liquidités dormantes sur un compte bancaire sont devenues une source de profit importante pour votre banque : elle les place pour son compte sur le marché interbancaire à 3 %. Ainsi, peu d'entre elles sont diligentes à conseiller leurs clients pour placer les sommes importantes qui dorment sur les comptes.

Éditorial – Comment naviguer dans un environnement de taux élevés ?

Impossible d'échapper au changement de contexte économique que nous vivons depuis près d'un an : les taux d'intérêt, longtemps quasi nuls, sont désormais revenus à un niveau « normal ». La longue période d'argent presque « gratuit » s'achève donc. Quel impact attendre sur vos portefeuilles ?

Figure 1 : Taux à court terme (Euribor 3 mois) et à long terme (OAT 10 ans)



Source : Bloomberg

Nous avons déjà vécu en 2022 l'impact immédiat de ce choc de taux. D'une part, le prix des obligations a plongé, car celui-ci reflète la valeur actualisée du taux de marché des paiements contractuels de l'obligation : si les taux montent, le prix des obligations baisse, et inversement. D'autre part, les marchés actions ont été secoués, en raison de l'incertitude économique liée à cette hausse des taux. Quid des bénéfices futurs ? Le coût de la dette va-t-il impacter les bénéfices ? Autant d'incertitudes qui font logiquement baisser les actions.

Notre attention doit cependant se focaliser sur un second mouvement, potentiellement beaucoup plus puissant : une fois ce choc passé, quel actif privilégier dans un portefeuille ?

Les **obligations**, qui intègrent immédiatement la nouvelle donne de marché dans leur prix, sont sans doute une classe d'actifs à ne pas négliger : générant désormais plus de 3 % de rendement annuel, avec une faible prise de risque, cette classe d'actifs va sans doute retrouver son statut de valeur refuge et mériter sa place dans un portefeuille patrimonial.

Il est plus difficile d'être catégorique avec les **actions** : les indices boursiers ont tendance à rebondir fortement après un choc de taux, car les entreprises savent rapidement s'adapter à un changement économique. Toutefois, certaines catégories d'entreprises se trouvent durablement affectées par le nouveau contexte économique, et d'autres en profitent largement. Il faut donc être sélectifs, mais les indices devraient bien se comporter. En revanche, certaines entreprises dont le développement est intimement lié à l'endettement, et qui ont donc vécu une très belle décennie, vont devoir adapter leur modèle d'affaires : énergies renouvelables, infrastructures, immobilier ou tout simplement entreprises avec un bilan fragile sont sans doute à éviter.

Enfin, la classe d'actifs **immobilière** est sans doute à réduire pour un investisseur : aujourd'hui, de nombreux fonds immobiliers détiennent des actifs dont le rendement (environ 4 %) ne permet plus de couvrir le coût de la dette (près de 6 % désormais pour des investisseurs professionnels !). Ces derniers vont donc probablement être contraints de liquider une partie de leurs actifs, ce qui alimentera la baisse des prix. Ce mécanisme est déjà bien enclenché sur l'immobilier de bureau, qui affiche déjà -20 % en prix aux États-Unis, et de l'ordre de -10 % en Europe. Ainsi, si, sur le long terme, l'immobilier est sans doute une très belle valeur refuge, méfiance à court terme !

Pierre Willot
Le 20 avril 2023



Focus sur l'un de nos investissements : l'entreprise Colas



Colas est le leader mondial de la construction routière intégrée en amont avec la production de matériaux de construction, et, accessoirement, un acteur important dans le ferroviaire. La société regroupe 58 000 collaborateurs et réalise 60 000 chantiers par an sur cinq continents. Le groupe s'appuie sur 477 carrières et gravières, 147 usines d'émulsions et de liants, 507 centrales d'enrobage et 166 centrales de béton. Premier acteur mondial de bitume, il a acquis deux bateaux bitumiers qui lui permettent de mieux approvisionner les zones de consommation.

Le groupe s'est récemment internationalisé : la France représente encore 39 % de son activité, l'Amérique du Nord est le deuxième marché avec 35 %, et l'Europe du Nord le troisième. Le pôle nord-américain est le plus dynamique, et le pôle France le plus rentable.

Une situation d'oligopole sur son marché historique

En Europe la société est en situation d'oligopole avec Vinci et Eiffage. En Amérique du Nord, Colas est leader au Canada. Aux États-Unis, Granite Construction est le principal concurrent pour la construction et la rénovation d'infrastructures de transports ; Martin Marietta et Vulcan pour les matériaux de construction. Des filiales matériaux de sociétés multinationales sont aussi présentes sur ce marché plus fragmenté (CRH, LafargeHolcim ou encore Hanson-Heidelberg).

Un métier très capitalistique

Le capital matériel utilisé (usines, carrières, engins...) représente 8,4 milliards d'euros, soit 1,8 fois la valeur ajoutée produite. Cela confère à l'industrie l'appellation d'« industrielle intermédiaire » : ce n'est pas une industrie lourde, comme ArcelorMittal. Par corollaire, les frais de personnel représentent 87 % de la valeur ajoutée, et cette proportion a eu tendance à augmenter, puisqu'elle n'était que de 70 % en 2007. Elle s'est aussi dégradée à cause du poids croissant de l'Amérique du Nord. Le métier s'est donc professionnalisé : c'est un mix entre les matériaux de construction plus basiques et l'ingénierie de réalisations d'infrastructures de transport.

Les zones d'activité présentent les caractéristiques suivantes : politiquement stables et à faible croissance, car déjà largement équipées en infrastructures.



Une valorisation attractive

Son activité confère à Colas un statut de valeur défensive encore renforcé par son faible endettement.

L'endettement est inférieur aux participations financières du groupe, en particulier Tipco Asphalt, en Thaïlande.

Sur 10 ans, l'activité a progressé en moyenne de 1 % par an, tout comme la rentabilité. La France est en déclin relatif au profit de l'Amérique du Nord. La rentabilité est très stable : les bonnes années, elle atteint 4 %, et les mauvaises 3 %.

L'année 2022 n'a pas été une bonne année en termes de rentabilité : pour un chiffre d'affaires de 15,5 milliards, le résultat opérationnel est de 460 millions d'euros, soit 3 % ; l'inflation galopante que l'on a connue à la suite du déclenchement de la guerre en Ukraine a provoqué des pertes sur les contrats en cours (signés avant la guerre et exécutés après, en particulier sur l'asphalte), qui ont vraisemblablement coûté 0,5 % de marge.

Un raisonnement en valeur normative conduit à une marge de 3,5 %, soit 2,24 % net d'impôts (taux réel 36 %), soit 348 millions d'euros, soit 10,6 € par action. Comme la société verse historiquement 80 % de son résultat en dividendes, le dividende « normatif » est de 8,5 € par action, ce qui représente un rendement de l'ordre de 7 %. Le dividende qui sera effectivement versé le 4 mai 2023 est de 7,45 € : il reflète les difficultés à répercuter l'inflation des coûts de certains contrats.

Un attrait spéculatif évident

Filiale de Bouygues à plus de 96 % depuis 1999, de nombreux experts s'interrogent : pourquoi Bouygues n'a-t-elle pas lancé un retrait obligatoire sur sa filiale alors que la réglementation le lui permet ?

Schématiquement il manque à Bouygues 1 million d'actions pour sortir Colas de la cote. En supposant qu'il le fasse à 190 €, cela lui coûterait, selon nos estimations, environ 5,7 millions d'euros de frais financiers par an avant impôts, soit 3,7 millions nets. Tandis que, de l'autre côté, Bouygues récupérerait les actions Colas, qui lui rapporteraient 10,6 millions d'euros nets. L'intérêt de Bouygues est donc clairement de racheter ses actionnaires minoritaires...

Pourquoi retenir une hypothèse de 190 € ? C'est la moyenne entre une analyse comparative des titres Bouygues et Colas, d'une part, et la valeur de l'actif du bilan après réévaluation des carrières, d'autre part. Cet objectif de cours représenterait une plus-value de l'ordre de 60 %, qui justifie notre position à l'achat.



Six valeurs pour 2023

Après un début d'année 2023 très positif, suivi d'un repli significatif, vers quels secteurs et quels titres se tourner en 2023 pour profiter au mieux des opportunités du marché et traverser sereinement la crise de confiance du secteur bancaire ? Nous proposons ci-dessous six convictions, dont nous jugeons la valorisation attractive (Kering et Microsoft), dont nous jugeons la rentabilité en redressement (Seb et Disney) ou dont les perspectives nous semblent robustes (Sonova et Alphabet).



Leader mondial, cette société familiale a toujours su se montrer innovante sur le marché des petits appareils électroménagers, au sein duquel la concurrence est importante. Elle est très exposée à la vague d'urbanisation chinoise au travers de sa filiale cotée Supor. Ainsi, après une année 2022 impactée par les confinements chinois et la flambée de l'inflation, l'année 2023 devrait marquer la normalisation de la rentabilité de la société et stimuler davantage le cours de Bourse.



Le groupe de François Pinault s'est imposé comme un acteur exclusif du luxe dans le monde avec sa marque phare Gucci. Il bénéficie désormais de l'accélération des autres griffes du groupe, et tout particulièrement le fort développement d'Yves Saint Laurent et de Bottega Veneta. Après un essoufflement de Gucci ces dernières années, un nouveau directeur artistique a été recruté il y a quelques mois pour donner un nouveau souffle à la marque. L'année 2023 sera donc une année de transition, avant la sortie de sa première collection dans les boutiques début 2024, et constitue ainsi un bon point d'entrée.



L'un des leaders mondiaux sur le segment en forte croissance des prothèses auditives, Sonova commercialise des appareils auditifs premium et est le leader mondial incontesté, aussi bien en termes de réseau de ventes qu'en termes d'innovations technologiques. Après une année 2022 très difficile durant laquelle l'entreprise a fait face à une inflation explosive et des approvisionnements perturbés, cette année 2023 devrait marquer une accalmie sur les coûts et un rétablissement de la dynamique des ventes, soutenue par des tendances long terme très solides (essor de la population senior dans les pays développés, mais également adoption croissante de l'appareil auditif chez les plus de 65 ans).



Après le rachat de la Fox, Disney possède désormais l'un des plus importants catalogues de contenus au monde. La société cherche à le monétiser à travers l'accélération de Disney+, une offre de vidéo à la demande qui a réussi le tour de force de rattraper en nombre d'abonnés son concurrent Netflix deux ans seulement après son lancement. L'année 2022 a marqué un creusement des pertes sur Disney+ dans une démarche de construction de catalogue, qui a été largement sanctionné par le marché. Néanmoins, le retour du PDG iconique Bob Iger fin 2022 devrait marquer la fin des lourds investissements et le début de la remontée de la rentabilité.



Véritable « rouleau compresseur », la holding de Google est devenue, ces dernières années, totalement incontournable dans le secteur du web et du cloud. Ses diversifications récentes dans la voiture connectée ou la santé sont prometteuses. Le marché de la publicité en ligne a été plombé par l'attentisme des clients en 2022 dans un contexte géopolitique très tendu, qui a entamé le moral des consommateurs. Le titre traite désormais sur des niveaux de valorisation très attractifs et conserve des perspectives futures très encourageantes.



Microsoft a su se transformer et positionner son modèle d'affaires sur les logiciels en ligne (MS Office), ainsi que sur le cloud public à fort potentiel (à travers son offre Azure). Après l'euphorie de la vente de matériel informatique de la période Covid, le secteur a connu une normalisation sévère et une crise d'approvisionnement sur les semi-conducteurs, qui ont pénalisé le cours de Bourse. Les fondamentaux de Microsoft demeurent très solides, soutenus par une génération de cash-flows importante et des niveaux de valorisation relativement faibles qui devraient se normaliser.

Les informations contenues dans ce document sont le produit de la réflexion des collaborateurs de Montaigne Capital, bâtie à partir des données brutes et du partage de réflexions entre professionnels. Toute analyse présentée ici ne doit pas être considérée comme une analyse impartiale, mais indépendante. Ce document vise à nourrir la réflexion et doit être considéré à titre informatif seulement. Il ne constitue en aucun cas une offre ou un appel d'offres, ni même un conseil pour acheter ou vendre quelque instrument financier que ce soit ou souscrire un service de gestion ou de conseil. Il ne présente aucun caractère contractuel. Les performances passées ne sont pas un indicateur pertinent des performances futures.

La SICAV « MC FUNDS »

Montaigne Capital est heureuse de vous annoncer la fusion prochaine des fonds « MC Special » et « MC Convictions France », tous deux investis sur les petites et moyennes valeurs françaises.

MC Leaders Durables investit dans les actions de grandes entreprises mondiales leaders sur leur marché ou en position avantageuse pour le devenir. La stratégie de gestion du fonds intègre des critères financiers d'analyse fondamentale et des critères extra-financiers principalement liés à la transition énergétique.

MC Leaders Réactifs est un fonds nourricier du compartiment MC Leaders Durables qui bénéficie d'une couverture partielle au risque de marché. Son objectif est de réaliser une performance nette de frais supérieure à +4 % annualisée sur la durée de placement recommandée.

MC Modéré est un fonds d'allocation d'actifs cherchant à minimiser le niveau de risque global de ses investissements à travers une forte diversification. Il investit principalement dans des fonds indiciels, de sorte à minimiser les coûts induits.

MC Prestige Or investit dans les actions de sociétés minières aurifères sur toutes les géographies, y compris dans les pays émergents.

MC Spécial est un fonds actions, principalement investi en France. Sa stratégie d'investissement vise les situations spéciales liées à la structure capitalistique ou à la détention d'une probable sous-évaluation liée à un effet de mode.

Évolution de la performance

Fonds (indicateur de référence)	ISIN	Type	T1 2023	2022	2021	2020	2019	2018
MC Leaders Durables I (MSCI World EUR hedged Net)	FR0010085530	Actions	+8,36 % (+6,91 %)	-19,64 % (-17,86 %)	+24,10 % (+23,25 %)	+21,34 % (+11,86 %)	n/a n/a	n/a n/a
MC Leaders Réactifs (objectif : 4 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	+4,27 % (+0,97 %)	-15,72 % (+4,00 %)	+13,54 % (+4,00 %)	+15,06 % (+4,00 %)	n/a n/a	n/a n/a
MC Modéré (ESTER +2,5 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	+1,44 % (+1,20 %)	-10,44 % (+2,51 %)	+3,84 % (+2,07 %)	+1,98 % (+2,03 %)	+7,85 % (+2,10 %)	-3,60 % (+2,13 %)
MC Prestige Or (FTSE Gold Mines EUR Net)	FR0010361600	Actions	+4,07 % (+10,55 %)	+0,00 % (-8,05 %)	+1,65 % (-4,08 %)	+5,68 % (+14,34 %)	+31,30 % (+45,51 %)	-20,78 % (-6,00 %)
MC Spécial (CAC 40 net)	FR0007036397	Actions	+0,51 % (+13,32 %)	-3,49 % (-7,37 %)	+25,54 % (+31,07 %)	+3,58 % (-5,57 %)	+8,60 % (+29,24 %)	-24,79 % (-8,88 %)

Note : performances au 31 mars 2023. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Les indicateurs s'entendent dividendes nets réinvestis.

Commentaire trimestriel

Le premier trimestre 2023 a marqué un très net rebond des marchés financiers, porté par une saison de résultats annuels de très bonne qualité rassurant les investisseurs quant aux perspectives des sociétés, ainsi que par un discours plus accommodant des banques centrales. Néanmoins, la crise de confiance dans le secteur bancaire a significativement affecté la performance sur la fin du trimestre.

Le **marché obligataire** enregistre un léger rebond sur le trimestre du fait de la baisse des taux longs durant le mois de mars, conséquence directe des difficultés du secteur bancaire et du ton plus complaisant des banques centrales quant au calendrier de hausses des taux directeurs. Les taux allemands et français à dix ans se replient légèrement, ce qui bénéficie aux valorisations des obligations d'entreprise et d'État.

Dans la lignée de la fin de l'année 2022, les **marchés actions** ont continué leur rebond sur les valeurs les plus cycliques et les plus faiblement valorisées (« value »). Ce regain de vigueur s'explique par l'accalmie de l'inflation (notamment sur l'énergie), la détente des chaînes logistiques et surtout une saison de résultats annuels durant laquelle les sociétés ont globalement rassuré le marché. Sur la fin du trimestre, les marchés financiers ont cependant été affaiblis par les craintes sur le secteur bancaire.

Le **marché des changes** a été relativement calme sur le trimestre, marqué par la poursuite de l'affaiblissement léger du dollar US face à l'euro. A contrario, le réal brésilien, la livre turque, la livre sterling, le yen et le franc suisse sont restés relativement stables.

Les **matières premières** restent le sujet le plus brûlant du trimestre tant leur volatilité a été importante durant l'année 2022. La plupart des matières industrielles (cuivre, aluminium, nickel...) ont marqué une détente sur le premier trimestre 2023. De même, les prix du gaz, du pétrole et de l'électricité, qui avaient flambé à la suite des sanctions occidentales contre la Russie, poursuivent leur mouvement de normalisation. Par ailleurs, l'or, valeur refuge par excellence, progresse significativement sur fond d'inquiétudes des investisseurs, en particulier durant le mois de mars.

Les fonds gérés par Montaigne Capital présentent un risque de perte en capital. Les indicateurs de référence sont calculés dividendes nets réinvestis. Pour plus d'informations concernant ces fonds, veuillez vous référer aux documents légaux (DICI, prospectus et rapports périodiques) disponibles sur le site Internet de la société ou sur simple demande.

Ces éléments ont pour but de vous informer de manière simplifiée des caractéristiques des fonds. Ils ne constituent pas une offre ni un conseil pour vendre ou acheter quelque instrument financier que ce soit.