



R-co Conviction Equity Value Euro

Il n'est pas trop tard !



Anthony Bailly

Gestionnaire actions européennes

L'actualité des marchés met en avant le style *“value”*⁽¹⁾ et marque (peut-être) un début de rattrapage par rapport à la *“croissance”*. L'annonce d'un probable vaccin a été un véritable *“stress test”* pour les marchés, montrant le potentiel du style *“value”* en cas de normalisation de la situation sanitaire. À fin octobre, le style *“croissance”*⁽²⁾ surperformait le style *“value”* de 21,5% depuis le début de l'année. Nous avons assisté à un début d'inversement avec un débouclage de cette tendance. Sur la semaine passée (du 9 au 13 novembre 2020), la *“value”* bondissait de 12,6% alors que la *“croissance”* progressait de 3,6%, réduisant ainsi l'écart de surperformance depuis le début de l'année à 18,6%.



Vincent Iméneuraët

Gestionnaire actions européennes

“If not Now, When?”

Cette phrase du stratège de Goldman Sachs reflète bien l'état d'esprit de nombreux *brokers* (JP Morgan, UBS, Morgan Stanley, Exane...), convaincus que l'heure de la rotation vers la *“value”* est arrivée. Bien évidemment, deux événements majeurs ont provoqué le retournement du marché et la surperformance de la *“value”* :

- L'annonce de Pfizer et BioNtech (puis de Moderna) de résultats très encourageants sur la phase 3 de leurs vaccins. Cette nouvelle permet au marché de passer outre la récente augmentation des cas de Covid-19, lui donnant la visibilité dont il manquait sur l'année 2021.
- Le résultat de l'élection américaine fournit de son côté probablement le meilleur des deux mondes pour le marché. Une majorité républicaine au Sénat devrait permettre de ne pas revenir sur les mesures pro-business instaurées par Donald Trump. La présidence de Joe Biden devrait être marquée par un plan de relance important et apaiser les tensions commerciales, et donc permettre de diminuer la volatilité sur les marchés.

Pourquoi le rebond de la *“value”* pourrait-il perdurer ?

À court terme, le *momentum* de nouvelles sur le plan sanitaire devrait perdurer au cours des semaines, principalement aidé par de nouveaux résultats positifs sur les vaccins (AstraZeneca, GSK/Sanofi notamment). S'en suivra sa diffusion à travers le monde, avec de larges campagnes de vaccination dont nous commençons à entendre parler dès à présent, et qui sera le préalable à une normalisation définitive de la situation sanitaire.

À moyen terme, l'*earnings momentum* devrait être un support solide pour les sociétés *“value”*. Lors des publications du 3^{ème} trimestre, les sociétés ont surpassé les attentes, de 13% sur les bénéfiques par action en Europe, ce qui constituait le pourcentage de surprises positives le plus élevé depuis plus de 10 ans ! Même si le 4^{ème} trimestre sera sous pression du fait des confinements mis en place dans différents pays, les bases comparables de résultats seront particulièrement attractives en vue des résultats 2021 (dès le 1^{er} trimestre), notamment en cas de reprise procyclique.

(1) On parle de style *“value”* lorsque l'investisseur recherche des sociétés sous-évaluées par le marché à un instant donné, c'est-à-dire dont la valorisation boursière est inférieure à ce qu'elle devrait être au regard des résultats et de la valeur des actifs de l'entreprise. Les investisseurs *“value”* sélectionnent des titres présentant des ratios cours/valeur comptable faibles ou des rendements de dividendes élevés.

(2) L'investisseur privilégiant le style *“croissance”* se focalise principalement sur le potentiel de croissance des bénéfiques des sociétés en espérant que la croissance du chiffre d'affaires et des résultats soit supérieure à celle de son secteur ou à la moyenne du marché.

Ce potentiel de rebond est bien évidemment beaucoup plus important pour les valeurs cycliques et financières que pour les autres valeurs.

À long terme, la courbe des taux pourrait également favoriser le style “value”. La corrélation des taux et du style “value” n’est plus à démontrer. Certes les taux sont restés sur des niveaux bas, voire ont baissé au cours de l’année 2020. Il est par ailleurs très probable que les taux courts demeurent sur des niveaux faibles afin de monétiser les dettes des États et financer les plans de relance à venir. Mais une augmentation des anticipations inflationnistes sur les obligations européennes comme on l’a observé sur les obligations américaines pourrait être un moteur puissant pour la “value”. Dans ce contexte, le niveau des taux devrait, au pire ne plus être le vent contraire qu’il a constitué ces dernières années, au mieux être un moteur de surperformance pour le style “value”. Ces taux bas qui avaient favorisé les valeurs de “croissance” pourraient, s’ils se redressent, permettre aux valeurs “value”⁽³⁾ de bénéficier d’un potentiel de *re-rating* qui est quasi inexistant pour les sociétés “croissance”.

Par ailleurs, la violente rotation sectorielle à laquelle nous avons assisté résulte également et principalement du débouclage des positions techniques, notamment chez les *hedge funds* (ou fonds alternatifs). Ceci reflète le premier acte de l’intégration par le marché d’un retour vers la normalisation. Avec une issue trouvée à la crise sanitaire, il paraît désormais beaucoup plus difficile de vendre à découvert les valeurs “value”.

Enfin, l’Europe, particulièrement touchée par la pandémie et plus exposée que les États-Unis à la thématique “value”, tant au niveau du poids des secteurs que dans la valorisation des titres, pourrait également bénéficier d’un vif regain d’intérêt dans le cas où cette rotation de style se mettrait en place de part et d’autre de l’Atlantique. De surcroît, une issue définitive et favorable sur le *Brexit* lèverait une incertitude de longue date pour le vieux Continent, et pourrait favoriser le retour des investisseurs internationaux.

Comportement du fonds dans ce contexte

Dans cette configuration de marché, R-co Conviction Equity Value Euro a bien répondu, affichant un rebond de 19,1% depuis le début du mois de novembre, surperformant son indice de 4,7% (arrêté au 13 novembre 2020.)

Les secteurs particulièrement délaissés comme les banques et l’énergie affichent les plus forts rebonds,

avec des valeurs qui intégraient un scénario de récession marqué.

Le positionnement du fonds, construit autour de 4 thèmes, lui a permis d’amplifier la hausse du marché :

- Des sociétés ayant une forte exposition internationale pour profiter de la reprise chinoise en “V” qui est déjà en place,
- Des valeurs cycliques affichant des points d’entrée historiques avec un bilan solide leur permettant de traverser la crise et d’être les gagnants post crise sanitaire au sein de leur secteur,
- Des positions sur des secteurs faisant face à des défis structurels mais qui affichent des valorisations très attractives avec des catalyses à court terme comme les banques et l’énergie,
- Des valeurs défensives avec un aspect “value” pour limiter la baisse en cas de dégradation prolongée de la situation sanitaire.

Sur plus longue période, ce positionnement a d’ailleurs permis au fonds de surperformer son indice de référence de près de 4,4% entre 31 mai 2020 et le 13 novembre 2020, alors que depuis cette date, les styles “value” et “croissance” font quasiment jeu égal.

Mouvements réalisés depuis la rentrée

Nous avons opéré un arbitrage au sein du secteur automobile, en allégeant Daimler et renforçant encore Peugeot. La croissance organique du groupe a progressé sur un an de 1,2% au 3^{ème} trimestre grâce à un effet prix/mix qui a permis de faire plus que compenser la baisse des volumes, et son bilan continue de se renforcer. Ceci ne nous paraît pas être reflété dans la valorisation du titre (0,14x EV/CA 2021). À la suite de ce mouvement, Peugeot devient la principale surpondération au sein du portefeuille.

Nous avons renforcé notre position sur Total, seul acteur du secteur à avoir maintenu son dividende (affichant 9% de rendement), et qui devrait profiter d’un potentiel rebond du baril lors la sortie de crise (lié au rebond de la demande dans un contexte de production limitée). Le secteur n’a pas rebondi dans un premier temps, les investisseurs craignant l’impact sur les flux de trésorerie futurs des investissements à venir pour transformer le modèle des sociétés du secteur vers un modèle avec plus d’énergie renouvelable. Le plan stratégique de Total pour réaliser cette transition nécessaire nous paraît crédible et plus raisonnable que les autres acteurs du secteur.

(3) Titres sous-évaluées par le marché à un instant donné, c’est-à-dire dont la valorisation boursière est inférieure à ce qu’elle devrait être au regard des résultats et de la valeur des actifs de l’entreprise.

Malgré des taux d'intérêt bas, nous maintenons la surpondération du secteur bancaire en renforçant BNP Paribas : (i) la valorisation est au plus bas historique (0,4x P/TBV), (ii) les ratios de solvabilité sont élevés malgré la crise que nous traversons (CET1 à 13,1%), (iii) la distribution de dividendes devrait revenir dès 2021, offrant un rendement important et (iv) des réductions de coûts qui se poursuivent pour préserver les marges dans un contexte de taux bas. Mais cela ne sera pas suffisant pour certains acteurs, et vu les niveaux de valorisation, cela pourrait entraîner une vague de consolidation domestique qui pourrait être un catalyseur pour le secteur.

Au sein du secteur de la construction, nous avons allégé les positions sur Saint Gobain et Wienerberger qui ont bénéficié de la thématique rénovation et des plans de relance, et nous avons entré dans le portefeuille Eiffage. Le titre était en repli de près de 40% fin octobre, impacté par la baisse du trafic autoroutier (habituellement très stable) au cours des confinements. Le marché n'a pas salué le retour à un niveau de trafic quasi-normal durant l'été, et l'annonce d'une solution médicale devrait permettre une régularisation courant 2021 qui n'est pas intégrée dans les cours. De plus, la possible extension de 2 ans du contrat de concession d'APRR contre des investissements supplémentaires (notamment *via* le financement de bornes électriques sur les aires d'autoroutes) permettrait un allongement de la durée de concession qui serait un catalyseur supplémentaire. Malgré cela, le titre affiche la valorisation la plus attractive du secteur à 7,8x EV/EBITDA 2021.

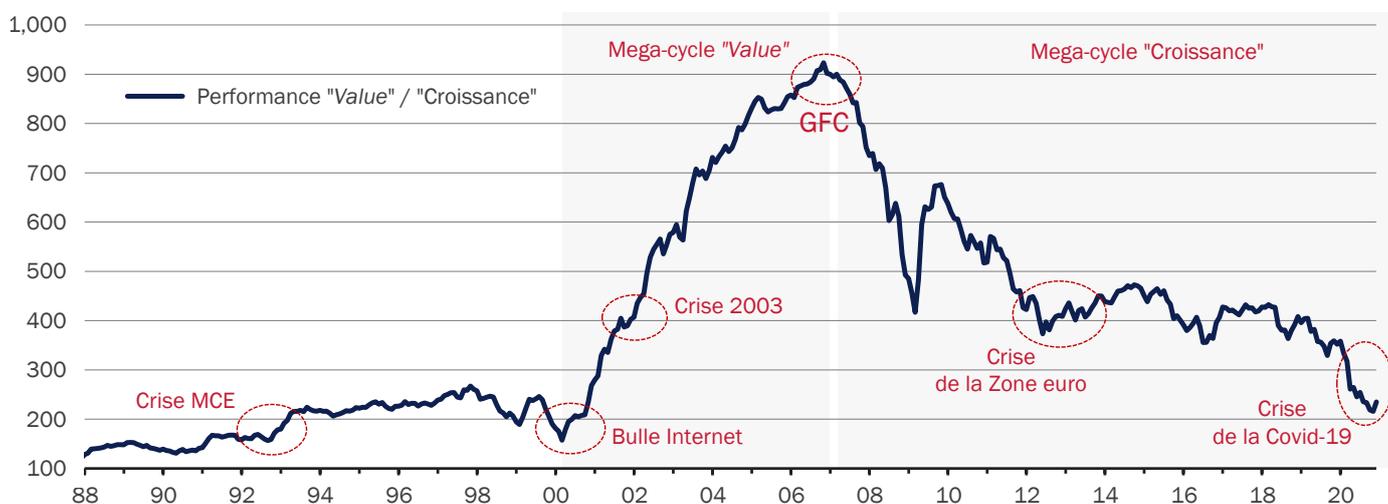
Dans des secteurs plus défensifs, à la suite de publications rassurantes, nous avons également renforcé nos positions sur Anheuser-Busch InBev et Orange. Anheuser-Busch InBev affiche un retour à la croissance organique avec +4% YoY au 3^{ème} trimestre, dont 1,9% liée à l'effet volume. Orange a profité de son côté d'une forte demande pour la fibre optique en France, et de la fin de la guerre des prix dans le mobile. Le groupe a annoncé le rétablissement du dividende, faisant ressortir un rendement de près de 7%.

Enfin, nous avons allégé notre position sur Nokia après un beau parcours depuis le début de l'année. Notre cas d'investissement reposait sur 3 éléments : (i) la mise en place de mesures de restructuration qui devraient permettre une amélioration des marges, (ii) la constitution d'un duopole avec Ericsson suite au bannissement de Huawei dans plusieurs pays et (iii) l'aspect spéculatif d'une possible acquisition par un acteur américain. Le gain du contrat Verizon (plus de 6 Md€) par Samsung remet en cause le duopole espéré avec Ericsson, et la montée au capital de Nokia du fonds souverain finlandais remet en question une possible opération de M&A sur le titre.

Conclusion

Même si le mouvement récent a été violent sur la "value", nous ne sommes qu'au début du retournement, et le potentiel de rebond reste très important au regard de la sous-performance accumulée depuis plusieurs années comme le montre le graphique ci-dessous.

Performance relative du style "value" par rapport au style "croissance" sur longue période



Source : UBS European Equity Strategy, DataStream, FTSE, IBES, novembre 2020



Le niveau de risque de ce compartiment est de 6 (volatilité comprise entre 15% et 25%) et reflète principalement son positionnement sur le marché des actions de la zone Euro. Les données historiques utilisées pour le calcul de wvcet indicateur

synthétique pourraient ne pas constituer une indication fiable du profil de risque futur du compartiment. La catégorie de risque associée au compartiment n'est pas garantie et pourra évoluer dans le temps à la hausse comme à la baisse.

Avertissements

Document à caractère non publicitaire, simplifié et non contractuel. Les informations, commentaires et analyses contenus dans ce document sont fournis à titre purement informatif et ne sauraient être considérés comme un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management Europe. Les informations/opinions/données contenues mentionnées dans ce document, considérées comme légitimes et correctes le jour de leur publication, conformément à l'environnement économique et financier en place à cette date, sont susceptibles d'évoluer à tout moment.

Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources réputées fiables par Rothschild & Co Asset Management Europe, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Rothschild & Co Asset Management Europe n'a pas procédé à une vérification indépendante des informations contenues dans ce document et ne saurait donc être responsable de toute erreur ou omission, ni de l'interprétation des informations contenues dans ce document. Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations comptables ou de marché. Les données comptables n'ont pas toutes été auditées par un commissaire aux comptes.

En outre, compte tenu du caractère subjectif de certaines analyses, il convient de souligner que les informations, projections, estimations, anticipations, hypothèses et/ou opinions éventuelles ne sont pas nécessairement mises en pratique par les équipes de gestion de Rothschild & Co Asset Management Europe ou de ses affiliés, qui agissent en fonction de leurs propres convictions. Certains énoncés prévisionnels sont préparés sur la base de certaines hypothèses, qui pourront vraisemblablement différer soit partiellement, soit totalement de la réalité. Toute estimation hypothétique est, par nature, spéculative et il est envisageable que certaines, si ce n'est l'ensemble, des hypothèses relatives à ces illustrations hypothétiques ne se matérialisent pas ou diffèrent significativement des déterminations actuelles. La présente analyse n'est valable qu'au moment de la rédaction du présent rapport.

R-co Conviction Equity Value Euro est un compartiment de la Société d'Investissement à Capital Variable de droit français "R-Co", dont le siège social est 29, avenue de Messine - 75008 Paris, immatriculée 844 443 390 RCS PARIS. Les informations ne présument pas de l'adéquation de l'OPC présenté au profil et à l'expérience de chaque investisseur individuel. Rothschild & Co Asset Management Europe ne saurait être tenu responsable d'aucune décision prise sur le fondement des éléments contenus dans ce document ou inspirée par eux. En cas de doute, et avant toute décision d'investir, nous vous recommandons de prendre contact avec votre conseiller financier ou fiscal. L'Organisme de Placement Collectif (OPC) présenté ci-dessus est organisé selon la loi française, et réglementé par l'Autorité des marchés financiers (AMF). L'investissement dans des parts ou actions de tout OPC n'est pas exempt de risques. Avant tout investissement, il est impératif de lire attentivement le DICI et prospectus de l'OPC, et plus particulièrement sa section relative aux risques. Chaque investisseur doit également s'assurer des juri-

dictions dans lesquelles les parts ou actions de l'OPC sont enregistrées. Le DICI/prospectus complet est disponible sur notre site Internet : www.am.eu.rothschildandco.com. La valeur liquidative (VL) / valeur nette d'inventaire (VNI) est disponible sur notre site internet. Les informations présentées ne sont pas destinées à être diffusées et ne constituent en aucun cas une invitation à destination de ressortissants des États-Unis ou de leurs mandataires. Les parts ou actions de l'OPC présenté dans ce document ne sont pas et ne seront pas enregistrées aux États-Unis en application du U.S. Securities Act de 1933 tel que modifié ("Securities Act 1933") ou admises en vertu d'une quelconque loi des États-Unis. Ces parts ou actions ne doivent ni être offertes, vendues ou transférées aux États-Unis (y compris dans ses territoires et possessions) ni bénéficier, directement ou indirectement, à une "U.S. Person" (au sens du règlement S du Securities Act de 1933) et assimilées (telles que visées dans la loi Américaine dite "HIRE" du 18/03/2010 et dans le dispositif FATCA).

Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps. La valeur des investissements et des revenus en découlant peut varier à la hausse comme à la baisse, et n'est pas garantie. Il est donc possible que vous ne récupériez pas le montant initialement investi. Les variations des taux de change peuvent affecter à la hausse comme à la baisse la valeur des investissements et des revenus en découlant, lorsque la devise de référence de l'OPC est différente de la devise de votre pays de résidence. Les OPC dont la politique d'investissement vise plus particulièrement des marchés ou secteurs spécialisés (comme les marchés émergents) sont généralement plus volatils que les fonds plus généralistes et d'allocation diversifiée. Pour un OPC volatil, les fluctuations peuvent être particulièrement importantes, et la valeur de l'investissement peut donc chuter brusquement de façon importante. Les performances présentées ne tiennent pas compte des éventuels frais et commissions perçus lors de la souscription et rachat des parts ou actions de l'OPC concerné. Les portefeuilles, produits ou valeurs présentés sont soumis aux fluctuations du marché et aucune garantie ne peut être donnée quant à leur évolution future. Le traitement fiscal dépend de la situation individuelle de chaque investisseur, et peut faire l'objet de modifications.

Édité par Rothschild & Co Asset Management Europe, Société de gestion de portefeuille au capital de 1 818 181,89 euros, 29, avenue de Messine - 75008 Paris. Agrément AMF N° GP 17000014, RCS Paris 824 540 173.

Toute reproduction partielle ou totale de ce document est interdite, sans l'autorisation préalable de Rothschild & Co Asset Management Europe, sous peine de poursuites.

À propos de Rothschild & Co Asset Management Europe

Division spécialisée en gestion d'actifs du groupe Rothschild & Co, nous offrons des services personnalisés de gestion à une large clientèle d'investisseurs institutionnels, d'intermédiaires financiers et de distributeurs. Nous articulons notre développement autour d'une gamme de fonds ouverts, commercialisés sous quatre marques fortes : Conviction, Valor, Thematic et 4Change, et bénéficiant de nos expertises de long terme en gestion active et de conviction ainsi qu'en gestion déléguée. Basés à Paris et implantés dans 10 pays en Europe, nous gérons plus de 21 milliards d'euros et regroupons près de 170 collaborateurs. Plus d'informations sur : www.am.eu.rothschildandco.com