



## Point de marché

### Actions européennes : quelle sélection de titres dans un marché chahuté ?

L'année 2016 commence dans un contexte de **faible visibilité** sur les marchés actions, plusieurs éléments cristallisant les craintes des investisseurs, comme :

- **La baisse des prix du pétrole** : d'abord considérée comme favorable aux pays importateurs et aux entreprises consommatrices de matières premières, l'ampleur de la chute des prix de l'or noir (-37% en 3 mois et -65% sur 2 ans glissants) est progressivement interprétée comme le prélude d'un fort ralentissement économique mondial ;
- **La décélération de la croissance chinoise** : les marchés semblent sceptiques quant à la capacité de la Chine à maintenir une croissance soutenue après une décennie de très forte expansion de ses capacités de production ;
- **La hausse progressive des taux par la Réserve Fédérale Américaine** : bien que résultant de la meilleure santé de la première économie mondiale, ce resserrement monétaire n'intervient pas forcément au moment adéquat, la vigueur de la croissance nord-américaine et de la croissance mondiale semblant se tarir.

Ces incertitudes ont fait chuter brutalement les marchés actions européens depuis le 1<sup>er</sup> janvier (en baisse de 8.95% pour le Stoxx 600 au 19/01/2016), créant des opportunités d'achat sur des titres **dont les moteurs de croissance sont endogènes**, et peu dépendants des éléments évoqués plus haut, comme :

#### Shire :

Laboratoire pharmaceutique anglais leader dans le traitement des maladies rares, Shire a débuté l'année en annonçant la plus grosse acquisition de son histoire, celle de Baxalta, société cotée aux Etats-Unis avec des positions fortes dans les traitements de l'hématologie.

Nous considérons que cette opération est source d'opportunité pour Shire. Malgré son ampleur (elle fait doubler de taille le laboratoire britannique) et le prix payé à première vue élevé (plus de 32 Milliards de dollar, soit 23 fois les bénéfices attendus cette année de la cible), elle devrait permettre à Shire :

- De réaliser d'importantes économies de coûts (chiffrées à 500 millions de dollar par an par la société) ;
- D'optimiser sa fiscalité grâce à un siège social maintenu en Irlande où le taux d'imposition des bénéfices de 17% est bien inférieur aux 35% en vigueur aux Etats-Unis ;
- De réduire sa dépendance au *Vyvanse*, médicament qui représente près d'un quart de son CA avec des indications ciblées dans le traitement des troubles de l'attention.

Enfin, le titre se traite avec une décote de près de 30% par rapport aux autres laboratoires pharmaceutiques dont la croissance et le levier opérationnel sont plus faibles.

Nous identifions néanmoins trois risques susceptibles de peser sur le titre :

- Comme tout laboratoire pharmaceutique, le titre pourrait être affecté en cas de publication d'une étude clinique remettant en cause l'efficacité de certaines molécules en phase avancée de recherche et dont les potentiels revenus futurs sont déjà intégrés dans les modèles de valorisation des analystes;
- Une pression accrue sur les prix de remboursement des traitements aux Etats-Unis, premier marché du groupe, en cas de victoire aux élections présidentielles d'Hillary Clinton accompagnée d'un gain de majorité par le parti démocrate au Sénat.
- L'arrivée sur le marché de médicaments génériques cannibalisant les ventes des médicaments phares du laboratoire.

A court terme, l'initiation du nouveau groupe par certains courtiers devrait mettre en lumière la sous valorisation du titre et les opportunités procurées par cette « méga-fusion ».

### **Ryanair :**

Ryanair est souvent cité comme étant l'une des sociétés cotées bénéficiant le plus de la baisse des prix du pétrole (45% de ses coûts). Outre cet élément exogène favorable, la société s'appuie sur un modèle économique unique dans le secteur :

- C'est la seule compagnie aérienne qui dispose d'aéroports dédiés, ce qui lui permet de pallier la saturation des gros aéroports et surtout d'afficher la base de coût la plus faible du secteur. Les coûts supportés par Ryanair (charges aéroportuaires, coûts salariaux, achats de pétrole...) s'élèvent en effet à 29€ par billets contre 50€ à plus de 105€ pour ses concurrents. La société est donc la plus compétitive du secteur, ce qui se reflète dans le positionnement-prix des billets d'avion vendus aux tarifs les plus bas du marché : 47€ par billet contre 80€ pour son concurrent direct et plus de 230€ pour les compagnies aériennes historiques européennes.
- Cette attractivité-prix nourrit les gains de part de marché de la compagnie aérienne dont la croissance est la plus forte du secteur : la société vise un doublement des passagers transportés d'ici à 2024. Par ailleurs, elle se reflète dans le compte de résultat de la société (dont la marge opérationnelle a atteint 13% l'année dernière alors que la plupart des compagnies aériennes concurrentes sont en pertes). Cela lui permet également de couvrir largement son coût moyen pondéré du capital.

Par ailleurs, la valorisation actuelle du titre est raisonnable avec un ratio cours sur bénéfice de 13x pour l'année prochaine.

Revers du modèle économique, la société a un recours important à la sous-traitance salariale et à l'optimisation fiscale et pourrait être affectée en cas de changement réglementaire sur le sujet. Enfin, sa forte rentabilité pourrait inciter les aéroports à demander des hausses de tarif lors des négociations quinquennales.

Malgré tout, nous considérons que, dans les mois qui viennent, la matérialisation dans les comptes de la baisse de la « facture pétrole » et la poursuite des gains de parts de marché sont des éléments susceptibles de soutenir la performance du titre.

## **Elior :**

Société de restauration collective leader sur ses marchés (France, Italie, Espagne), nous estimons qu'Elior devrait continuer d'afficher une croissance organique solide :

- Son marché est porté par la tendance structurelle d'externalisation de la restauration collective dans les entreprises privées, mais également dans les hôpitaux et dans le secteur de l'éducation, alors que 57% des entreprises et organisations continuent d'assurer en interne ce type de services ;
- Ses positions de leader lui donnent la taille critique pour participer à des appels d'offre où son offre multi-enseignes (elle intègre des contrats de franchise avec des enseignes de renom telles que Paul, Café Lily, Exki...) est un avantage compétitif.

Par ailleurs, le groupe est un acteur de la consolidation du secteur de la restauration collective, encore dilué (les 4 plus gros acteurs ne détenant que 13% de part de marché en Europe), tandis que des cibles non cotées sont à vendre à des multiples de valorisation attractifs.

De plus, l'arrivée récente d'un nouveau dirigeant, Philippe Salle, artisan de la restructuration réussie d'Altran (leader européen de la R&D externalisée), est un élément de soutien : ce dernier a présenté un plan d'optimisation de la rentabilité susceptible de soutenir la profitabilité du groupe et sa génération de liquidité disponible, grâce à une meilleure discipline dans la sélection de contrats de concession.

Enfin, malgré une hausse de 20% depuis son retour sur le marché le 10 juin dernier, le titre se traite à des niveaux de valorisation inférieurs à ceux de ses comparables (Compass et Sodexo).

Nous identifions cependant deux menaces potentielles pouvant freiner la performance du titre :

- La poursuite de la sortie de certains fonds de *Private Equity* présents au capital avec une forte décote par rapport au dernier cours coté ;
- L'annonce d'une perte de contrat en cas d'intensification de la pression sur les prix par certains concurrents.

L'occurrence de ces risques serait à notre sens une opportunité pour se positionner sur le titre compte tenu des solides perspectives de croissance et d'amélioration de la rentabilité de la société.

Achévé de rédiger le 20 janvier 2016.

*Les informations et explications reproduites dans cette étude sont l'expression d'une opinion ; elles sont données de bonne foi et sont susceptibles d'être changées sans préavis.*

*Les informations contenues dans le présent document, et toute opinion exprimée dans celui-ci ne constituent en aucun cas une offre, une invitation à faire une offre d'achat, de vente ou de souscription d'instruments financiers de quelque genre que ce soit.*

*Les informations contenues dans le présent document proviennent de différentes sources. MYRIA Asset Management ne garantit ni leur exactitude ni leur intégralité, et ne saurait être tenue comme responsable d'éventuelles erreurs ou omissions, ni de toute perte directe ou indirecte liée à de telles erreurs ou omissions.*