

## Point de marché

### Marchés actions : 3 idées délaissées

Depuis le début de l'année 2018, si la performance des indices est positive (+3.4% pour le CAC 40 dividendes réinvestis au 22 juin 2018) de forts écarts de performance entre les secteurs sont observables avec en tête les secteurs du luxe, du pétrole et de la technologie et en bas de classement les secteurs bancaires, des télécoms et de la santé.

De même, une forte hétérogénéité des performances titres à titres est notable : les sociétés dont les résultats ont dépassé les attentes affichent de fortes progressions (LVMH, Kering...) pour atteindre des niveaux de valorisation records. A l'opposé, les sociétés ayant déçu les investisseurs (Sodexo, Elior, Nexans, Iliad, Carrefour entre autres) ont été sévèrement sanctionnées et se traitent à des niveaux de valorisation historiquement bas.

Comme souvent sur les marchés, ces excès nous semblent être une source d'opportunité pour investir sur des sociétés solides susceptibles de créer de la valeur sur un horizon de 2/3 ans à l'image d'**Iliad**, de **Sodexo** et de **Carrefour**.

Le cours d'**Iliad** a chuté suite à la publication des résultats du premier trimestre où pour la première fois *Free* a perdu des abonnés dans son métier historique, le fixe. Si seulement 19 000 abonnés sont partis (soit à peine 0.3% de la base d'abonnés fixe), cette rupture dans l'odyssée de croissance de l'opérateur a soulevé les doutes des investisseurs.

Selon nous, cette baisse des recrutements est temporaire. *Free* est en effet à la fin d'un cycle commercial car la *Free Box* actuelle, lancée il y a 7 ans, est vieillissante. Cette dernière va être renouvelée à la rentrée ce qui pourrait dynamiser la dynamique commerciale.

De plus, au cours actuel, *Iliad* se traite à des niveaux de valorisation proches d'Orange alors que plusieurs leviers d'accélération de ses résultats devraient se matérialiser d'ici à 2020 :

- Dans le mobile, la part des clients ayant souscrit à des forfaits haut de gamme augmente ce qui est favorable à la rentabilité. Ces derniers représentent 50.5% des abonnés, chiffre qui pourrait passer à 70% d'ici 2020.
- Dans le fixe, *Iliad* construit depuis plusieurs années son propre réseau de fibre optique. Ainsi, au fur et à mesure du décollage des abonnés à la fibre (ils sont en hausse de 16% au premier trimestre), l'opérateur réduit progressivement sa dépendance à Orange. D'un point de vue financier, cela se traduit par une réduction des frais de dégroupage versés à l'opérateur historique pour utiliser la boucle locale, élément source d'augmentation de la rentabilité d'*Iliad*.

Enfin, le titre serait l'un des principaux bénéficiaires en cas de consolidation du marché français des télécoms, scénario auquel l'Arcep (Autorité de régulation des télécoms) ne semble plus s'opposer. A très court terme, le titre pourrait être pénalisé par une nouvelle baisse d'abonnés dans le fixe au deuxième trimestre, ce qui consisterait une opportunité.

Quelques mois après sa prise de fonctions, le nouveau Directeur Général de **Sodexo**, Denis Machuel a revu en baisse les objectifs annuels de croissance et de rentabilité du groupe, provoquant une chute brutale du titre.

Les difficultés du groupe se trouvent de l'autre côté de l'Atlantique. En effet, la filiale nord-américaine de Sodexo est impactée par des problèmes opérationnels et a perdu des parts de marché face à *Compass*. Nous considérons ces difficultés comme étant temporaires : elles devraient être résolues par la nouvelle équipe dirigeante aux Etats-Unis dont le plan d'action vise à réduire les coûts de fonctionnement et à remettre à plat l'organisation commerciale pour retrouver le chemin de la croissance.

Sodexo demeure selon nous une société de grande qualité à plusieurs égards :

- Depuis sa création en 1966 par Pierre Bellon, Sodexo s'est construit une position de leader sur les marchés de la restauration collective et des tickets restaurants, deux marchés oligopolistiques de croissance longue (7/8% de croissance par an) où la taille critique est clé.
- Sa rentabilité est solide : le groupe affiche un taux de rétention de ses contrats de 94% et répercute les variations de matières premières. Cela se traduit par une génération de liquidité élevée et récurrente.
- Peu endetté, le groupe dispose des moyens de réaliser des opérations de croissance externe pour renforcer sa présence sur des segments de marché où il n'est pas présent, à l'image de l'acquisition récente de Centerplate aux Etats-Unis.

Même si le repositionnement aux Etats-Unis risque de ne pas avoir d'impact sur les comptes avant 2019, la valorisation actuelle du titre nous semble d'ores et déjà attractive.

**Carrefour** continue d'être affecté par une pression concurrentielle toujours agressive, notamment de la part de Leclerc, alors que son modèle économique doit s'adapter à l'essor des ventes *on line*. Les investisseurs perdent patience, plusieurs équipes dirigeantes n'ayant pas réussi à repositionner la filiale française.

Alexandre Bompard dispose selon nous des atouts pour réussir ce défi. En effet, après avoir relancé le groupe Fnac qui faisait face en 2014 aux mêmes vents contraires (pression prix et essor des ventes en ligne), Alexandre Bompard a présenté en janvier 2018 un plan de transformation profond de Carrefour. Ce plan nous apparaît particulièrement pertinent car il entend replacer Carrefour dans son époque en :

- Repositionnant l'offre en ligne sur un même site, *Carrefour.fr*, tout en réorganisant le maillage logistique pour l'adapter aux spécificités de la livraison à domicile ;
- Réduisant les coûts de fonctionnement afin d'avoir les moyens de rester compétitif ;
- Multipliant les partenariats avec Google, la Fnac et Tencent entre autres.

Par ailleurs, il ne faut pas oublier que le groupe détient de très beaux actifs :

- Le réseau de « cash&carry » (grossiste alimentaire) Atacadao au Brésil.
- Des actifs immobiliers en France et en Europe, faiblement valorisés dans le périmètre actuel, bien que stratégiques dans une logique de distribution multicanal.

Cette transformation ambitieuse prendra plusieurs semestres et pourrait continuer de peser sur le titre. Nous considérons néanmoins, la valorisation actuelle de Carrefour comme étant particulièrement attractive, la filiale française étant valorisée moins de 10% de son Chiffres d'affaires.

Achevé de rédiger le 25 juin 2018

*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 ou perte indirecte liée à de telles erreurs ou omissions.*