



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 (-28% 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, les interrogations quant à la vigueur de la croissance nord-américaine et mondiale étant fortes.

Ces incertitudes ont fait chuter brutalement les marchés actions européens depuis le 1^{er} janvier (en baisse de 8.7% pour le CAC 40 au 04/02/2016), créant des opportunités d'achat sur des titres **dont les moteurs de croissance sont endogènes**, et peu dépendants des éléments évoqués plus haut, comme :

Orange

Malgré une hausse de 14.1% en 2015 (dividende réinvestis), nous considérons que le titre Orange conserve du potentiel :

- Après plusieurs années de baisse des prix des forfaits fixes et mobiles, Orange sort enfin d'une spirale déflationniste. L'opérateur historique arrive en effet à proposer des services innovants à ses clients tout en augmentant à la marge les prix lorsque ces derniers font évoluer leurs forfaits vers la 4G et la fibre. Ainsi, au troisième trimestre 2015, les revenus par abonné en France se sont stabilisés (et sont même légèrement en hausse dans le mobile) nourrissant le retour à une croissance organique positive du chiffre d'affaires.
- Par ailleurs, le rapprochement avec Bouygues Télécom semble être de plus en plus probable. Son autorisation devrait être du ressort de l'Autorité de la concurrence française, a priori plus encline à voir le secteur des télécoms se consolider que la Commission Européenne. Ce rapprochement est de nature à atténuer la concurrence sur les prix alors que les

investissements réseaux à venir restent importants (poursuite du déploiement de la 4G, de la fibre puis des réseaux de prochaine génération).

- Ces deux éléments, permettront à la société d'améliorer sa rentabilité, inférieure à celle des opérateurs concurrents (dont certains visent 50% de marge d'EBE contre 30.2% actuellement pour Orange). Cette hausse de la rentabilité conduirait à une réduction la décote du titre, exagérée par rapport aux autres opérateurs historiques européens : le titre Orange se traite en effet à 5.8x l'EBE 2016 attendu par les analystes contre 7.2x en moyenne pour ses comparables (Deutsche Telekom, Telefonica, KPN ...).
- Enfin, Orange réalise 10% de son chiffre d'affaires sur le continent africain où la croissance est supérieure à 5%, portée par une hausse du taux d'équipement.

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

- Un échec du rapprochement avec Bouygues Télécom, dont les discussions sont avancées, ou bien une opération à des conditions peu avantageuses pour Orange.
- Un retour de la pression sur les prix sur le marché français, notamment de la part d'Iliad et/ou de Numéricable SFR.
- Une brutale hausse des taux qui pénaliserait toutes les entreprises endettées.

A court terme, tout élément témoignant d'une meilleure discipline prix sur le marché français des télécoms serait un élément de soutien alors que la valorisation du titre est attractive.

Atos

Société de services informatiques leader en France et au Benelux, Atos est passé à côté de la forte revalorisation du secteur en 2015 : son titre n'a progressé que de 16.8 % contre 46.1% pour Capgemini et 74.3% pour Sopra-Steria (dividendes réinvestis). Plusieurs éléments militent pour un rattrapage :

- Tout d'abord, Atos a annoncé en novembre 2015 l'acquisition d'Unify, filiale de Siemens, et numéro 3 mondial des solutions de communication intégrée intra entreprises. Or, le management de la société, sous la direction de Thierry Breton, dispose d'une expertise forte en matière de croissance externe, à la fois pour négocier les conditions financières des acquisitions et pour mener à bien leur intégration, comme l'illustrent les achats réussis des activités de services informatiques de Siemens en décembre 2010, puis de Bull en 2014 et de Xerox IT en 2015. Les modalités financières de l'« opération Unify » sont très favorables à Atos : le vendeur (Siemens) prendra en effet en charge le coût des restructurations et Atos table sur un impact favorable de 15% sur les bénéfices par actions à horizon 2017 grâce à la hausse de la rentabilité d'Unify. Par ailleurs, cette nouvelle activité porteuse devrait permettre au groupe d'accélérer son rythme de croissance organique.
- Atos est également le principal actionnaire de Worldline, société de services de paiement leader en Europe. La valorisation actuelle de Worldline représente 29% de la capitalisation boursière d'Atos (retraité de la situation de liquidité nette au bilan d'Atos). Worldline (dont le titre est en hausse de 33% depuis son introduction en bourse en juin 2014) devrait continuer de bénéficier de la croissance des flux de paiement alors que la société consolide son marché dilué en prenant le contrôle de sociétés moins rentables à des prix attractifs.
- Enfin, après des années de restructuration, la direction commence à prendre conscience que l'accent doit être mis sur la génération de liquidités disponibles, élément clé pour les investisseurs. Cela pourrait être le catalyseur d'une revalorisation du titre dont la décote face à ses comparables européens dépasse les 30%.

Revers du modèle économique d'Atos, la croissance organique de son activité est inférieure à celle de ses comparables. En effet, le premier avantage concurrentiel sur le marché de l'infogérance (le premier métier d'Atos qui représente 50% de son chiffre d'affaires) est l'attractivité prix qui permet aux sociétés clientes de réaliser des économies de coûts. Ainsi, dans ce métier, l'effet prix est structurellement négatif et pèse sur le chiffre d'affaire du groupe malgré des volumes en hausse. Tout creusement de l'écart de croissance entre Atos et ses concurrents risquerait donc de maintenir la décote du titre. D'autre part, la révision en hausse des charges de restructuration

liées aux intégrations des sociétés acquises risquerait de peser sur le titre. Enfin, le départ inattendu de Thierry Breton pourrait également être mal pris.

Malgré tout, nous considérons que, dans les mois qui viennent, la prise en compte par les analystes des effets bénéfiques des opérations de croissance externe réalisées récemment sont des éléments susceptibles de soutenir la performance du titre.

Danone

Après plusieurs exercices décevants où le titre a pâti d'un ralentissement de sa croissance organique et de son exposition aux marchés émergents (53% de son Chiffre d'Affaires), Danone pourrait retrouver les faveurs des investisseurs :

- Le chiffre d'affaires du troisième trimestre a mis en exergue le retour de la croissance organique du groupe en Europe à 5.1%, rythme deux fois supérieur à celui du premier semestre. Cela est de bon augure pour l'atteinte des objectifs fixés par les dirigeants qui visent 5% de croissance organique par an d'ici à 2020. De plus, le repositionnement de l'activité produits laitiers (52% des revenus) par la nouvelle équipe dirigeante avec un recentrage sur les marques phares et les réseaux de distribution exclusifs devraient soutenir les ventes et la rentabilité de la division.
- Dans les trimestres qui viennent, le groupe devrait rassurer les investisseurs quant à la soutenabilité de sa croissance dans les pays émergents, où son activité profite de facteurs structurels favorables tels que l'urbanisation et les évolutions des habitudes alimentaires. A moyen terme, Danone est l'un des principaux bénéficiaires de l'abandon de la politique de l'enfant unique en Chine (7% du CA) grâce à son activité nutrition infantile, segment où le groupe détient 15% de part de marché.
- Enfin, le titre nous semble sous valorisé au cours actuel compte tenu de ses positions solides sur les marchés des produits laitiers, de l'eau, de la nutrition infantile et des aliments à connotation santé. Comparé aux autres leaders sur des segments de marché de l'industrie agroalimentaire tels que Nestlé et AB Inbev, le titre se traite avec une décote qui pourrait se réduire à terme.

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

- Une hausse du pouvoir de négociation des fournisseurs et/ou des distributeurs, notamment en France (10% du CA) où les acteurs ont regroupé leurs centrales d'achat (Casino et Intermarché).
- Une pression sur les prix dans les produits laitiers suite à la baisse des prix du lait en cas de maintien à des niveaux bas.
- La survenue d'un scandale sanitaire à l'image de la « crise du lait Frontera » de 2014, du nom de l'un des fournisseurs de Danone ayant fabriqué plusieurs lots de lait en poudre infectés par une bactérie.

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

Achevé de rédiger le 5 février 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.