

Lettre annuelle 2021

Myria + River 31 Global Opportunities

Paris, le 24 janvier 2022

Performance

Le Fonds Myria+River 31 Global Opportunities (part I) a terminé l'année 2021 en hausse de 9.64% en euros.

Après une année 2020 très mouvementée, les gouvernements, populations et marchés financiers des pays développés se sont habitués à la pandémie de Covid, et le fort soutien fiscal et monétaire a fait grimper les indices actions. Les marchés émergents ont cependant terminé l'année en légère baisse.

Indice	Performance 2021 couverte en EUR
MSCI World	+23.26%
MSCI USA	+25.28%
MSCI Europe	+22.49%
MSCI Emerging Markets	-2.39%

Source: MSCI

Synthèse de l'année 2021

Environnement macro-économique

Si l'année 2020 s'était bien terminée, avec la promesse de l'arrivée des vaccins et la potentielle fin de la pandémie, des problèmes de production et de logistique ont ralenti les campagnes de vaccination mondiales. En outre, l'émergence de variants plus contagieux est venue perturber à nouveau de nombreux pays, économies et industries.

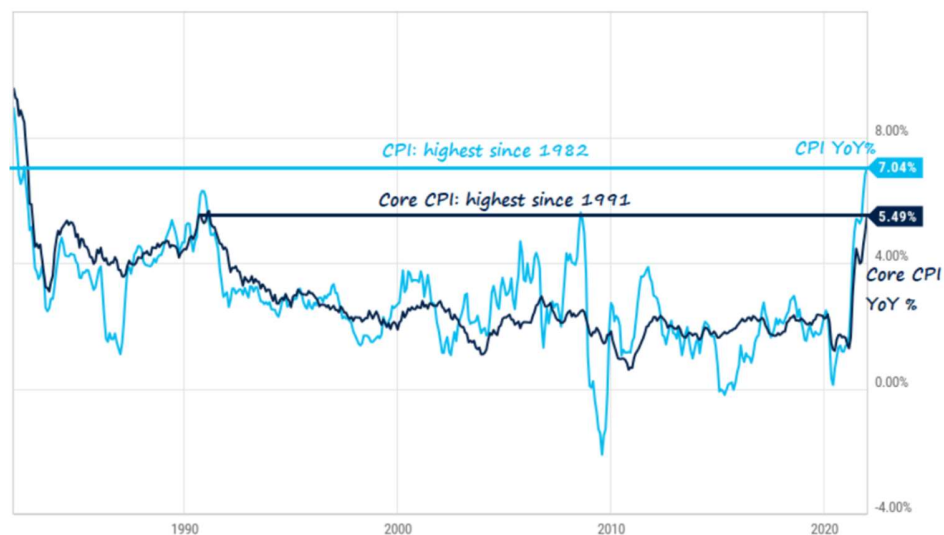
Cependant, les premiers mois de l'année 2021 ont été marqués par une spéculation débridée sur certains segments des marchés financiers, notamment les entreprises technologiques non rentables, les titres spéculatifs soutenus par les utilisateurs du réseau social Reddit (Gamestop, AMC), les crypto-monnaies et les sociétés d'acquisition à vocation spécifique (SPACs).

À titre d'exemple, AMC Entertainment, la chaîne américaine de cinémas, bien que confrontée à un environnement opérationnel très difficile et générant des pertes massives, a vu sa valeur d'entreprise multipliée par 5, passant d'environ 6 milliards de dollars fin 2020 à 31 milliards de dollars fin juin. On pourrait arguer que l'entreprise va se redresser rapidement et bénéficier d'un fort rattrapage de la demande. Cependant, nous observons que la valeur d'entreprise de la société était de 5,3 milliards à la fin de 2019, et qu'au pic du 28 juin 2021, le titre du groupe se négociait à un multiple pharamineux de 228x son résultat opérationnel de 2019....



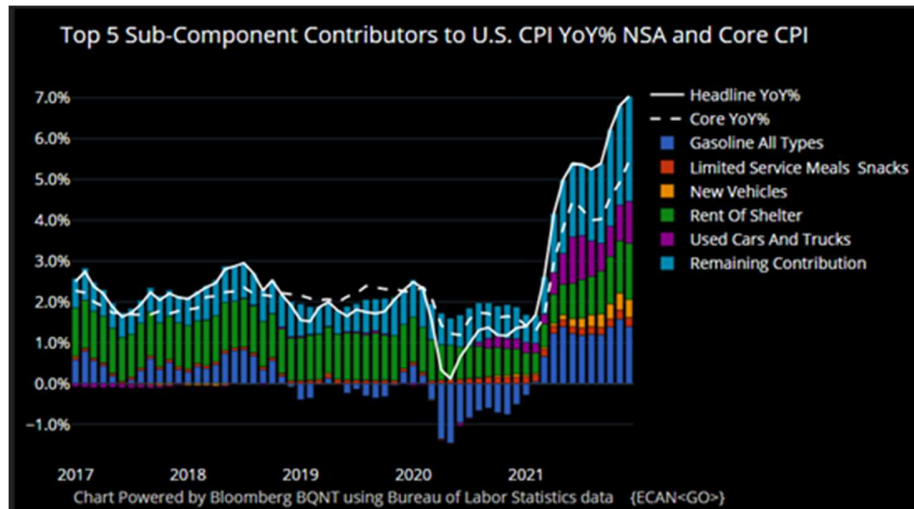
Le second semestre de l'année a été dominé par une envolée de l'inflation à des niveaux jamais vus depuis 30 ans, du moins aux États-Unis. Sous l'effet d'une forte augmentation des prix de l'énergie, ainsi que d'une forte hausse des loyers et des goulets d'étranglement dans la chaîne d'approvisionnement mondiale, l'indice des prix à la consommation américain était en hausse de 7 % à la fin de l'année.

● US Consumer Price Index YoY
● US Core Consumer Price Index YoY



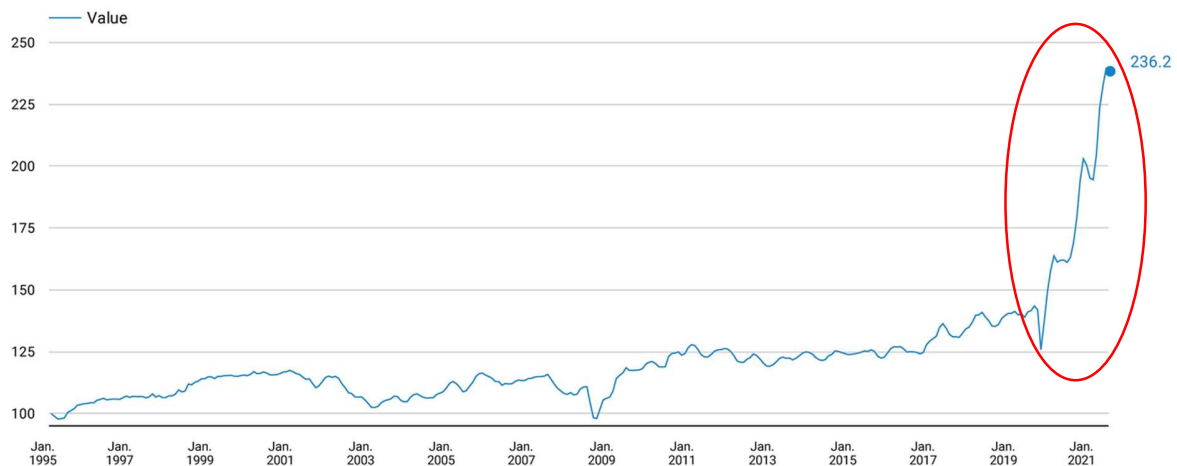
1982-2021
COMPOUND @CharlieBilello

Jan 12 2022, 8:52AM EST. Powered by YCHARTS



L'une des composantes de l'inflation la plus discutée est le prix des voitures d'occasion, qui illustre à quel point la situation actuelle est inattendue et inhabituelle. Les fermetures d'usines et une très forte demande en appareils électroniques et autres biens de consommation ont créé des pénuries mondiales massives de semi-conducteurs, qui se sont traduites, entre autres, par des réductions de cadences dans les usines d'assemblage automobiles. En raison de la faiblesse de l'offre de voitures neuves et de l'augmentation de la demande, les prix des véhicules d'occasion ont explosé, augmentant de 66,5 % entre mars 2020 et décembre 2021, comme l'illustre le graphique ci-dessous :

MANHEIM USED VEHICLE VALUE INDEX December 2021



Alors que les banques centrales de la plupart des pays développés ont d'abord qualifié ce phénomène de "transitoire", les économistes et les investisseurs ont fini par douter de cette hypothèse et se sont préparés à des hausses significatives des taux d'intérêt.

Sur les marchés actions par conséquent, d'importants arbitrages entre secteurs ont débuté vers la fin du troisième trimestre. Alors que les indices des grandes capitalisations boursières des pays développés ont continué à bien se comporter, les actions des petites et moyennes valeurs ainsi que les marchés émergents ont enregistré une sous-performance significative. Les moyennes capitalisations à forte croissance ont été particulièrement pénalisées, et de nombreuses entreprises technologiques considérées comme des bénéficiaires de l'épidémie de Covid, telles que Zoom Video Communications et Peloton Interactive, ont vu leurs actions chuter, parfois de plus de 70 %.

En ce qui concerne la pandémie de Covid elle-même, après le choc de 2020, 2021 a été l'année des variants et des campagnes de vaccination. Cela a commencé avec le variant « Alpha » apparu au Royaume-Uni, puis avec le variant « Delta » d'Inde, et s'est terminé avec « Omicron », découvert en Afrique du Sud. Alors que les deux premiers cités semblaient plus contagieux et dangereux que la souche initiale, le variant Omicron quant à lui semble beaucoup plus contagieux mais moins mortel, et pourrait marquer une évolution significative de la pandémie, puisque l'OMS s'attend à ce que la moitié de la population européenne soit contaminée au cours des 3 premiers mois de 2022.

Globalement, grâce aux vaccins et à l'immunité naturelle, chaque vague qui passe semble être de moins en moins éprouvante pour les populations, les économies et les marchés financiers.

En fin d'année, la plupart des indices étaient en hausse, mais plusieurs d'entre eux ont connu une année finalement décevante :

Indice	Performance 2021 en USD
S&P U.S. Spin-Off Index Net TR	+13.33%
Russell 2000	+14.82%
MSCI Emerging Markets Net	-2.54%
MSCI China Net	-21.72%
MSCI Brazil Net	-17.40%
MSCI ACWI Net	+18.54%
MSCI ACWI Value Net	+19.62%
MSCI ACWI Growth Net	+17.10%

Source: MSCI, S&P, Russell

De manière similaire à l'exercice précédent, la performance du S&P 500 sur l'année a été tirée par une poignée de valeurs, 12 grandes capitalisations ayant contribué à près de la moitié du rendement total de l'indice, selon Goldman Sachs, tandis que plusieurs secteurs ont abandonné une partie de leurs gains de 2020 :

Tracker	Thématique	Performance 2021 en USD
JETS	Air travel	-5.76%
XSW	Software	+7.34%
IBUY	Online retail	-22.99%
IPAY	Mobile payments	-12.72%
BJK	Gaming	-5.10%
KWEB	China Internet	-52.48%

Attribution/principales positions

Quant au fonds Myria+River 31 Global Opportunities, l'année s'est avérée positive mais également frustrante. Bien que nous ne prenions pas de décisions d'investissement en fonction d'un benchmark ou d'indices de référence, nous avons pour ambition de surperformer la plupart des indices mondiaux sur le long-terme. Globalement, notre performance sur les 8 premiers mois de 2021 a été solide, mais la fin de l'année, à partir de septembre, fut décevante.

Nos deux principaux contributeurs à la performance de l'année ont été Alphabet (GOOGL) et Microsoft (MSFT). A elles deux, ces positions ont ajouté plus de 6 % au rendement annuel du Fonds, les deux sociétés ayant continué de profiter de leurs positions dominantes sur leurs marchés et affiché une forte croissance du chiffre d'affaires, couplée à une expansion des marges. Alphabet, en particulier, a enregistré une hausse de 39,2 % de son chiffre d'affaires et de 87,8 % de son résultat opérationnel, alors que la société a temporairement ralenti ses investissements. Malgré une hausse de 65,3 % du cours de l'action, le multiple de valorisation de la société sur les bénéfices opérationnels des douze prochains mois a en réalité chuté de près de 10 % au cours de l'année, passant de 22,7 à 20,8.



"I see fleeting moments of happiness in between extended periods of boredom and stress."

En revanche, plusieurs facteurs nous ont pénalisés, en absolu ou en relatif :

- Au sein du S&P 500, les secteurs de l'énergie, de l'immobilier et de la finance ont été les plus performants en 2021. Toutefois, nous n'avons qu'une exposition minimale, voire nulle, aux deux premiers, et des investissements limités dans les actions bancaires, principalement parce que nous estimons que la valorisation de ces secteurs est surtout déterminée par des facteurs macroéconomiques (prix des matières premières, taux d'intérêt), pour lesquels nous n'avons pas de capacité de prédiction.
- Moyennes capitalisations : nous avons une exposition non négligeable sur ce segment du marché, aux Etats-Unis et en Europe. Le Russell 2000 ayant nettement sous-performé les grandes capitalisations au cours des 4 derniers mois, nos investissements dans les moyennes capitalisations ont pénalisé la performance du Fonds sur la même période à hauteur de 170 points de base environ.
- Investissements sur les marchés émergents : bien que limitée à moins de 10% du portefeuille, nous avons une exposition à quelques sociétés des marchés émergents, cotées aux États-Unis ou en Europe. En 2021, cela nous a coûté cher (environ 2,5 % au cours des 4 derniers mois et 3,7 % pour l'ensemble de l'année), car les marchés Chinois et Brésiliens se sont effondrés. Nous avons réduit cette exposition au cours du quatrième trimestre, mais avons maintenu plusieurs investissements, car les valorisations des entreprises de qualité au Brésil et en Chine sont actuellement beaucoup plus attractives que sur les marchés développés.
- Plusieurs investissements importants de long-terme ont sous-performé après de solides parcours en 2020. Il s'agit notamment de Disney, Activision-Blizzard, Liberty Broadband, Visa et Mastercard. Alors que les 3 dernières sont restées pratiquement stables sur l'année, l'action Disney a terminé en baisse de 14,5 % tandis qu'Activision (ATVI) perdait 28,3 %.

Nous reviendrons plus en détail sur notre investissement dans Disney dans cette lettre. Quant à Activision, l'un des principaux développeurs de jeux vidéo au monde, ses résultats financiers ont été excellents, mais l'action a été plombée par de graves accusations de comportements inappropriés au sein du groupe, notamment de harcèlement et de discrimination, révélées par une action en justice en Californie. Bien que la réponse initiale de la direction du groupe ait été particulièrement décevante, nous pensons que le conseil d'administration et le PDG d'Activision-Blizzard ont maintenant réalisé que des actions fortes étaient nécessaires pour résoudre ce problème important.

Au cours des troisième et quatrième trimestres, ils ont, notamment :

- Trouvé un accord pour clore la procédure judiciaire susmentionnée et mis en place une politique de tolérance zéro,
- Licencié plus de 20 personnes,
- Investi de manière significative dans le personnel et les ressources en matière d'éthique, de conformité et de relations avec les employés,
- Annoncé une réduction significative du salaire du PDG : jusqu'à ce que le conseil d'administration ait déterminé qu'ATVI avait atteint ses objectifs d'être un employeur plus accueillant et inclusif, Bobby Kotick gagnera le minimum légal en Californie, sans recevoir de bonus ni d'actions.

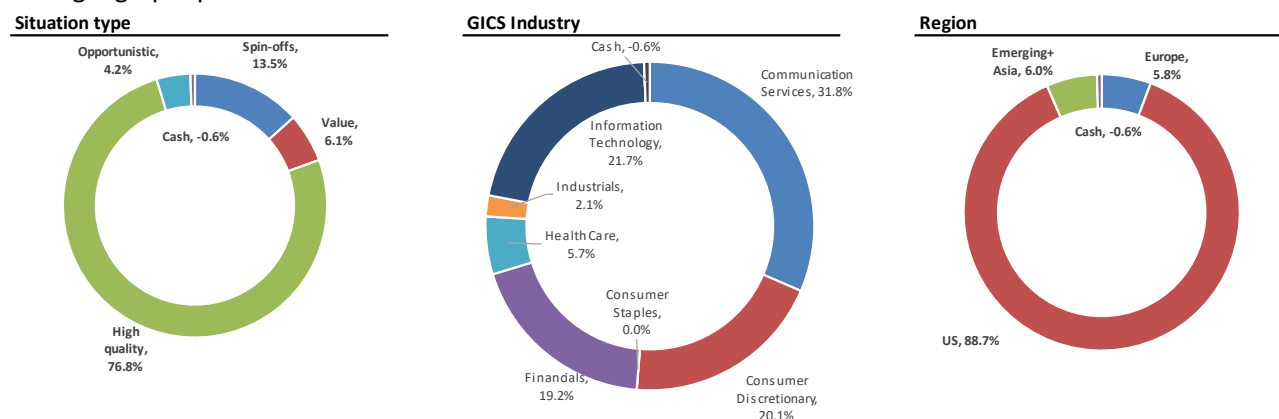
Il faudra un certain temps pour rétablir la confiance en interne et en externe (y compris avec les investisseurs), et ces problèmes de personnel auront probablement un impact sur le développement des jeux à court terme. Cependant, l'action se négociait à la fin décembre à 11,5 fois l'EBIT 2022, soit une décote de 25 % par rapport au secteur et son multiple le plus bas depuis 6 ans, malgré des fondamentaux économiques nettement améliorés, une base d'utilisateurs bien diversifiée (entre mobiles, PC et consoles) et un portefeuille de franchises qui reste très solide.

À la fin de l'année, nous estimions que les problèmes actuels étaient bien pris en compte par le cours de l'action et considérons que le ratio rendement/risque sur le titre était particulièrement avantageux. Nous avons l'intention de maintenir notre investissement et de suivre la situation de près.

Puis, mi-janvier, Microsoft a annoncé l'acquisition d'Activision-Blizzard dans le cadre d'une transaction entièrement en numéraire, valorisant le titre à une prime de 43% par rapport à son cours de clôture du 31 décembre. Cette transaction démontre à nouveau la valeur intrinsèque du portefeuille de franchises d'ATVI.

Allocation du portefeuille

À la fin de l'année, la répartition du portefeuille par type d'investissement, par secteur d'activité et par zone géographique était la suivante :



Plus intéressant peut-être, voici l'exposition du portefeuille en fin d'année aux tendances de long-terme mentionnées dans les précédentes lettres :

Covid impact	Mega-trend	Exposure	Weight	Total
Acceleration	Remote work and learning	Liberty Broadband	5.5%	63.5%
	Cloud-computing	Microsoft, Salesforce	11.1%	
	Digital advertising	Facebook, Google, Pinterest	17.7%	
	Digital presence	Wix, Squarespace	2.4%	
	E-commerce	Amazon, JD.com, Coupang	7.9%	
	Digital payments	Visa, Mastercard, PagSeguro, Marqeta	8.1%	
	Digital entertainment	Disney, Activision, Prosus	10.8%	
	Slowdown in globalization	-		
	Migration from major urban areas	-		
Temporary disruption	Travel and entertainment recovery	Booking Holdings, Wyndham Hotels, IAA	12.1%	12.1%
NA/Other	Healthcare and personal care	Anthem, Arjo	5.7%	24.3%
	Financial services	Berkshire, Brighthouse, Moody's, Intercontinental Exch., JPM, BAC	18.4%	
	Crypto	Coinbase	0.8%	
	Cash		-0.6%	

Comme la plupart d'entre vous le savent, le processus d'investissement du fonds Myria+River 31 Global Opportunities est essentiellement « bottom-up », chaque investissement potentiel étant évalué en fonction de ses propres mérites et risques.

Nous n'essayons pas de prédire les prix du pétrole, l'inflation ou les taux d'intérêt. Nous recherchons plutôt des sociétés de qualité qui peuvent maintenir leur avantage concurrentiel à long-terme.

La « qualité » signifie pour nous une position concurrentielle forte, un retour sur capitaux employés élevé, avec des opportunités de réinvestissement attrayantes, une équipe de direction visionnaire et honnête, une solide génération de flux de trésorerie disponibles et une allocation prudente du capital.

Si nous effectuons bien notre travail de sélection, les sociétés du portefeuille devraient être capables de naviguer dans n'importe quel environnement. Dans un monde fortement inflationniste, par exemple, une certaine capacité à augmenter les prix, ainsi que des marges élevées, sont des atouts indispensables. Toutefois, la difficulté ne réside pas seulement dans l'identification de sociétés de qualité, mais aussi et surtout dans la discipline nécessaire pour ne pas surpayer au moment où nous investissons dans ces titres, et pour garder la tête froide sur des marchés volatils.

Pour illustrer ce point, vous trouverez ci-dessous les caractéristiques de nos 10 principales positions¹ au moment où nous finissons de rédiger cette lettre. Les entreprises mentionnées :

- Ont de fortes marges et des bilans solides,
- Bénéficient d'une solide croissance de leur chiffre d'affaires et un génèrent un important cash-flow libre,
- Ont mis en place, pour beaucoup d'entre elles, d'importants programmes de rachat d'actions,
- En prime, elles se négocient en moyenne à des multiples inférieurs à ceux du marché, malgré des modèles économiques bien supérieurs.

¹ Représentant 58% de notre portefeuille au 21/01/2022.

		2022 growth							NTM			
Ticker	Weight	Note	Gross margin	Operating margin	Net Income margin	Net Debt/EBITDA	Revenue	EBIT	EPS	EV/EBIT	P/E	FCF Yield
GOOGL	9.0%		57.6%	32.3%	29.1%	-1.1	16.9%	11.6%	3.6%	18.4	23.0	4.9%
MSFT	7.0%		69.9%	44.7%	38.0%	-0.7	17.1%	18.3%	14.3%	24.1	29.7	3.2%
FB	6.9%		80.1%	35.9%	31.7%	-1.0	19.2%	2.6%	1.9%	16.0	21.1	3.8%
ATVI	6.0%	17% return over the next 12 months if the all-cash acquisition from Microsoft is approved.	74.5%	35.7%	27.3%	-2.0	3.1%	3.7%	0.3%	14.9	21.3	4.5%
BRK.B	5.4%		20.8%	NA	9.2%	1.5	0.1%	NA	16.3%	NA	22.4	NA
BHF	5.2%	Repurchased 1/3rd of its shares in 3 years. New repurchase authorisation for an additional 25% of capital.	NA	NA	20.5%	-0.6	-5.8%	NA	-21.2%	NA	3.6	NA
LBRDK	5.0%	Estimated 16% discount to General Communications+Charter holding.	45.5%	22.3%	9.3%	4.1	4.9%	14.9%	38.0%	13.3	15.1	9.1%
WH	4.8%		53.3%	36.7%	23.5%	2.5	9.4%	15.7%	13.9%	18.2	23.5	4.3%
BKNG	4.8%		100.0%	43.9%	33.3%	0.0	44.3%	112.0%	133.2%	17.9	23.2	3.9%
DIS	4.1%		33.4%	8.6%	4.3%	4.3	23.5%	58.6%	77.2%	22.8	30.4	1.8%
Weighted average			60.7%	33.6%	24.1%	0.3	13.2%	25.1%	22.9%	18.2	21.5	4.5%
S&P				14%	12.5%						22.35	

Multiples au 21/01/2022

Source: Sentio/Refinitiv, Yardeni Research, River 31 Capital Partners

Comme le disait Seth Klarman de Baupost dans une interview de 2011 :

« Investir est à l'intersection de l'économie et de la psychologie. L'analyse fondamentale est en fait la partie la plus facile. Le modèle économique, la valorisation de l'entreprise ne sont pas si difficile à évaluer. La psychologie - combien acheter, faut-il investir à ce prix ou attendre un prix plus bas, que faire quand la fin du monde semble imminente - est plus difficile. Savoir si vous maintenez vos positions, si vous achetez davantage, ou si quelque chose a objectivement mal tourné et que vous devez vendre, ce sont des aspects plus difficiles. Cela s'apprend avec l'expérience, en ayant le profil psychologique adapté. »²

Bien que nos performances récentes se soient avérées volatiles, nous sommes convaincus que nous possédons en portefeuille certaines des meilleures sociétés au monde et nous sommes impatients de les voir croître et prospérer au cours des prochaines années. Nous estimons que le prix actuel de ces titres est raisonnable et que leurs activités devraient continuer à se développer même dans un monde inflationniste.

À titre d'exemple, nous aborderons notre investissement dans Disney dans les pages qui suivent.

² "Investing is the intersection of economics and psychology. The analysis is actually the easy part. The economics, the valuation of the business isn't that hard. The psychology - how much do you buy, do you buy it at this price, do you wait for a lower price, what do you do when it looks like the world might end - those things are harder. Knowing whether you stand there, buy more, or whether something has legitimately gone wrong and you need to sell, those are harder things. That you learn with experience, by having the right psychological makeup."

Exemple de position³: Disney (NYSE: DIS)

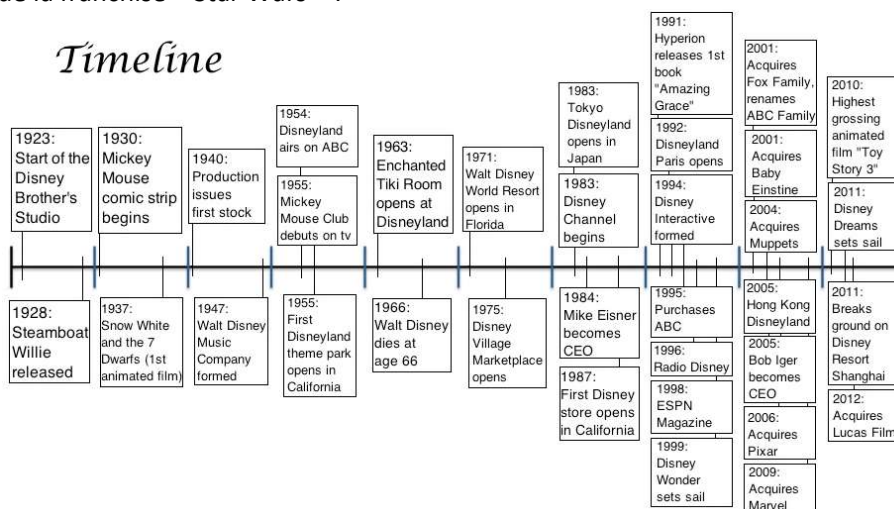
Introduction

Nous avons initié fin 2018 une petite position de long terme dans The Walt Disney Company (Disney, DIS). Nous avons ensuite pu la renforcer à des prix attractifs lorsque l'épidémie de Covid s'est propagée en mars 2020. Il s'agissait d'une des 10 premières positions du Fonds pour la majeure partie de 2021 et reste un investissement à forte conviction.

Disney est un leader mondial de l'industrie du divertissement et était en 2020 la 7e marque la plus valorisée au niveau global, selon Forbes.

L'entreprise a été fondée en 1923 par Walt Disney et son frère Roy. Elle s'est d'abord concentrée sur les films d'animation et a créé le célèbre personnage Mickey Mouse en 1928, avant de se diversifier dans la production de films classiques, ainsi que la télévision, le sport et les parcs à thème. L'action a rejoint l'indice Dow Jones Industrial Average en 1991.

La chronologie ci-dessous résume l'histoire de Disney jusqu'en 2012 et l'acquisition de LucasFilm, propriétaire de la franchise « Star Wars » :



Depuis 2012, Disney a poursuivi son expansion et son innovation, réalisant l'acquisition de la plupart des actifs des studios de 21st Century Fox en 2017, et lançant ses services de streaming ESPN+ et Disney+ en 2018 et 2019, respectivement. La société a également acquis - en plusieurs étapes - une participation de 67 % dans le service de streaming Hulu, et peut racheter la part restante à Comcast/NBCU en 2024.

Par conséquent, The Walt Disney Company possède et exploite certains des studios de cinéma et des franchises de divertissement les plus prestigieuses au monde :



³ Les investisseurs sont priés de noter que les références à des titres précis dans la présente lettre sont faites à titre d'information seulement et ne doivent pas être interprétées comme une recommandation d'acheter ou de vendre ces titres. Le Fonds se réserve le droit d'acheter ou de vendre ces titres à tout moment.

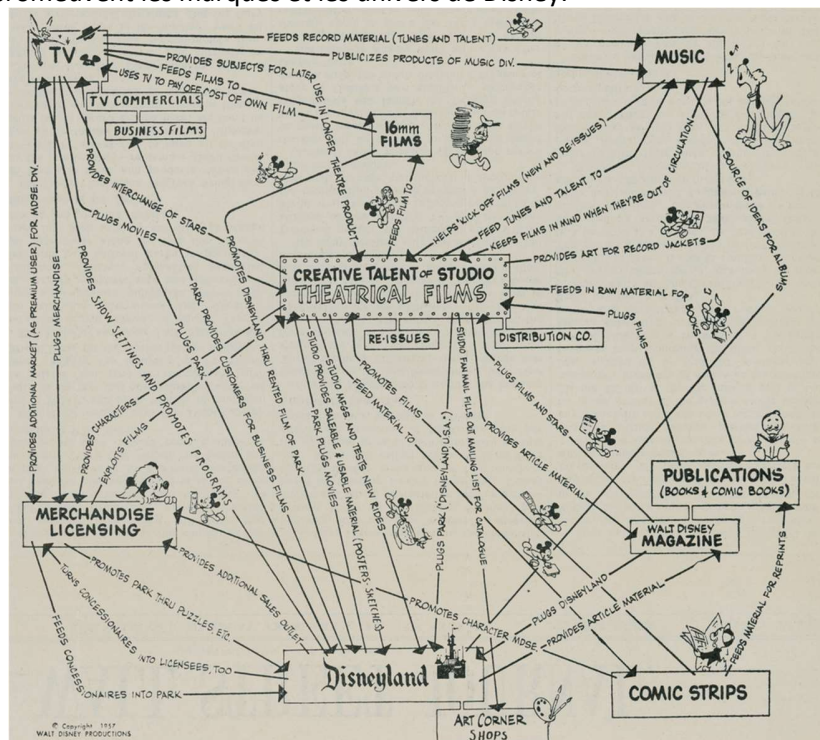
Présentation de l'activité et avantage concurrentiel

"Je n'ai jamais appelé mon travail un "art". C'est une partie du show business, le business du divertissement."⁴

- Walt Disney

Presque tous les enfants du monde, et donc presque tous les parents, connaissent la plupart des personnages et des films de Disney. Lorsque nous comparons les stratégies de recrutement et de fidélisation de clients, il nous semble que peu de sociétés au monde sont aussi reconnues et efficaces que Disney.

Bien qu'il ait été esquissé en 1957 par Walt Disney lui-même, le dessin ci-dessous illustre encore assez bien la stratégie de l'entreprise. Les actifs cinématographiques sont au cœur de la création de richesse. Leur production génère de la valeur pour un ensemble d'actifs de divertissement connexes, qui à leur tour soutiennent et promeuvent les marques et les univers de Disney.



La technique de fidélisation de Disney est puissante :

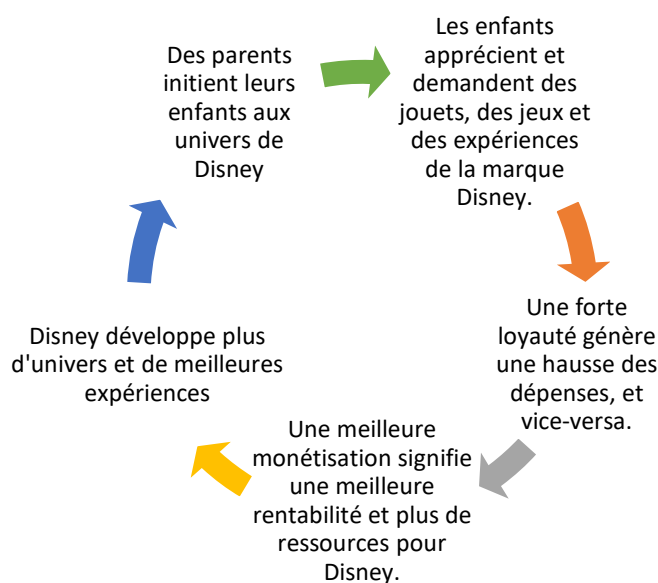
- Les parents, faisant confiance à la marque Disney, montrent à leurs enfants les vieux classiques du groupe Disney et/ou les nouveautés, que ce soit à la maison ou au cinéma,
- Les enfants adorent et reconnaissent les personnages sur les vêtements, les livres, les jeux...
- Les parents (ou les grands-parents) finissent par offrir à leurs enfants des cadeaux portant la marque Disney, s'abonnent à des services de streaming vidéo et les emmènent éventuellement dans des parcs à thème, ce qui renforce l'affection et l'intérêt des enfants pour les personnages et les univers de la société,
- Lorsque les enfants grandissent et deviennent parents, ils commencent eux-aussi à montrer des films Disney à leurs enfants...

⁴ "I've never called my work an 'art.' It's part of show business, the business of building entertainment."

Si cette formule s'applique aux dessins animés de Disney, les films de la société (Marvel, Star Wars) bénéficient également d'univers profonds et de bases de fans parmi les enfants, les adolescents et les adultes.

En d'autres termes, Disney est probablement le meilleur acteur du secteur pour créer un public fidèle et monétiser ses personnages et ses univers sur de multiples plateformes : cinéma, chaînes de télévision, streaming vidéo, jeux, parcs à thème, croisières, comédies musicales, merchandising... Ce implique que Disney est capable de mieux amortir ses dépenses de création de contenu.

Décliné à l'échelle mondiale, cela lui confère une un effet de réseau puissant et un avantage concurrentiel dont profite chaque division.



Par conséquent, les entités de Disney bénéficient d'une capacité à augmenter leur prix. Les parcs à thèmes, par exemple, bien qu'ils évoluent dans un environnement concurrentiel, jouissent d'une image de marque unique et seraient très difficiles à reproduire par un autre opérateur.

Nous sommes par ailleurs convaincus que l'une des forces sous-estimées de Disney est sa volonté d'innover et d'évoluer, le dernier exemple en date étant le virage pris vers le streaming et la réorganisation de l'entreprise. Depuis le début de la pandémie, et sous la direction du nouveau PDG Bob Chapek, la société a pris les décisions suivantes :

- Suspendre le dividende pour une durée indéterminée afin de soutenir les investissements dans la création de contenu,
- Expérimenter des sorties directes en streaming et/ou des fenêtres d'exploitation cinématographiques raccourcies, ainsi que la sortie de films simultanément dans les salles et sur Disney+,
- Aller plus loin et annoncer une réorganisation stratégique, en séparant de fait les activités de création de contenu et la distribution.

Cela renforce notre opinion selon laquelle, dans un environnement médiatique très concurrentiel, la création de contenu est essentielle, mais la distribution est également importante. Les entreprises du secteur des médias doivent disposer de moyens de distribution diversifiés (cinémas, chaînes de télévision linéaires, streaming) et être en mesure de déployer du contenu là où les consommateurs veulent le voir. Pour y parvenir efficacement, elles doivent, dans une certaine mesure, contrôler la distribution.

Facile à dire, mais cela reste très difficile pour une entreprise de la taille de Disney de se réorganiser, et c'est tout à l'honneur de l'équipe de direction actuelle d'être prête à faire des choix difficiles pour s'adapter à ce nouvel environnement.

Dans le cadre de la nouvelle structure, Disney exploite désormais deux divisions que nous allons détailler ci-après.

Media & Entertainment Distribution (63% du chiffre d'affaires 2019)

"Je ne fais pas de films principalement pour les enfants. Je les fais pour l'enfant qui est en nous tous, que nous ayons six ou soixante ans."⁵

-Walt Disney

Cette division est responsable de la création et de la distribution de contenu.

Côté création, elle comprend tous les actifs des studios de cinéma : Walt Disney Pictures, Lucas Film, Marvel Studios, Pixar, tous les studios Fox... Avant la pandémie, The Walt Disney Company dominait le box-office américain, avec une part de marché de 33% et les 6 films les plus rentables de 2019. Dans cet environnement, cette activité générait des marges opérationnelles de 25 à 30 %.

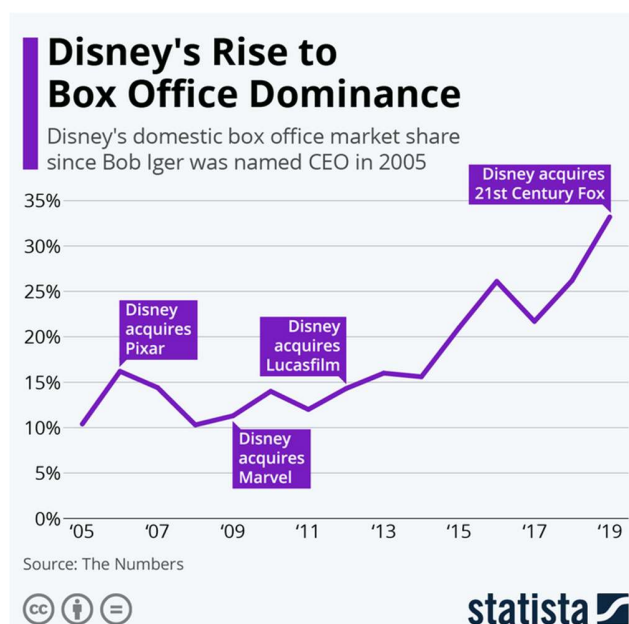
Depuis le début de la crise du Covid il y a deux ans, les chiffres sont assez perturbés, car les salles de cinéma ont été fermées pendant un certain temps et Disney a choisi de sortir plusieurs blockbusters directement en streaming.

Pour autant, la société a tout de même produit en 2021 3 des 6 films les plus rentables aux États-Unis.

L'activité des studios de cinéma est historiquement volatile, dépendant en grande partie du succès commercial de chaque sortie, ce qui peut créer de d'importantes fluctuations dans la rentabilité de la division.

Cependant, bien qu'elle soit compétitive et volatile, cette activité reste indispensable pour le groupe, car elle est principal canal de recrutement dans le processus de fidélisation.

Compte tenu de son vaste catalogue de franchises renommées, de sa capacité à en créer de nouvelles et de la notoriété de sa marque, Disney est en mesure d'obtenir un retour sur capitaux employés décent sur cette entité. Néanmoins, l'addition d'une importante base d'abonnés streaming à ses canaux de distribution traditionnels devrait s'avérer particulièrement bénéfique.



Direct to consumer (DTC)

"Il n'y a pas vraiment de secret dans notre approche. Nous continuons à aller de l'avant, à ouvrir de nouvelles portes et à faire de nouvelles choses, parce que nous sommes curieux. Et la curiosité nous conduit sans cesse sur de nouveaux chemins. Nous sommes toujours en train d'explorer et d'expérimenter."⁶

-Walt Disney

Historiquement, Disney s'est appuyé principalement sur les salles de cinéma et les chaînes de télévision classiques pour diffuser son contenu auprès des spectateurs. Compte tenu de son succès, elle est le

⁵ "I do not make films primarily for children. I make them for the child in all of us, whether we be six or sixty."

⁶ "There's really no secret about our approach. We keep moving forward – opening up new doors and doing new things – because we're curious. And curiosity keeps leading us down new paths. We're always exploring and experimenting."

principal contributeur au bouquet de télévision aux États-Unis, mais certaines de ses chaînes sont également très populaires à l'étranger.

À la fin du mois de septembre 2021, Disney comptait le nombre d'abonnés suivant :

Chaîne	Abonnés (en m)	
	<u>USA</u>	<u>International</u>
ESPN	76	64
Disney channel	189	399
National geographic	127	320
Fox	196	
Star		216

Entre 2015 et 2019, alors que les foyers commençaient à délaisser la télévision linéaire au profit d'offres "over-the-top" comme Netflix, cette base d'abonnés s'érodait lentement, de 2 à 3 % par an. Cette érosion était alors plus que compensée par l'augmentation des prix des abonnements, mais ceci n'est pas une stratégie durable à long terme.

Bien que la société eût déjà un investissement important dans Hulu, ainsi que certains accords de distribution avec des services de streaming, le contenu du catalogue Disney n'était pas largement disponible en streaming.

Alors que Netflix prenait de l'avance sur la concurrence et perturbait le secteur, la direction de Disney a pris conscience que la société disposait de la renommée inégalée de ses marques et d'une bibliothèque de contenus qui lui permettait de rivaliser, et a initié virage stratégique prononcé.

La société a lancé son service Disney+ aux États-Unis en novembre 2019, et en moins de deux ans, probablement aidée par la pandémie, elle a pu attirer 118 millions d'abonnés au niveau mondial, soit plus de la moitié de la base d'abonnés actuelle de Netflix. En additionnant ESPN+ et Hulu, la Walt Disney Company ne compte que 20 % d'abonnés de moins que son principal concurrent.

Lors de la journée investisseurs 2020, la direction de Disney a annoncé une multitude de nouveaux contenus dédiés à Disney+, avec 10 nouvelles séries Marvel, 10 nouvelles séries Star Wars et 15 nouvelles séries Disney/Pixar. Ayant déjà dépassé de loin leur objectif initial pour 2024, ils ont également dévoilé une nouvelle ambition de 230 à 260 millions d'abonnés Disney+ d'ici la fin septembre 2024.

Nous sommes convaincus que Disney est l'une des rares sociétés de médias à disposer des marques, du contenu et des ressources financières nécessaires pour affronter la concurrence mondiale dans le domaine du streaming, et nous ne voyons aucune raison pour que sa marge d'exploitation soit sensiblement inférieure à celle de Netflix, qui était de 20,9 % en 2021.

Parks, Experiences & Products

“Ne laissez jamais une bonne crise se perdre.”⁷

-Winston Churchill

Cette division comprend toutes les autres activités qui aident Disney à monétiser ses personnages et ses franchises.

Parks & Experiences (31% du chiffre d'affaires 2019)

Les parcs à thème sont l'une des principales sources de monétisation des univers et des personnages de la société au-delà des écrans.

Il existe 6 parcs Disney dans le monde. Le groupe en possède 3 à part entière (2 aux États-Unis, 1 en France), détient une minorité dans les 2 parcs en Chine (participation de 43 %) et celui de Tokyo est exploité dans le cadre d'un accord de licence.



Les parcs à thème sont une activité à forte intensité capitaliste et à marge élevée. Il faut beaucoup d'investissements en immobilisations corporelles pour construire et entretenir les parcs, notamment les attractions, les restaurants et les hôtels. Les coûts fixes, y compris amortissements et frais de personnel, sont élevés, mais en contrepartie, le levier opérationnel est très important : la marge additionnelle sur la vente d'un billet supplémentaire est de presque 100 %.

Globalement, les recettes sont un facteur :

- De la fréquentation du parc,
- Des dépenses moyennes par visiteurs, incluant billets entrées, ventes de jouets, nourriture et boissons,
- Du nombre de chambres d'hôtel,
- Du taux d'occupation des hôtels et des dépenses par chambre.

Pendant les années précédant la pandémie, Disney a réussi à accroître la fréquentation de ses parcs de 3% par an, tout en utilisant sa machine marketing et son pouvoir de fixation des prix pour augmenter les dépenses par visiteur de 3 à 4% par an également. Grâce au levier opérationnel, les marges d'exploitation sont passées de 15,1 % en 2009 à 25,4 % en 2019.

La division Parcs & Expériences comprend également les croisières Disney (4 bateaux), les clubs de vacances (15 établissements), l'organisation d'excursions et l'hôtel Disney Resort & Spa à Hawaï.

⁷ “Never let a good crisis go to waste.”

Évidemment, la pandémie a eu un impact important sur cette division, la plupart des parcs ayant été fermés pendant des mois en 2020. Le chiffre d'affaires aux Etats-Unis a chuté de 41,1 % au cours de l'exercice 2020, se terminant en septembre, et a encore baissé de 8,5 % au cours de l'exercice 2021. Les parcs à l'international ont enregistré des résultats encore plus mauvais. Cette situation sans précédent a obligé Disney à prendre des mesures radicales et à mettre au chômage technique des dizaines de milliers d'employés.

La situation a commencé à s'améliorer au bout de quelques mois, mais au cours du trimestre juin-septembre de l'année dernière, les recettes étaient encore en baisse de 18,6 % au niveau national et de 40 % au niveau international. Au total, la division a perdu près de 6 milliards de dollars au cours des 18 derniers mois, contre un bénéfice d'exploitation de 4,9 milliards de dollars en 2019.

Cependant, la direction a profité de la fermeture des parcs pour améliorer sensiblement le modèle économique. Entre autres choses, ils ont :

- Créé un nouveau programme d'adhésion annuelle à Disneyland Resort et Walt Disney World,
- Amélioré l'optimisation de la billetterie et l'efficacité opérationnelle,
- Lancé un nouveau service digital, Disney Genie, qui permet aux visiteurs de naviguer facilement et efficacement dans les parcs et d'améliorer leur expérience. Cela inclut l'élaboration d'itinéraires, des files d'attente virtuelles, la commande de nourriture par téléphone mobile et les enregistrements sans contact.
- Implémenté également des améliorations physiques dans les parcs pour permettre une meilleure circulation des visiteurs,
- Tout en continuant bien sûr à investir dans de nouvelles attractions et activités.

Nous estimons que tous ces investissements devraient permettre d'accroître à la fois le nombre de visiteurs, ainsi que la dépense moyenne par visiteur et par conséquent être relutifs sur les marges.

Consumer products (7% du chiffre d'affaires 2019)

Cette activité comprend les opérations merchandising et de vente au détail (77 magasins dans le monde + e-commerce).

Les opérations merchandising de Disney sont un business très lucratif, et la division « consumer products » génère une marge opérationnelle de 40 à 50 %. Cependant, ce marché est mature et la croissance y est relativement limitée.

Thèse d'investissement

Nous avons initié une position relativement modeste dans Disney fin 2018, et avons renforcé notre investissement pendant la correction de marché induite par l'épidémie de Covid.

Nous considérons la société comme un gagnant à long terme dans le secteur des médias, avec une stratégie de monétisation pour l'instant inégalée. Grâce à la fidélité des consommateurs, à une capacité de création hors pair et à une stratégie de distribution diversifiée, nous pensons que Disney sera en mesure de maintenir une position dans le top 2 du streaming vidéo au niveau mondial.

Après une forte performance en 2019 (+31,9%), et un rendement volatil mais somme toute satisfaisant en 2020 (+25,3%), le titre a perdu 14,5% en 2021. Nous estimons que cela s'explique par deux raisons :

- Suite à plusieurs trimestres solides de collecte d'abonnés chez Disney+, le dernier trimestre a marqué un ralentissement, faisant craindre aux investisseurs que l'entreprise ne manque son objectif à long terme,

- Un redressement plus long que prévu de la division Parcs & Expériences, car de nouvelles vagues de Covid continuent de perturber l'activité et retardent la réalisation de son potentiel de marge.

1/Streaming/DTC:

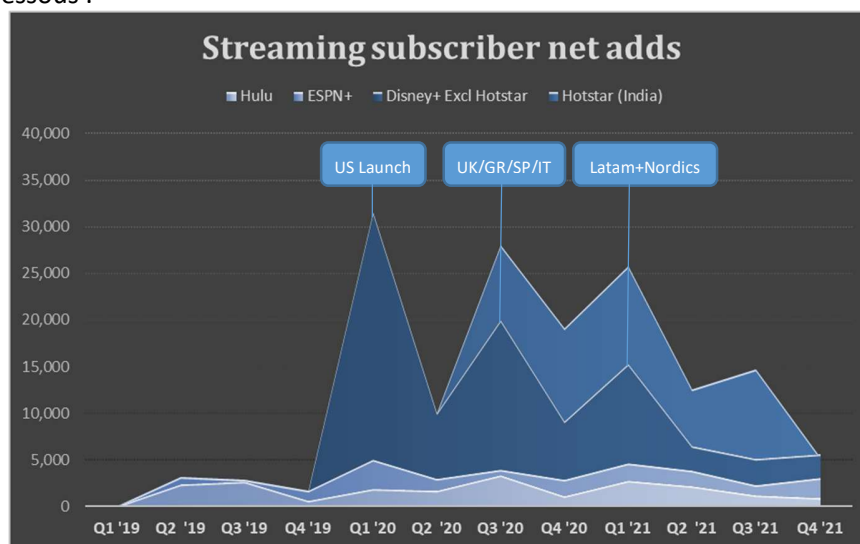
Comme discuté ci-dessus, les chiffres de nouveaux abonnés Disney+ ont déçu les investisseurs au cours du dernier trimestre de juin à septembre.

Ceci est le résultat de plusieurs facteurs :

- La demande initiale a été accélérée pendant les confinements, et donc un ralentissement était à prévoir,
- Les perturbations liées au Covid sur la production d'émissions de télévision et de films, ont entraîné des retards et un manque de nouveau contenu,
- Le report de la compétition de cricket en Inde (Indian Premier League), a généré des pertes d'abonnés dans le pays,
- Relativement peu de nouveaux pays ont été lancés au cours des 9 premiers mois de 2021, avec seulement Singapour, la Malaisie et la Thaïlande.



Bien que l'impact individuel de chacun de ces éléments soit impossible à quantifier, l'effet des lancements de nouveau marchés est clairement visible dans le graphique ci-dessous :



Source: The Walt Disney Company, River 31 Capital Partners

Concernant les projections sur les prochains trimestres, nous savons que :

- Le service Disney+ a été lancé en Corée du Sud et à Hong-Kong en novembre 2021 et le sera sur 15 marchés en 2022, dont 10 pays européens supplémentaires, plus la Turquie, Israël, l'Afrique du Sud, les Philippines et le Vietnam,

- Disney prévoit de doubler le nombre de pays dans lesquels Disney+ est disponible pour atteindre plus de 160 pays d'ici la fin septembre 2023,
- L'Indian Premier League a repris le 19 septembre,
- La société investit massivement dans la création de contenu additionnel, avec plus de 340 titres déjà en production, et doublera presque la quantité de contenu original au cours de l'exercice 2022.

Au final, nous prévoyons que Disney pourrait légèrement manquer ses objectifs d'abonnés Disney+ pour 2024, mais que le groupe devrait tout de même atteindre plus de 300 millions d'abonnés pour l'ensemble de ses offres de streaming vidéo.

En outre, nous pensons que Disney dispose d'un important potentiel inexploité sur les prix de ses abonnements. A titre de référence, Netflix a augmenté ses prix aux États-Unis de 2,8 % à 7,5 % par an, en fonction du forfait.

NETFLIX PRICE HIKES

Price	Jan 2022	Oct 2020	Jan 2019	Oct 2017	Oct 2015	Apr 2014	Apr 2013
Premium (4K, 4 screens)	\$19.99	\$17.99	\$15.99	\$13.99	\$11.99	\$11.99	\$11.99
Standard (HD, 2 screens)	\$15.49	\$13.99	\$12.99	\$10.99	\$9.99	\$8.99	\$7.99
Basic (No HD, 1 screen)	\$9.99	\$8.99	\$8.99	\$7.99	\$7.99	\$7.99	N/A

Jusqu'à présent, Disney a implémenté qu'une hausse de prix pour Disney+ aux États-Unis depuis le lancement, de 6,99 à 7,99 dollars par mois, sans tarification différenciée. Par conséquent, un abonnement Disney+ coûte actuellement 20 % de moins que l'offre de base de Netflix et presque la moitié de l'offre standard, la plus répandue. En outre, Disney propose un prix groupé de 13,99 \$ par mois pour Disney+, Hulu et ESPN+, qui s'avère 10% moins cher que son concurrent, pour une offre plus diversifiée.

Dans notre scénario de base, nous modélisons une augmentation annuelle de 5 % du prix de l'abonnement Disney+.

En conclusion, Disney dispose de nombreuses pistes pour réussir dans le streaming, avec des sorties de contenus supplémentaires - y compris dans le sport -, des lancements sur de nouveaux marchés et l'augmentations des prix des abonnements. Bien que les nouvelles souscriptions puissent être volatiles d'un trimestre à l'autre, nous sommes convaincus que la société peut atteindre son objectif de 300 à 350 millions d'abonnés DTC pour l'année fiscale 2024, et modélisons 310m d'abonnés environ à cette échéance.

Alors que ce business est aujourd'hui déficitaire, le groupe prévoit que Hulu et ESPN+ atteignent leur seuil de rentabilité opérationnelle au cours de l'exercice 2023 et Disney+ au cours de l'exercice 2024. Nous observons que Netflix a déjà atteint une marge d'exploitation de 20.9% en 2021, ce qui démontre le levier opérationnel sur cette activité, qui ne devrait profiter qu'aux leaders mondiaux du secteur, voire à certains acteurs de niche.

2/Parks & Experiences

Une autre source d'inquiétude pour les investisseurs est la perturbation de l'activité Parcs & Expériences par la pandémie. Alors que les variants de Covid créent de nouvelles vagues d'infection dans le monde, on peut légitimement se demander quand cette division bénéficiera finalement d'un retour à la normal.

Pour l'instant, la fréquentation reste inférieure aux niveaux de 2019, le dernier trimestre ayant fait état d'une baisse de 18,6 % des revenus dans les parcs américains malgré une augmentation des dépenses par visiteur. La situation est encore pire à l'étranger, les parcs de Shanghai et de Hong-Kong étant encore régulièrement confrontés à des fermetures temporaires.

Si nous ne pouvons prédire avec certitude quand la pandémie prendra définitivement fin, nous sommes convaincus que :

- Chaque nouvelle vague provoque moins de perturbations que les précédentes, du moins sur les marchés développés,
- L'appétit des gens pour ce type de divertissements reste très fort.

Par conséquent, nous pensons qu'il ne s'agit que d'une question de temps avant que cette activité ne se normalise. En outre, Disney enregistre actuellement une forte augmentation des dépenses par invité, de l'ordre de 30 %, via notamment à la vente de forfaits Genie+.

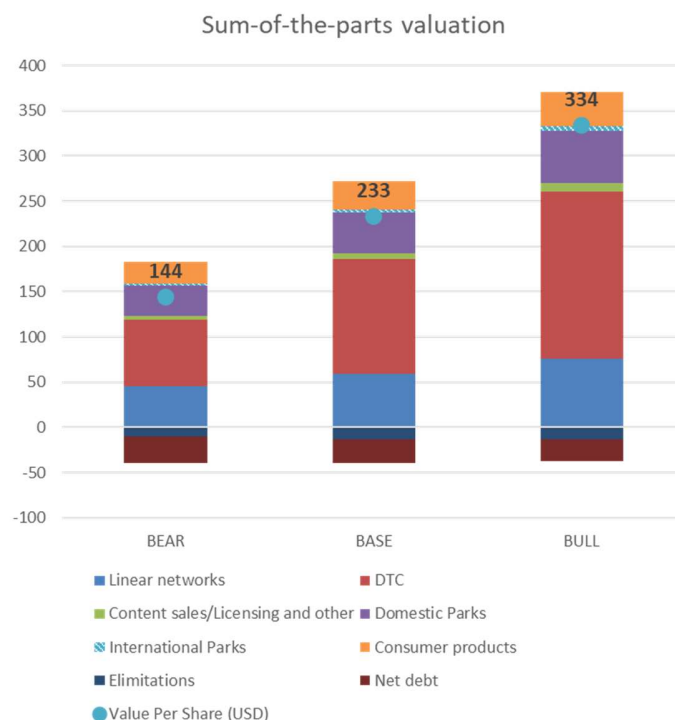
Grâce à l'augmentation des dépenses et à l'optimisation des coûts, nous pensons que la division Park s& Expériences peut réaliser une marge plus élevée à long terme qu'avant la pandémie et en sortira dans une position renforcée. Nous sommes prêts à attendre que le marché le reconnaisse.

Modèle de valorisation

Comme nous expliqué précédemment, nous sommes convaincus que les deux problèmes qui pèsent actuellement sur le titre seront résolus, et nous anticipons une hausse significative de l'action.

Nous valorisons Disney via un modèle de somme des parties, avec des projections sur 3 ans. Nous appliquons une décote importante par rapport aux multiples historiques de Netflix pour le segment DTC, et un multiple sur le résultat opérationnel d'environ 14x en moyenne pour les autres divisions.

Dans notre scénario baissier, nous introduisons une décote de 20 % par rapport aux multiples les plus bas de Netflix au cours des 5 dernières années et un multiple moyen de 12x l'EBIT pour les autres activités.



Aux cours actuels⁸, le potentiel de baisse à horizon 2-3 ans semble être limité et nous estimons la hausse possible entre 70% et 145%. Par conséquent le titre reste une de nos principales positions.

Principaux risques

Compétition accrue dans le streaming vidéo

La concurrence dans le domaine du streaming est féroce. Disney n'affronte pas seulement Netflix, mais aussi les géants de la technologie (Apple, Amazon, Google), les groupes de média traditionnels (Comcast/NBC, AT&T/HBO, ViacomCBS) et des acteurs locaux.

Bien que la concurrence ne puisse que s'intensifier, nous pensons que Disney dispose d'atouts uniques qui devraient lui permettre de conserver une position de leader dans ce domaine.

L'impact prolongé des restrictions de voyage et autres confinements sur l'activité Parcs & Expériences.

La pandémie continue de perturber les voyages et les activités de loisirs, même si nous pensons que grâce aux vaccins et à l'immunité naturelle, les répercussions des nouvelles vagues de contamination continueront de diminuer avec le temps.

La Chine reste cependant un pays à surveiller, car sa politique de « zéro-Covid » implique encore à ce jour de nouvelles fermetures et restrictions.

Réduction à long terme de la demande de voyages et/ou augmentation des coûts de fonctionnement

La division Parcs & Expériences est en partie dépendante des flux de voyageurs, qu'ils soient locaux ou internationaux. Si nous restons inquiets quant à l'industrie des voyages d'affaires, nous estimons que celle du tourisme devrait se redresser entièrement et pourrait même bénéficier d'une demande accrue dans les années à venir.

⁸ Au 21/01/2022

L'industrie des loisirs pourrait également être confrontée à une augmentation des coûts d'exploitation en raison de la pandémie. Il s'agit notamment de frais de nettoyage et d'équipements de protection supplémentaires, dont certains pourraient être nécessaires pendant plusieurs années, mais nous pensons que les initiatives d'optimisation des coûts devraient les compenser.

Enfin, l'inflation pourrait avoir un impact sur les bénéfices, en particulier dans le secteur Parcs et Expériences, car cette division emploie beaucoup de personnel. Par le passé, Disney a bénéficié d'une capacité à augmenter ses prix, et nous avons confiance dans son aptitude à répercuter la majorité des augmentations de coûts.

Conclusion

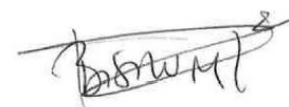
Bien que l'action Disney ait été sous pression ces derniers temps, la société reste, selon nous, une des meilleures pour créer du contenu et le monétiser sur une multitude de plateformes. L'entreprise semble réussir son virage vers le streaming vidéo et a profité de la crise du Covid pour améliorer son modèle opérationnel dans les parcs à thème.

Nous sommes convaincus que la société sortira renforcée de la pandémie et nous anticipons une hausse significative du cours de l'action sur les prochaines années.

Bien que les derniers mois, janvier compris, se soient avérés plus difficiles que prévu, principalement en raison des incertitudes macro-économiques, le portefeuille du Fonds Myria+River 31 Global Opportunities reste aujourd'hui bien positionné pour bénéficier de la performance durable de sociétés de qualité, valorisées actuellement sur des multiples raisonnables. Nous maintenons une exposition à plusieurs tendances de long-terme, mais aussi à la réouverture de l'économie.

Tout au long de l'année nous nous efforcerons de continuer à améliorer le ratio rendement/risque de ce portefeuille en remettant en question nos investissements actuels et en recherchant de nouvelles opportunités plus attrayantes.

Merci encore de votre soutien,



Pierre Bismuth, CFA

Directeur Général de Myria-AM et gérant du Fonds



Nicolas Brice, CFA

Président de River 31 Capital Partners et conseiller en investissements financiers

Le présent document n'a été élaboré qu'à titre d'information et a pour but d'aborder de manière simplifiée les principales caractéristiques du fonds, il ne saurait donc constituer une recommandation, un conseil en investissement, ou une offre d'achat. Les performances ne sont pas constantes dans le temps et ne préjugent pas des performances et des rendements futurs. Préalablement à toute souscription, il convient de se reporter aux prospectus, DICI et autres informations réglementaires accessibles sur notre site www.myria-am.com ou gratuitement sur simple demande auprès de la société de gestion : Myria Asset Management, SGP agréée par l'AMF sous le N°GP-14000039, 32, avenue d'Iéna, 75116 Paris.