

Lettre annuelle 2023

Myria + River 31 Global Opportunities

Paris, le 18 janvier 2024

Performance

Le Fonds Myria+River 31 Global Opportunities (part I) a terminé l'année 2023 en hausse de +27.4% en euros, net de frais de gestion.

L'exercice 2023 a été marqué par le rebond de la majorité des marchés actions mondiaux. Ainsi, grâce au ralentissement de l'inflation et en l'absence de choc économique majeur, la plupart des indices finissent en forte hausse, exception faite cependant des indices actions chinois.

Indice	Performance 2023 nette
S&P 500 Total Return – USD	+25.7%
STOXX Europe 600 – EUR	+15.8%
MSCI World – EUR	+19.6%
MSCI ACWI – EUR	+18.1%
MSCI Emerging Markets – EUR	+6.1%
MSCI China – USD	-11.2%

Sources : MSCI, S&P, Qontigo

Par ailleurs, le dollar US a baissé de 3.4% par rapport à l'euro sur l'année.

Les performances réalisées par le passé ne préjugent pas des performances et des rendements futurs. Elles ne sont pas constantes dans le temps.

Synthèse de l'année 2023

Stratégie d'investissement

L'année 2023 s'achève donc dans de bien meilleures conditions qu'elle n'avait commencé, tant au niveau des inquiétudes pour l'économie mondiale que sur le plan des performances du Fonds.

Après une fin d'année 2021 frustrante et 9 mois difficiles en 2022, marqués par une actualité macro-économique et géopolitique angoissante et des performances relativement décevantes, nous avons décidé au cours du dernier trimestre 2022 d'ajuster notre stratégie d'investissement.

Les objectifs étaient multiples, mais avec une cible unique d'améliorer le ratio rendement/risque du Fonds sur le long terme, en tirant les enseignements nécessaires pour se concentrer sur ce que nous savions bien faire et réduire les sources de sous-performance.

Après une analyse rigoureuse et détaillée, nos conclusions étaient les suivantes :

- a. La recherche d'une marge de sécurité doit se focaliser en premier sur la qualité des fondamentaux, avant même les aspects de valorisation, bien que ceux-ci restent importants,

- b. La diversification dans des situations de moins bonne qualité est contre-productive à moyen/long terme,
- c. Cependant, une stratégie de « buy and hold » très concentrée peut engendrer une volatilité trop importante dans un environnement incertain,
- d. La couverture systématique du risque de change EUR/USD s'avère trop coûteuse sur le long-terme et contre-productive car elle augmente la volatilité du portefeuille en cas de stress de marché.

En toute logique, nous avons donc décidé les ajustements suivants :

1. Concentrer notre analyse et le portefeuille sur les sociétés de qualité délivrant une croissance rentable sur le long-terme,
2. Réduire, voire éliminer nos investissements sur les autres types de situations :
 - Situations de type « value », voire « deep value », dans des sociétés de qualité médiocre,
 - Investissements dans les pays émergents,
 - Positions dans des sociétés à forte croissance mais à la rentabilité incertaine.
3. Augmenter la diversification sectorielle et en nombre de titres, tout en restant très exigeants sur la qualité des fondamentaux,
4. Adopter une politique de couverture de change plus dynamique.

Si nous avons commencé à implémenter ces décisions au 4^e trimestre 2022, nous avons continué à repositionner le portefeuille tout au long de 2023, avec notamment la vente de Brightouse Financials (spin-off/value) et de PagSeguro (société de paiement au Brésil).

En termes de diversification sectorielle, nous avons renforcé notre allocation dans :

- La consommation courante avec des investissements dans Mondelez (numéro 1 mondial des biscuits sucrés), Pepsico (#2 mondial des boissons non-alcoolisées et leader mondial sur les biscuits salés), Lamb Weston (#1 mondial du processing de pommes de terre), Reckitt (leader mondial sur plusieurs catégories de grande consommation) et Domino's Pizza (1^{ère} chaîne de pizzerias au monde),
- L'industrie via de nouvelles positions dans Fastenal (#1 américain sur la distribution de fournitures industrielles), Graco (numéro 1 mondial dans le domaine de l'application de fluides), Autozone (leader américain de la vente aux particuliers de pièces détachées pour l'automobile), Canadian Pacific (une des plus grandes compagnies ferroviaires d'Amérique du Nord) et Air Liquide (#2 mondial de la fourniture de gaz industriels et médicaux),
- La consommation discrétionnaire -et notamment le luxe- grâce à LVMH, San Lorenzo (#2 mondial des yachts et #1 sur le créneau des 30-40m), et Nike (leader mondial des articles de sport).

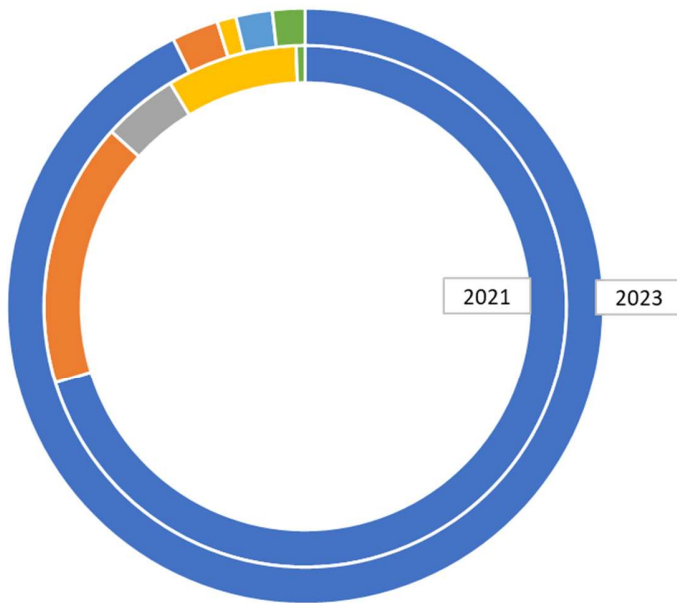
Toutes ces sociétés ont en commun d'être leaders sur leur marché, de générer des marges élevées et une croissance soutenue sur le long-terme.

A fin 2023, le Fonds était donc nettement plus diversifié que deux ans auparavant, avec 48 positions contre 30 :

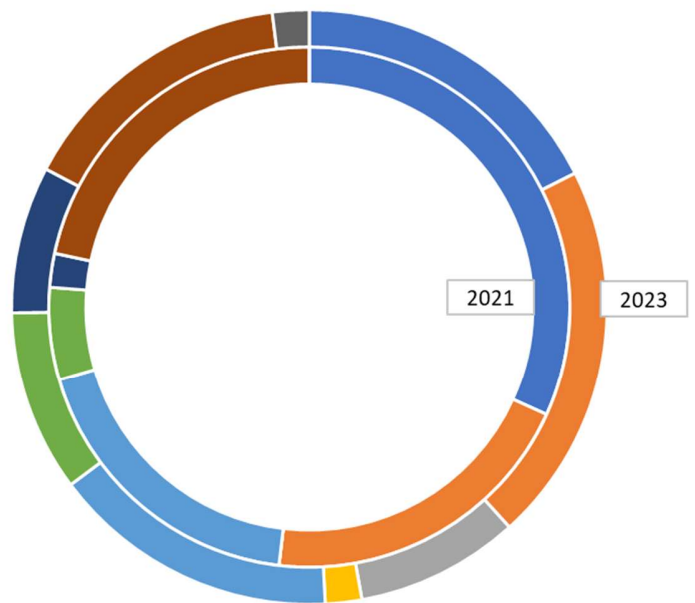
	31-Dec-21	31-Dec-23
Nombre de positions	30	48
Top 10	58%	41%
Top 20	88%	64%
Poids moyen	3.4%	2.0%

Le portefeuille bénéficie également d'une plus grande diversification sectorielle, mais plus de concentration sur les pays développés et les sociétés de qualité, comme indiqué sur les graphiques ci-dessous, représentant l'allocation d'actif à fin 2021 (cercle intérieur) et fin 2023 (cercle extérieur).

Allocation par type de situation

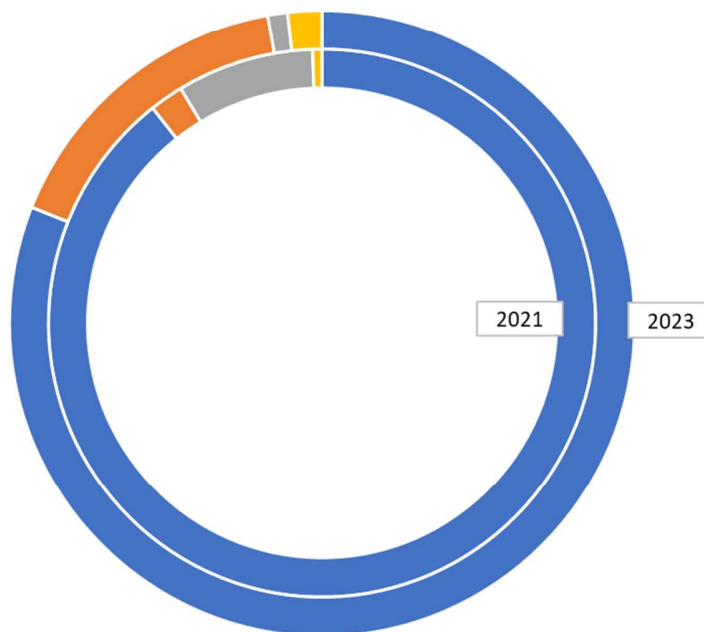


Allocation sectorielle



- Quality
- Value/spin-off
- Unprofitable growth
- Communication Services
- Consumer Discretionary
- Consumer Staples
- Emerging/Asia
- Energy
- Cash
- Energy
- Financials
- Health Care
- Industrials
- Information Technology
- Materials

Allocation géographique



- USA
- Europe
- Emerging/Asia
- Cash

Les quatre pondérations suivantes résument cette évolution dans l'allocation entre fin 2021 et fin 2023 :

	31-Dec-21	31-Dec-23
Sociétés de qualité	71%	93%
Santé+Consommation courante +Industrie+Matériaux+Energie	8%	31%
Europe	2%	16%
Asie/Emergents	8%	1%

Evolution de la couverture de change

Pour finir sur les évolutions structurelles, un dernier point sur notre politique de couverture de change. Lors du lancement du Fonds, nous avons décidé de couvrir systématiquement, via des futures, 90% à 100% de l'exposition en US Dollar, sachant que les actions américaines représentent historiquement plus de 80% du portefeuille.

Après quelques années d'opération, nous avons fait les constats suivants :

- Nous avons calculé que ce choix structurel avait coûté en moyenne au Fonds plus de 1% par an, lié au différentiel de taux d'intérêts de part et d'autre de l'Atlantique,
- Le bénéfice est incertain, car le taux de change EUR/USD évolue généralement dans une fourchette relativement restreinte,
- La couverture de change augmente structurellement la volatilité du portefeuille, le dollar jouant généralement un rôle de valeur refuge dans les périodes de stress,
- La couverture exacte de l'exposition est particulièrement difficile, car les sociétés en portefeuille réalisent leurs profits à travers le monde et leurs politiques de couverture de change sont très disparates.

Nous avons donc décidé de réduire structurellement notre couverture et d'adopter une politique plus dynamique, qui varie en fonction du taux de change. A fin 2023, seule la moitié de l'exposition en USD étaient couverte, et le taux de couverture devrait encore baisser si l'euro continue de rebondir.

Attribution de performance

Force est de constater que ce ne sont pas nécessairement ces évolutions dans la stratégie de gestion qui expliquent la bonne performance du Fonds en 2023.

En effet, celle-ci est attribuée principalement au rebond particulièrement fort des grandes valeurs de croissance américaines détenues en portefeuille, après une année 2022 désastreuse sur le plan boursier, comme exposé dans le tableau ci-après.

Principales contributions 2023

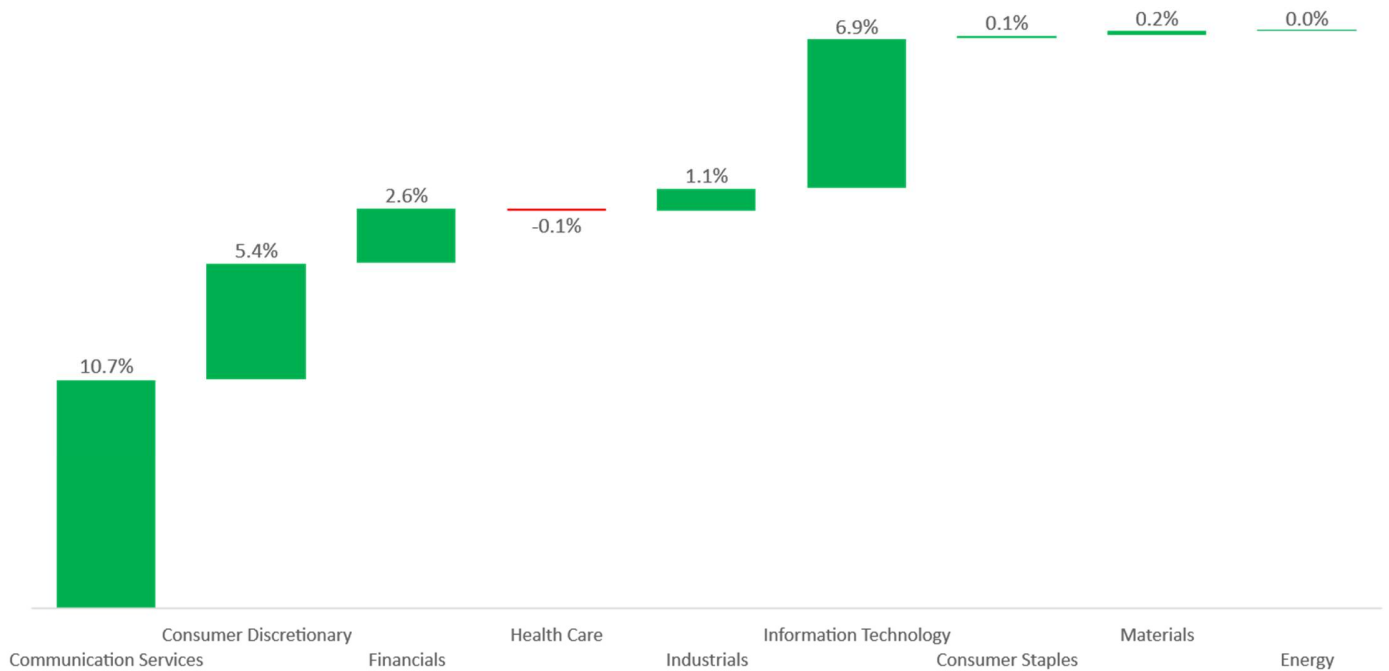
Titre	Secteur	Contribution 2023	Performance			Poids
			2022	2023	Cumulée	31/12/2023
Meta Platforms Inc	Communication Services	+4.7%	-64.2%	+194.1%	+5.2%	4.0%
Booking Holdings Inc	Consumer Discretionary	+3.1%	-16.0%	+76.0%	+47.8%	5.0%
Alphabet Inc	Communication Services	+2.8%	-39.1%	+58.3%	-3.6%	5.1%
Microsoft Corp	Information Technology	+2.6%	-28.7%	+56.8%	+11.8%	5.0%
Amazon.com Inc	Consumer Discretionary	+2.2%	-49.6%	+80.9%	-8.9%	4.4%
Netflix Inc	Communication Services	+1.5%	-51.1%	+65.1%	-19.2%	2.0%
Salesforce Inc	Information Technology	+1.4%	-47.8%	+98.5%	+3.5%	2.0%
Adobe Inc	Information Technology	+1.3%	-40.7%	+77.3%	+5.2%	1.5%
Activision Blizzard Inc	Communication Services	+1.2%	+15.1%	+24.1%	+42.8%	0.0%
Moody's Corp	Financials	+1.2%	-28.7%	+40.2%	0.0%	3.4%
Total/moyenne		+21.9%	-35.1%	+77.1%	+8.5%	32.3%

Les performances réalisées par le passé ne préjugent pas des performances et des rendements futurs. Elles ne sont pas constantes dans le temps.

Si nous excluons Activision-Blizzard, cible d'une OPA, les 10 valeurs ayant le plus contribué à la bonne performance de 2023 avaient ainsi chuté de plus de 40% au cours de l'année précédente, ce qui nous semblait alors particulièrement excessif, compte tenu de la qualité des sociétés, de leurs positions dominantes, et de la solidité de leurs bilans. Nous estimions en effet que le ralentissement de la croissance en 2022 était principalement lié à une normalisation post-Covid après deux années extraordinaires, et non à un affaiblissement structurel de leurs avantages concurrentiels.

A l'inverse, les secteurs que nous avons renforcés fortement (santé, consommation courante, industrie) n'ont pas particulièrement soutenu la performance 2023, comme indiqué dans le graphique ci-après. Pour autant, ces investissements contribuent significativement à la baisse de la volatilité du portefeuille.

Contributions sectorielles en 2023



Source : River 31 Capital Partners

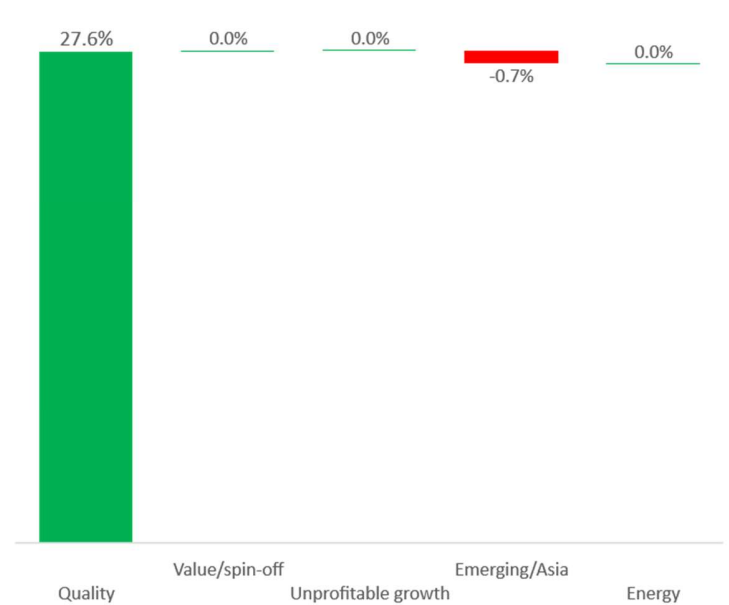
Nous noterons cependant que les valeurs que nous avons sorties du portefeuille ont en moyenne beaucoup moins rebondi, ce qui nous conforte dans nos décisions, la performance du Fonds étant maintenant presque exclusivement tirée par l'allocation en titres de sociétés de qualité (cf. graphique page 6).

Contributions 2022



Contributions 2023

Source : River 31 Capital Partners



Source : River 31 Capital Partners

Enfin, le rebond de l'euro par rapport au dollar a contribué négativement à la performance, du fait de notre réduction graduelle du taux de couverture.

En résumé, depuis fin 2022, nous avons :

- 1. Reconcentré presque exclusivement le portefeuille sur des sociétés européennes et américaines de qualité,**
- 2. Augmenté la diversification sectorielle,**
- 3. Adopté une politique de couverture de change plus dynamique et moins coûteuse.**

Et cela, tout en gardant une approche de gestion « bottom-up » et opportuniste, basée sur l'analyse des fondamentaux des sociétés et la recherche d'une marge de sécurité qualitative et quantitative. Nos performances depuis 15 mois environ nous confortent dans ces choix.

Pour terminer cette lettre, nous vous présentons nos thèses d'investissement pour deux valeurs. La première, Booking Holdings, fait partie du portefeuille depuis plus de 5 ans, alors que la deuxième, Sanlorenzo, est un investissement initié en 2023.

Exemple de position #1 : Booking Holdings Inc.¹ (NYSE: BKNG)

Introduction

Nous avons établi courant 2018 une position de long terme dans Booking Holdings (« Booking »). Nous l’avons maintenue durant l’épidémie de Covid, car nous étions convaincus que le groupe sortirait renforcé de cette crise sanitaire. Il s’agissait d’une des 5 premières positions du Fonds sur l’ensemble de 2023 et reste un investissement de forte conviction.

Booking Holdings, est la plus grande agence de voyages en ligne au monde, que ce soit en chiffre d’affaires, en profits, ou en capitalisation boursière.

Via ses différents sites et applications (voir ci-contre), la société offre des services de réservation et de paiement pour des nuits d’hôtel, mais également des locations touristiques de courte durée (type « AirBnB »), ainsi que des billets d’avion, des voitures de location, des réservations de restaurant, croisières et autres expériences touristiques.



L’histoire de la société débute en 1996 avec la création de Priceline.com aux Etats-Unis, avec un concept novateur offrant aux clients potentiels la possibilité de fixer leurs budgets de voyage en échange d’une flexibilité sur la destination.

Après une introduction en bourse en 1999, l’histoire se poursuit par l’acquisition de Booking.com, principal site de réservation d’hôtels en Europe. S’en suivent, entre 2007 et 2014, les acquisitions d’Agoda en Asie, de Kayak (comparateur) et d’Opentable (réservations de restaurants). En 2010, Priceline devient le premier groupe de réservation d’hôtels au monde devant Expedia, avant d’être renommé « Booking Holdings, Inc. » en 2018.

En 2022, la société opérait les deux plus grands sites de réservation d’hôtels au monde, avec Booking.com et Agoda.



¹ 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.

A fin mars 2023, Booking proposait la possibilité de réserver parmi 28 millions de chambres dans 2.8 millions d'établissements répartis dans plus de 220 pays, dont 2.4 millions de meublés touristiques représentant plus de 7 millions de chambres. Sur l'ensemble de l'année, le groupe devrait afficher pour la première fois plus d'un milliard de nuitées réservées, soit un peu moins de 10% des nuitées disponibles dans les établissements référencés.

Modèle économique et avantage concurrentiel

La réservation de nuits d'hôtels représente plus de 75% du chiffre d'affaires du groupe, et son modèle économique est relativement simple :

1. La société référence des établissements hôteliers et des meublés touristiques, en échange d'une commission sur les réservations. Cette commission, qui peut varier entre 12% et 20%, s'établit en moyenne à 16%.
2. Puis Booking recrute des clients, soit en direct sur ses sites et applications mobiles, soit via l'achat de mots clés sur les moteurs de recherches.

Booking Holdings joue donc le rôle d'agrégateur d'offre et de demande. Ce service représente une forte valeur ajoutée pour les voyageurs, qui peuvent faire leur choix parmi de multiples possibilités d'hébergement, et bénéficier des avis des clients précédents. Il est également très important pour les propriétaires, et notamment les petits hôteliers indépendants et les loueurs de meublés touristiques, qui n'ont pas les moyens de développer leur notoriété et une plateforme de réservation globale.

La valeur ajoutée d'un agrégateur, et donc sa capacité à extraire des profits d'un secteur donné, est généralement inversement corrélée à la concentration des acteurs de part et d'autre de la chaîne de valeur. Concernant Booking Holdings, il s'agit des voyageurs d'une part, et des propriétaires d'hôtels ou de meublés d'autre part.

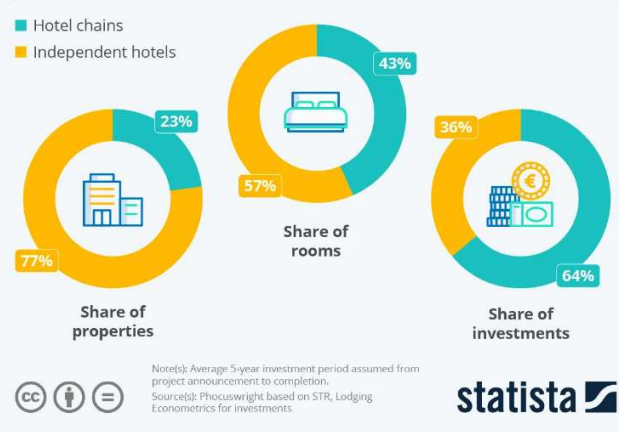
Si le premier groupe -les voyageurs- est particulièrement morcelé, la concentration des acteurs dans le deuxième groupe dépend fortement des marchés :

- L'univers de l'hôtellerie est plutôt concentré aux USA, où les chaînes d'hôtels détiennent plus de 70% des chambres disponibles,
- C'est l'inverse en Europe, où les indépendants représentent plus de 75% des établissements et presque 60% des chambres,
- En Asie, le marché est équilibré avec environ 50% des chambres détenus par des indépendants,
- Enfin, les détenteurs de meublés touristiques forment un groupe relativement morcelé.

Le premier de ces marchés est donc généralement moins rentable pour les agences de voyages, mais Booking Holdings, de par son historique européen, bénéficie d'un mix géographique particulièrement attractif, avec plus de 50% de son activité réalisée sur le vieux continent, alors que l'Asie représente environ 20%.

EUROPEAN INDEPENDENT HOTELS ARE OUTSPENT BY CHAINS ALMOST TWO TO ONE

Market and investment share of chain vs. independent hotels in Europe in 2021



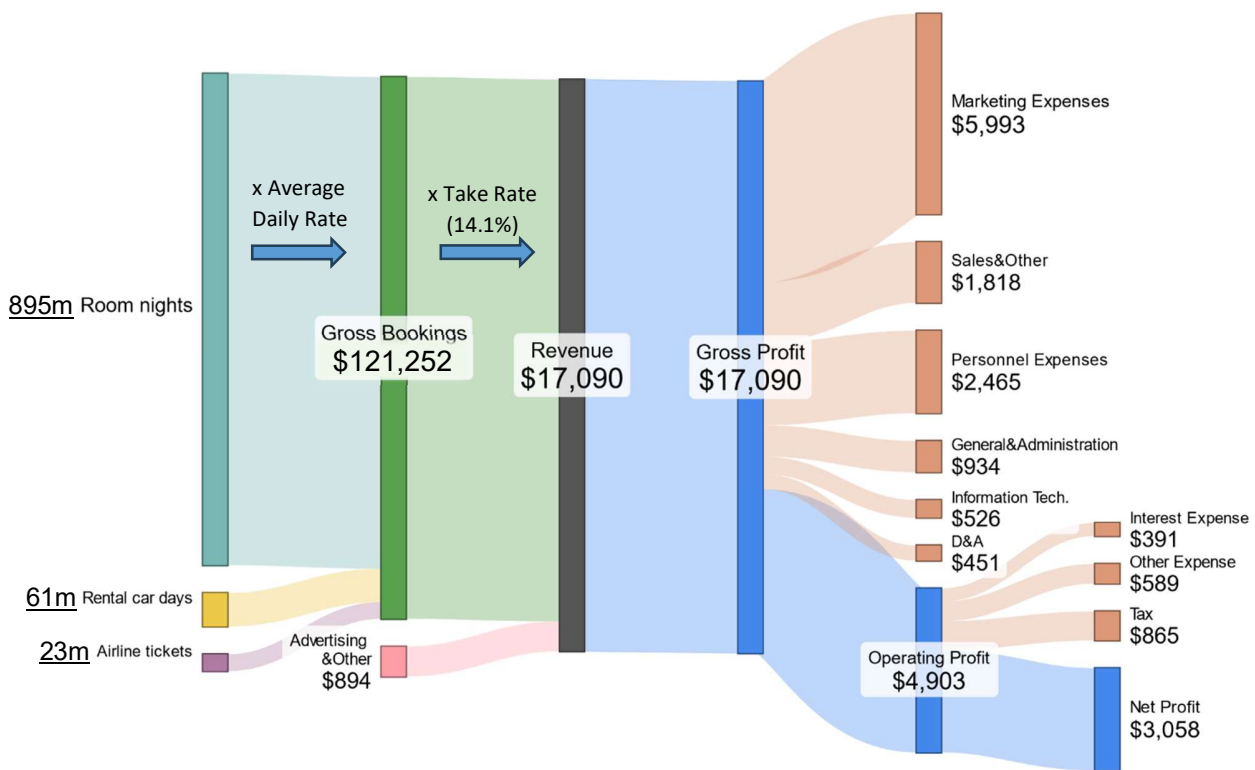
Ce positionnement géographique est une des raisons principales du succès de la société, les hôteliers indépendants ayant peu d'alternatives pour optimiser le remplissage de leurs établissements, au contraire des grandes chaînes d'hôtels qui bénéficient de plateformes de réservation et de systèmes de fidélisation

propres. Une étude de la Commission Européenne a d'ailleurs constaté qu'en 2021, les hôteliers indépendants en Europe s'appuyaient sur les agences de voyages en ligne pour 44% de leurs réservations contre 24% pour les chaînes d'hôtels.

Grâce à cela, et à une excellente exécution, Booking Holdings a construit et renforcé au fil des ans un effet réseau significatif : plus de propriétés attirent plus de voyageurs, ce qui attire plus de propriétaires.

Pour maintenir son avance, Booking doit investir dans sa plateforme informatique, mais aussi dans le suivi de son réseau de propriétés ainsi que dans le marketing auprès des voyageurs. Cependant, son avantage de taille (3x plus de nuitées réservées qu'Expedia et 2x plus qu'AirBnB) lui permet de bénéficier de moyens nettement supérieurs et d'économies d'échelle.

Le compte de résultat 2022 de Booking Holdings peut se synthétiser comme suit (chiffres en millions) :



Source : Booking Holdings, River 31 Capital Partners

A noter que les 121 milliards de dollars réservés sur les plateformes de Booking représentent 6% de la valeur mondiale de l'industrie du voyage et du tourisme, et 10% des réservations effectuées sur Internet, selon Euromonitor.

Les principales caractéristiques du modèle économique sont les suivantes :

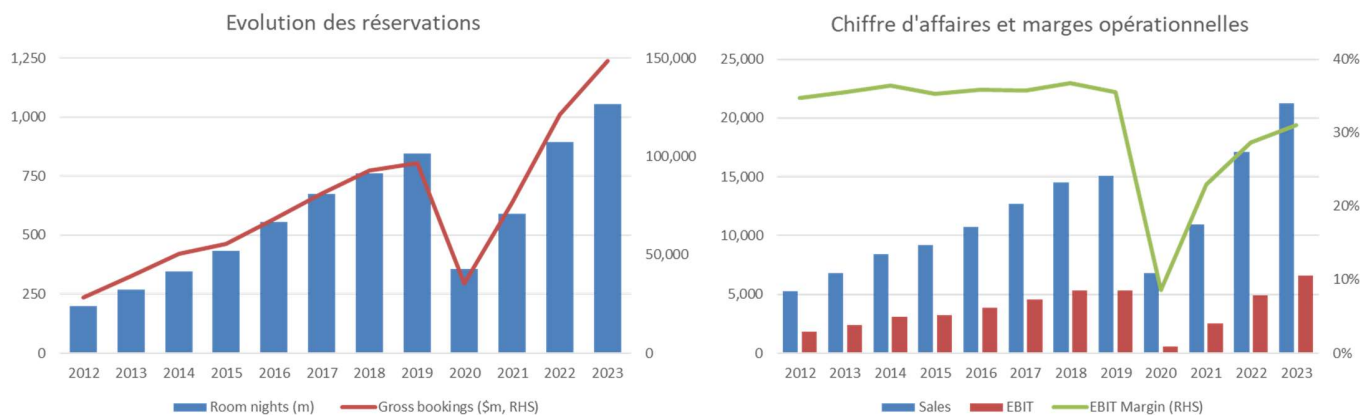
	2023 (est.)	Moyenne 10 ans
Croissance des réservations	+22.4%	+14.3%
Take rate	14.3%	15.8%
Croissance du chiffre d'affaires	+24.3%	+12.1%
Marges opérationnelles	31.0%	30.7%
Capex/chiffre d'affaires	2.2%	2.5%
BFR (DSO)	-20	-8
FCF/résultat net	92.9%	113.6% (excl. 2020)
ROCE (pre-taxes)	>100%	>100%
Titres en circulation	-10.0%	-32.7% (cum.)

En résumé, une croissance soutenue sur le long-terme, une rentabilité élevée, une très bonne génération de Free-Cash-Flow grâce à des besoins en capex et en BFR limités, et un retour aux actionnaires en accélération via des rachats de titres massifs.

Ce profil de rentabilité permet par ailleurs à la société d'avoir un bilan extrêmement sain, avec, fin 2022, pas de dette nette au bilan.

Performances économiques

Sur le long-terme, les performances de Booking Holdings sont impressionnantes :



Source : Booking Holdings, River 31 Capital Partners

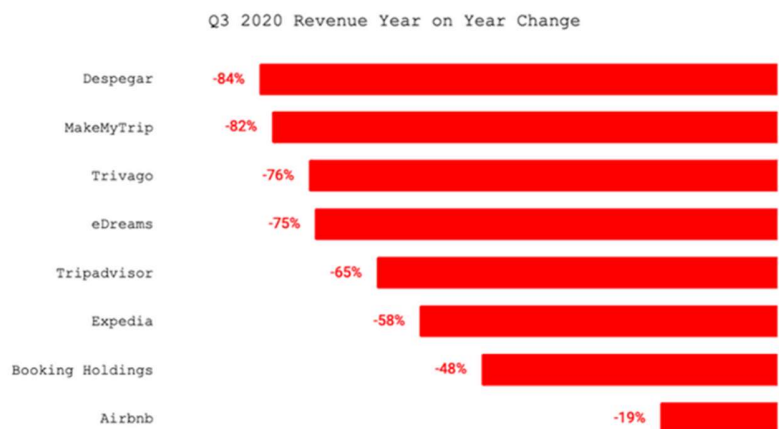
Mais ce qui nous a marqué le plus, c'est la capacité du groupe à traverser les crises, et notamment la crise sanitaire liée à l'épidémie de Covid-19.

Pour ceux qui l'auraient oublié, l'année 2020 a enregistré le plus grand choc sur l'industrie du voyage et du tourisme depuis plus de 100 ans : populations confinées, frontières fermées, interdictions de se déplacer, couvre-feux, restaurants clos ou limités en capacité... et ce au niveau mondial.

Comme toutes les entreprises du secteur, Booking n'a pas été épargné, et le chiffre d'affaires de la société s'est effondré de 91% au Q2 2020 et de 48% au Q3, trimestre habituellement le plus touristique de l'année.

On notera cependant que :

- La baisse de revenus a été moins prononcée au Q3 2020 que chez les principaux concurrents, à l'exception d'AirBnB,
- Dès 2022, le chiffre d'affaires du groupe a dépassé le niveau de 2019, et ce de plus de 13%,
- A titre de comparaison, les ventes d'Expedia, principal concurrent, étaient en 2022 toujours inférieures de 3% à celles de 2019, alors même que l'évolution du taux de change EUR/USD est beaucoup plus favorable au mix géographique d'Expedia,
- Ainsi en 2023, le chiffre d'affaires de Booking est attendu à +41% par rapport à 2019 contre +6% pour Expedia.



Par ailleurs, sur l'ensemble de l'année 2020, et malgré une chute de 55% du chiffre d'affaires du groupe, Booking Holdings a réussi à dégager un résultat net positif et un Free-Cash-Flow quasiment à l'équilibre, une rareté dans ce secteur sinistré à l'époque. Ceci s'explique notamment par le profil de marges élevées, ainsi que par l'excellente gestion d'une équipe de direction reconnue, ayant réduit les coûts opérationnels de plus de 36% en 2020.

Force est de constater que Booking Holdings améliore sa position concurrentielle après chaque crise, en :

1. Gagnant des parts de marché face à des concurrents plus faibles,
2. Renforçant ses positions face aux acteurs de l'hôtellerie notamment, qui sont très dépendants des plateformes de réservation pour remplir leurs hôtels quand les temps sont durs.

Thèse d'investissement

Nous avons initié une position dans Booking Holdings fin 2018, que nous avons maintenue, malgré des sueurs froides, tout au long de la crise sanitaire.

Nous considérons la société comme un gagnant à long terme dans le secteur des voyages, avec une position concurrentielle inégalée et des relais de croissance significatifs en dehors de l'hôtellerie européenne, ce que nous détaillons ci-après.

i. Billets d'avion/location de voitures/activités touristiques

Historiquement, la réservation de nuits d'hôtels représente la très grande majorité de l'activité de Booking, alors que l'hébergement ne représente que 35% à 40% de l'industrie du voyage et du tourisme. La société était moins exposée aux autres éléments (billets d'avion, location de voiture, billetterie diverse...) or ceux-ci, bien que typiquement moins margés (car les acteurs sont plus concentrés), restent très complémentaires de l'hôtellerie et les voyageurs apprécient de pouvoir faire toutes leurs réservations sur la même plateforme.

Booking a donc développé ses capacités dans ces différents domaines, avec une vision de long terme d'offrir ce que son Glen Fogel, son PDG, appelle des « voyages connectés ».

Ainsi, en 2023, quatre fois plus de billets d’avions devraient être achetés via Booking par rapport à 2019. Même si ces réservations sont moins margées, elles participent à la croissance des profits sur le long-terme, à l’acquisition de nouveaux utilisateurs, et à la fidélisation des voyageurs.

ii. Développement aux USA

En position de challenger face à Expedia aux Etats-Unis, Booking Holdings a profité de la crise sanitaire et de la réorganisation massive chez son principal concurrent pour développer fortement son activité sur ce marché primordial, grâce notamment à d’importants investissements marketing.

Ainsi, en 2022, les réservations aux USA étaient en hausse de 60% par rapport à 2019, contre +26% au niveau groupe. Comme indiqué ci-contre, selon certaines études, booking.com y serait même devenu le premier site de réservation de nuits d’hôtels. Cependant, la pénétration du groupe dans le pays est encore faible comparée aux autres continents, et les perspectives de croissance sont importantes.

iii. Fonctionnalités de paiements

Une autre évolution stratégique majeure est le développement de capacités de paiements sur les sites et applications de la société. Par le passé, les voyageurs effectuaient une réservation via Booking, et payaient directement l’établissement lors de leur séjour. Booking Holdings opère dans ce cas en tant qu’agent. Depuis quelques années, une proportion toujours plus importante des réservations est réglée directement à Booking, qui agit alors en tant que marchand.

Ainsi, fin 2023, plus de la moitié des réservations seront payées via Booking, contre seulement 4% en 2017. Ceci permet à la société de capter une plus grande partie de la chaîne de valeur, et de proposer un service apprécié des utilisateurs et des fournisseurs, notamment pour les meublés touristiques.

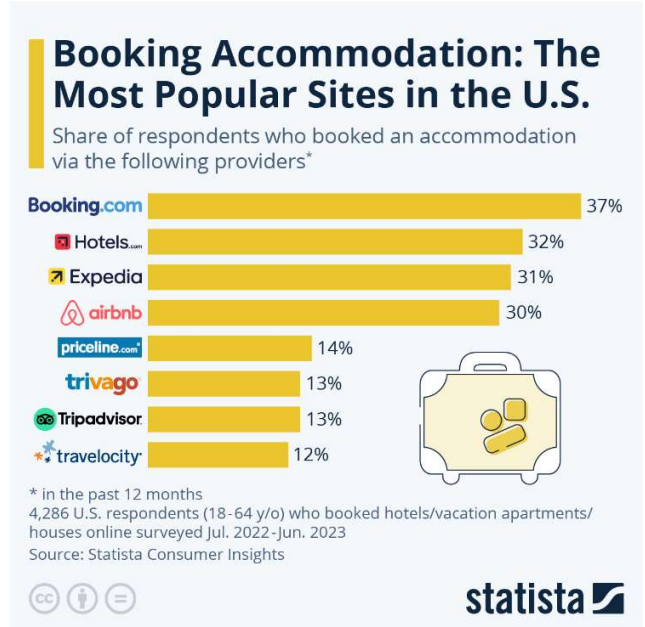
iv. Applications mobiles et programme de fidélité

Pour finir, Booking Holdings investit fortement dans ses applications mobiles et son programme de fidélité intitulé « Genius ». Ces initiatives sont d’une importance critique pour le groupe car elles permettent de :

- Fidéliser les voyageurs,
- Réduire drastiquement les coûts d’acquisition client, et notamment les coûts de marketing,
- Limiter la dépendance aux moteurs de recherche.

La société a réalisé des progrès significatifs ces dernières années. Ainsi, en 2022, 45% des nuits d’hôtels étaient réservées sur les applications mobiles du groupe, contre 32% en 2019. L’application mobile booking.com est d’ailleurs l’application de réservation de voyage la plus téléchargée au monde et, depuis 2022, la plus téléchargée aux Etats-Unis.

L’ensemble de ses éléments soutiennent donc notre thèse d’investissement, ainsi que l’excellent management, la qualité du modèle économique, et la forte génération de trésorerie libre, qui permet au groupe d’envisager un retour aux actionnaires significatif via un programme de rachat de titres représentant plus de 20% de la capitalisation boursière actuelle.



Principaux risques

i. Cyclique/Sanitaire

L'un des risques principaux liés à l'industrie du voyage et du tourisme reste la cyclicité de l'activité en cas de crise économique ou sanitaire. Nous avons cependant vu que, grâce à ses positions dominantes, son excellente équipe de direction, ses marges record et son bilan solide, Booking Holdings sort régulièrement de ce type de crises avec des positions concurrentielles renforcées.

ii. Réglementaire

Le groupe fait face à un risque de réglementation accrue, notamment en Europe, avec l'introduction du « Digital Market Act » et de la notion de « Gatekeeper ». Les sociétés désignées « Gatekeeper » se voient soumises à des règles strictes visant à favoriser la concurrence sur leurs marchés, sous peine d'amendes pouvant atteindre 10% du chiffre d'affaires mondial.

Pour l'instant, Booking Holdings ne rentre pas dans les critères établis par la Commission, mais cela pourrait être le cas courant 2024, tout comme pour AirBnB. Nous estimons cependant que le marché de la réservation de voyages est d'ores et déjà suffisamment compétitif pour que l'impact sur ces sociétés soit limité.

iii. Concurrentiel

Malgré ses positions concurrentielles fortes, Booking Holdings fait face à une compétition importante, de la part :

- Des groupes hôteliers, des compagnies aériennes et des loueurs de voiture, qui cherchent constamment à développer les réservations en direct,
- D'acteurs traditionnels comme Expedia,
- Mais également de sociétés plus récentes comme AirBnB,
- Ainsi que de Google, qui joue un double jeu de moteur de recherche et de plateforme de réservation.

Pour autant, aucun acteur ne peut aujourd'hui proposer un aussi large choix aux voyageurs, notamment en Europe, et les efforts de Booking pour développer ses offres de paiement, ainsi que ses applications mobiles et son programme de fidélité, devraient lui permettre de maintenir, voire d'améliorer ses positions en réduisant sa dépendance aux moteurs de recherche.

Modèle de valorisation et conclusion

Nous valorisons Booking Holdings en multiple d'EBIT à 3 ans.

Dans notre scénario central (« Base case »), nous estimons la croissance du chiffre d'affaires à 8% par an à partir de 2024, et des marges opérationnelles en progression, mais restant inférieures au niveau de 2019, le mix d'activité ayant un peu évolué.

Nous appliquons un multiple de 16x, légèrement inférieur à la moyenne à 10 ans qui est de 17x. Dans notre scénario pessimiste (« Bear case »), nous utilisons un multiple de 13x, correspondant aux plus bas atteints à plusieurs reprises depuis 10 ans.

Aux cours actuels², le potentiel de baisse à horizon 2-3 ans nous semble limité et nous estimons la hausse attendue entre 30% et 70%, comme indiqué dans le tableau à la page suivante. Par conséquent, considérant la qualité du modèle économique, le titre reste une de nos principales positions.

² Au 17/01/2024

Rendement/risque sur Booking Holdings au 18/01/2024

Booking Holdings Inc

	Dec-22	BEAR	BASE	BULL
Sales	17,090	24,225	26,845	29,049
2019	15,066			
Var %		41.8%	57.1%	70.0%
CAGR % (3 years)		9.0%	11.8%	14.0%
CAGR% (2019)		9.9%	12.1%	13.9%
EBIT	4,903	7,873	9,315	10,458
Var %		60.6%	90.0%	113.3%
CAGR % (3 years)		12.4%	17.2%	20.6%
OM%	28.7%	32.5%	34.7%	36.0%
Delta (bp)		381	601	731
ROCE [pre-tax] (%)		292.5%	346.0%	388.5%
EBIT	4,903	7,873	9,315	10,458
EV/EBIT	Hist. Range [5x/24x]	13.0	16.0	18.0
Enterprise Value		102,351	149,043	188,236
EV/Sales	Hist. Range [1x/8x]	4.23	5.55	6.48
EV/EBITDA	Hist. Range [6x/21x]	12.29	15.25	17.24
FCF yield	4.6%	6.0%	4.9%	4.3%
Enterprise Value	130,701	102,351	149,043	188,236
+ Cash from dilutive instruments	na	-15,236	-15,236	-15,236
+ One-off cash items	na	-8,500	-8,500	-8,500
+ Other assets	2,789	2,113	3,060	3,466
- N Debt (+ Cash)	-89	16,236	18,558	20,397
- Minorities	0	0	0	0
- Post-Employment Benefits	0	0	0	0
- Other liabilities	-1,263	-1,263	-1,263	-1,263
Equity Value (USD)	132,138	95,701	145,662	187,099
Number of shares	37.9	31.8	31.8	31.8
Value Per Share (USD)	3,489.9	3,009.1	4,580.0	5,882.9
Expected Annual Dividend (USD)		0.00	0.00	0.00
Profit growth		42.9%	62.1%	76.9%
Rerating & Financial Leverage		-46.8%	-29.8%	-18.4%
Cash generation		13.4%	15.3%	16.9%
Capital gain/loss		-13.8%	31.2%	68.6%
Dividend (2 years)		0.0%	0.0%	0.0%
Total Shareholder Return		-13.8%	31.2%	68.6%

Exemple de position #2 : Sanlorenzo SPA³ (SL:IM)

Nous avons décidé cette année de vous présenter, de manière un peu plus succincte, un deuxième investissement : le fabricant de yachts italien Sanlorenzo, dans lequel nous avons initié une position courant 2023.

Introduction

L'histoire de Sanlorenzo débute en 1958 avec la création de la société Cantieri Navali Sanlorenzo et du chantier naval, relocalisé en 1972 en Toscane, près de Pise.

Depuis ses début, l'entreprise se focalise sur le yachting, dont elle devient une des marques italiennes les plus représentatives, introduisant des innovations majeures, comme, en 1985, son premier bateau en fibre de verre et, en 1995, son premier superyacht.

1958



1995



2010



En 2005, la société est reprise et renommée Sanlorenzo SPA par Massimo Perotti, l'ancien Directeur Général d'Azimut, un concurrent réputé. Sous la direction de M. Perotti, le groupe continue de se développer jusqu'à devenir le deuxième constructeur mondial de yachts de plus de 24 mètres, et est introduit en bourse en 2019.

Encore aujourd'hui l'Italie reste le pays de référence pour la construction de yachts, et représente presque 50% de la production mondiale.

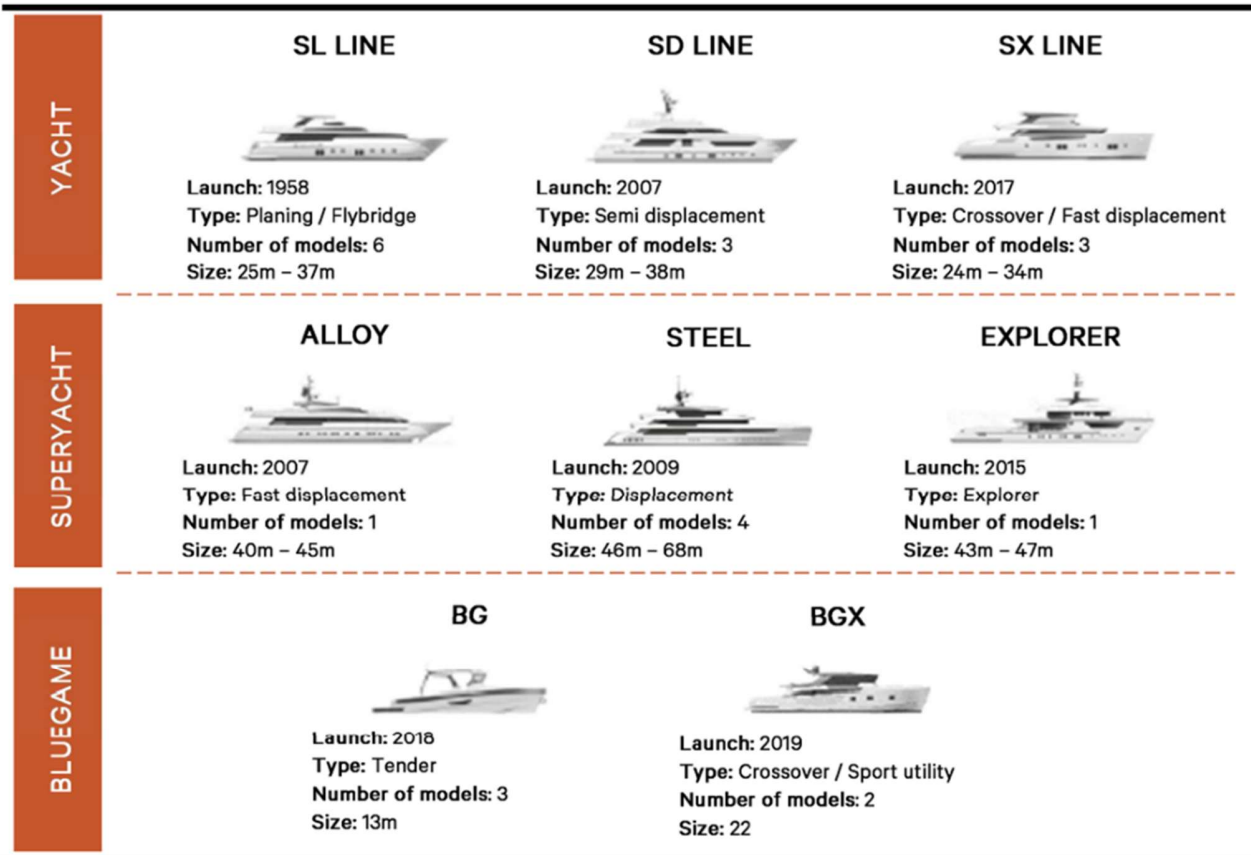
Modèle économique et avantage concurrentiel

Sanlorenzo commercialise et construit sur commande des yachts de plus de 25m de long, avec une personnalisation très importante des équipements et de l'intérieur.

Via l'acquisition de Bluegame en 2018, la société a complété son offre, illustrée sur la page suivante, avec des modèles plus petits, entre 13m et 22m de long.

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.

Figure 123: Sanlorenzo's range of yachts and superyachts



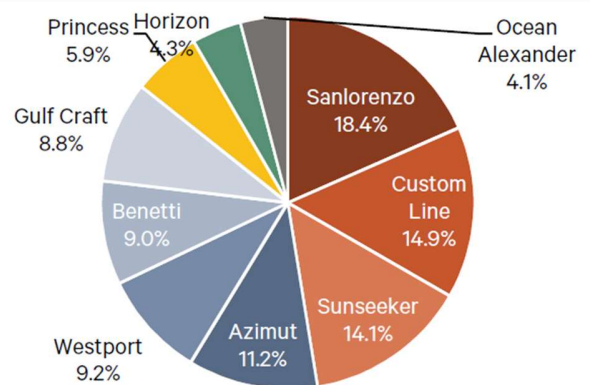
Source: Company presentation

Sanlorenzo est particulièrement bien positionné sur les yachts entre 30m et 40m, et occupe la position de #1 mondial sur ce créneau.

Cette spécialisation est extrêmement importante, car :

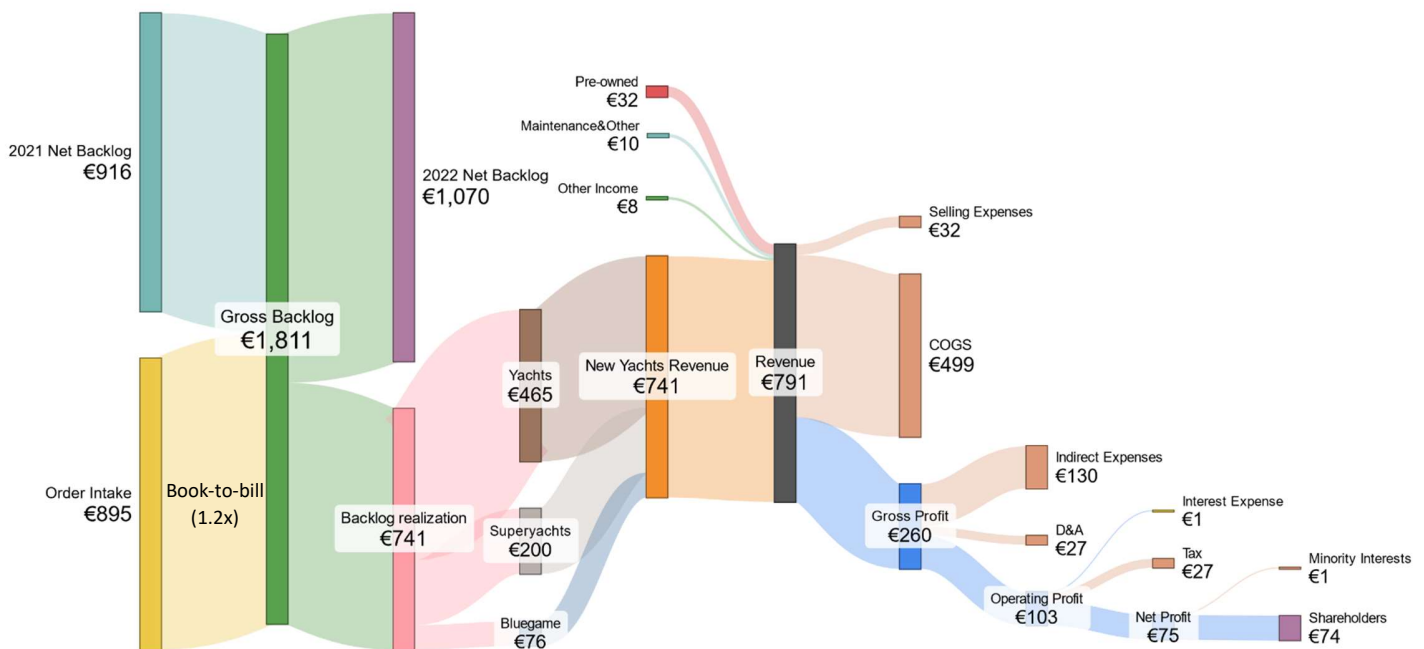
- Ce marché compte 3 fois moins de concurrents que pour les bateaux inférieurs à 18m,
- Il est également beaucoup moins cyclique,
- La complexité de construction est nettement moindre que pour les mégayachts supérieurs à 100m, pour lesquels les dépassements de coûts sont extrêmement fréquents.

Figure 29: Market share for 30-40m yachts delivered in 2009-19



Source: SuperYacht Times (November 2019)

Le compte de résultat 2022 de Sanlorenzo peut se synthétiser comme suit (chiffres en millions) :



Source : Sanlorenzo, River 31 Capital Partners

Et les principales caractéristiques du modèle économique sont les suivantes :

	2022
Durée du carnet de commandes	> 2 ans
Prépaiements à la commande	20%
Nombre de projets dans le carnet	128
Taille moyenne (m)	35.8
Délais de livraison	Entre 6m et 3.5 ans selon les modèles
Prix d'un yacht entre 30m et 40m	€10m environ
Book-to-bill	1.2x
Livraisons	96
Croissance chiffre d'affaires	27.0%
Marges brutes	33.5%
Marges opérationnelles	13.7%
% de coûts variables	80%
Capex/chiffre d'affaires	6.7%
BFR (DSO)	-15
FCF/résultat net	103.6%
ROCE (pre-taxes)	>50%

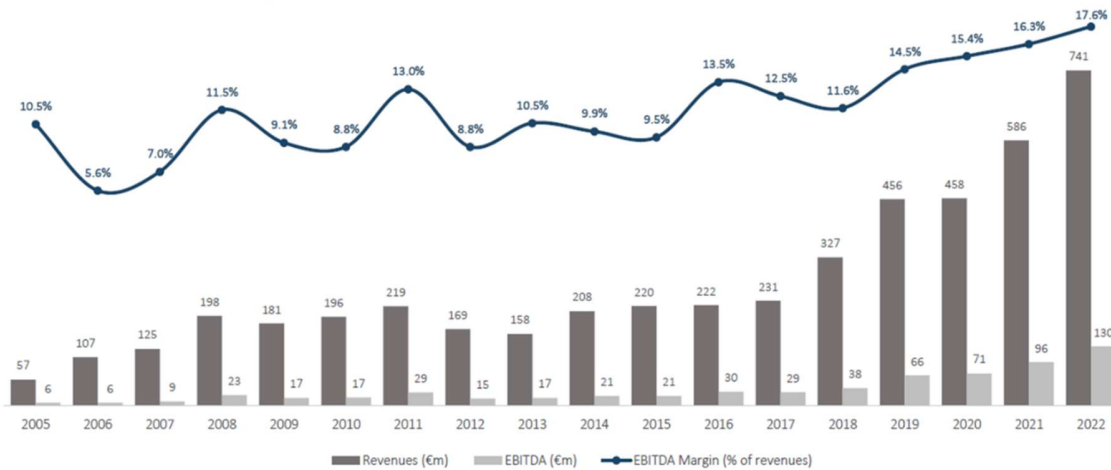
Sanlorenzo bénéficie donc d'une forte visibilité, avec un carnet de commandes rempli à deux ans et très peu d'annulations, les clients devant payer 20% à la commande. Le groupe possède aussi l'avantage d'avoir 80% de ses coûts variables, et peut donc s'ajuster à la demande pour préserver sa rentabilité.

Performances économiques

Sous la direction de M. Perotti, Sanlorenzo a traversé la crise de 2008-2009 de manière exemplaire. Ainsi, alors que la valeur de la production des chantiers navals italiens chutait de plus de 60% entre 2008 et 2013, celle de Sanlorenzo ne baissait que de 20%, et rebondissait dès 2014 au-dessus du niveau de 2008. Puis, entre 2014 et 2022, le chiffre d'affaires du groupe s'envolait de plus de 250%, soit une croissance annuelle de plus de 17%. La marge d'EBITDA quant à elle, doublait entre 2012 et 2022.

Proven resilience over the cycle

- Sustained revenue growth: +9.2% CAGR from 2008 to 2022, +16.4% CAGR since 2015
- Stable EBITDA margin throughout the cycle and never a single year of operating loss during the crisis of the nautical sector: 10.3% average EBITDA margin during 2008-2014 period
- Stable revenues and increase in operating margins during the Covid-19 pandemic



Revenues presented as Value of Production according to Italian GAAP until 2015 and Net Revenues New Yachts according to IFRS from 2016 onwards.

14

Source : Sanlorenzo

Thèse d'investissement

Notre thèse d'investissement s'appuie sur :

- La force de la marque Sanlorenzo,
- La solidité de son carnet d'ordre et de son bilan (€100m de cash net au bilan à fin 2022),
- Des marges en progression et une très bonne génération de cash,
- L'excellent track-record de l'équipe de direction,
- Mais également la sous-pénétration de son marché, seulement 2% à 3% des clients potentiels ayant fait l'acquisition d'un yacht, d'après Berenberg, alors même que le taux d'utilisation des yachts par leurs propriétaires a doublé depuis la crise sanitaire.

Tous ces atouts devraient permettre à la société de réaliser son business plan ambitieux (croissance annuelle du chiffre d'affaires supérieure à 8%, marges d'EBITDA proche de 20% à horizon 2025).

Nous estimons par ailleurs que les multiples de valorisation du groupe devraient être à mi-chemin entre ceux de l'industrie du luxe et ceux des fabricants de bateaux de loisir.

Principaux risques

i. Cyclique

Tout comme Booking Holdings, le principal risque pouvant peser sur les résultats de Sanlorenzo est un ralentissement économique marqué. Cependant, la société bénéficie d'une visibilité importante, avec peu d'annulations, et n'a pas été perturbée ni par la hausse des taux d'intérêts ni par la pression mise sur les oligarques russes.

En effet, les clients de Sanlorenzo n'ont actuellement aucun problème de financement, et les Russes ne représentent qu'une part marginale des acheteurs de la marque.

L'expérience inestimable du management lors de la crise de 2008/2009, ainsi que la proportion importante de coûts variables et le bilan extrêmement solide devraient ainsi permettre au groupe de sortir renforcé d'une crise économique potentielle.

ii. Concurrentiel

Bien que beaucoup plus concentré que sur les petits bateaux de plaisance, le marché des yachts reste relativement concurrentiel, et Sanlorenzo doit s'appuyer sur l'excellence de sa marque et de ses process de production, ainsi que sur une innovation constante pour maintenir ses positions concurrentielles.

iii. Réglementaire/technologique

A l'heure de la décarbonisation de nos modes de vie, investir dans la construction de yachts peut paraître risqué.

Cependant, les émissions de gaz à effet de serre par les yachts restent extrêmement limitées, et représentent seulement 0.22% des émissions du transport naval, qui lui-même ne compte que pour 1.7% des émissions mondiales.

Pour autant, Sanlorenzo, qui a lancé son premier modèle hybride diesel en 2015, investit aujourd'hui fortement dans le développement de modèles de yachts fonctionnant à l'hydrogène. Un premier modèle, hybride diesel-hydrogène, devrait être utilisé pendant la coupe de l'America en 2024. Là encore, le groupe fait figure de précurseur, perpétuant une longue tradition avant-gardiste, ce qui lui permet d'attirer de nouveaux clients, plus soucieux de leur impact environnemental.

Modèle de valorisation

Nous valorisons Sanlorenzo en multiple d'EBIT à 3 ans.

Dans notre scénario central (« Base case »), nous estimons la croissance du chiffre d'affaires à 8% par an à partir de 2024 sur 3 ans, et des marges opérationnelles en progression, en ligne avec le business-plan du management.

Nous appliquons un multiple de 11x, comparable à la moyenne du groupe depuis son introduction en bourse, mais nettement inférieur aux multiples du secteur du luxe.

Dans notre scénario pessimiste (« Bear case »), nous utilisons un multiple de 8x, qui nous semble particulièrement raisonnable.

Aux cours actuels⁴, le potentiel de baisse à horizon 2-3 ans nous semble limité et nous estimons la hausse attendue entre 50% et 110%, comme indiqué dans le tableau à la page suivante. Par conséquent, compte-tenu de la qualité du modèle économique, le titre est une de nos convictions importantes.

⁴ Au 17/01/2024

Rendement/risque sur Sanlorenzo au 18/01/2024

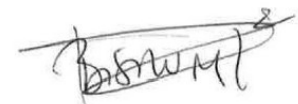
Sanlorenzo SpA

	Dec-22	BEAR	BASE	BULL
Sales	751	951	1,074	1,146
Var %		26.6%	43.0%	52.5%
CAGR % (3 years)		6.0%	9.3%	11.0%
EBIT	103	138	177	201
Var %		34.2%	72.6%	95.2%
CAGR % (3 years)		7.5%	14.4%	18.0%
OM%	13.7%	14.5%	16.5%	17.5%
Delta (bp)		82	282	382
ROCE [pre-tax] (%)				
EBIT	103	138	177	201
EV/EBIT	Hist. Range [x/x]	8.0	11.0	14.0
Enterprise Value		1,103	1,950	2,807
EV/Sales	Hist. Range [x/x]	1.16	1.82	2.45
EV/EBITDA	Hist. Range [x/x]	6.2	9.0	11.7
FCF yield	6.2%	5.5%	5.1%	4.1%
Enterprise Value	1,387	1,103	1,950	2,807
+ Cash from dilutive instruments	na	14	14	14
+ One-off cash items	na	-40	-20	-20
+ Other assets	11	11	11	11
- N Debt (+ Cash)	96	270	304	316
- Minorities	-2	-2	-2	-2
- Post-Employment Benefits	-1	-1	-1	-1
- Other liabilities	-18	-18	-18	-18
Equity Value (USD)	1,475	1,339	2,239	3,109
Number of shares	34.7	35.6	35.6	35.6
Value Per Share (USD)	42.5	37.6	62.9	87.4
Expected Annual Dividend (USD)		0.67	0.83	1.00
Profit growth		24.8%	50.8%	65.4%
Rerating & Financial Leverage		-36.5%	-13.8%	8.3%
Cash generation		11.7%	13.9%	14.7%
Capital gain/loss		-11.5%	48.1%	105.6%
Dividend (2 years)		3.1%	3.9%	4.7%
Total Shareholder Return		-8.3%	52.0%	110.3%

Alors qu'une nouvelle année commence, nous sommes particulièrement satisfaits des évolutions dans la stratégie de gestion du Fonds Myria+River 31 Global Opportunities, implémentées depuis le 4^e trimestre 2022. Le portefeuille est aujourd'hui plus diversifié, mais également uniquement exposé à des sociétés de qualité européennes et américaines, exploitant ainsi au mieux notre expertise en recherche fondamentale.

Tout au long de l'année nous nous efforcerons de continuer à améliorer le ratio rendement/risque de ce portefeuille, en adoptant un regard critique sur nos investissements actuels et en recherchant de nouvelles opportunités potentiellement plus attractives.

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

Avertissement

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 données, informations, performances et appréciations formulées reflètent l'opinion de Myria Asset management à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement. Cet article, établi par les équipes de Myria Asset Management, fournit une information sur les marchés financiers et leurs acteurs. **Les performances réalisées par le passé ne préjugent pas des performances et des rendements futurs. Elles ne sont pas constantes dans le temps. L'investisseur doit être conscient que le fonds présente un risque de perte en capital.** Le montant qu'il est raisonnable d'investir dans le fonds dépend de la situation personnelle du souscripteur. Pour le déterminer, il doit tenir compte de ses revenus, de son patrimoine, de ses besoins actuels et futurs, mais également de son souhait de prendre des risques ou au contraire de privilégier un investissement prudent. Il est également fortement recommandé de diversifier suffisamment ses investissements afin de ne pas les surexposer à des actifs de même nature. Préalablement à toute souscription, il convient de se reporter aux prospectus, Documents d'informations Clés 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.