

Lettre annuelle 2024

Hudson Blue Chips

Paris, le 24 janvier 2025

Performance

Le Fonds Hudson Blue Chips (anciennement Myria+River 31 Global Opportunities) a terminé l'année 2024 en hausse de +17.2% en euros pour la part I, net de frais de gestion¹.

Après un bon exercice 2023, l'année 2024 a été marquée par une hausse quasiment généralisée des marchés actions mondiaux. Malgré les troubles géopolitiques et les incertitudes électorales, l'absence de choc économique majeur et le début du cycle de baisse des taux permettent en effet à la plupart des indices actions de terminer en hausse, exception faite cependant du CAC 40 français, qui a souffert particulièrement de l'instabilité politique dans l'hexagone et des difficultés du secteur du luxe.

Indice	Performance 2024 nette
S&P 500 Total Return – USD	+24.5%
STOXX Europe 600 – EUR	+8.8%
MSCI World – USD	+18.7%
MSCI ACWI – USD	+17.5%
MSCI Emerging Markets – USD	+7.5%

Sources : MSCI, S&P, Qontigo

Par ailleurs, le dollar US a progressé de 6.8% 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 2024

1. Marchés actions

Si l'année 2024 a été plutôt bonne, avec une progression du S&P 500 de plus de 24% en dollar, elle a été surtout marquée par les performances une nouvelle fois remarquables des plus grandes sociétés de technologie américaines, les fameuses « magnificent seven »². En moyenne, ces sept titres ont effectivement progressé de plus de 60% sur l'exercice.

L'action Nvidia en particulier, avec une hausse de 171%, représente à elle seule presque un quart de la performance de l'indice américain en 2024, et même, d'après le Financial Times, l'intégralité de la surperformance des marchés actions américains par rapport à leurs homologues européens depuis deux ans.

¹ +16.4% pour la part A

² Apple, Nvidia, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta Platforms et Tesla



Source : Financial Times, "Europe is not a business backwater", article du 5 janvier 2025³

Ces performances boursières exceptionnelles s’expliquent en partie par l’engouement pour les nouvelles technologies, notamment autour de l’intelligence artificielle, mais également par les résultats opérationnels remarquables de ces géants du numérique.

Tel qu’illustré sur les graphiques ci-dessous, ceux-ci dégagent en effet des flux de trésorerie disponible records (« free-cash-flow »), et leurs bénéfices par actions ont très fortement progressé en 2024 :

Free cash flow margins by decade for the ten largest stocks, 1952-2024, Percent

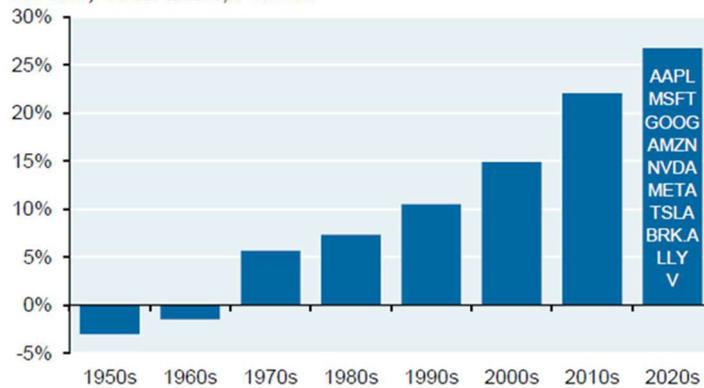
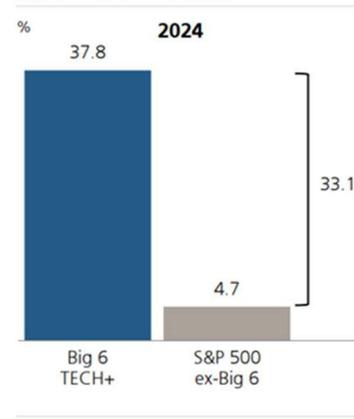


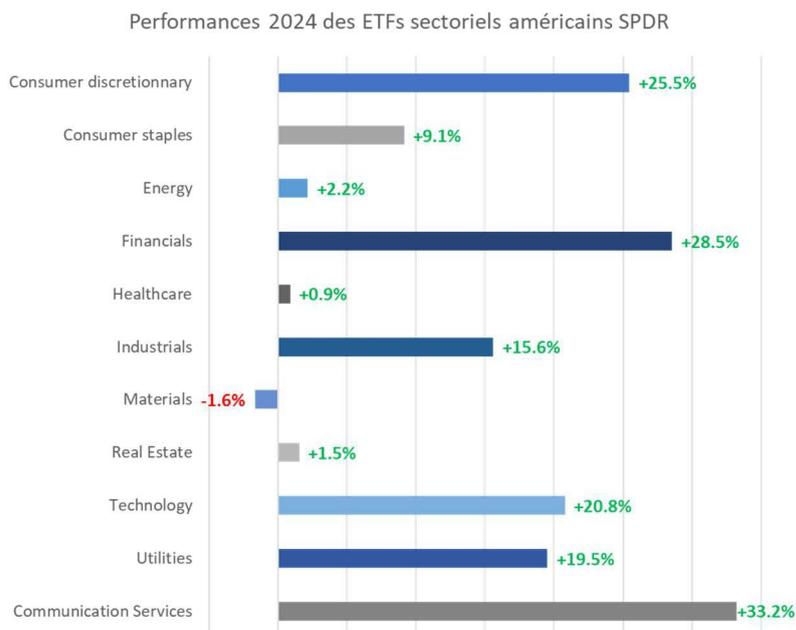
Figure 11: EPS Growth



³ <https://www.ft.com/content/c53a24e7-8c72-4ae4-a61a-35b0873ce061>

En tout état de cause, si nous excluons ce groupe de 7, nous obtenons une performance moyenne des actions sur l'année écoulée de 10-12% aux USA⁴ et 8-10% en Europe.

Par ailleurs, aux Etats-Unis, les performances sectorielles se sont avérées très disparates en 2024, allant de -1.6% pour le secteur des matériaux à +33.2% pour les services de communication. Notons au passage que seuls 3 secteurs sur 11 ont surperformé l'indice S&P 500.



Source : State Street Global Advisors

2. Hudson Blue Chips

Changement de nom et politique ESG

Pour rappel, nous avons décidé fin 2022 de faire évoluer la stratégie de gestion : concentration du portefeuille sur des sociétés européennes et américaines de qualité, augmentation de la diversification sectorielle, adoption d'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.

Suite à cette réorientation stratégique, nous avons en 2024 changé le nom du Fonds. « Exit Myria+River 31 Global Opportunities », voici « Hudson Blue Chips ».

Hudson renvoie bien sûr au navigateur européen qui a exploré pour la première fois le fleuve portant aujourd'hui son nom, et évoque donc également la ville de New-York.

Pour la petite histoire, c'est bien la rivière Hudson qui a inspiré le nom de la société « River 31 Capital Partners », conseil du Fonds.



Autumn - On the Hudson River, 1860, Jasper Francis Cropsey

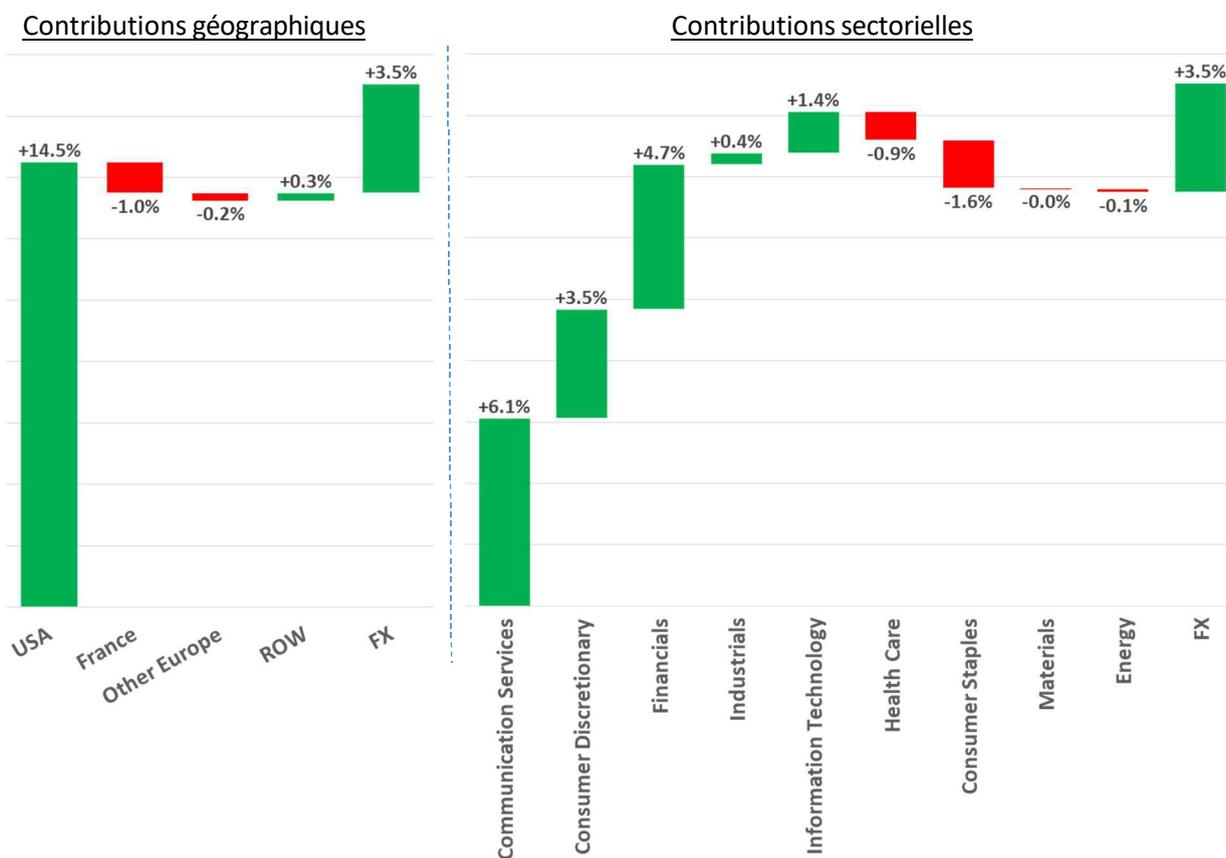
Par ailleurs, « Blue Chips » fait référence au focus sur la qualité, avec un portefeuille de sociétés leaders sur leurs marchés.

Enfin, depuis le début du mois de mars 2024, le Fonds fait la promotion de caractéristiques environnementales et/ou sociales et de gouvernance au sens de l'article 8 du Règlement SFDR sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers. Il n'a pas d'objectif d'investissement durable.

⁴ Hors dividendes, l'indice S&P 500 équilibré affiche une performance annuelle de +11% et le Russell 2000 de +10%.

Performance

Comme évoqué en préambule, le Fonds Hudson Blue Chips termine donc en progression de 17.2%⁵ pour la part I, soutenu par la performance des actions américaines, et notamment des trois secteurs en question, à savoir consommation discrétionnaire, services de communication et finance.



Source : River 31 Capital Partners

De manière synthétique, nos investissements dans le tourisme, les services financiers et la technologie se sont très bien comportés, alors que les thématiques plus défensives, comme la santé et la consommation courante ont eu des performances plus décevantes.

Vous retrouverez sur la page suivante les principales contributions positives et négatives à la performance du Fonds sur l'ensemble de l'exercice.

⁵ Net de frais de gestion

PRINCIPALES CONTRIBUTIONS		Perf. 2024	Contr.
Meta Platforms Inc	Communication Services	+65.42%	+228 bps
Amazon.com Inc	Consumer Discretionary	+44.39%	+174 bps
Booking Holdings Inc	Consumer Discretionary	+40.07%	+169 bps
Alphabet Inc	Communication Services	+35.51%	+153 bps
Netflix Inc	Communication Services	+83.07%	+136 bps

Pernod Ricard SA	Consumer Staples	-31.77%	-59 bps
Lamb Weston Holdings Inc	Consumer Staples	-38.17%	-55 bps
Sanlorenzo S.p.A.	Consumer Discretionary	-23.14%	-43 bps
Elevance Health Inc	Health Care	-21.77%	-39 bps
Mondelez International Inc	Consumer Staples	-17.53%	-34 bps

Source : River 31 Capital Partners

Comme expliqué dans nos lettres précédentes, nous suivons un processus d'investissement principalement « bottom-up » et le Fonds n'a pas d'indice de référence.

Nous avons cependant fait l'exercice de mesurer notre exposition au « magnificent seven », et de la comparer aux indices :

Ticker	Société	Capitalisation boursière (m\$)	Performance 2024	NTM EV/EBIT	NTM PE	Poids à fin 2024		
						S&P 500	MSCI World	Hudson Blue Chips
AAPL	Apple Inc	3,785	+30.07%	27.6x	32.9x	7.6%	5.5%	1.0%
NVDA	NVIDIA Corp	3,289	+171.17%	25.8x	30.7x	6.6%	4.7%	0.0%
MSFT	Microsoft Corp	3,134	+12.09%	23.6x	30.0x	6.3%	4.3%	4.5%
GOOGL	Alphabet Inc	2,317	+35.51%	17.3x	21.1x	4.0%	3.0%	5.0%
AMZN	Amazon.com Inc	2,307	+44.39%	29.1x	35.0x	4.1%	3.0%	5.1%
META	Meta Platforms Inc	1,478	+65.42%	19.0x	23.1x	2.6%	1.8%	4.5%
TSLA	Tesla Inc	1,296	+62.52%	105.5x	138.6x	2.3%	1.7%	0.0%
Moyenne/Total		2,515	+60.17%	35.4x	44.5x	33.5%	23.9%	20.1%
Moyenne/Total ex NVDA/TSLA		2,604	+37.50%	23.3x	28.4x	24.6%	17.5%	20.1%

Sources : S&P Global, MSCI, River 31 Capital Partners

A fin 2024, le Fonds était investi dans 5 des 7 titres pour un total de 20%, contre une exposition de plus de 33% pour le S&P et de 24% pour le MSCI World. Cette sous-exposition s'explique par une pondération d'Apple beaucoup plus faible, mais également par l'absence de Nvidia et Tesla dans le portefeuille d'Hudson Blue Chips. Ces deux valeurs nous semblent en effet à la fois cycliques et valorisées à des multiples élevés.

Si cette plus faible exposition aux géants du numérique américains a pénalisé (en relatif) la performance du Fonds en 2024, nous sommes relativement à l’aise avec ce positionnement, et ce pour plusieurs raisons :

-Les multiples de valorisation des 10 plus grandes capitalisations boursières américaines⁶ sont aujourd’hui nettement plus élevés que pour le reste du S&P 500. Ainsi au 31 décembre 2024, selon FactSet, les PER à 12 mois au sein de l’indice étaient les suivants :

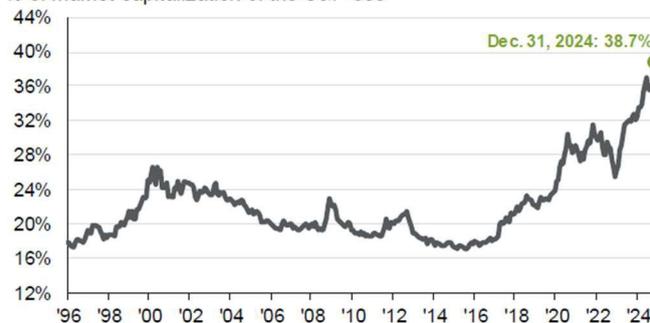
	Current
Top 10	29.8x
Remaining stocks	18.2x
S&P 500	21.5x

Source : Factset

-Le niveau de concentration au sein du S&P 500 est à des niveau records, le top 10 représentant presque 40% de l’indice :

Weight of the top 10 stocks in the S&P 500

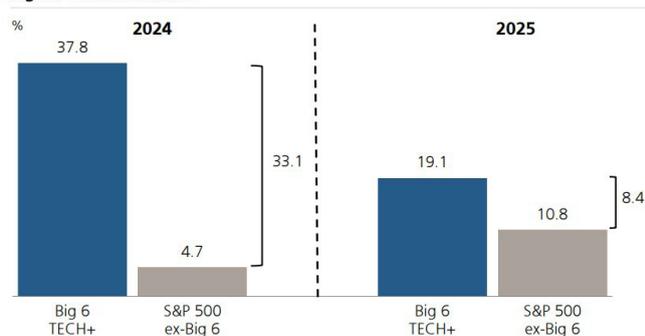
% of market capitalization of the S&P 500



Source : S&P Global

-Après deux années de très forte progression, la croissance des profits des géants du numérique devrait ralentir, alors que celle des autres sociétés devrait accélérer :

Figure 11: EPS Growth



Source: Standard & Poor's, Refinitiv, Factset, UBS

-Enfin, et surtout, nous avons construit un portefeuille diversifié, exposé à une multitude de vecteurs de performance, avec pour objectif d’obtenir une certaine résilience dans le comportement du Fonds, comme nous allons le détailler dans les pages suivantes.

⁶ Magnificent seven + Broadcom + Berkshire Hathaway + JP Morgan

Stratégie d'investissement

Il y a tout juste un an, nous écrivions dans notre lettre annuelle :

« **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,

...

3. Augmenter la diversification sectorielle et en nombre de titres, tout en restant très exigeants sur la qualité des fondamentaux, »

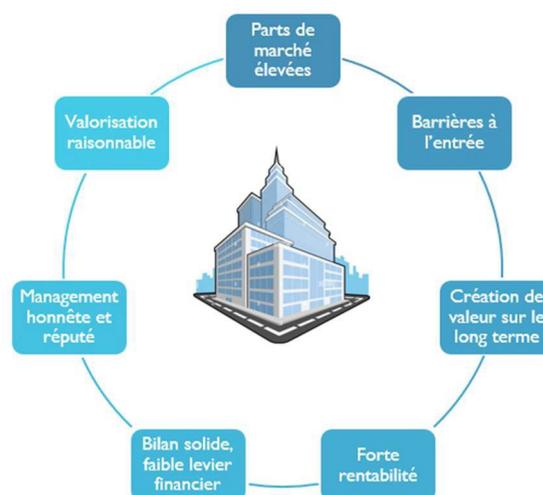
Ces ajustements dans la stratégie d'investissement avaient pour objectif d'augmenter la résilience du portefeuille, et ce quel que soit l'environnement de marché.

Notre processus de gestion repose donc sur deux piliers : la recherche de la qualité, et la diversification sectorielle et thématique.

Qualité des sociétés

Le premier pilier reste notre analyse fondamentale propriétaire basée sur des facteurs quantitatifs et qualitatifs, visant à sélectionner des entreprises jugées de qualité selon les sept critères d'investissement ci-contre.

Un des éléments majeurs de cette analyse est l'identification et la compréhension des barrières à l'entrée ou avantages concurrentiels. En effet, un facteur critique pour une stratégie d'investissement basée sur la qualité est la capacité des sociétés en portefeuille à maintenir, et même améliorer, leurs positions par rapport à la concurrence, et ce sur le long-terme. C'est cette durabilité des performances économiques qui permet de générer une surperformance des titres sur le long-terme.



Dans son livre "The little book that builds wealth"⁷, Pat Dorsey, anciennement directeur de la recherche chez Morningstar, classe les avantages concurrentiels des sociétés dans les catégories suivantes :

- Actifs intangibles : marques, brevets, licences réglementaires,
- Coûts et risques de transfert,
- Effet réseau,
- Avantages sur la taille et sur les coûts.

Cette classification est toujours utilisée par Morningstar qui, dans sa recherche, note également la solidité des avantages concurrentiels des sociétés : solides, moyens ou absents. Nous utilisons ces données pour valider notre approche centrée sur la qualité et suivons donc l'exposition du portefeuille sous cet angle.

A fin 2024, 96.8% du portefeuille bénéficiait d'avantages concurrentiels, selon Morningstar, le reste étant composé de liquidités et de deux petites positions dans le secteur de l'énergie.

⁷ <https://www.amazon.fr/Little-Book-That-Builds-Wealth/dp/1459607155>, 2008, éditions Wiley

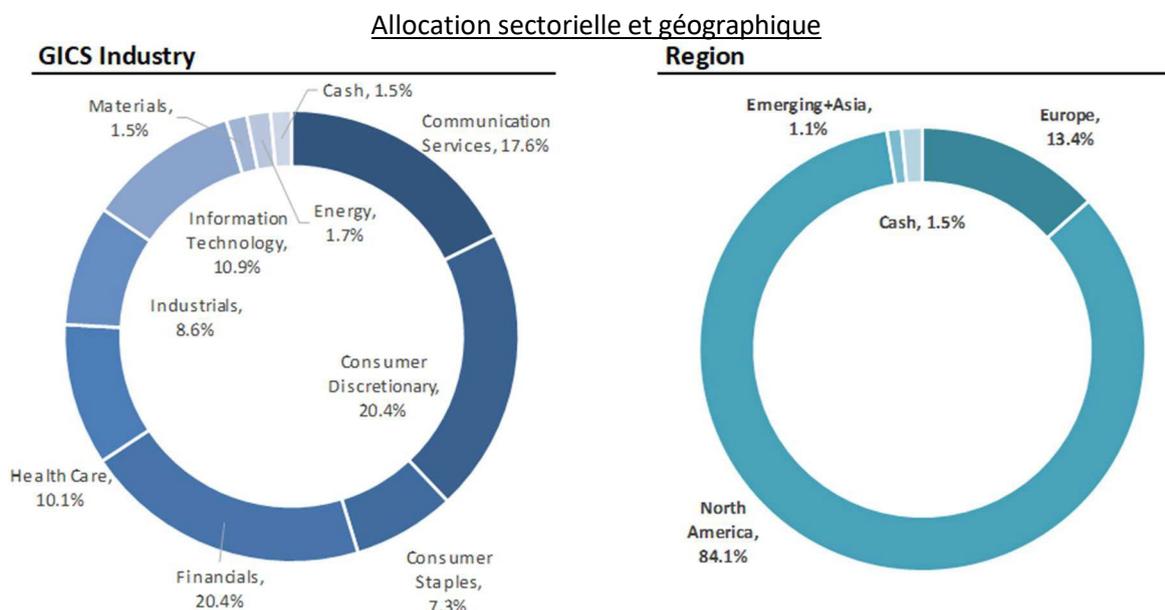
De plus, les sociétés affichant des avantages concurrentiels jugés solides représentaient 74.2% des actifs du Fonds⁸.

Nous sommes donc confiants sur la qualité des titres en portefeuille, notre analyse étant validée par Morningstar.

Diversification sectorielle et thématique

Le deuxième pilier de notre gestion réside dans la construction de portefeuille. Notre objectif est de diversifier l'exposition du Fonds pour obtenir une certaine résilience et limiter la volatilité.

Si Fonds reste très concentré géographiquement, principalement sur les Etats-Unis, il est donc relativement diversifié par secteur. Soulignons notamment une exposition aux valeurs dites défensives (santé et consommation courante) beaucoup plus importante que par le passé.



Données au 31/12/2024, susceptibles d'évoluer dans le temps.

Cependant, l'allocation sectorielle ne reflète pas pleinement la diversification du portefeuille. En effet, chaque secteur regroupe des sociétés disparates, opérant des « business models » très différents. En conséquence, les titres peuvent avoir des performances très différentes dans un environnement économique donné.

À titre d'exemples, une chaîne de pizzerias (Domino's) ne ressemble pas beaucoup à un fabricant de yachts (Sanlorenzo), et un groupe de casses automobiles (Copart) n'a rien en commun avec un ascensoriste (Otis).

Nous avons donc choisi de présenter le graphique ci-après, incluant les 30 plus importantes positions du Fonds à fin 2024. Ceci afin de vous permettre d'appréhender la diversification recherchée par l'équipe de gestion.

⁸ Seules deux sociétés en portefeuille, CTS Eventim et Sanlorenzo, ne sont pas notées par Morningstar. River 31 Capital Partners a évalué que la première bénéficiait d'avantages concurrentiels solides et la deuxième d'avantages concurrentiels de solidité moyenne.

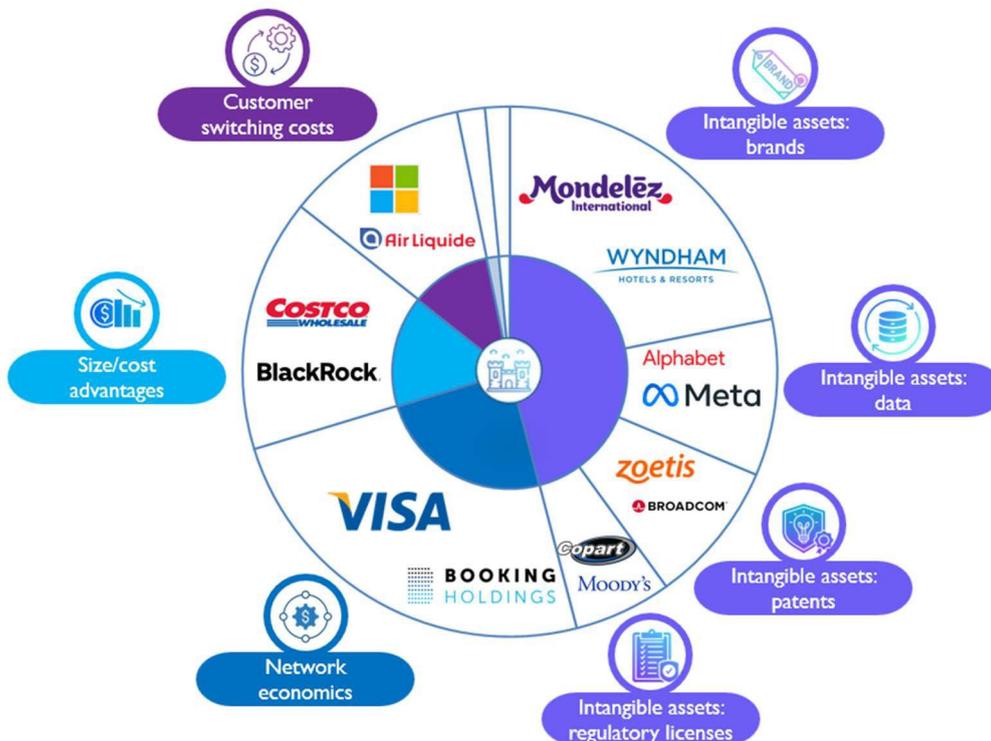
30 principales positions



Données au 31/12/2024, susceptibles d'évoluer dans le temps. Les cas d'investissement sont indiqués à titre indicatif et peuvent varier à tout moment. Ils ne constituent pas une recommandation ou un conseil en investissement

Enfin, le graphique ci-dessous représente la répartition du portefeuille par type d'avantage concurrentiel, avec quelques exemples de sociétés pour illustrer.

Allocation par avantage concurrentiel principal



Sources : Morningstar, River 31 Capital Partners – Données au 31/12/2024, susceptibles d'évoluer dans le temps. Les cas d'investissement sont indiqués à titre indicatif et peuvent varier à tout moment. Ils ne constituent pas une recommandation ou un conseil en investissement.

Au terme d'une année riche en actualités, sur les marchés et pour le Fonds Hudson Blue Chips, nous sommes donc satisfaits des évolutions dans la stratégie d'investissement décidées fin 2022 (focus sur la qualité, diversification sectorielle et thématique).

Nos performances depuis plus de deux ans maintenant nous confortent dans ces choix, et nous sommes confiants quant au positionnement du Fonds, qui comme expliqué est investi sur un portefeuille bien diversifié de sociétés leaders sur leurs marchés.

Cela ne signifie pas cependant qu'il faut rester inactifs, car il est important de pouvoir réagir face à une actualité économique et géopolitique fournie, que ce soit pour réduire le risque ou saisir les opportunités offertes par les marchés financiers.

Ainsi, sur les dernières semaines, l'équipe de gestion a initié une nouvelle position sur Ferguson Enterprises, premier distributeur BtoB aux Etats-Unis pour les produits de plomberie et gestion de fluides.

Nous avons également pris des profits sur certaines valeurs qui avaient particulièrement bien performé, comme JP Morgan et Netflix, pour se renforcer sur d'autres dont le ratio rendement/risque était devenu particulièrement attrayant, comme Mondelez, UnitedHealth Group et Otis.

Pour terminer cette lettre, nous vous présentons d'ailleurs notre thèse d'investissement sur la célèbre société d'ascenseurs, qui fait partie du portefeuille depuis plus de 2 ans.

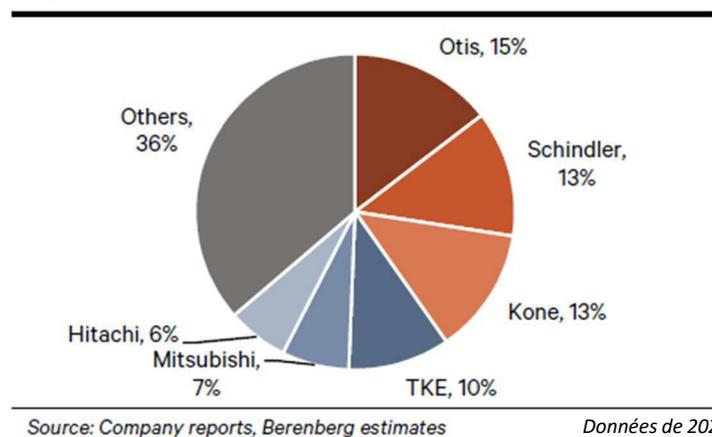
Exemple de position : OTIS Worldwide Corporation⁹ (NYSE: OTIS)

Introduction

Nous avons établi courant 2022 une position de long terme dans OTIS Worldwide Corporation (Otis). Après un bon parcours lors des 18 premiers mois (+36% entre notre achat fin juin 2022 et la fin 2023), le titre a sous-performé en 2024, ne progressant que de 3.5%, principalement à cause d'un fort ralentissement dans la construction immobilière en Chine. Nous avons renforcé la position en fin d'année car le ratio rendement espéré/risque nous paraissait relativement attractif.

Otis est le leader mondial de la fabrication et de la maintenance d'ascenseurs et d'escaliers mécaniques. Ce marché est relativement concentré, et les 6 plus gros acteurs représentent presque 2/3 de l'industrie.

Figure 3: Global elevator and escalator market shares



La société a été fondée en 1853 dans l'état de New-York par Elisha Otis, inventeur d'un mécanisme de sécurité pour plate-forme élévatrice. OTIS Worldwide Corporation fut donc la première société d'ascenseurs au monde, et installera le premier ascenseur entièrement automatisé en 1925.

Le nom d'Otis constitue historiquement une référence dans le monde, et le groupe a notamment installé les ascenseurs de la tour Eiffel (1889), de l'Empire State Building (1931), et plus récemment de la tour Burj Khalifa à Dubai (2010).

United Technologies achète OTIS en 1976 et l'ascensoriste opère alors comme filiale pendant plus de 40 ans, avant sa séparation et son introduction en bourse en 2020 via une opération de « spin-off¹⁰ ».

Encore aujourd'hui, Otis reste leader mondial avec plus de 2 millions d'unités en contrat de maintenance sur un marché global de plus de 20 millions d'ascenseurs, et 71 000 salariés, dont 42 000 techniciens installateurs/réparateurs. La société enregistre actuellement une capitalisation boursière légèrement inférieure à 40 milliards de dollars.

⁹ 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.

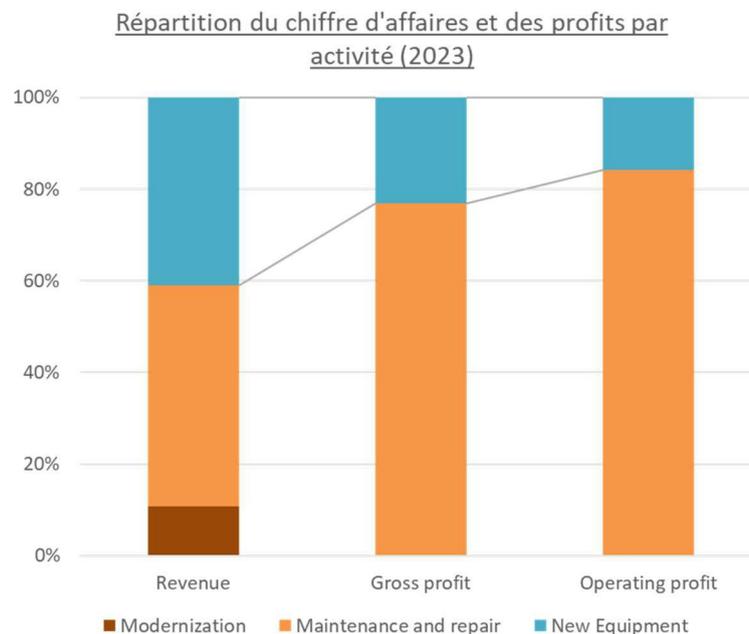
¹⁰ Séparation d'une filiale via la distribution gratuite d'actions aux actionnaires de la maison-mère.

Modèle économique

Le modèle économique d’Otis est assez simple :

1. La société conçoit, assemble et installe des ascenseurs et escaliers mécaniques, activité sur laquelle elle génère une marge opérationnelle faible,
2. Otis effectue également la modernisation/rénovation des unités les plus anciennes, activité classée dans le segment « services »,
3. Sur une partie des unités installées ou modernisées, Otis signe des contrats de maintenance, activité de service fortement margée.

La société opère donc un modèle classique de conception/vente d’équipement, avec une forte activité de maintenance/réparation/modernisation à la clef. A dire vrai, peu d’entreprises ont un ratio équipement/maintenance aussi favorable. En effet, les marges opérationnelles sur les nouveaux équipements étant 3 ou 4 fois plus faibles que sur la maintenance, plus de 80% des profits opérationnels d’Otis sont générés par l’activité de services, comme indiqué sur le graphique ci-dessous :



Source : Otis Worldwide Corporation

D’après nous, la prépondérance de la maintenance dans ce métier s’explique par :

- Le caractère indispensable des ascenseurs dans les immeubles d’habitation, notamment pour les personnes âgées et les enfants, mais également dans les immeubles de bureau et les hôtels par exemple,
- L’importance cruciale de la sécurité pour éviter toute chute, blessure due aux portes ou enfermement prolongé dans une cabine.

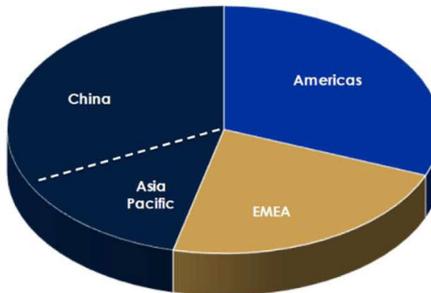
Les contrats de maintenance sont typiquement d’une durée de 4 ans, indexés sur l’inflation et comprennent un service d’astreinte et d’assistance 24h sur 24.

Le marché de la maintenance est cependant plus compétitif et fragmenté que l’installation et les 5 premiers acteurs ne représentent « que » 40% du marché. Cependant Otis est en capacité de convertir environ deux tiers des installations en contrats de maintenance et bénéficie d’un taux de renouvellement supérieur à 93%.

La société reste donc leader mondial sur les deux segments, avec une activité relativement diversifiée géographiquement et par type d’utilisation.

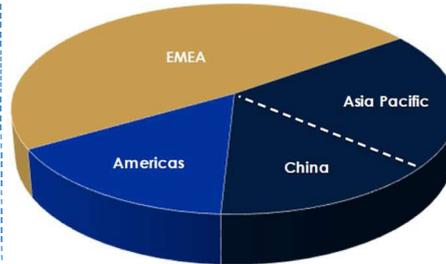
En effet, si la Chine et les Amériques représentent chacune un tiers des nouvelles installations, la zone Europe/Moyen-Orient/Afrique regroupe presque la moitié de l'activité de services.

Nouveaux équipements
CA 2023

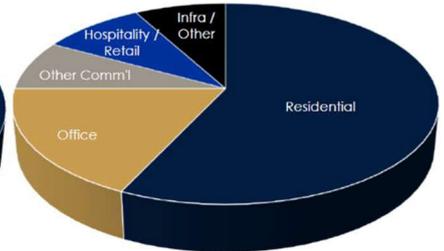


~\$5.8 billion

Services
Unités 2023 par région et utilisation

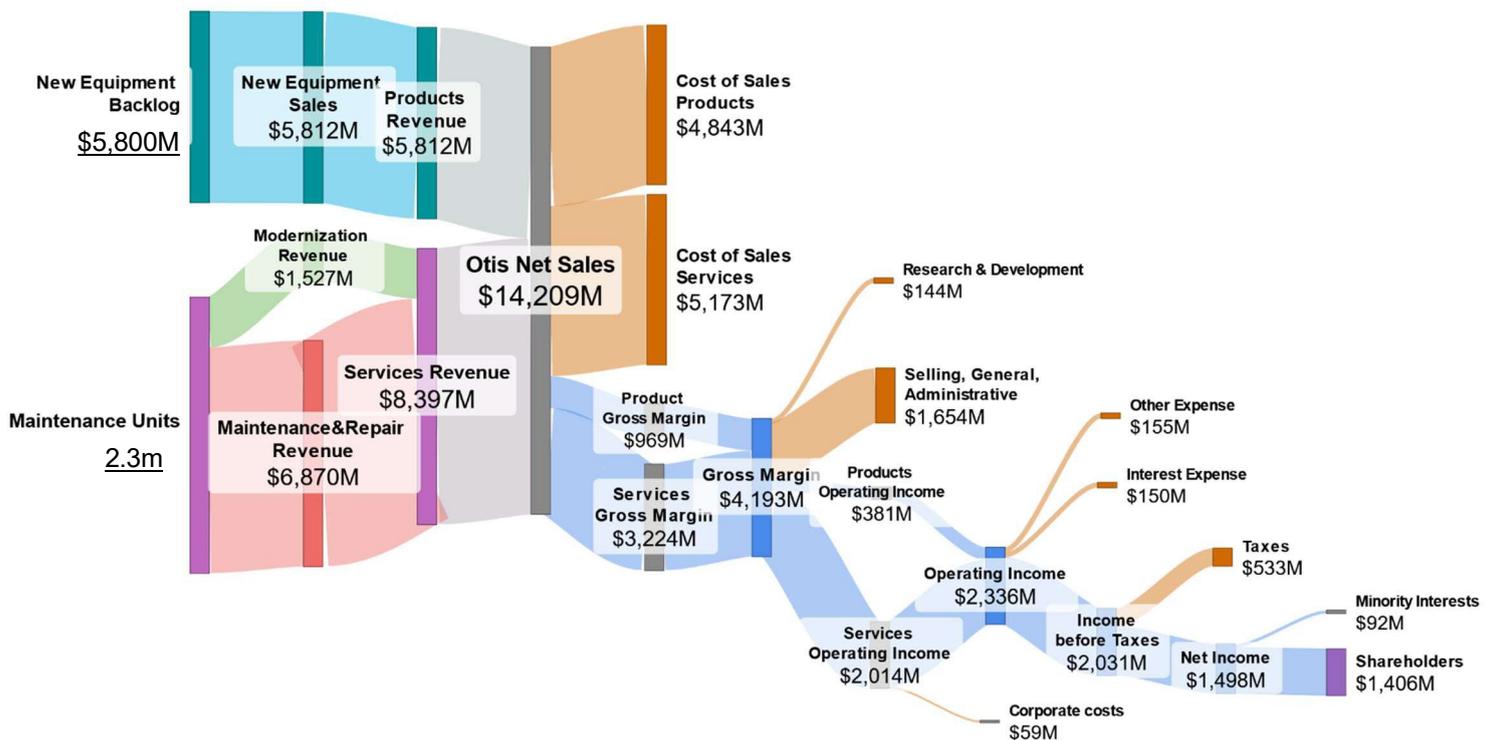


Industry's largest service portfolio:
~2.3 million units



Source : Otis Worldwide Corporation

Le compte de résultat 2023 d'Otis Worldwide peut se synthétiser comme suit (chiffres en millions de



\$) :

Sources : Otis Worldwide Corporation, River 31 Capital Partners

Les principales caractéristiques du modèle économique sont les suivantes :

	2023	Moyenne 10 ans	
Part de marché nouvelles installations	20.0%	18.0%	
Taux de conversion	65.0%	-	
Unités sous contrat de maintenance (m)	2.3m	-	
Taux de renouvellement	93.5%	-	
Croissance organique du chiffre d'affaires	+5.6%	+3.3%	
Marges brutes - Groupe	29.5%	30.2%	
Marges opérationnelles - Groupe	16.4%	16.8%	
Marges opérationnelles - Produits	6.6%	7.0%	*
Marges opérationnelles - Services	24.0%	22.2%	*
EBIT Services/EBIT Groupe	86.2%	79.3%	*
R&D/chiffre d'affaires	1.0%	1.2%	*
Capex/chiffre d'affaires	1.0%	1.1%	*
BFR (DSO)	5	5	*
FCF/résultat net	102.3%	99.5%	*
ROCE (pre-taxes)	>100%	>100%	*
Titres en circulation	-2.0%	-6% depuis 2020	

*: Moyenne sur 7 ans

Sources : Otis Worldwide Corporation, River 31 Capital Partners

En résumé, Otis affiche une croissance régulière sur le long-terme, une rentabilité élevée et une très bonne génération de Free-Cash-Flow grâce à des besoins en capex et en BFR limités. En effet, le groupe ne fabrique que très peu de composants, et est avant tout un assembleur d'équipement.

Notons par ailleurs la forte visibilité conférée par l'activité de services, qui génère, sur les quatre derniers trimestres publiés, 89% des profits opérationnels d'Otis. Ceci permet au groupe de supporter un peu de levier financier. Celui-ci s'établissait fin 2023 à 2.45x l'EBITDA, ce qui nous paraît raisonnable.

Avantages concurrentiels

Selon nous, Otis bénéficie de plusieurs avantages concurrentiels, notés par Morningstar comme « solides ».



En premier lieu, la société détient la marque la plus reconnue dans le secteur, liée à un héritage de plus de 170 ans, avec une réputation de fiabilité et d'innovation, et un savoir-faire démontré sur l'installation d'équipements.



Ensuite, Otis bénéficie de la grande difficulté à changer un ascenseur installé. Une fois la construction d'un immeuble achevée, Otis peut vendre des pièces détachées pendant au moins 20 ans. Quant à la maintenance, si elle peut être effectuée par d'autres sociétés de service, l'ascensoriste qui a installé l'ascenseur jouit d'un avantage concurrentiel important car ses équipes connaissent mieux l'équipement. A l'heure du numérique et de la maintenance préventive cet avantage est renforcé, et si la société réalise un travail de maintenance satisfaisant, le client n'a aucune raison de prendre le risque de changer de prestataire, car le coût de la maintenance est relativement faible dans le budget d'un immeuble.

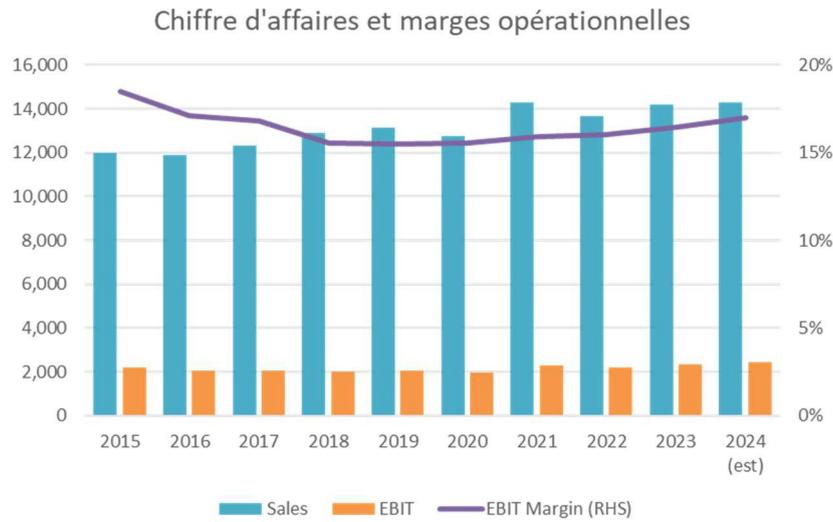


Size/cost
advantages

Enfin, de par sa taille, Otis bénéficie également d'un avantage concurrentiel sur les coûts. Sur les nouveaux équipements, cela se matérialise principalement dans le budget de R&D et les prix négociés auprès des fournisseurs. Mais cet avantage est plus important sur les services, car la densité plus forte du réseau installé par Otis engendre une plus grande efficacité opérationnelle, avec moins de trajets entre deux interventions et un plus grand taux d'occupation des techniciens.

Performances économiques

Sur le long-terme, les performances d'Otis montrent une croissance régulière, ainsi qu'une résilience certaine :



Sources : Otis Worldwide Corporation, River 31 Capital Partners

Nous noterons les observations additionnelles suivantes :

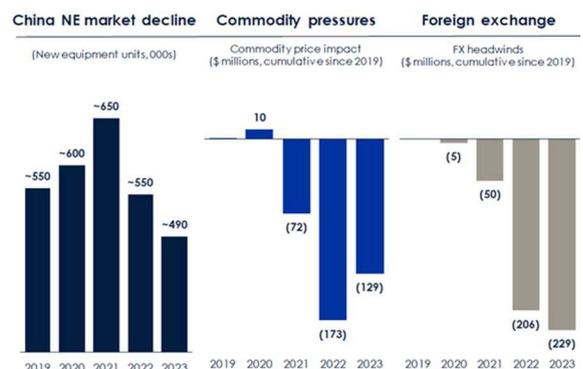
- L'activité s'est montrée particulièrement résiliente en 2020, avec une croissance organique en baisse de 2.1% seulement,
- La baisse de chiffre d'affaires en 2022 est uniquement due à l'évolution des taux de change, qui a coûté au groupe 6 points de croissance,
- Les dernières années avant la séparation de United Technologiques étaient relativement décevantes (croissance organique inférieure à 2% par an entre 2015 et 2020, marges en baisse),
- Depuis le spin-off la croissance organique a accéléré à presque 5% par an et les marges ont commencé à se redresser, mais avec encore du potentiel sur ce front.

Ces performances solides ont été réalisées dans un environnement difficile : épidémie de Covid-19, chute du marché de la construction en Chine, inflation élevée, effets devises fortement négatifs...

Thèse d'investissement

Nous avons initié mi-2022 une position dans Otis, que nous avons maintenue jusqu'à aujourd'hui.

Strong performance despite headwinds...

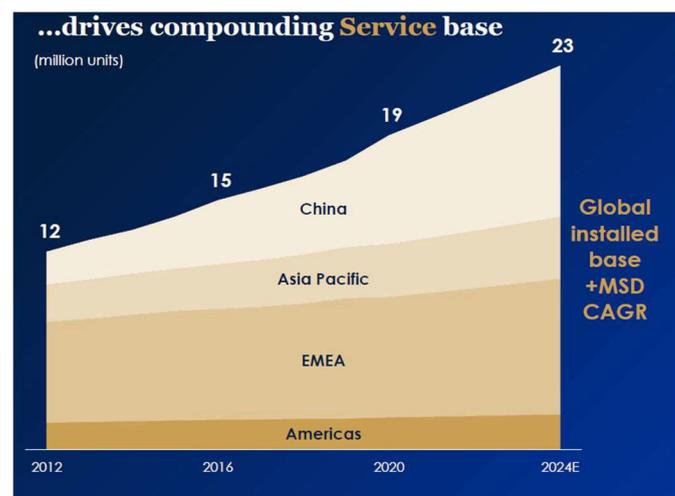
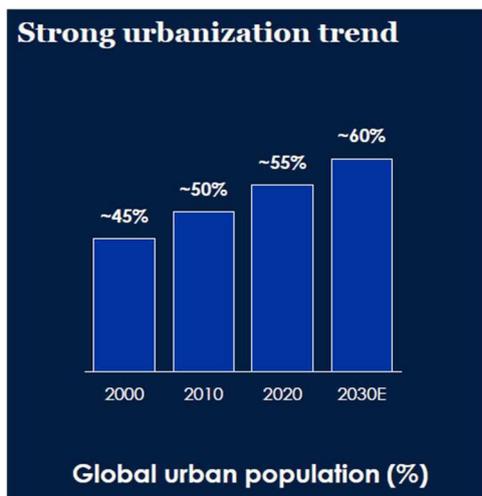


Source : Otis Worldwide Corporation

Nous considérons que la société possède un profil particulièrement intéressant dans le secteur de la construction. En effet Otis bénéficie de tendances de long terme mais également de perspectives d'améliorations de sa rentabilité suite au spin-off, tout en offrant une résilience peu commune.

i. Croissance du marché adressable

La progression du marché des ascenseurs est la résultante directe d'une urbanisation croissante. Ainsi, en un peu plus de 10 ans, le nombre d'unités installées au niveau mondial a presque doublé, avec notamment une forte croissance en Chine, mais également en Inde, deux marchés où Otis est leader sur les nouveaux équipements. Ainsi, entre 2009 et 2019, le nombre d'unités installées en Chine, tous acteurs confondus, a été multiplié par 6, passant de 1 à 6 millions.



Source : Otis Worldwide Corporation

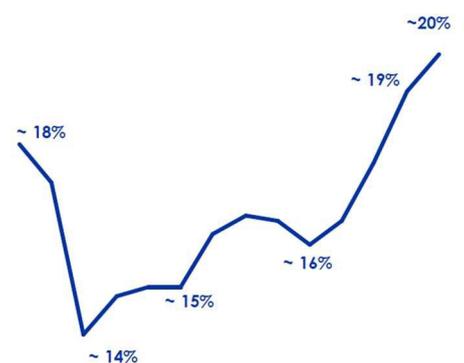
ii. Prises de parts de marché sur les nouveaux équipements

Par ailleurs, après avoir perdu des parts de marché au début des années 2010, Otis est aujourd'hui revenu à une part de marché mondiale aux alentours de 20% sur les nouveaux équipements. Notre expérience nous fait penser que cette nouvelle dynamique commerciale est directement liée à la séparation de United Technologies. En effet, il est courant de constater qu'une ancienne filiale, libérée du poids de la maison mère, est en mesure de relancer son innovation produit et d'augmenter significativement ses efforts de vente.

L'équipe de direction a d'ailleurs annoncé son objectif d'atteindre une part de marché de 22% sur les nouveaux équipements en 2028, ce qui nous semble ambitieux mais réalisable.

New Equipment share²

(% of total industry New Equipment bookings)



Source : Otis Worldwide Corporation

iii. Marché de la modernisation en forte progression

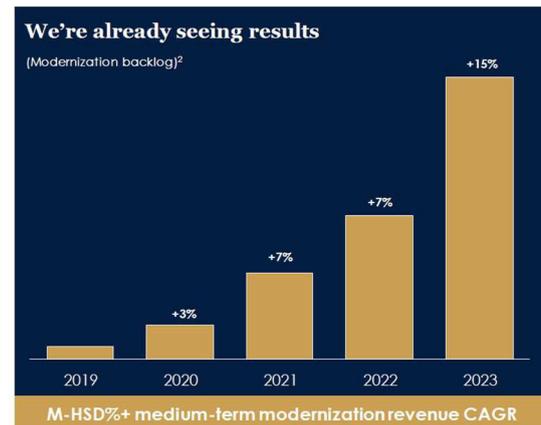
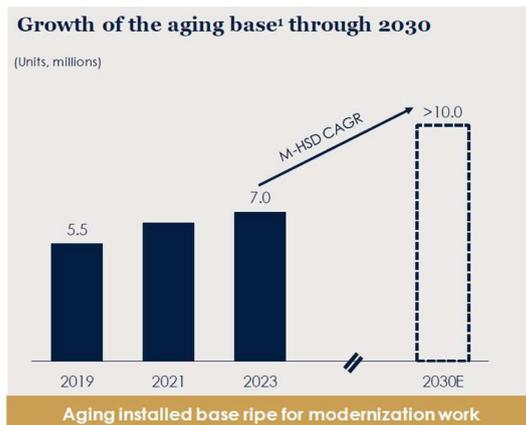
Si les perspectives sur les nouveaux équipements sont positives,

ce marché reste toutefois cyclique, car nécessairement lié au marché de la construction immobilière. Cela reste cependant le point d'entrée incontournable pour assembler un portefeuille de services, à la fois sur la modernisation et sur la maintenance/réparation.

Un ascenseur devant être rénové/modernisé au bout de 15 à 20 ans, la progression du nombre d'unités installées implique donc une forte croissance du marché de la modernisation. Ceci représente une belle opportunité pour Otis, avec potentiellement 10 millions d'unités concernées d'ici 2030, soit la moitié des unités installées au niveau mondial.

Le carnet d'ordres de la société sur ce segment est en forte croissance (+15% en 2023), et le chiffre d'affaires sur les trois premiers trimestres 2024 est en progression de presque 10%.

Modernization is a strategic imperative...



Source : Otis Worldwide Corporation

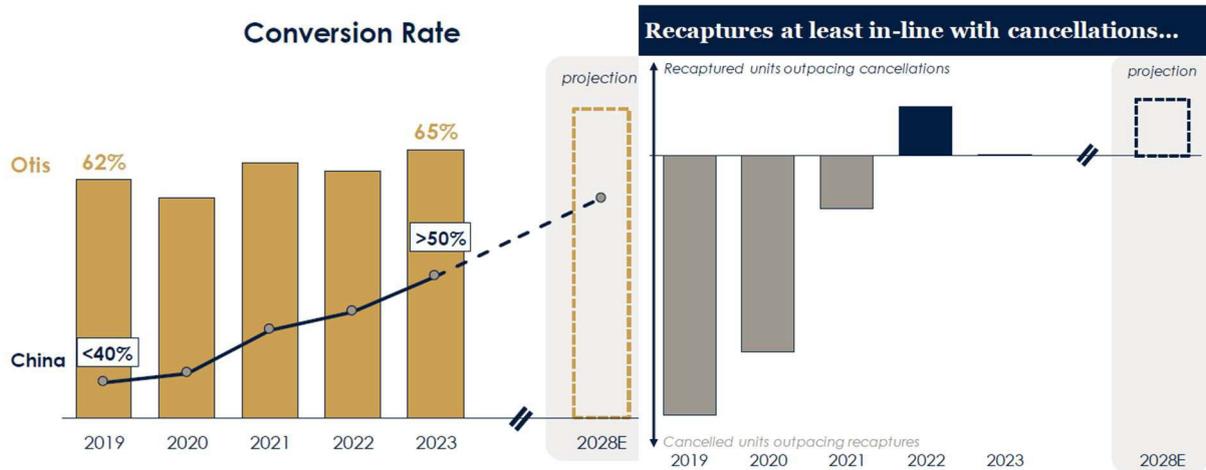
Cette opportunité est particulièrement attrayante en Chine, avec un chiffre d'affaires de modernisation multiplié par 4 en 5 ans pour Otis, et un nombre d'unités âgées de plus de 15 ans qui devrait tripler dans les prochaines années.

iv. Progression du portefeuille de maintenance

En ce qui concerne la maintenance/réparation, les perspectives sont liées à trois facteurs :

- Le nombre d'unités installées et/ou modernisées,
- Le taux de conversion en contrats de maintenance,
- Le taux de renouvellement net (renouvellements de contrats plus recaptures)

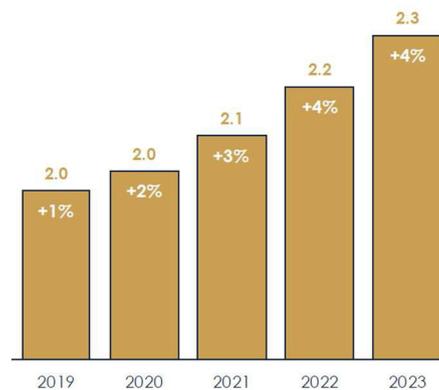
Depuis la séparation de United Technologies, le management d'Otis a développé une stratégie pour améliorer chaque paramètre de cette équation :



Source : Otis Worldwide Corporation

Avec comme résultat une accélération de la croissance du portefeuille en contrat de maintenance :

Portfolio growth
(Maintenance units, millions)



Source : Otis Worldwide Corporation

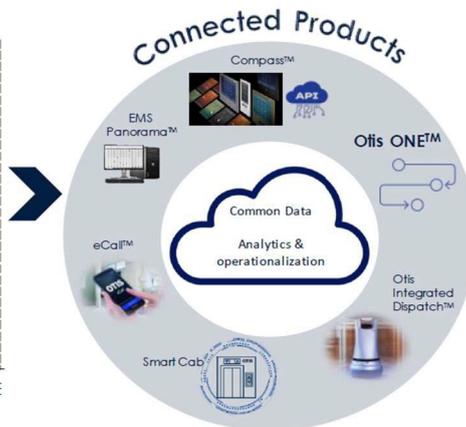
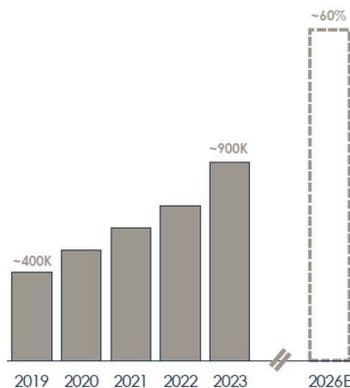
Soulignons notamment que la digitalisation des ascenseurs, comprenant écrans d'information, capteurs et connectivité, outils de maintenance préventive, logiciels de supervision et de contrôle, engendre certes une plus grande complexité d'entretien mais surtout permet d'offrir plus de services, sous forme de souscriptions.

...and continued investment in digitalization

More connected units...

...enable more offerings & subscriptions...

...supporting customer retention



>10pts
Improvement in China retention rate vs. units without Otis ONE™

- Otis ONE™**
- Reduces unplanned service calls
 - Improves service response time
 - Increases visibility

~93.5% global retention rate

Connected units include units under the warranty period.

Source : Otis Worldwide Corporation

Cette évolution vers le numérique renforce les barrières à l'entrée sur le marché des nouveaux équipements, mais également de la maintenance, bénéficiant donc aux leaders, dont Otis.

v. Amélioration des marges

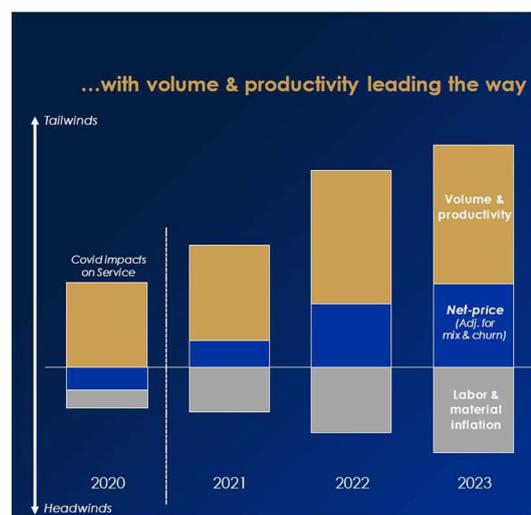
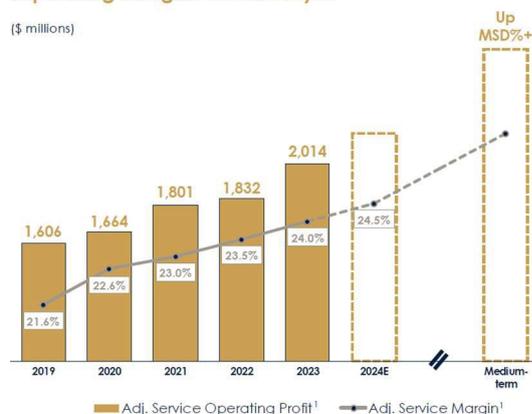
Enfin, notre thèse d'investissement repose également sur une amélioration continue des marges opérationnelles, et ce principalement sur l'activité de services. En effet, alors qu'Otis générait des marges au niveau groupe de l'ordre de 22% au début des années 2010, elles étaient tombées en dessous de 16% à partir de 2018.

Le spin-off a permis à la nouvelle équipe de direction de concentrer les efforts du groupe sur la dynamique commerciale, mais également sur l'efficacité opérationnelle, notamment au niveau des services. La marge opérationnelle sur cette activité a déjà progressé de 200 points de base depuis 2020, mais le management anticipe une augmentation continue sur les années à venir, grâce à un effet volume combiné à une meilleure productivité. Ceci devrait permettre au groupe d'améliorer sa marge d'EBIT de 40 à 50bps par an.

Service profit outlook

Expanding margins sustainably...

(\$ millions)



Otis bénéficie donc de multiples leviers pour améliorer ses résultats : croissance de volume, modernisation, conversion en contrats de maintenance, recapture, efficacité opérationnelle.

Le management nous semble activer l'ensemble de ces leviers avec pertinence. Par ailleurs le conseil d'administration a adopté une politique de retour aux actionnaires généreuse, constituée de dividendes et de rachats d'actions.

Principaux risques

i. Risque cyclique

Bien que les revenus de maintenance soient particulièrement récurrents, les nouveaux équipements sont eux directement liés à l'activité de la construction immobilière, qui par définition reste relativement cyclique. Un fort ralentissement, comme depuis quelques années, engendre un impact relativement faible sur le résultat net du groupe, mais réduit mécaniquement ses perspectives de croissance.

Notons que le marché de la construction est déjà dans un creux actuellement, donc ce facteur cyclique pourrait être bénéfique dans les années à venir.

ii. Risque inflationniste

Otis est exposé à l'inflation sur les matières premières, mais également salariale. La profitabilité est cependant bien protégée, les contrats de maintenance incluant des clauses d'indexation sur l'inflation.

iii. Concurrentiel

Malgré ses positions concurrentielles fortes, Otis fait face à une compétition importante de la part des autres grands acteurs occidentaux, mais aussi potentiellement de nouveaux acteurs asiatiques.

Notons toutefois que la maintenance est une activité essentiellement locale, et que les propriétaires d'immeuble ont peu intérêt à choisir un nouvel acteur dont la réputation n'est pas établie.

Modèle de valorisation et conclusion

Dans notre scénario central (« Base case »), nous estimons la croissance du chiffre d'affaires à 4% par an, notamment dû à un ralentissement dans la construction en 2024, et des marges opérationnelles en progression de 50bps par an.

Nous valorisons Otis Worldwide Corporation en multiple d'EBIT à 3 ans. Nous appliquons un multiple de 16x, légèrement inférieur à la moyenne à depuis le spin-off qui est de 17x. Dans notre scénario pessimiste (« Bear case »), nous utilisons un multiple de 14x.

Aux cours actuels¹¹, le potentiel de baisse à horizon 2-3 ans nous semble limité et nous estimons la hausse potentielle entre 25% et 60%, comme indiqué dans le tableau à la page suivante.

D'après notre analyse, Otis Worldwide Corporation remplit donc tous nos critères d'investissement : parts de marché élevées, barrières à l'entrée significatives, croissance sur le long terme, forte rentabilité, levier financier raisonnable, management de qualité, et valorisation raisonnable.

Par conséquent, considérant la qualité du modèle économique, nous avons renforcé notre position en fin d'année 2024.

¹¹ Au 13/01/2025

Rendement/risque sur Otis Worldwide Corporation au 13/01/2025

Otis Worldwide Corporation

	Dec-23	BEAR	BASE	BULL
Product	5,812	5,579	5,931	6,555
Service	<u>8,397</u>	<u>9,659</u>	<u>10,644</u>	<u>11,058</u>
Sales	14,209	15,238	16,575	17,613
Var %		7.2%	16.7%	24.0%
Product		-1.0%	0.5%	3.0%
Service		<u>3.5%</u>	<u>6.0%</u>	<u>7.0%</u>
CAGR % (3 years)		1.7%	3.9%	5.4%
Product	381	335	415	492
Service	2,014	2,270	2,735	2,986
Corporate	<u>-59</u>	<u>-76</u>	<u>-83</u>	<u>-53</u>
EBIT	2,336	2,528	3,068	3,425
Product		-12.1%	9.0%	29.0%
Service		<u>12.7%</u>	<u>35.8%</u>	<u>48.3%</u>
Var %		8.2%	31.3%	46.6%
CAGR % (3 years)		2.0%	6.9%	9.9%
Product	6.6%	6.0%	7.0%	7.5%
Service	24.0%	23.5%	25.7%	27.0%
Corporate	<u>-0.4%</u>	<u>-0.5%</u>	<u>-0.5%</u>	<u>-0.3%</u>
OM%	16.4%	16.6%	18.5%	19.4%
Delta (bp)		15	207	300
EBIT	2,336	2,528	3,068	3,425
EV/EBIT	Hist. Range [x/x]	<u>14.0</u>	<u>16.0</u>	<u>18.0</u>
Enterprise Value		35,397	49,085	61,642
EV/Sales	Hist. Range [x/x]	2.32	2.96	3.50
EV/EBITDA	Hist. Range [x/x]	13.3	15.3	17.3
FCF yield	4.6%	4.8%	4.5%	3.9%
Enterprise Value	43,289	35,397	49,085	61,642
+ Cash from dilutive instruments	na	-1,400	-1,400	-1,400
+ One-off cash items	na	-1,000	-1,000	-1,000
+ Other assets	416	416	416	416
- N Debt (+ Cash)	-5,624	-1,800	-1,325	-1,125
- Minorities	-204	-204	-204	-204
- Post-Employment Benefits	-231	-231	-231	-231
- Other liabilities	<u>-580</u>	<u>-580</u>	<u>-580</u>	<u>-580</u>
Equity Value (USD)	37,066	30,598	44,761	57,518
Number of shares	<u>406.6</u>	<u>400.9</u>	<u>400.9</u>	<u>400.9</u>
Value Per Share (USD)	91.2	76.3	111.7	143.5
Expected Annual Dividend (USD)		1.09	1.36	1.64
Capital gain/loss		-16.3%	22.5%	57.4%
Dividend (2 years)		<u>2.4%</u>	<u>3.0%</u>	<u>3.6%</u>
Total Shareholder Return		-13.9%	25.5%	61.0%

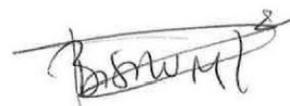
Sources : Otis Worldwide Corporation, River 31 Capital Partners

2024 fut donc une année animée pour le Fonds, à commencer par son changement de nom en « Hudson Blue Chips ».

Alors qu'une nouvelle année commence, nous sommes particulièrement satisfaits des évolutions dans la stratégie de gestion, implémentées depuis le 4^e trimestre 2022. Le portefeuille est aujourd'hui exposé uniquement sur des sociétés de qualité et bien diversifié sectoriellement et thématiquement. Ceci devrait lui permettre de bien résister aux incertitudes importantes de l'environnement géopolitique et économique actuel.

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 pour 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, 70, avenue de l'Europe 92270 Bois-Colombes