

LA CHRONIQUE

Le commentaire mensuel de Delubac Asset Management

Février 2013



Nouvelle nomenclature sectorielle : exit les valeurs de croissance/cyclique/rendement

Pour une vision structurelle
de la cote



« Delubac
**Exceptions Pricing
Power** est un FCP
actions
géré activement
selon une
conviction forte :
seules les sociétés
en mesure

d'imposer leurs prix parviendront à maintenir durablement leurs marges dans l'environnement économique actuel (baisse des barrières douanières, montée en puissance des places de marchés électroniques, infidélité croissante des consommateurs, émergence des pays producteurs à faible coût de main d'œuvre...).

Notre attention exclusivement portée aux entreprises capables d'affirmer leur « pricing power » nous donne une vision structurelle, à long terme de la cote et affranchit notre gestion des aléas purement conjoncturels des marchés.

L'objectif de cette chronique, qui vous sera adressée tous les mois, est d'examiner les grandes mutations en cours au sein de l'économie mondiale sous cet angle novateur, et d'en retenir des enseignements en matière d'investissement. Nous espérons vous faire partager notre conviction. »

**Gérard Moulin, gérant actions
senior chez Delubac Asset
Management**

La nouvelle donne économique nous impose de revoir sérieusement la nomenclature sectorielle actuelle. En effet, comment pourrions-nous gérer comme au 20ème siècle dans le contexte du moment ?

La trilogie

La nomenclature actuelle qui régit la cote européenne, se compose des valeurs de croissance, des cycliques, et des défensives. Cette trilogie est au mieux à revoir en ce qui concerne les valeurs de croissance sous peine d'être actionnaire minoritaire de « faux amis », ou au pire à chasser de son esprit pour les cycliques et les défensives.

Au siècle dernier, une valeur de **croissance** conservait son statut durant des années. La compétition était moindre, les réglementations plus souples, la concurrence des émergents inexistante et l'Europe en croissance... Aujourd'hui, ce statut est potentiellement destructeur de valeur pour l'actionnaire si l'on ne vérifie pas que la notion de « protection par le pricing power » y est associée. Il faut donc définir en quoi une valeur de croissance va le rester et cela passe par l'analyse du positionnement concurrentiel.

Qu'en est-il des **cycliques** ? Il s'agit pour nous d'une notion dépassée par la mondialisation des affaires. En effet, qui dit haut puis bas de cycle, dit exploitation du bon timing. Auparavant, tout l'art des gestions consistait simplement à trouver le bon point d'entrée ...

Gros piège de nos jours ! L'ex « bas de cycle » devient une « nouvelle évaluation », un « de-rating » (cf. la grande distribution ou la technologie). Aujourd'hui, le bas de cycle est devenu une pente descendante définitive, un « aller simple » et non plus un « aller-retour ». C'est la trappe à investisseurs.

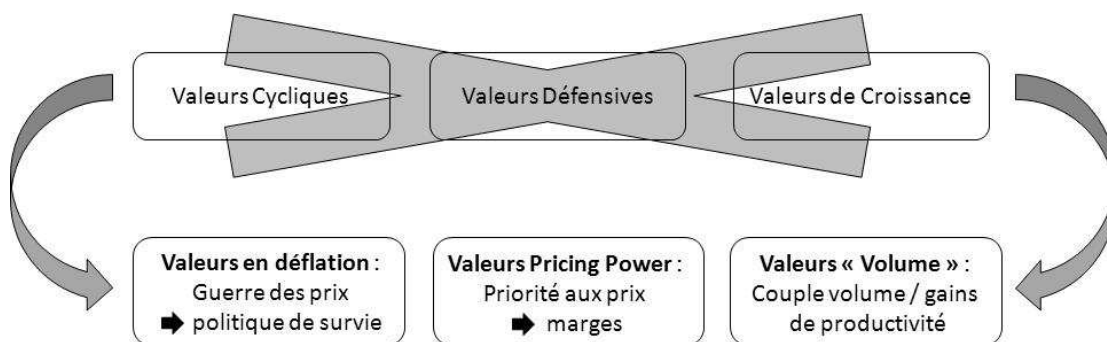
Le monde d'aujourd'hui est un monde de flux et non pas un monde de cycle. Si vous êtes dans le bon flux, vous êtes en croissance rentable, par contre, si vous attendez une « reprise », vous êtes perdu, il ne se passe rien.

Et les valeurs de **rendement** alors ? Une vraie catastrophe ! Premier exemple, les groupes télécoms, qui ont connu une perte de valeur de 70 à 80% sur 10 ans, ainsi que des dividendes à venir non distribués, pour faire face aux investissements des années 2013-2016. La pharmacie ? Bonne chance ! Les « big-pharma » ne pourront plus mener leurs affaires normalement en Europe ou en Chine, pourtant nouvelle zone de croissance. Les « payeurs » que sont les Etats, continueront à décider de manière unilatérale de baisser le prix des médicaments.

En cause, les finances publiques qui sont aujourd'hui dans un état lamentable. Et le pire reste que les émergents (Chine en tête) établissent un benchmark mondial pour savoir quel pays rembourse le moins. Les médicaments sont par exemple 2 fois plus chers aux USA qu'en Europe. C'est donc un système redoutable pour les «big pharma» d'enchères à l'envers. Dans ce contexte, comment espérer voir, dans les années qui viennent, ce secteur maintenir son niveau de distribution ?

De plus, les sociétés pharmaceutiques ne pourront plus répercuter dans leur prix de vente un coût de R&D qui peut se monter à 4 mds d'euros pour SANOFI, ou 7,5 mds d'euros pour ROCHE. L'innovation n'est donc pas le «sésame» systématique protecteur pour l'actionnaire.

En résumé : voici la nouvelle nomenclature que nous proposons chez Delubac AM. Exit les valeurs cycliques, défensives ou de croissance. Bienvenue aux concepts pertinents de valeurs Pricing Power, valeurs volume et valeurs en déflation. C'est à ce prix que la performance sera au rendez-vous.



Relations presse : Agence FARGO

Aurélie Lustremant

Tel : 01 44 82 95 51

alustremant@agencefargo.com