

Lettre trimestrielle – Printemps 2021

Renouvelable et Bourse Fin d'une idylle ou désamour passager ?



Après une **performance époustouflante en 2020** (le S&P Global Clean Energy a progressé de +140 % l'année dernière !), les producteurs d'énergie renouvelable sont à la peine en 2021 (-17 % au 15 avril).

En y regardant de plus près, il semble que la brutalité de la hausse de 2020 ne s'explique pas seulement par la qualité des fondamentaux de ce secteur. Les cours de Bourse avaient été **artificiellement tirés à la hausse** par un flux d'achats provenant des ETF (fonds indiciels) bâtis sur cette thématique, qui collectaient des sommes importantes à investir à tout prix. Les deux ETF iShare, par exemple, pesaient alors 15 Mds \$.

iShares
by BLACKROCK

Mais ont été lancées en janvier 2021 des réflexions autour de la composition de ces indices renouvelables afin d'éviter une trop forte concentration : le 16 avril 2021, l'indice est passé de 30 constituants à plus de 90 ! Anticipant l'inévitable vente partielle des 30 valeurs fétiches de ces ETF pour financer les achats sur les 60 nouveaux entrants, les gérants financiers se sont détournés de ce secteur, ce qui explique en partie la correction récente.

Les niveaux de valorisation sont désormais normaux, et les ajustements techniques sont derrière nous : ainsi, le secteur des énergies renouvelables devrait, selon nous, pouvoir enfin **repartir de l'avant**.

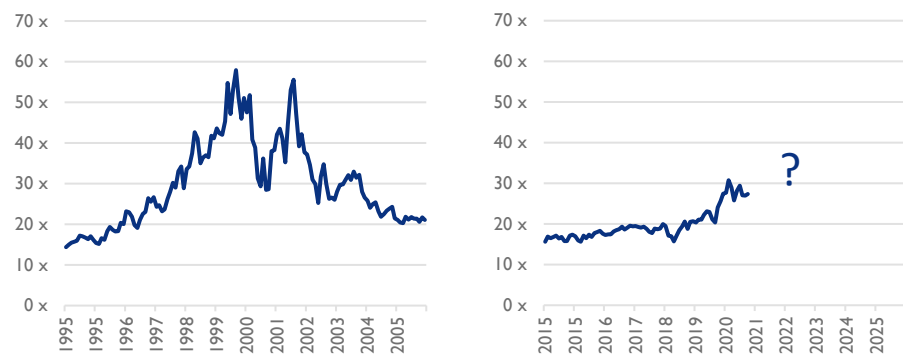
Éditorial – Faut-il avoir peur des valeurs technologiques américaines ?

La presse financière n'hésite désormais plus à qualifier de « bulle » le niveau de valorisation des entreprises technologiques américaines, et compare aisément la situation actuelle avec celle des années 2000, dont l'épilogue avait été si douloureux. Nous avons donc comparé ces deux situations, notamment sur le plan des multiples boursiers.

Le constat est sans appel : **nous sommes encore très loin des niveaux de valorisation atteints en 2000**. Les boursiers s'en souviennent, le marché achetait alors les « pertes » des entreprises de la nouvelle économie. Mais les bénéfices sont aujourd'hui bien réels.

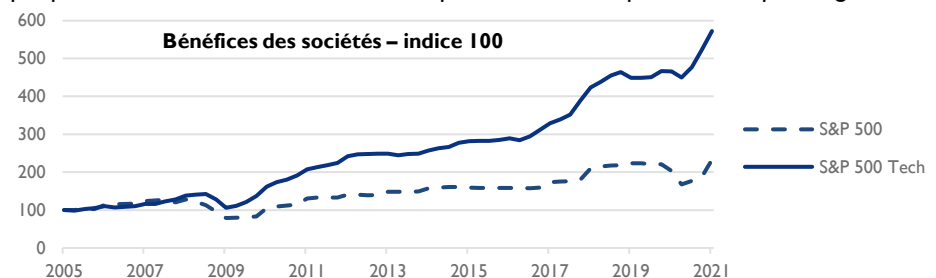
Le graphique ci-dessous illustre ce constat : le ratio cours/bénéfices (PER), qui mesure le niveau de valorisation de l'indice « S&P 500 Information Technology », était passé de 15x en 1995 à plus de 50x en 2000, alors qu'il n'est que de 27x aujourd'hui.

Price Earning Ratio (PER) du secteur technologique américain : années 2000 et aujourd'hui



Sources : Bloomberg, Montaigne Capital. PER du S&P 500 Information Technology, calculé mensuellement, à partir des « Best Estimate » Bloomberg en termes de prévisions de bénéfices

Mais, si les valorisations ne sont pas excessives, **comment expliquer alors cette formidable ascension boursière ?** Le Nasdaq a par exemple progressé de plus de 180 % sur les cinq dernières années. C'est au niveau de la rentabilité des entreprises qu'il faut aller chercher des réponses : en effet, depuis une dizaine d'années, nous assistons à **une explosion à la hausse des bénéfices** générés par le secteur technologique. Ces derniers ont été multipliés par près de six en 15 ans, contre un « simple » doublement pour l'indice plus large S&P 500.



Sources : Bloomberg, Montaigne Capital.

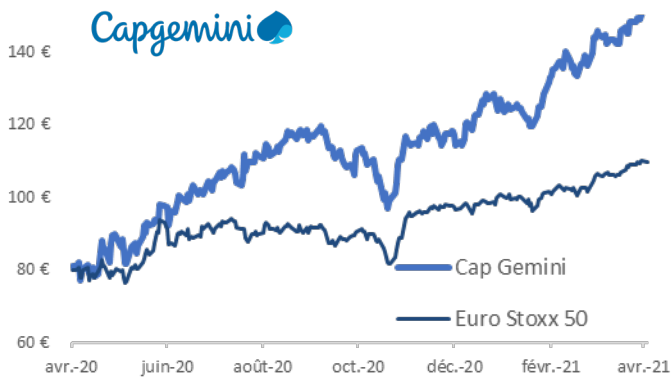
Le marché ne peut qu'en prendre acte et refléter ces chiffres dans les cours de Bourse. Alors que ce secteur représente désormais plus de 25 % de l'indice S&P 500, il nous semble aventureux d'en réduire significativement l'exposition sur la seule base de ses performances passées. Nous sommes au contraire convaincus que la diffusion des nouvelles technologies dans l'ensemble des secteurs d'activité va permettre **une poursuite, voire une accélération, de cette tendance**. Ceci n'exclut cependant pas, à court terme, des remous sur le secteur, en particulier dans le contexte actuel de rotation sectorielle. Espérons que ces vagues soient suffisamment fortes pour offrir des bons points d'entrée.

Pierre Willot
Le 21 avril 2021

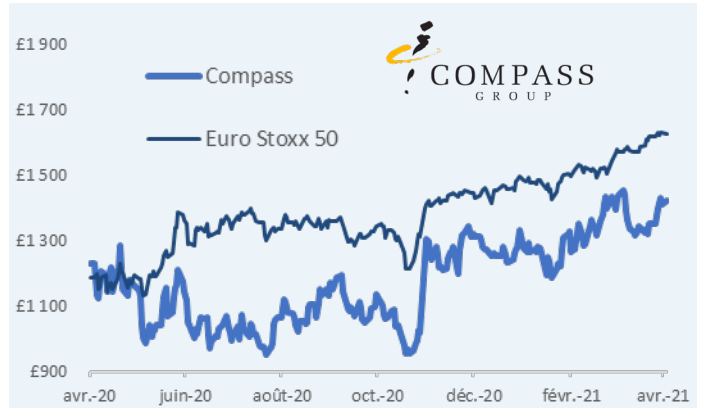


Retour sur notre sélection de titres du printemps 2020

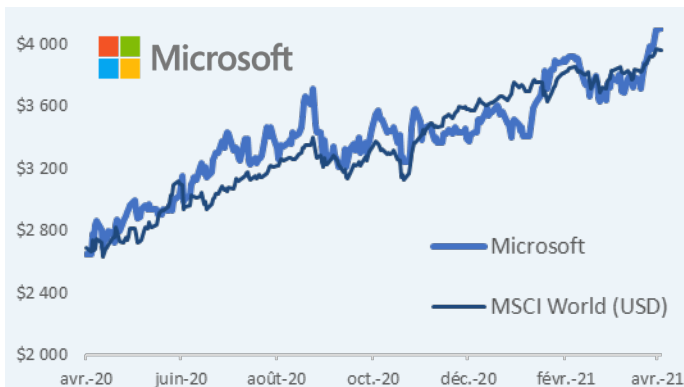
Comme il est de tradition dans notre lettre trimestrielle du printemps, nous revenons ici sur notre sélection de titres de l'année dernière. **Avec une performance moyenne positive de +35,9 % sur un an***, et dans un contexte boursier très chahuté, l'évolution de nos idées d'investissement de 2020 est satisfaisante. Ce mouvement illustre le rebond des valeurs de qualité depuis la crise de la Covid.



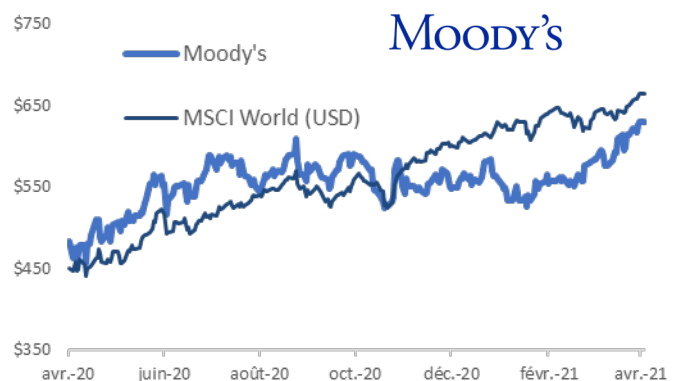
Capgemini signe une performance remarquable grâce à la forte résilience de son activité. La crise sanitaire a provoqué une seconde révolution digitale et ouvre de nouvelles opportunités pour le groupe.



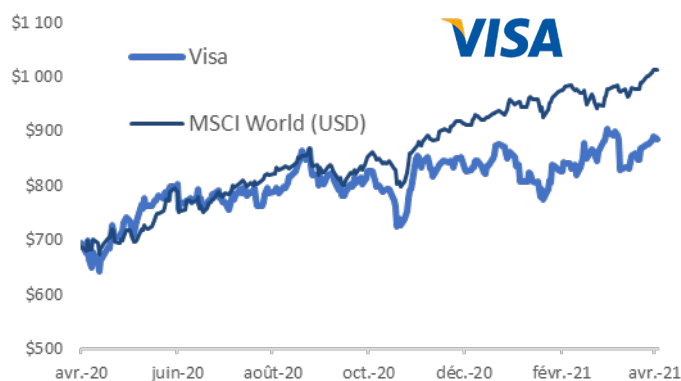
Malgré un niveau d'activité encore fortement impacté par la crise sanitaire, Compass a été particulièrement efficace dans sa gestion des coûts, permettant une restauration relative des marges.



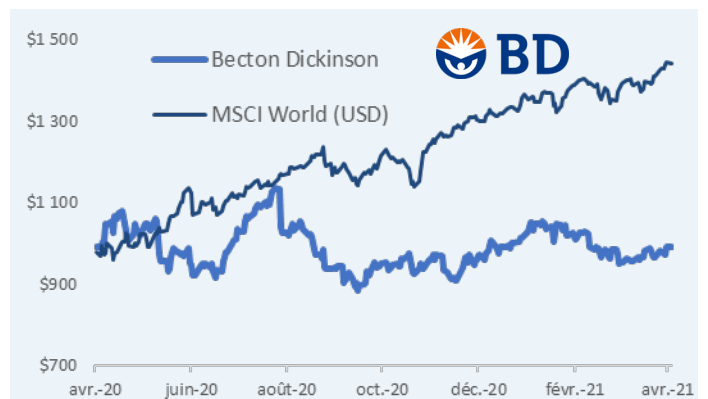
Porté par l'explosion du télétravail et l'immense engouement des investisseurs pour les valeurs technologiques, Microsoft, qui figure parmi les leaders du secteur, réalise une très belle année.



Comme anticipé, l'agence de notation Moody's a bénéficié de la vague d'émissions obligataires post-Covid, qui visait à renforcer les bilans des sociétés. Son activité enregistre ainsi une nette progression.



Les métiers de Visa ont été particulièrement bouleversés par la crise sanitaire. Les paiements en ligne ont explosé et compensent la chute des volumes de transactions internationales et des retraits d'espèces.



Becton Dickinson, leader mondial du marché des aiguilles et seringues, réalise une performance mitigée en 2020, du fait de la reprise plus lente que prévu des opérations chirurgicales en hôpitaux et cliniques.

* Sources : Bloomberg, Montaigne Capital, performance sur un an au 12 avril 2021

Six valeurs pour 2021

Après une fin d'année 2020 mouvementée, vers quels secteurs et quels titres se tourner pour traverser 2021 sereinement ? Afin de profiter au mieux de la tendance des marchés, nous proposons ci-dessous six convictions dont nous jugeons la valorisation attractive (Société Générale), dont les perspectives nous semblent excellentes dans l'après-Covid (Roper Technologies, DocuSign et Sonova) ou qui nous semblent très bien armées pour bénéficier rapidement de la réouverture économique (Amadeus et Valeo).

amadeus

Leader mondial sur le marché des solutions informatiques de recherche et de réservation de billets d'avion pour les acteurs du voyage, Amadeus IT a développé une technologie réellement innovante, qu'elle entend aujourd'hui étendre à d'autres secteurs tels que l'hôtellerie (InterContinental et Premier Inn sont déjà clients), les aéroports, et les transports ferroviaire et maritime. L'activité a évidemment été fortement impactée par la crise sanitaire en 2020, mais les volumes devraient repartir rapidement à la hausse dès la réouverture des frontières. La valorisation actuelle constitue un bon point d'entrée.

Valeo

Équipementier automobile de rang I, Valeo est l'un des leaders mondiaux dans la conception, la fabrication et la distribution de composants pour l'industrie automobile. La société a fortement investi pour se démarquer de la concurrence et affiche désormais des taux de croissance organique structurellement au-dessus de son marché. En effet, la stratégie de croissance mise avant tout sur la conduite assistée et autonome (leader mondial sur la conduite assistée), et sur l'électrification du parc automobile européen (Valeo estime qu'ils équiperont 2/3 des véhicules fonctionnant avec une tension de plus de 60 V lancés par les constructeurs européens sur 2019-2022).

SOCIETE GENERALE

Dans un secteur bancaire européen très décoté, la Société Générale s'échange actuellement à seulement ~35 % de ses fonds propres. Néanmoins, nous sommes convaincus que les banques devraient bénéficier du mouvement de remontée des taux d'intérêt engagé depuis quelques mois. Par ailleurs, à plus long terme, la puissante division de « banque d'investissement » de la Société Générale constitue un véritable atout, et devrait bénéficier des marchés haussiers, soutenant ainsi le cours de Bourse.

ROPER

Roper Technologies figure parmi les leaders mondiaux du secteur des équipements et logiciels de contrôle et de gestion dans des secteurs de niche de l'industrie et de la santé. À titre d'exemple, la société est particulièrement avancée sur la technologie RFID d'échange de données sans contact. Son historique de génération de *cash flows*, en croissance régulière et soutenue depuis plus de vingt ans, est particulièrement remarquable et constitue un argument de poids en faveur du dossier.

DocuSign

DocuSign est le leader mondial des services de signature électronique et de gestion des transactions digitales. La société a peu à peu enrichi son offre premium afin d'être présente dans toute la chaîne de valeur du contrat, de la préparation à l'implémentation, en passant par la négociation, la facturation, l'analyse ou la gestion. À travers cette approche « *one-stop service* », le groupe a construit la plateforme de fonctionnalités la plus complète de l'industrie, la mieux intégrée dans les environnements *cloud* des acteurs mondiaux (Google, SAP, Microsoft, Salesforce...), et donc la plus utilisée.

sonova

Sonova est l'un des leaders mondiaux des solutions auditives pour malentendants, un secteur en forte croissance. La société est présente dans toute la chaîne de valeur, depuis la conception et la fabrication d'appareils auditifs à la vente en boutiques propres, en passant par la distribution aux indépendants et aux revendeurs. Sa gamme complète de solutions permet ainsi de répondre à tous les besoins, budgets et types de pertes auditives, que ce soit via des applications utilisateurs, des appareils connectés, rechargeables ou à piles, ou même un parcours de soins digital.

Les informations contenues dans ce document sont le produit de la réflexion des collaborateurs de Montaigne Capital, bâtie à partir des données brutes et du partage de réflexions entre professionnels. Toute analyse présentée ici ne doit pas être considérée comme une analyse impartiale, mais indépendante. Ce document vise à nourrir la réflexion et doit être considéré à titre informatif seulement. Il ne constitue en aucun cas une offre ou un appel d'offres, ni même un conseil pour acheter ou vendre quelque instrument financier que ce soit ou souscrire un service de gestion ou de conseil. Il ne présente aucun caractère contractuel. Les performances passées ne sont pas un indicateur pertinent des performances futures.



La SICAV « MC FUNDS »

Montaigne Capital est gestionnaire de la SICAV « MC Funds ». Cet OPCVM est actuellement composé de quatre compartiments.

MC Convictions France est un fonds actions « multi-cap » principalement investi en France. Sa stratégie d'investissement est le *stock-picking* pur, sans contrainte de style, de « facteur », de taille de capitalisation ou de liquidité individuelle des titres.

MC Leaders Durables investit dans les actions de grandes entreprises mondiales leaders sur leur marché ou en position avantageuse pour le devenir. La stratégie de gestion du fonds intègre des critères financiers d'analyse fondamentale et des critères extra-financiers principalement liés à la transition énergétique.

MC Leaders Réactifs est un fonds nourricier du compartiment MC Leaders Durables, et bénéficie d'une couverture partielle au risque de marché. Son objectif est de réaliser une performance nette de frais supérieure à +4 % annualisée sur la durée de placement recommandée.

MC Modéré est un fonds d'allocation d'actifs cherchant à minimiser le niveau de risque global de ses investissements à travers une forte diversification. Il investit principalement dans des fonds indiciels, de sorte à minimiser les coûts induits.

Évolution de la performance

Fonds (indicateur de référence)	ISIN	Type	Perf. du trimestre	Perf. 1 an	Perf. 3 ans	Perf. 5 ans
MC Convictions France (CAC All-Tradable)	FR0010946632	Actions	+4,35 % (+8,92 %)	+56,07 % (+41,14 %)	-1,22 % (+21,93 %)	+36,85 % (+52,59 %)
MC Leaders Durables (MSCI World EUR hedged)	FR0010085530	Actions	+4,65 % (+6,02 %)	+45,83 % (+48,95 %)	N/A (N/A)	N/A (N/A)
MC Leaders Réactifs (objectif : 4 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	+2,42 % (+0,97 %)	+26,75 % (+4,00 %)	N/A (N/A)	N/A (N/A)
MC Modéré (objectif : EONIA +2,5 % annualisé)	FR0013064540	Mixte	+1,34 % (+0,51 %)	+12,82 % (+2,08 %)	+8,73 % (+6,57 %)	+11,03 % (+11,30 %)

Note : performances glissantes au 31 mars 2021. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Commentaire trimestriel

Le premier trimestre 2021 a marqué une poursuite de la vague d'optimisme sur les marchés financiers grâce au lancement des campagnes de vaccination contre la Covid-19 dans le monde, qui permettent d'envisager une normalisation de la situation sanitaire.

Le **marché obligataire** enregistre un net repli du fait de la dynamique de remontée des taux d'intérêt, ainsi que d'une certaine rotation vers les actifs les plus risqués depuis quelques mois. Les taux allemands et français à dix ans progressent ainsi significativement, ce qui pénalise les valorisations des obligations d'entreprise et d'État.

Les **marchés actions** ont continué sur leur bonne lancée durant le premier trimestre 2021, dans la lignée du trimestre précédent. Cette tendance positive s'explique par les annonces successives d'allègement des mesures sanitaires et de réouverture partielle des économies sur fond d'avancée significative dans les campagnes de vaccination. Il convient par ailleurs de noter que cette hausse s'inscrit dans un contexte de rotation sectorielle : les valeurs technologiques, qui avaient été les grandes gagnantes de 2020, sont par exemple en repli sur les premiers mois de l'année, à l'opposé du secteur bancaire, qui rebondit en 2021 après un exercice 2020 difficile.

Le **marché des changes** a été contrasté sur le trimestre, avec une nouvelle dégradation sur les devises émergentes, comme le réal brésilien ou la livre turque. Par ailleurs, une remontée du dollar US face à l'euro s'est engagée depuis le début de l'année. Le yen et le franc suisse, quant à eux, sont restés relativement stables pendant le trimestre.

Les **matières premières** enregistrent une très nette hausse sur le trimestre, dans la continuité de la fin de l'année dernière, avec une belle performance des matières industrielles (fer, acier, cuivre et aluminium) ainsi que du pétrole (le Brent bondit de +21,9 %). L'activité industrielle et la consommation semblent repartir, ce qui tire à la hausse la demande du secteur. A *contrario*, nous constatons un repli de l'or sur fond de désintérêt des investisseurs et de hausse des taux réels.

Les fonds gérés par Montaigne Capital présentent un risque de perte en capital. Les indicateurs de référence sont calculés dividendes nets réinvestis. Pour plus d'informations concernant ces fonds, veuillez vous référer aux documents légaux (DICI, prospectus et rapports périodiques) disponibles sur le site Internet de la société ou sur simple demande.

Ces éléments ont pour but de vous informer de manière simplifiée des caractéristiques des fonds. Ils ne constituent pas une offre ni un conseil pour vendre ou acheter quelque instrument financier que ce soit.