



FINANCIERE DE L'ECHEQUIER

# la LETTRE d'information

5 OCTOBRE 2012

PERIODE DU 31 AOÛT AU 28 SEPTEMBRE 2012

## Saga Africa

En 1963, la Bourse de Paris créait un compartiment dédié aux valeurs de la zone franc. Destiné à réunir les sociétés domiciliées dans d'anciennes colonies françaises comme le Dahomey (l'actuel Bénin), la Haute Volta (le Burkina Faso) ou le Gabon, ce segment de marché réunissait alors 33 émetteurs d'actions à la cote officielle, pour un total de capitalisation boursière de 567MF (0,7% du total des valeurs françaises de l'époque).

Aujourd'hui, force est de constater que les meilleurs efforts pour créer un "Commonwealth à la française" ont échoué et que l'économie africaine a disparu des réflexions des investisseurs de l'Hexagone. Que reste-t-il des BANQUE DU MAROC, COMPAGNIE DES PHOSPHATES ET DU CHEMIN DE FER DE GAFSA et autres SOCIETE DES LIEGES DES HAMENDAS ET DE PETITE KABYLIE qui ont fait rêver des générations de lecteurs de la cote boursière ? Quelques rares acteurs comme les BRASSERIES DE L'OUEST AFRICAIN ou les BRASSERIES DU CAMEROUN ont survécu (de quoi penser que la bière résiste à toutes les révolutions), mais ce segment "exotique" du marché boursier a dans l'ensemble été rapidement déserté par les émetteurs.

Seuls deux entrepreneurs ont été suffisamment astucieux pour saisir, dans l'incompréhension générale, l'opportunité d'investir en Afrique. D'une part François Pinault, acquéreur dès 1990 de la CFAO (Compagnie Française de l'Afrique Occidentale) puis de la SCOA (Société Commerciale de l'Ouest Africain) reprise à PARIBAS en 1996 pour "un franc symbolique". Et, surtout, Vincent Bolloré, sensible aux charmes de ce continent, a bâti son empire actuel sur les rachats successifs de la SCAC (1986), de DELMAS VIELJEUX (1991), de SAGA (1998) et du célèbre GROUPE RIVAUD (1998).

Si BOLLORE continue aujourd'hui à apprécier les "cash-flow" réguliers de ses activités africaines (plus de 50% des résultats opérationnels), le groupe PINAULT (PPR) s'est pour sa part lassé de sa "vache (son zébu ?) à lait" africaine. CFAO était pourtant une bien belle cagnotte, que le groupe a régulièrement ponctionnée dès 1990 avec la vente du magnifique siège social de l'avenue d'Iéna au plus haut niveau du marché de l'époque : 1,3Md de francs... Sans oublier les dividendes exceptionnels (500M€ de 2005 à 2010) et les astuces fiscales qui lui ont permis de financer son redéploiement vers un monde du luxe assurément plus "glamour" que la distribution automobile en Afrique.

Persuadé d'avoir tiré le maximum de cet actif "non stratégique", PPR a décidé, en décembre 2009, de confier l'avenir de ses activités africaines aux marchés financiers. Une aubaine pour les investisseurs audacieux en quête d'un véhicule coté permettant enfin de participer à l'essor des économies africaines.

Las, la proie était trop belle et les Japonais de TOYOTA viennent de mettre fin à cette belle aventure en lançant une OPA sur tout le capital de CFAO au prix de 37,5€. Une opération dont le prix nous permet de concrétiser une belle plus-value (+44,2% en 30 mois) mais qui donne aussi le sentiment de passer à côté d'une opportunité de long terme... Comme une ressemblance avec PEUGEOT, se laissant détrôner dans les années 70 par ces mêmes Japonais de TOYOTA, alors que ses positions de marché étaient quasi-inexpugnables.

Que faire maintenant pour profiter du "boom" économique qui se dessine outre-Méditerranée ? Une solution simple consiste à confier une bonne partie des capitaux que nous voulons y allouer à celui qui est aujourd'hui plus connu pour ses voitures électriques et ses coups de bourse : "Bolloré l'Africain" mérite incontestablement qu'on lui fasse confiance dans la durée.

Plus osé : garder précieusement nos titres de la CFAO en publicisant cette position afin d'inciter les futurs propriétaires à accepter de travailler pour des actionnaires minoritaires.

Reste, enfin, la voie la plus porteuse d'avenir pour tous : accepter d'investir nous aussi en Afrique, d'aller y rencontrer des chefs d'entreprise et de partir à la découverte de ces marchés qui peuvent encore être appelés "émergents" !

Les bourses de Côte d'Ivoire, du Ghana et surtout du Nigeria nous tendent les bras... N'ayons pas peur d'y faire notre travail d'investisseur.

Didier LE MENESTREL  
avec la complicité de l'équipe Aggressor



J. Bérros

## ECHIQUIER JUNIOR

Depuis la crise de 2007, un constat s'impose : le marché réservé aux PME françaises manque de dynamisme et ne joue plus son rôle de financement des entreprises. Les valeurs moyennes sont délaissées par les investisseurs qui ne sont plus enclins à prendre du risque. Ce phénomène est accentué sur le compartiment des petites valeurs dont la capitalisation boursière est inférieure à 200M€. Les investisseurs privilégient des entreprises réputées plus "sûres" et plus liquides et se contentent d'étudier uniquement les capitalisations boursières supérieures à 1Md€. Ces comportements créent inéluctablement des phénomènes de bulles sur certaines valeurs ou segments de la cote mais aussi, de réelles opportunités d'investissement. Le segment des petites valeurs qui constitue le vivier d'investissements d'Echiquier Junior est déserté (pour l'instant...) par les investisseurs et son manque de liquidité pèse fortement sur les valorisations. Quasiment plus aucune introduction en bourse, une raréfaction des opérations de fusions-acquisitions, des entrepreneurs qui se tournent vers d'autres modes de financement dont le capital investissement, NYSE EURONEXT pour qui le devenir des valeurs moyennes est certainement moins préoccupant que la concurrence des plateformes alternatives... L'heure est à la mobilisation !

### Les opérations

#### CONJONCTURELLES

En 2012, votre équipe a retravaillé sa charte de gestion autour d'une notion clé : la croissance. Conscients que l'environnement économique européen restera dégradé pendant encore quelques années, nous avons cédé nos titres NORBERT DENTRESSANGLE, BOIRON, CBO TERRITORIA et avons apporté nos titres RUE DU COMMERCE à l'OPA initiée par ALTAREA COGEDIM. A contrario, nous avons renforcé nos investissements dans des entreprises de croissance comme IPSOS, NATUREX, INTERPARFUMS... En augmentant notre exposition à ce type de valeurs, le profil de croissance de votre fonds a été fortement amélioré et nous attendons désormais une hausse du chiffre d'affaires de 8% par an entre 2012 et 2014... bien mieux que la plupart des pays émergents !

NEXTRADIO est un exemple emblématique de sous-valorisation des valeurs moyennes. Le groupe de médias dirigé par Alain Weill s'impose trimestre après trimestre dans le nouveau paysage audiovisuel français et devrait réaliser en 2014 un chiffre d'affaires proche de 250M€ (157M€ en 2011) avec un résultat opérationnel de 53M€ (15,8M€ en 2011). Et pourtant ! La bourse n'a que faire de cette performance et le cours oscille inlassablement entre 10 et 13€ depuis 2009.

D'une manière générale, la sous-valorisation de votre fonds est manifeste et le potentiel de plus-value (105%) en est un bon indicateur. Patience, patience... Le retour à la normale est aussi une bonne règle de gestion et les investis-

seurs, industriels et actionnaires ne toléreront pas très longtemps cette déconnexion entre performance économique et faible valorisation boursière. « Une bonne action trouve toujours sa récompense », comme le disait déjà Alexandre Dumas !<sup>(1)</sup>

#### FONDAMENTALES

Depuis sa création, Financière de l'Echiquier s'est toujours engagée aux côtés des dirigeants afin de les accompagner dans leurs projets d'entreprise. Comme évoqué plus haut, l'heure est à la mise en mouvement de toutes les parties. Début 2012, nous avons augmenté notre engagement en finançant une chaire de recherche spécialisée sur les valeurs moyennes qui bénéficie du soutien de MIDDLENEXT. Le Small Business Act (mars 2010), l'Observatoire du financement des PME (juillet 2010), le rapport RAMEIX/GIAMI (février 2012) ont mis en lumière les mêmes causes structurelles des défaillances du financement d'entreprises. Tous ont pointé du doigt la mauvaise organisation du marché des PME. Cependant, une solution faisant figure de véritable électrochoc pourrait bientôt voir le jour. Nous avons assisté à la présentation des propositions du Comité d'Orientation Stratégique PME ETI de NYSE EURONEXT. La première mesure consisterait à regrouper puis filialiser les segments d'EUROLIST B, C et ALTERNEXT au sein d'une nouvelle bourse, la "Bourse de l'Entreprise". De nouveaux investisseurs devraient prendre une part significative du capital de la nouvelle entité créée pour redynamiser ce segment de la cote et aligner les intérêts de tous les intervenants : PME ETI, investisseurs, analystes... La seconde mesure est toute aussi ambitieuse puisqu'elle vise à faire passer de

500 à 1 000 le nombre de PME cotées d'ici cinq ans en lançant de véritables « campagnes sur le bien-fondé du financement des entreprises de croissance par la bourse »<sup>(2)</sup>. Pour l'heure, rien n'est encore arrêté mais les discussions sont déjà très avancées et vont véritablement dans le bon sens.

### Stratégie d'investissement

Dans cette période chahutée, Echiquier Junior accélère sa stratégie consistant à investir dans des entreprises de croissance. Ainsi, nous continuerons à confier des capitaux à des entreprises positionnées sur des marchés en croissance, des sociétés qui consolident leur marché et capables de s'attaquer à de nouvelles zones géographiques. A moyen terme, le marché des PME a besoin de nouveaux candidats qui deviendront les futurs DASSAULT SYSTEMES, ZODIAC, ESSILOR ou SODEXO. Le marché français ne peut plus se contenter de financer uniquement des sociétés de biotechnologies ou des projets en phase d'amorçage. Qui sera le prochain ALTEN (15 500 personnes) créé par Simon Azoulay en 1988 ? Qui aura l'ambition de Gilles Martin (EUROFINS SCIENTIFIC) pour faire croître le chiffre d'affaires de son groupe de 6 M€ en 1997 à 1 Md€ en 2012 ? Qui aura la vision de Philippe Benacin d'INTERPARFUMS, de Didier Truchot d'IPSOS... Les PME cotées représentent à peine 0,3% des 194 700 entreprises de plus de dix salariés alors que près de 60% des 200 grandes entreprises françaises sont cotées. Il est grand temps de réagir car la qualité du marché réservé aux PME est bien loin de celle des entreprises qu'il est censé représenter.

<sup>(1)</sup> Extrait de « Mademoiselle de Belle-Isle »

<sup>(2)</sup> Projet d'Orientation Stratégique, « Pour la création de la Bourse de l'Entreprise », juillet 2012

# L'actualité DE VOS FONDS



M. Craquelin - O. de Berranger

## ECHIQUIER PATRIMOINE Diversifié prudent

Le calme apparent sur les marchés actions au mois de septembre (CAC 40 à -1,71%) aura en fait caché deux dynamiques bien différentes. La première quinzaine était placée sous le sceau de l'optimisme, avec le feu vert donné (sous conditions) par la Cour constitutionnelle allemande de Karlsruhe au nouveau fonds de sauvetage européen. Sur la seconde partie du mois, de nouvelles craintes sur la Grèce et l'Espagne sont venues effacer les gains réalisés. Dans ce contexte, votre fonds Echiquier Patrimoine a consolidé sa progression qui se chiffre désormais à +2,9% depuis le début de l'année.

Les publications de résultats semestriels se sont poursuivies ces dernières semaines. Les valeurs industrielles ont bien performé (GERARD PERRIER INDUSTRIES), malgré des premiers signes de ralentissement de l'activité enregistrés à partir du mois d'avril. Les groupes aux profils plus atypiques (CANAL+ SA, TERREIS ou encore ELECTRICITE DE STRASBOURG) poursuivent leur développement, peu sensibles aux turbulences économiques que traverse actuellement la zone euro.

Après des hausses dépassant les 10% en août, la plupart des valeurs financières ont continué leur progression, portées par les annonces des Banques centrales européennes et américaines bien décidées à soutenir les économies de leurs zones respectives.

Les plus fortes progressions ont ainsi concerné SOCIETE GENERALE (+5%), BNP PARIBAS (+7%) et DEUTSCHE BOERSE (+5%). Profitant de cette nouvelle hausse, nous avons écarté nos positions sur les banques et nous apprêtons à vendre DEUTSCHE BOERSE.

On notera également la bonne performance de GROUPE GUILLIN (+17%) dont la publication a été chaleureusement saluée par les investisseurs.

Notre spécialiste de l'emballage a effectivement fait état de résultats semestriels de qualité. Malgré des volumes qui restent déprimés, le groupe bénéficie des hausses de prix passées en fin d'année dernière et du travail réalisé sur les coûts. Deux éléments qui permettent à GROUPE GUILLIN d'afficher 7,1% de marge opérationnelle contre 4,5% au premier semestre 2011. La valorisation boursière reste attractive (0,7x les fonds propres et 3x l'EBE attendu pour 2013), accompagnée d'un rendement de 3,5%. Une participation que nous sommes heureux de conserver au sein d'Echiquier Patrimoine.



José Berros

## ECHIQUIER QUATUOR Valeurs "value" et de retournement

Echiquier Quatuor termine le mois avec une performance positive de 3,3% contre -1% pour son indice de référence. Une performance qui confirme la poursuite du rebond des dossiers "value" de votre fonds : MONTUPET (+25%), PIERRE & VACANCES (+23%), GROUPE GUILLIN (+17%)...

Sur la période, nous avons soldé notre position en ACCOR. Notre cas de meilleure rémunération des capitaux employés s'est matérialisé avec les cessions d'actifs (notamment pour Motel 6), la poursuite des ouvertures

de capacités en franchise et en management : 20 700 nouvelles chambres sur le premier semestre 2012. Un travail salué par le marché (ACCOR est en hausse de 38% depuis le début de l'année) et qui a poussé le groupe hors de la case "value": le titre vaut désormais 1,7x les fonds propres et 11,2x le résultat d'exploitation.

Dans le même temps, nous avons initié une position en AREVA. L'arrivée de Luc Oursel au poste de Président du Directoire en juin 2011 a redonné une nouvelle dynamique au groupe. Alors qu'Anne Lauvergeon faisait de la croissance une priorité, c'est désormais la génération de trésorerie qui est au cœur de la stratégie d'AREVA. Cela passe par des cessions d'actifs non stratégiques (1,2Md€ à fin juillet 2012) mais aussi par une réduction sensible des investissements : 8Md€ en cumulé sur la période allant de 2012 à 2016 contre 12Md€ sur les cinq dernières années. S'ajoute à cela un plan de réduction des coûts de 1Md€ à horizon 2015 dont 20% ont d'ores et déjà été réalisés.

A 0,8x les fonds propres et tout juste 1x le chiffre d'affaires 2012, AREVA est une histoire de "retournement" qui a toute sa place dans Echiquier Quatuor.

Le regain d'intérêt du marché pour la thématique "value" nous incite à maintenir un taux d'investissement élevé (96% à fin septembre). Pour autant, nous continuerons à être vigilants et n'hésiterons pas à céder les participations dont l'objectif de vente est atteint.



A. de Coussergues

## ECHIQUIER AGENOR

### Moyennes valeurs européennes de croissance

Au mois de septembre, les valeurs moyennes ont retrouvé la faveur des investisseurs : leurs performances ont été globalement positives et supérieures à celles des grands indices. Echiquier Agenor affiche une hausse de 1,9%, assez proche de son indice de référence (+2,8%). Avec la volonté de rester investis sur des valeurs à fort potentiel de croissance, nous avons récemment revu le management de SORIN et TECAN, deux valeurs entrées en portefeuille en 2011.

SORIN, fabricant d'appareils pour le traitement des maladies cardiaques, est l'une des plus fortes hausses d'Echiquier Agenor depuis le début d'année (+48%). A l'occasion de sa journée dédiée aux investisseurs, le management a révisé à la hausse ses perspectives de croissance à long terme (de 5 à 7% par an sur la période 2012-2015), en dépit d'un environnement qui reste marqué par la pression sur les budgets de santé. Cette accélération viendra des pays émergents, à qui SORIN fournit les équipements nécessaires à la pratique de la chirurgie cardiaque, ainsi que de l'innovation qui permet de justifier des hausses de prix et de gagner des parts de marché.

A contrario, la performance de TECAN a été faible (+8% depuis le début de l'année). Le fabricant d'instruments d'analyses médicales à destination des grands groupes de diagnostic in-vitro a rencontré des problèmes d'exécution sur deux projets majeurs, l'amenant à abaisser ses prévisions pour 2012. Pour autant, les contrats à long terme signés par TECAN ces dernières années lui permettront de retrouver des niveaux de croissance beaucoup plus satisfaisants dès 2013 (de 5 à 10%), avec une nette accélération en 2014 (de +10 à +15%) lorsque les programmes retardés auront été livrés.

## L'actualité

A plus long terme, nous restons convaincus par le potentiel sous-jacent du marché de TECAN qui doit lui permettre de croître durablement à plus de 10% par an.

L'accélération de croissance est un thème qui restera l'un de nos fils conducteurs en 2013 et nous saurons trouver les sociétés qui, de par leur métier ou leur exposition géographique, répondent à ce critère.



O. de Berranger

### ECHIQUIER OBLIG

#### Obligations d'entreprises en euro

Le mois de septembre aura délivré toutes ses promesses institutionnelles. Dans la lignée des déclarations estivales de Mario Draghi, la Banque Centrale Européenne a en effet annoncé la création d'un programme de rachat d'obligations souveraines de maturité courte pour un montant illimité. Pour que ce programme entre en vigueur, le pays considéré doit en faire la demande officielle et suivre ensuite un plan de consolidation des finances publiques sous l'égide de Bruxelles. Si le plan n'est pas suivi par ledit pays, la BCE se réserve le droit de suspendre ses achats. Par ailleurs, la Cour constitutionnelle allemande de Karlsruhe rendait un verdict favorable à la constitutionnalité des différents mécanismes de soutien au premier rang desquels figure le Mécanisme Européen de Stabilité (MES). Toutes ces mesures favorables à une stabilisation de la zone euro ont conduit Echiquier Oblig et l'ensemble de nos portefeuilles obligataires à continuer de se renforcer sur les obligations courtes d'émetteurs privés du sud de l'Europe, à commencer par les italiens (INTESA, UNICREDIT, TELECOM ITALIA ou FGA). L'Italie représente aujourd'hui plus de 10% du portefeuille.

Parallèlement, Echiquier Oblig a profité pleinement de sa nouvelle possibilité d'investir dans des émissions "High Yield" ou non notées jusqu'à 25% de son actif net. Ces émetteurs représentent aujourd'hui 20,6% du portefeuille contre 9,6% le mois dernier. Nous avons notamment renforcé notre exposition à FAURECIA 2019 qui offre un rendement supérieur à 8,00%. Si l'équipementier s'attend à un point bas de sa production au troisième trimestre 2012 en Europe, un marché où sa flexibilité est importante, les investissements réalisés aux Etats-Unis vont commencer à payer avec un objectif de marge d'au minimum 4% l'année prochaine et même de 5 à 6% à terme.

Au final, Echiquier Oblig progresse de 0,6% sur le mois et s'affiche en hausse de 11,8% depuis le début de l'année.



D. Lanterrier

### AGRESSOR

#### Carte blanche au gérant

La confiance dans les managers reste le principal guide de votre fonds Agressor, une méthode qui continue de fonctionner en France. Philippe Salle, qui a pris les commandes d'ALTRAN en 2011, bénéficiait d'une forte réputation notamment héritée de son expérience à la tête de VEDIOR FRANCE. C'est avec satisfaction que nous constatons que son travail chez ALTRAN est en train de payer. La reprise en main managériale a produit des résultats spectaculaires sur le premier semestre, qui passe à 30 millions d'euros de résultat net contre 28 millions de pertes l'an dernier. Nous lui faisons entièrement confiance pour poursuivre la rationalisation et placer durablement

le groupe sur une dynamique de croissance.

Cet exemple est révélateur de notre conviction la plus forte : l'humain reste au cœur de la problématique. C'est encore plus vrai loin de nos bases. Nos investissements en BOLLORE et CFAO, deux groupes exposés au développement africain, se distinguent par des managements visionnaires et des équipes locales de grande qualité, capables de se développer dans des contextes parfois difficiles. C'est ce capital humain au service d'une vision industrielle longue qui fait la différence sur le terrain.

C'est pour mieux comprendre la dynamique africaine que nous sommes partis à la rencontre des acteurs économiques en Côte d'Ivoire et au Ghana. Le continent a entamé sa marche vers la prospérité économique. Pour certains pays, comme le Ghana, cette marche paraît irréversible. Pour d'autres, comme la Côte d'Ivoire, le potentiel est gigantesque.

La croissance exponentielle du Ghana, dont le PIB a crû de +8% par an depuis 2007 (+14% en 2011), est à mettre au crédit d'un contexte politique fortement amélioré sur les vingt dernières années. La bonne tenue de plusieurs élections successives depuis les années 90, ainsi que la qualité des dirigeants au pouvoir dont les plus emblématiques sont Rawlings et Atta Mills, ont enclenché une dynamique vertueuse qui a surtout garanti un climat d'investissement sain dans le pays. Les résultats sont impressionnants : Accra est une ville de 3 millions d'habitants qui se dote des infrastructures les plus modernes au service d'un consommateur qui monte en puissance.

Rencontrer les managers et les équipes sur le terrain reste un formidable levier de performance boursière, que ce soit en France ou sur une zone nouvelle d'investissement comme l'Afrique.



C. Bowen

### ECHIQUIER AMERIQUE

#### Moyennes valeurs américaines de croissance

Si le troisième plan de "quantitative easing" annoncé le 13 septembre a été favorablement accueilli par les marchés, le reste de l'actualité macroéconomique du mois de septembre aura été contrasté et souvent en dessous des attentes. Aux données décevantes concernant l'emploi s'ajoute la contraction de l'activité manufacturière pour le troisième mois consécutif, ainsi que la baisse des ventes de logements neufs. En revanche, le principal indice de prix des maisons individuelles a atteint son niveau le plus élevé depuis presque deux ans, tandis que les ventes au détail et la confiance des consommateurs ont elles aussi augmenté. Sur le S&P500, ce sont les valeurs du secteur des télécoms et de la santé qui ont enregistré les meilleures performances, laissant en retrait l'industrie et les technologies de l'information.

CATAMARAN CORPORATION a été ce mois-ci l'un de nos principaux contributeurs. L'entreprise fournit des services de gestion des programmes d'assurance-médicaments (PBM) et des solutions informatiques dédiées à l'industrie Nord-Américaine des soins de santé. Parmi ses produits figure InformedRX qui propose un ensemble de services PBM. Mais aussi RxCLAIM, un système de traitement des transactions

en ligne permettant de gérer pour un tiers les demandes de remboursement de médicaments, les paiements et la facturation, tout en bénéficiant d'une mise à jour en temps réel des informations concernant les prestations d'assurance, leur prix, le bénéficiaire, le fournisseur et les médicaments couverts. Enfin, Integrail Pathfinder est une application informatique capable de mesurer l'impact des décisions médicales et de l'allocation des ressources dédiées aux soins de santé. CATAMARAN CORPORATION n'a pas effectué d'annonces particulières, mais a largement bénéficié du redressement des marchés boursiers.

IHS affiche en revanche une contribution négative. Cette société d'information, d'études et de conseil intervient dans de nombreux secteurs allant de l'énergie à la logistique en passant par la défense, l'environnement et le développement durable, la santé, la sécurité et les services. Elle fournit des données et prévisions sur l'industrie du pétrole, du gaz et du charbon, ainsi que sur les marchés énergétiques émergents, afin de faciliter la gestion des produits de ses clients tout au long de la chaîne de conception et d'approvisionnement. Son offre comprend également l'accès aux éléments réglementaires permettant de faciliter la conformité aux différents standards, d'optimiser l'approvisionnement direct et indirect, ainsi que la conception et le développement des produits. En septembre, les différents produits d'IHS ont dégagé moins de bénéfices que prévu.



A. Dumas

## ECHIQUIER GLOBAL

### Grandes valeurs internationales

En cette fin de mois de septembre, la saison des publications s'est ouverte avec les entreprises à exercice décalé. Des premiers indicateurs rassurants à la fois sur la fin de l'année mais aussi sur les projections pour 2013. Dans un environnement toujours compliqué, les grands leaders mondiaux continuent de dérouler leur stratégie : ils profitent de leur positionnement et d'un environnement de financement favorable pour croître et investir de manière efficiente.

Un secteur traduit plus particulièrement la confiance et la volonté des entreprises mondiales à investir pour capter la croissance de demain : les logiciels et les services informatiques. ACCENTURE, leader mondial du conseil et très centré sur les grands groupes, a ainsi dégagé une croissance organique de 9% lors de son quatrième trimestre. Toutes les zones géographiques ont contribué positivement à cette croissance, preuve que même les grands clients européens, qui font face à une conjoncture domestique toujours chahutée, poursuivent leurs efforts. ACCENTURE attend une dynamique toujours porteuse pour son exercice 2013 avec une croissance organique attendue entre 5 et 8%. Autre fournisseur de prédilection des grandes entreprises mondiales présent dans Echiquier Global : ORACLE. Le spécialiste des bases de données et logiciels a fait état d'une croissance trimestrielle dynamique de ses nouvelles licences de +10%, à laquelle toutes les zones ont également contribué positivement.

L'environnement actuel et durable de taux bas est donc toujours favorable aux grands leaders. Ils peuvent financer

leurs projets de croissance à faible coût et profiter de leur connaissance des différentes dynamiques locales pour investir de manière efficiente et construire des positions très en amont de la concurrence. C'est aussi ce que traduit la vague de fusions-acquisitions en cours, champ d'action où nombre de nos investissements (3M, MEDTRONIC et RICHEMONT par exemple) se sont illustrés ces dernières semaines, et où ils vont sans doute continuer d'agir dans les mois à venir pour renforcer leurs positions. Les leaders mondiaux ont encore de beaux jours devant eux !



P. Delécourt

## ECHIQUIER JAPON

### Valeurs japonaises

Le marché de Tokyo a légèrement progressé en septembre (+0,8%) malgré l'impact négatif des tensions sino-japonaises et la recotation de JAPAN AIRLINES. Echiquier Japon s'adapte +1,6% depuis le début de l'année.

Le conflit entre le Japon et la Chine autour des Îles Senkaku a entraîné de violentes manifestations contre des sociétés japonaises implantées en Chine ainsi que des dégradations sur certains sites industriels. Cela nous a amenés à réduire nos positions sur certaines valeurs particulièrement exposées, dont NISSAN (plus fort taux de vente en Chine), SEKISUI HOUSE (logement), NABTESCO (machinerie) ou encore OMRON (automatisation industrielle). Il semble que le rebond du nationalisme chinois soit en partie lié à des tensions internes à la veille du renouvellement des instances dirigeantes, prévu en octobre. L'importance du commerce entre les deux pays (340Md\$) devrait favoriser une solution diplomatique qui pourrait toutefois devenir plus difficile avec l'arrivée au pouvoir de M. Abe, très nationaliste et susceptible de remporter les prochaines élections.

La recotation de JAPAN AIRLINES, dont le redressement a été effectué par M. Inamori, s'est bien passée. Il faut rappeler que c'est la seconde émission mondiale la plus importante de l'année (près de 8,6Md\$) derrière FACEBOOK et que la compagnie aérienne a la marge la plus élevée de son secteur et un P/E faible (3,5x). Echiquier Japon a participé à l'opération. Beaucoup d'étrangers ont d'ailleurs massivement pris part au placement (39%) au-delà de leur plafond théorique.

Nous avons également acheté NIDEC dans le secteur de l'électronique. SEAGATE TECHNOLOGY (un des leaders mondiaux de fabrication de disques durs) prévoit une croissance de 35% par an du marché des données sur les prochaines années ce qui devrait soutenir la demande de serveurs et des moteurs pour lecteurs de disques de NIDEC.



M.C. Korniloff

## INVESTISSEMENT ET RESPONSABILITÉ

Faire un choix éclairé parmi la myriade de pneus disponibles : c'est le prochain souhait exaucé par la Commission européenne, à compter du 1<sup>er</sup> novembre prochain. A l'image des appareils électroménagers, les pneus des véhicules de tourisme et utilitaires commercialisés dans l'Union européenne arboreront désormais une nouvelle étiquette avec une note par critère allant de A pour les plus performants à G, pour les plus mauvais. Le consommateur peut donc se réjouir

## L'actualité DE VOS FONDS

à l'idée de comparer les performances des pneumatiques sur trois critères : l'efficacité énergétique, à travers la résistance au roulement du pneu, la sécurité, traduite par le coefficient d'adhérence sur sol mouillé et le niveau sonore du pneu à l'extérieur du véhicule. Sa vigilance sera d'ailleurs récompensée car, entre l'heureux détenteur d'un véhicule équipé de 4 pneus bien notés et son voisin non averti doté de pneus mal notés, la différence de consommation sera de 7,5%, soit une économie de 300€ sur la durée de vie des pneus. Sans parler des 18 mètres de distance d'arrêt évités lors du freinage sur sol mouillé et du confort procuré par une diminution du niveau sonore de 6 décibels. Enfin, argument imparable pour les consommateurs "éco-conscients" : acheter un pneu avec une plus faible résistance au roulement permet de diminuer les émissions de CO<sub>2</sub> liées au transport routier. A tout point de vue, le pneu noté AA devrait donc faire l'unanimité. Seul bémol, très peu seront disponibles dès novembre prochain. Et pour cause : l'augmentation de l'adhérence et la diminution de la résistance au roulement sont souvent deux objectifs antinomiques. Parvenir à un équilibre des performances, grâce à l'innovation technologique, sera donc déterminant pour les fabricants de pneus souhaitant bénéficier d'un avantage compétitif à terme. Mais pour l'heure, la plupart des fabricants européens salue cette louable intention du législateur. D'autant que ce nouvel étiquetage devrait finalement renforcer la suprématie des pneus de catégorie premium et évincer du marché les produits bas de gamme. Parmi les futurs bénéficiaires figure CONTINENTAL, que nous avons rencontré lors d'un récent entretien. Si le groupe ne compte pas encore de pneu AA dans sa gamme de produits, CONTINENTAL devrait tirer parti des investissements réalisés jusque-là en matière de R&D et ainsi nettement creuser l'écart par rapport aux acteurs spécialisés dans le segment bas de gamme. Et son optimisme ne cesse de croître à mesure que d'autres pays comme le Brésil, la Chine ou la Corée du Sud s'engagent dans la voie de l'étiquetage. D'autres aspects essentiels tels que la longévité du pneu, l'adhérence sur route sèche ne sont pas, par ailleurs, intégrés dans l'étiquetage européen ; aussi, au-delà de l'étiquetage, CONTINENTAL continue-t-il de mobiliser ses équipes de R&D afin d'atteindre de bonnes performances sur un large éventail de critères. En bonne voie...



O. de Berranger

### ARTY

**Actifs de rendement - actions et obligations d'entreprises en euro**

Alors qu'ARTY avait tactiquement constitué une poche de liquidités de plus de 15% au milieu du mois d'août à l'approche d'échéances politiques et monétaires cruciales, nous avons profité des annonces positives des banques centrales mondiales (BCE, FED et BOJ) pour réexposer le fonds à 25% aux marchés actions européens. Nous avons ainsi opportunément investi dans PPR pour augmenter notre exposition au luxe. Le portefeuille de marques du groupe, outre Gucci, recèle en effet deux pépites que sont Bottega Veneta et Saint Laurent Paris. Les cessions potentielles de Redcats et de la FNAC dans les mois à venir pourraient permettre au marché de mieux apprécier toute la valeur d'un acteur recentré sur le luxe et le

"lifestyle" avec PUMA. A moins de 11 fois le résultat net 2013 et avec un rendement du dividende voisin de 3%, PPR permet d'étoffer l'exposition luxe d'ARTY.

La poche obligataire d'ARTY a continué d'investir sur l'Europe de Sud dans la foulée des décisions de la BCE et de la Cour constitutionnelle allemande de Karlsruhe. Les émetteurs privés espagnols et italiens représentent aujourd'hui 23 % du total des obligations détenues avec une nette prépondérance de l'Italie. La part "High Yield" et non notée du portefeuille représente un tiers des obligations détenues. ARTY a notamment renforcé son exposition sur SCHAEFFLER 2017. En plaçant dans le marché environ 10,4% du capital de CONTINENTAL pour 1,6Md€, la maison mère de l'équipementier allemand poursuit son désendettement qui va ainsi passer à environ 3,5Md€ et soulage d'autant ses ratios de crédit. ARTY progresse de 0,1% sur le mois de septembre et de 9% depuis le début de l'année.



F. Plisson

### ECHIQUIER MAJOR

**Grandes valeurs européennes de croissance**

Nous avons eu l'occasion, lors d'un séminaire en Allemagne, d'écouter une intervention de l'un des membres de la Banque Centrale Européenne, Jörg Asmussen. Le message est clair : les technocrates de la BCE ont fait leur travail avec la mise en place du mécanisme OMT (Outright Monetary Transactions). C'est maintenant au tour des politiques.

Cet été, le marché a salué le travail de Mario Draghi. La visibilité sur le timing des décisions importantes (demande d'aide de l'Espagne et de l'Italie) est encore incertaine et il faut s'attendre, comme nous l'avons récemment constaté, à des séances volatiles dans les semaines à venir. Néanmoins, notre conviction est faite : les choses avancent dans le bon sens et la zone euro va redevenir un territoire plein d'opportunités pour les investisseurs prêts à reprendre du risque.

Ce mois de septembre a été l'occasion de rencontrer de nombreuses entreprises. Que ce soit en Italie, en Allemagne ou en France, le ton est le même : le ralentissement économique se poursuit en Europe, la Chine ne redémarre pas et les Etats-Unis sont la seule bonne surprise. C'est dans ce contexte difficile que nos leaders font la différence. Notre discussion avec le président de PRYSMIAN (activité de câbles) à Milan confirme son statut de "best in class" dans un secteur difficile où la discipline et l'exécution des contrats créent l'écart face à son principal concurrent français NEXANS (ROCE 2011 avant survaleur de 10,9% contre 6,9%). Lors de ses résultats semestriels, la société a affiné, en haut de fourchette, ses prévisions pour l'année.

Par ailleurs, MICHELIN a été le seul acteur du secteur automobile à délivrer un message plus positif que prévu en septembre. Porté par un plan d'investissement important en Chine (2Md€ jusqu'en 2015), une baisse favorable du coût des matières premières et une conjoncture toujours aussi positive sur les pneus de spécialités, le leader mondial du secteur a relevé son objectif de résultat opérationnel de 2,5Md€ à 2,9Md€.

PRYSMIAN et MICHELIN sont deux leaders d'Echiquier Major susceptibles de profiter du retour des investisseurs vers le risque.



## L'actualité PATRIMONIALE

### TRANSMETTRE UN CAPITAL SANS PAYER D'IMPOT : LES DONATIONS ET LEURS NOUVELLES REGLES

Depuis cet été la fiscalité des donations a été une nouvelle fois modifiée. Si le cadre fiscal est plus contraignant, il est toujours possible de transmettre un patrimoine significatif à ses enfants sans payer d'impôt.

#### Réduction de l'abattement en ligne directe

L'abattement applicable aux donations réalisées entre parents et enfants est ramené de 159 325€ à 100 000€. Ce nouvel abattement s'applique à toutes les formes de donations (usufruit, nue-propriété, pleine propriété) et tous types de biens donnés (immeubles, valeurs mobilières...), consentis depuis le 17 août dernier, par chacun des parents (quel que soit leur régime matrimonial) au profit de chaque enfant.

#### Allongement du délai entre deux abattements (délai de rappel fiscal)

Il s'agit du délai au-delà duquel les donations réalisées sont fiscalement effacées. Ce délai passe de 10 ans à 15 ans. Les parents devront désormais attendre 5 ans de plus pour pouvoir à nouveau procéder à une donation en bénéficiant de l'abattement fiscal. Passé ce délai, les donations antérieures ne sont plus fiscalement prises en compte et le bénéficiaire de la donation peut alors profiter à plein de l'abattement et des tranches les plus basses du barème progressif des droits de donations.

Si vous avez déjà réalisé des donations à vos enfants, comment déterminer le montant de l'abattement auquel vous avez droit ? Il faut prendre en compte toutes les donations réalisées depuis 15 ans. Par exemple, si vous avez transmis 30 000€ en 2000 à un enfant, vous pouvez lui transmettre aujourd'hui 70 000€ sans être taxé ou attendre 3 ans pour que l'abattement se reconstitue en totalité et lui transmettre 100 000€ sans imposition.

#### Allongement du délai pour l'exonération applicable aux dons familiaux de sommes d'argent

Ce dispositif peut se cumuler à l'abattement applicable aux donations entre parents et enfants (100 000€ tous les 15 ans). De quoi s'agit-il ? Ce sont des donations uniquement de sommes d'argent consenties en pleine propriété au profit d'un enfant, d'un petit enfant ou d'un arrière-petit-enfant. Dans la limite de 31 865€ cette donation est exonérée de droits (tous les 15 ans au lieu de tous les 10 ans) à la double condition que le donateur ait moins de 80 ans et que le bénéficiaire de la donation soit majeur (ou mineur émancipé).

#### Soyez vigilant sur l'allongement du délai de contrôle

Nous souhaitons revenir sur une disposition instaurée en juillet 2011 qui est un peu passée inaperçue mais qui reste importante. Jusqu'à cette date, l'administration fiscale avait 3 ans pour revenir sur une donation. Passé ce délai, l'administration fiscale ne pouvait plus revenir sur l'estimation des biens que vous aviez donnés. Désormais, si vous réalisez une nouvelle donation dans un délai maintenant inférieur à 15 ans, l'administration fiscale aura la possibilité de revenir sur la première donation, d'en rectifier la valeur et de retenir éventuellement un montant plus élevé pour le calcul des droits de la nouvelle donation. Malgré la récente réforme des donations, il vous reste des possibilités pour anticiper la transmission de votre patrimoine. Toutefois, la réalisation d'une donation doit s'entourer de précautions. Aussi, avant de réaliser une donation, n'hésitez pas à demander les conseils d'un professionnel afin d'en mesurer les conséquences et les limites.

*N'hésitez pas à questionner Avy Amiel au 01 47 23 99 48*

*Le traitement fiscal dépend de la situation individuelle de chacun ; il est susceptible d'être modifié.*

## CONTACTS

### Investisseurs particuliers

Nadège SYLVESTRE  
01 47 23 55 23  
[nsylvestre@fin-echiquier.fr](mailto:nsylvestre@fin-echiquier.fr)

### Investisseurs institutionnels et Allocataires d'actifs

Jérôme ROUGIER  
01 47 23 71 90  
[jrougier@fin-echiquier.fr](mailto:jrougier@fin-echiquier.fr)

"Pour assurer l'envoi du présent document, certaines informations nominatives vous concernant font l'objet d'un traitement automatisé. Conformément aux dispositions de la loi n° 78-17 du 6 janvier 1978, vous disposez d'un droit d'accès et de rectification que vous pouvez exercer auprès de notre société. Si vous ne souhaitez plus recevoir le présent document vous pouvez nous le faire savoir en nous écrivant."



## FINANCIERE DE L'ECHIQUIER

53, AVENUE D'IENA - 75116 PARIS - TEL. : 01 47 23 90 90 - FAX : 01 47 23 91 91  
[www.fin-echiquier.fr](http://www.fin-echiquier.fr)

SOCIETE DE GESTION DE PORTEFEUILLE AGREEE PAR L'A.M.F. N° GP 91004