



FINANCIERE DE L'ECHIQUIER

# la LETTRE d'information

4 MARS 2011

PERIODE DU 28 JANVIER AU 25 FÉVRIER 2011

## 9 x 7 = 76

C'est en tout cas ce qu'a déclaré Didier Migaud, Premier président de la Cour des comptes, lors d'une interview télévisée<sup>(1)</sup>. Plus que l'erreur de calcul mental émanant d'une personnalité chargée de scruter les moindres dépenses de l'Etat et d'évaluer l'efficacité financière des politiques publiques, c'est l'importance qu'ont pris chiffres et calculs qui est fascinante. Pas un article de presse, une étude ou un discours politique sans que ne soit assenée une batterie de statistiques censée quantifier une réalité qui en deviendrait ainsi plus palpable.

Grande consommatrice de chiffres, l'économie et la finance se nourrissent des variations mensuelles de la consommation, de la production ou de l'indice des prix. A l'heure où chacun cherche à être conforté, les nombres et leurs rassurantes décimales semblent être une promesse d'exactitude. Pourtant, à bien y regarder, ils sont loin d'être toujours aussi explicites qu'ils le prétendent. Un chiffre vaut-il mieux qu'un long discours ?

Le dernier G20 de Paris a ainsi débouché sur peu de choses, à part l'établissement d'une série de statistiques et d'indicateurs chargés d'évaluer les déséquilibres mondiaux au premier rang desquels l'énorme excédent commercial chinois. Christian Parisot<sup>(2)</sup> s'est ainsi intéressé aux études décomposant la chaîne de valeur du célèbre iPhone : fabriqué en Chine, il est exporté dans le monde entier, notamment aux Etats-Unis où ce best-seller d'Apple expliquerait à lui seul près de 1% du déficit commercial américain envers la Chine. Mais sur les 179 \$ de valeur finale d'un iPhone comptabilisés dans les statistiques douanières américaines, seuls 6,5 \$ proviennent effectivement de l'Empire du Milieu. L'assembleur chinois du téléphone importe en effet des composants japonais, coréens, allemands et même américains. Dans les indicateurs mondialisés du G20, acheter un iPhone à Manhattan contribue ainsi à la réduction du déficit commercial japonais vis-à-vis de son voisin chinois.

Même si leur signification exacte n'est pas toujours évidente, tous les jours les marchés fluctuent au rythme des publications de chiffres économiques qui dictent la tendance. Ils sont révisés régulièrement à l'image du Produit National Brut américain dont le BEA (Bureau of Economic Analysis) ne publie pas moins de trois estimations avant de donner un chiffre définitif. Ce même BEA n'a d'ailleurs pas hésité en juillet 2009 à réviser l'ensemble des chiffres de la croissance des Etats-Unis publiés depuis 1929 !

Les chiffres économiques ou ratios financiers des entreprises ne sont donc pas toujours parfaits et pourtant ils sont au cœur de nos investissements. Heureusement, à côté des données numériques, nous ajoutons des critères qualitatifs. La visite d'entreprise, l'échange avec les managers à qui nous confions des capitaux sont des éléments aussi importants que les modèles d'actualisation de flux ou l'analyse de bilan. Depuis 2007, nous évaluons aussi les entreprises selon des critères extra-financiers et nous n'aurions probablement pas investi dans AP MOLLER MAERSK, EUROFINS ou SEB sur de seuls critères quantitatifs.

Quel que soit le domaine, les chiffres ne doivent certainement pas être l'unique critère de décision. Après tout, combien d'enfants a-t-on forcé à manger des épinards suite à une célèbre erreur de calcul ? <sup>(3)</sup>

(1) BFM TV, interview du 7/10/10

(2) Chef économiste d'Aurel BGC, *La Tribune*, 16/02/11

(3) La teneur en fer des épinards est de 2,7mg/100g et non 27mg comme transcrit par erreur au XIX<sup>ème</sup> siècle

Didier LE MENESTREL  
avec la complicité d'Olivier de BERRANGER



M. Craquelin - O. de Barranger - D. de Coussergues

## ECHIQUIER PATRIMOINE

**Echiquier Patrimoine, fonds défensif de Financière de l'Echiquier, a un objectif clair : générer une performance régulière tout en préservant le capital et en limitant la volatilité. Dans l'environnement de taux très bas que nous connaissons depuis deux ans, cet objectif n'est pas toujours facile à atteindre.**

**Trois poches composent Echiquier Patrimoine : à côté d'une poche monétaire (45% de l'encours) à la traîne depuis deux ans mais nécessaire pour garder une volatilité contenue, une poche actions (18%) et une poche obligataire (37%) nous permettent d'améliorer substantiellement la performance.**

### Les opérations

#### CONJONCTURELLES

La partie obligataire d'Echiquier Patrimoine a récemment vu sa duration augmenter. Si nous avons maintenu une duration basse, légèrement supérieure à 1.5 année lors du dernier trimestre 2010, nous l'avons portée à 2 depuis janvier pour profiter de la remontée des taux. Le rendement actuariel du portefeuille dépasse ainsi 3%, un couple risque-rendement intéressant comparé à celui du marché monétaire et ce pour un risque marginalement supérieur.

Dans la poche actions, TERREIS vient de faire son entrée dans le portefeuille. Cette petite société foncière est dirigée par son principal actionnaire, Jacky Lorenzetti, précédemment fondateur du leader français des services immobiliers, Foncia. Il a opportunément vendu le contrôle de sa société en 2007 et a investi à contre-cycle par le biais de TERREIS afin de se constituer un portefeuille très qualitatif de bureaux et de logements dans le centre de Paris. TERREIS est le véhicule patrimonial de la famille Lorenzetti, il a donc tout naturellement sa place dans Echiquier Patrimoine.

Les quatre CAISSES REGIONALES DU CREDIT AGRICOLE, dont nous sommes porteurs, ont publié en février leurs résultats 2010. Les Caisses Régionales représentent en province CREDIT AGRICOLE, le leader français de la banque de détail. Ces petites banques intéressent peu d'investisseurs et sont donc totalement oubliées de la cote. Elles sont généralement valorisées avec plus de 50% de décote sur leurs fonds

propres et pourtant, leurs résultats ont progressé en moyenne de 11% et leurs dividendes de 8%. Bien que générant des rendements supérieurs à 6%, leurs cours de bourse sont toujours inférieurs de plus de 40% aux niveaux les plus élevés, atteints entre fin 2006 et début 2007.

Enfin, notre position en FALA a été apportée à l'OPA initiée par son principal actionnaire, avec une prime de 38% sur le dernier cours coté.

#### FONDAMENTALES

Echiquier Patrimoine continue de privilégier les obligations d'entreprises privées dans ses allocations, ne détenant quasiment aucune obligation d'Etat ou parapublique. Le financement des entreprises européennes est en effet en train de se rééquilibrer. Alors qu'autrefois le financement était majoritairement bancaire, aujourd'hui les obligations émises sur le marché prennent chaque jour une part plus importante. Autant d'occasions pour votre fonds d'employer ses capitaux. L'émission à 4 ans de l'opérateur de télécommunication danois TDC en est un bon exemple. Il s'agissait de refinancer la dette bancaire héritée du LBO de 2005. Cette obligation offre un rendement annuel de 3,5%, lorsque FRANCE TELECOM ne rapporte que 3% pour une durée similaire.

Les actions sont sélectionnées selon des critères rigoureux liés à la valorisation, à la récurrence des résultats, à l'absence de pertes durant les cinq dernières années, et à un rendement supérieur à 3%. Nous sommes aussi sensibles à

la solidité de la structure financière, avec un niveau de dettes qui ne doit pas excéder 3 fois l'excédent brut d'exploitation. Notre principale position illustre parfaitement cette philosophie d'investissement. ELECTRICITE DE STRASBOURG est une filiale détenue à 90% par EDF. Cette structure est en charge de la distribution électrique dans le département du Bas-Rhin sur la base de concessions d'une durée moyenne supérieure à 40 ans. Avec une capitalisation de 850M€, elle présente un bilan extrêmement solide (plus de 300M€ de trésorerie excédentaire) et génère un rendement de 5% au cours actuel.

### Stratégie

Dans un contexte de taux court très bas, le poids des poches constituant l'actif d'Echiquier Patrimoine ne devrait pas beaucoup varier. Les obligations d'entreprises privées détenues en portefeuille offrent un portage attractif (200 points de base de plus que les taux monétaires) pour un risque raisonnable. La remontée progressive des taux courts dans le cadre d'une normalisation du marché interbancaire voulue par la BCE offrira une meilleure rémunération sur la part monétaire de votre fonds. La poche actions, constituée de titres bien connus de votre équipe de gestion, présente une valorisation attractive et un profil de risque limité avec un rendement attractif de 5% en moyenne.

# L'actualité



P. Puybasset

## ECHIQUIER GLOBAL Grandes valeurs internationales

Echiquier Global conclut le mois de février sur une note positive (+1%). Ce résultat satisfaisant ne compense pas totalement un mois de janvier impacté de manière négative par la hausse des matières premières et par la crainte de ralentissement de l'économie chinoise. Si la première tendance a perdu de son acuité, la deuxième continue à expliquer une partie des baisses de votre portefeuille. En effet le fabricant chinois de turbines électriques hydrauliques et au charbon HARBIN POWER continue à souffrir (-11%). Cette faiblesse permet de retrouver des niveaux de valorisation qui selon nous ne prennent pas en compte les perspectives à moyen terme du groupe (PER 2011: 7,2X). Perspectives favorisées par la volonté politique du gouvernement chinois de faire de ce secteur l'un de ses champions à l'exportation. Parmi les autres victimes du mois, notons la baisse de TEVA PHARMACEUTICALS (-8%), le leader mondial des médicaments génériques. Ce repli s'explique par des chiffres trimestriels décevants liés à l'arrêt de la production, pour des raisons de sécurité, d'une usine aux Etats-Unis. Un élément dont l'impact négatif pèsera jusqu'en mars 2011, mais sera compensé par le lancement de nombreux nouveaux produits. Cette dynamique devra permettre une réappréciation de notre investissement.

En contrepartie de ces déceptions, les dossiers exposés au secteur pétrolier (environ 5% du portefeuille) ont réalisé de bonnes performances. Citons OCEANEERING (+10%) le premier fournisseur mondial de solutions robotisées pour le forage et l'exploitation de gisements en eaux profondes, EXXON MOBIL (+8%) qui, pour l'anecdote, produit environ 4,4 millions de barils par jour et enfin le norvégien PGS (+6%) qui détient une flotte de bateaux louée pour des études d'exploration de champs pétroliers.

En février, Echiquier Global a vendu deux positions et en a acheté trois nouvelles. Parmi les dossiers vendus, NATIONAL OILWELL VARCO, un équipementier de l'industrie pétrolière, sur lequel nous avons réalisé une plus-value de 70%. Parmi nos acquisitions, le français l'OREAL vient compléter notre sélection de champions mondiaux.



D. Lanterrier

## AGRESSOR Carte blanche au gérant

Agressor affectionne depuis toujours les secteurs délaissés, dont les perspectives de rémunération des capitaux employés peuvent sensiblement évoluer. Dans l'œil du cyclone en 2008 et 2009 à cause d'une situation financière tendue, les sociétés d'équipement automobile ont publié leurs plus hauts résultats historiques en 2010 malgré des marchés encore fragiles. Comment est-ce possible ?

Dans les années 2000, les constructeurs automobiles ont accentué leur recours à la sous-traitance, externalisant des parties de plus en plus importantes de leurs véhicules. Dans cette logique, le constructeur a gagné en pouvoir de négociation en multipliant ses sources et en brandissant le prix comme premier critère de décision. A l'image du

secteur aéronautique, les constructeurs automobiles sont donc devenus des assembleurs dépendants de leurs fournisseurs. Or, avec l'effondrement des volumes de ventes, le principal souci des constructeurs s'est déplacé vers la solidité financière de ces fournisseurs. La forte pression exercée sur les VALEO ou autre DELPHI était en fait néfaste à toute l'industrie. Des groupes comme VOLKSWAGEN ou PSA ont donc fortement poussé à la consolidation de leurs sous-traitants pour s'assurer de la pérennité de leur approvisionnement et de leur développement. Les concentrateurs sont devenus des équipementiers incontournables, capables de travailler en plus étroite collaboration avec les constructeurs dans des discussions d'égal à égal, où le prix n'est plus le critère unique de sélection.

Le meilleur exemple de ce rééquilibrage du rapport de force est certainement FAURECIA, positionné sur des équipements à valeur ajoutée limitée comme les fauteuils ou les plastiques extérieurs.

Historiquement dans les mains de PEUGEOT (qui détient 57% du capital), le groupe a suivi les autres constructeurs et accentué la consolidation de ses niches. Exemple avec l'acquisition de PLASTAL, avalisée par VOLKSWAGEN, qui permet à FAURECIA de doubler sa part de marché (de 11% à 22%) dans les extérieurs plastiques et de devenir un acteur mondial incontournable. Associé à un travail de restructuration en profondeur mené par Yann Delabrière, le groupe est en train de retrouver une rémunération des capitaux semblable à celle des années 1990. Le plan 2014 présenté par FAURECIA en est la meilleure illustration : le groupe devrait retrouver des marges normatives de 5% à 6% et un retour sur capitaux employés de plus de 15%.

Un vrai changement de statut pour un secteur encore très faiblement valorisé (3 à 4x EBE) et sur lequel votre fonds est investi via FAURECIA et CONTINENTAL.

Les constructeurs auront peut-être la tentation de revenir à leurs mauvaises habitudes mais votre équipe restera vigilante au respect de ce nouvel équilibre.



O. de Berranger

## ECHIQUIER OBLIG Obligations d'entreprises en euro

L'instabilité politique au Moyen-Orient et en Afrique du Nord a stoppé en février la hausse des taux à moyen terme des emprunts d'Etat de meilleure qualité engagée depuis l'été. Après avoir touché 2,50%, le rendement du Bobl allemand à 5 ans termine la période à 2,35%. Il n'en demeure pas moins que les emprunts d'Etat de la zone euro (mesurés à l'aune de la performance de l'Euro MTS 3-5 ans) ont dégagé une performance négative de 0,5% depuis le début de l'année, atteignant même -2,75% sur les six derniers mois. Au-delà des craintes inflationnistes sur la flambée des cours des matières premières en général et du baril de pétrole en particulier, la zone euro y ajoute les aléas liés aux dettes périphériques. Le nouveau gouvernement irlandais veut par exemple renégocier les conditions de l'aide de l'Union Européenne et du FMI. Il s'agirait de réduire le taux du prêt (actuellement 5,8%) mais aussi de demander que le fonds de soutien européen (EFSF) puisse avoir la possibilité de recapitaliser ses banques nationales. Autant d'incertitudes et de rebondissements en perspective qui justifient la quasi absence d'emprunts

## L'actualité

d'Etat et d'agences publiques dans le portefeuille d'Echiquier Oblig.

Avec des taux sans risques stabilisés durant le mois, la stratégie de portage de votre fonds a porté ses fruits. Avec un rendement actuariel supérieur à 4,4%, Echiquier Oblig profite d'un couple rendement risque nettement plus attractif que les emprunts d'Etat. Nouvelle entrée dans le portefeuille, l'obligation GRENKE 2015 (BBB) offre une rémunération légèrement supérieure à 4% pour seulement 4 ans de maturité. Cette société de leasing, acteur de niche spécialisé dans le financement d'équipements bureautiques pour les PME, est un grand gagnant de la crise et ses gains de parts de marché ont été spectaculaires : numéro 1 en Allemagne, numéro 2 en France (derrière BNP PARIBAS) et entrée dans le top 5 en Italie et au Royaume-Uni.

Au final, Echiquier Oblig progresse de 0,7% sur le mois et s'affiche en hausse de 0,1% depuis le début de l'année.



F. Plisson

### ECHIQUIER MAJOR Grandes valeurs européennes de croissance

Pas facile d'éviter le thème de la hausse des matières premières en ce début d'année. Dans un contexte où les prix du coton ont plus que doublé en six mois, où le caoutchouc et la fève de cacao sont à leurs plus hauts historiques et où le prix du pétrole est de retour au-dessus de 100\$ le baril, la structure de coût des entreprises est soumise à rude épreuve. La première réaction moutonnaire des investisseurs est souvent d'éviter les secteurs et les entreprises qui subissent les vents contraires. Pas étonnant alors de retrouver dans les moins bonnes performances d'Echiquier Major depuis le début de l'année, nos leaders perçus comme vulnérables : DANONE (-3,7%), LINDT (-10,2%) ou RECKITT BENCKISER (-10,3%). Pourtant, à la suite de l'annonce de leurs très bons résultats 2010, les contacts que nous avons eus avec ces entreprises nous ont permis de confirmer notre conviction : le vrai leader est capable de ne pas subir la hausse des matières premières.

Ainsi DANONE, régulièrement confronté à des hausses de prix du lait, a su mettre en place des contrats à long terme avec les fermiers pour réduire sa volatilité. En 2007 et 2008, le groupe avait déjà souffert d'une montée rapide des coûts des matières premières. En réponse, une innovation forte sur les produits a permis une augmentation des prix. DANONE a ainsi, quand la situation s'est normalisée, amélioré sa marge brute de 1% à 1,5 % et a surtout gagné des parts de marché au détriment de concurrents moins réactifs.

RECKITT BENCKISER, groupe de consommation discrétionnaire anglais (détenant les marques Calgon, Woolite, Nurofen, Strepsils), chiffre l'impact négatif maximal de la hausse des matières premières sur sa marge brute entre 1,5% et 2%. Ce que nous aimons dans le modèle économique de ces grands groupes mondiaux, c'est leur faculté d'adaptation face aux difficultés. Une capacité à augmenter les prix dans les pays émergents (30% du chiffre d'affaires) qui n'a traditionnellement que peu d'impact sur les volumes (clientèle type plutôt aisée), une politique d'innovation dans les pays matures et un travail continu sur les coûts,

sont les armes à la disposition du groupe pour nous délivrer, malgré l'inflation, une nouvelle hausse de la marge opérationnelle.

Notre expérience nous a montré que c'était dans les périodes difficiles que nos leaders gagnaient des parts de marché. L'inflation des matières premières est encore une fois l'occasion de le démontrer.



J.-N. Roffioen

### ECHIQUIER QUATUOR Valeurs "value" et de retournement

Après deux mois exceptionnellement favorables (SBF 250 en hausse de 10,5% entre décembre 2010 et janvier 2011), février a été marqué par le retour d'une plus grande nervosité. Echiquier Quatuor a profité des vents porteurs pour s'alléger sur quelques dossiers : ventes de KONTRON, KESA ELECTRICALS ou SAINT-GOBAIN et allègements en SIXT, LAGARDERE ou CEMENTS FRANÇAIS. Nous entrons ainsi dans cette période de turbulences avec de bonnes réserves de trésorerie : fin février, le taux d'investissement est de 83%, contre 89% fin novembre.

Si la remontée de l'aversion au risque se confirmait, nous n'hésiterions pas à réallouer ces capitaux. Nous avons d'ores et déjà identifié plusieurs entreprises approchant de nos cours d'achat, dossiers dont nous vous parlerons très prochainement.

Malgré un environnement mitigé, les sociétés présentes dans votre fonds ont publié des résultats annuels de bonne qualité. Le constructeur automobile PSA PEUGEOT CITROEN a ainsi généré une importante trésorerie libre (1,1Md€ en 2010, soit 16% de la capitalisation boursière). DECEUNINCK, notre spécialiste des encadrements de fenêtres en PVC, a pour sa part réussi à améliorer ses ratios de rentabilité en dépit de l'envolée des cours des matières premières. CNP ASSURANCES, leader français du marché de l'assurance vie, a vu ses marges sur affaires nouvelles s'apprécier au deuxième semestre 2010, grâce au dynamisme de sa filiale brésilienne et à un appétit croissant des clients français pour les produits d'épargne libellés en unités de compte.

Après une pause tactique, Echiquier Quatuor fourbit ses armes pour investir dans les nouveaux dossiers "value" qui feront la performance future de votre fonds.



A. de Coussergues

### ECHIQUIER AGENOR Moyennes valeurs européennes de croissance

Deuxième mois de sous-performance pour les valeurs moyennes européennes en général et pour Echiquier Agenor en particulier (-1,3%). Après deux années de forte surperformance et une préférence marquée des investisseurs pour le "value" en ce début d'année, il n'est pas choquant d'assister à des prises de profits sur ce compartiment. Dans cet environnement, nous continuons à rester fidèles à nos thèmes d'investissement actuels et notamment aux valeurs italiennes. L'Italie représente aujourd'hui 12% du portefeuille, la troisième pondération après l'Allemagne et la France.

Nous avons initié une ligne en SORIN, acteur italien des technologies médicales. SORIN est le leader mondial

des machines cardio-pulmonaires nécessaires pour les opérations à cœur ouvert. C'est également l'un des principaux acteurs européens des équipements de rythme cardiaque (pacemakers, défibrillateurs implantables) et des valves cardiaques artificielles. Au-delà d'une tendance favorable à long terme (vieillesse démographique) et l'accès des populations émergentes à la chirurgie cardiaque, nous apprécions tout particulièrement la reprise en main de la société par son président André-Michel Ballester depuis 2007. En effet, après des années de mauvaise gestion, SORIN, sous la houlette du nouveau management, a réussi à se désendetter et à renouer avec la rentabilité. Aujourd'hui, le potentiel du titre est important grâce à l'identification de plusieurs leviers à réaliser dans les trois prochaines années. Le groupe souhaite atteindre un niveau de rentabilité proche de celui de ses concurrents américains (Medtronic, St. Jude ou encore Edwards) en profitant pleinement de la réorganisation industrielle. Il devrait également bénéficier du succès à venir des innovations parfaitement identifiées par la R&D. Autant d'éléments qui vont favoriser la revalorisation boursière de SORIN, un titre encore peu suivi par la communauté financière.



P. Delcourt

## ECHIQUIER JAPON

### Valeurs japonaises

Le marché d'actions japonais s'est apprécié de 2,4% au cours du mois. Les opérateurs ont peu réagi à la dégradation de la note souveraine du Japon par les agences de notation et les taux des emprunts d'Etat à 10 ans n'ont que légèrement progressé (de 1,21% à 1,24%). Cela a favorisé un regain d'intérêt pour le secteur des assurances, en hausse de près de 11%. C'est pourquoi nous avons renforcé notre position en TOKIO MARINE, bénéficiaire de cette tendance. La société a par ailleurs décidé de pratiquer une politique active de renforcement de la profitabilité de ses participations, une politique qui nous semble prometteuse à moyen terme.

Nous avons également acheté NIPPON STEEL. Son projet de rapprochement avec SUMITOMO METAL INDUSTRIES inaugure une ère de fusions-acquisitions qui sera perçue positivement par le marché. Dans un contexte de hausse du prix du pétrole, nous avons profité d'une valorisation modérée d'INPEX pour augmenter notre participation dans ce dossier. Nous avons également renforcé SOFTBANK qui profite de l'explosion du trafic des données ainsi que de ses participations en Chine. En revanche, nous avons pris des profits sur RAKUTEN, dont la marge pourrait pâtir des diversifications à l'international.

Sur le mois de février, Echiquier Japon augmente de 2%.



O. de Berranger

## ARTY

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

Dans un environnement géopolitique troublé, ARTY a maintenu sa part exposée aux marchés d'actions à un niveau élevé proche de 39%. En effet, février a été marqué par de nombreuses publications de résultats, la plupart positives. Après CNP ASSURANCES le mois

dernier, c'est à nouveau une société financière qui réalise la meilleure performance. Malgré des pertes au dernier trimestre 2010 en raison d'une dépréciation sur sa participation dans l'italien INTESA, CREDIT AGRICOLE SA réalise un produit net bancaire de 20,1Md€ et un bénéfice net de 1,3Md€. La mise au point d'un dispositif de garantie avec les CAISSES REGIONALES DE CREDIT AGRICOLE permet à la banque verte de ne pas faire appel au marché pour respecter les contraintes de solvabilité exigées par le Comité de Bâle. Cette nouvelle rassurante a permis au titre de progresser de 15,6% sur la période. Le dividende inchangé de 0,45€ par titre confère un rendement supérieur à 3,50%.

Fidèle à sa stratégie entamée en fin d'année dernière, ARTY diminue son exposition aux obligations "High Yield" et non notées de son portefeuille dont la performance a été spectaculaire depuis un an. La pondération de ces émetteurs redescend ainsi sous les 25% pour la première fois depuis décembre 2009. Les liquidités dégagées ont été réemployées sur des obligations de meilleure qualité de notation et dont les rémunérations dépassent 4% dans la zone 4-7 ans. Avec une durée légèrement supérieure à 4 années, le portefeuille obligataire d'ARTY dégage aujourd'hui un rendement actuariel de 4,72% qui compense le risque de manière confortable par rapport à un emprunt d'Etat allemand à 5 ans qui ne rapporte toujours que 2,38%.

Au total, ARTY est en hausse de 0,9% sur le mois et affiche une progression de 2% depuis le début de l'année.



V. Lassale - J. Berros

## ECHIQUIER JUNIOR

### Petites valeurs françaises de croissance

Echiquier Junior continue de progresser régulièrement depuis début 2011 (+4,9%) profitant des hausses de SII (+16,8%), EUROFIN SCIENTIFIC (+14,5%) ou DEVOTEAM (+12%) en février. Votre fonds a aussi bénéficié de la bonne tenue de SOPRA (+24,8% depuis le début de l'année) qui a publié d'excellents résultats en 2010 (marge opérationnelle de 8,9% dans l'activité de services informatiques et de 15% dans l'activité logiciels Axway). Comme nous l'affirmons depuis de nombreuses années, nous aimons acheter ce que nous comprenons bien et décider en fonction de nos convictions. Conformément à notre stratégie de gestion, nous avons donc continué à renforcer des dossiers que nous apprécions pour leur positionnement (NEXTRADIO TV, BOURSORAMA), leur potentiel de croissance (SARTORIUS, STEDIM BIOTECH, APRIL) ou leur sous-valorisation excessive (NEURONES, SII, DEVOTEAM...). Nous estimons que la sanction boursière qui a frappé les services informatiques est exagéré. Ce secteur a remarquablement bien passé la crise de 2008 avec des contractions de marges d'exploitation en général limitées à 1 ou 2 points. Les managements ont su conserver une situation financière solide (par exemple, 65 M€ de trésorerie nette et une capitalisation boursière de 170 M€ pour NEURONES) et ces titres ne se paient guère plus de 40% du chiffre d'affaires ! Les discours des différents managers que nous avons récemment rencontrés sont optimistes pour l'année en cours. Ils mettent en avant des projets importants dans le secteur banque assurance et soulignent la nécessité toujours plus forte de

## L'actualité

s'informatiser afin de gagner en compétitivité dans l'industrie, les télécoms et l'énergie. Nous sommes convaincus que 2011 sera une année de forte croissance du chiffre d'affaires avec un effet de levier important sur les marges opérationnelles de ce secteur, bien représenté au sein d'Echiquier Junior (15% du portefeuille).



D. de Coussergues

### ECHIQUIER REAL ESTATE

#### Valeurs du secteur immobilier

Les résultats annuels 2010 des sociétés immobilières, publiés massivement en février, ont rassuré les marchés. Les dividendes sont stables, voire en hausse, et les valeurs d'actifs progressent fortement. Echiquier Real Estate a ainsi progressé de 1,7%, portant sa performance annuelle à 3,3%.

Votre fonds a initié deux nouvelles positions en février: SAFESTORE et TERREIS (évoqué dans le Point Sur). Avec BIG YELLOW, SAFESTORE est la deuxième société du fonds qui détient des centres de stockage individuel au Royaume-Uni. Deux motivations justifient cette initiation.

La première est d'ordre sectoriel. Le marché du stockage individuel au Royaume-Uni a beaucoup souffert durant la crise immobilière entre 2008 et 2010, et à l'heure actuelle, les centres de SAFESTORE ne sont occupés qu'à 58%. Sans avoir besoin de rêver sur les perspectives de croissance du marché immobilier anglais, ces taux d'occupation devraient facilement progresser à l'avenir. Les opérateurs vont limiter les ouvertures de nouveaux centres et le levier opérationnel de SAFESTORE semble considérable.

La deuxième motivation est la valorisation. BIG YELLOW est une valeur de croissance, notamment grâce à son positionnement sur le marché londonien. SAFESTORE est, lui, un investissement "value". La société doit faire face à un certain nombre de challenges, notamment son exposition géographique à des zones de moindre croissance. Néanmoins, la valorisation de SAFESTORE, qui capitalise 9 fois ses résultats récurrents et offre 4% de rendement en dividende, nous semble uniquement refléter les challenges à relever en oubliant le fort levier opérationnel.



C. Bowen

### ECHIQUIER AMERIQUE

#### Moyennes valeurs américaines de croissance

Le marché d'actions américain a connu une forte progression en février. Echiquier Amérique a progressé de 3,8% et le Russell Midcap de 5%. Les actions ont bien réagi à l'annonce des mesures fiscales et monétaires et de plusieurs bons indicateurs économiques.

Encore une fois en février, HERBALIFE, fabricant d'aliments de santé principalement axé sur la perte de poids et sur les compléments alimentaires, est l'une des valeurs les plus performantes de votre fonds. Ce succès est dû à son modèle de distribution (ses produits sont présents dans 73 pays et revendus par plus de deux millions de distributeurs) mais également à une initiative récente de vente directe auprès des consommateurs, qui a augmenté les revenus de l'entreprise.

Parmi les mauvaises performances du mois, TEVA PHARMACEUTICAL INDUSTRIES est une entreprise pharmaceutique qui développe, produit et vend de nombreux médicaments génériques à travers le monde. Le cours de TEVA, société d'origine israélienne, est quelque peu affecté par les événements au Moyen-Orient qui ont engendré des incertitudes sur son marché intérieur. Nous pensons cependant que l'entreprise est un investissement solide à long terme.

Durant ces temps mouvementés, les marchés peuvent avoir quelques sautes d'humeur mais nous restons concentrés sur notre stratégie d'investissement à long terme et, bien qu'il ne soit pas possible de prévoir quand, les entreprises de qualité seront récompensées par le marché.



M.A. Verdickt

### INVESTISSEMENT ET RESPONSABILITÉ

Les valeurs moyennes sont plutôt avaries en matière de "reporting" sur les enjeux environnementaux et sociaux. L'étude, menée par le bureau d'analyse indépendant IDMidcaps et l'agence de notation Ethifinance, sur les données extra-financières des valeurs moyennes (octobre 2010) montre qu'il reste encore beaucoup de chemin à parcourir. Sur un échantillon de 223 valeurs moyennes interrogées, le taux de réponse s'avère faible sur un nombre pourtant très limité de questions environnementales et sociales. A titre d'exemple, 70% d'entre elles n'ont pas été en mesure de répondre aux 9 questions-clés concernant les enjeux environnementaux! Pour autant, les nombreux entretiens ISR que nous menons dans cet univers montrent que, dans bien des cas, la qualité de l'engagement en matière de responsabilité sociale n'est pas proportionnelle à l'épaisseur du rapport développement durable.

SIMCORP, éditeur de logiciels spécialisés dans la gestion d'actifs, fait partie de nos sociétés les mieux notées en ISR (8/10): l'implication forte de l'équipe dirigeante (le président, Peter Ravn, a tenu à participer à l'entretien) et les nombreux exemples donnés viennent largement compenser un "reporting" encore incomplet. En matière d'environnement, enjeu mineur pour SIMCORP, le groupe n'utilise que des serveurs à faible consommation, développe largement la visioconférence et sensibilise au quotidien ses salariés à la réduction de consommation d'énergie mais ne donne aucun indicateur chiffré qui permettrait de mesurer l'impact de ces mesures. Sur le plan social, le groupe a mis en place de nombreuses mesures pour attirer et retenir ses équipes: les salariés détiennent 11% du capital, et ceci de façon très répartie puisque 600 personnes sont concernées sur un effectif de 1100 personnes. Par ailleurs, SIMCORP investit massivement dans la formation (9,5 jours par an et par salarié). Attentif aux besoins exprimés par les salariés dans le cadre d'une enquête de satisfaction menée annuellement, le groupe met en place des actions de progrès à partir des résultats obtenus. Un faible taux d'absentéisme (2,4%) et un turnover limité (de l'ordre de 7%) traduisent a priori une bonne qualité de la gestion des ressources humaines. Un enjeu essentiel pour Peter Ravn, conscient que les actifs de SIMCORP sont principalement intangibles.



## L'actualité PATRIMONIALE

### INDICES BOURSIERS : VERITE OU CECITE ?

Quel est le moyen le plus rapide pour connaître la tendance d'une place boursière ? Se référer aux indices boursiers. Par secteur d'activité, taille d'entreprise ou zone géographique, toutes les approches sont possibles. Chaque pays possède donc son indice "phare", le Dow Jones composé de 30 valeurs pour les Etats-Unis, le Nikkei (225 sociétés) pour le Japon ou le CAC 40 (40 valeurs) pour la France. Sont-ils le reflet parfait des marchés financiers ? Pas complètement. En 2010, l'indice des 40 plus grandes valeurs françaises (CAC 40) a reculé de 3% quand près d'un tiers des valeurs qui le composent a progressé de plus de 15% !

#### Qu'est-ce qu'un indice boursier ?

C'est un panier de valeurs représentatives d'un marché. Son objectif est double : mesurer le comportement du marché et servir d'outil de comparaison aux investisseurs. Un bon indicateur, par exemple, pour permettre d'identifier la valeur ajoutée du gérant "actif" par rapport à une gestion dite "passive" qui réplique l'indice.

#### Comment sont calculés les indices ?

La méthode de calcul la plus répandue est celle de la pondération par la capitalisation boursière. C'est celle utilisée pour établir l'indice CAC 40. Il est calculé sur un échantillon de quarante valeurs parmi les cent premières entreprises françaises cotées. Elles sont sélectionnées pour leur représentativité économique selon deux critères :

- La taille ou la capitalisation boursière de l'entreprise (nombre d'actions multiplié par le cours de bourse) en prenant en compte la fraction effectivement accessible au public (le flottant).
- La liquidité (nombre de titres échangés au quotidien).

A chaque valeur est associée une pondération, un "poids" dans l'indice. Aujourd'hui, six valeurs (TOTAL, SANOFI-AVENTIS, BNP PARIBAS, GDF SUEZ, SOCIETE GENERALE et FRANCE TELECOM) représentent à elles seules 40% de l'indice CAC 40 ! Leurs évolutions sont donc déterminantes dans l'évolution de l'indice. Il a baissé en 2010 parce

que ces "gros poids" ont tous réalisé des performances négatives. A l'insu des observateurs qui n'ont d'yeux que pour les indices, d'autres valeurs du CAC 40 ont pourtant réalisé des performances largement positives l'an dernier.

#### Qui crée les indices ?

Historiquement en France, ce sont les bourses qui ont créé les indices, à l'image de la Société des Bourses Françaises avec l'indice SBF 250. Par la suite, les indices boursiers sont devenus la propriété d'entreprises de marché comme Nyse Euronext avec la famille des indices CAC (Cotation Assistée en Continu) dont le fameux CAC 40. Sa base de calcul est de 1000 points le 31 décembre 1987. Il existe d'autres acteurs spécialisés dans la fabrication d'indices boursiers, comme par exemple MSCI.

#### Comment sont gérés les indices ?

La gestion des indices d'Euronext est confiée à un conseil scientifique indépendant qui se réunit chaque trimestre pour contrôler la fiabilité et la représentativité de l'indice (entrées et sorties éventuelles de valeurs). Cette instance vient d'approuver une nouvelle organisation des indices de NYSE Euronext à partir du 21 mars 2011. Désormais, les règles de gestion du CAC 40 (fondées sur le capital flottant et les capitaux échangés) seront appliquées à tous les autres indices du marché français en donnant davantage de visibilité aux petites et moyennes capitalisations. Par exemple, l'indice SBF 250 cèdera sa place au CAC All-tradable, indice non limité en nombre de valeurs à condition que ses composantes voient au moins 20% de leur flottant changer de main chaque année.

Il convient donc d'utiliser les indices avec précaution. La sélection de titres aura toujours une place privilégiée pour s'affranchir des biais d'un indice... simple baromètre fait pour être battu et non pour être dupliqué !

*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

Célia JACQUETON  
01 47 23 96 52  
[cjacqueton@fin-echiquier.fr](mailto:cjacqueton@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