

Commentaire de gestion - Décembre 2022

MW ACTIONS EUROPE

2022 s'est avérée être une année difficile à bien des égards. Alors qu'une augmentation de l'inflation était largement attendue, la guerre en Europe a apporté de nombreux nouveaux défis. Outre les tragédies personnelles, elle a eu un impact négatif sur la chaîne d'approvisionnement mondiale déjà difficile et a stimulé l'inflation, en particulier dans les domaines de l'énergie, en raison des sanctions contre la Russie, et de l'alimentation.

D'autres facteurs négatifs ont été la poursuite des confinements dus à des épidémies de virus en Chine, ainsi que la poursuite des tensions géopolitiques, les craintes d'une attaque de la Chine contre Taïwan et l'introduction par les États-Unis de restrictions à l'exportation pour la vente de produits semi-conducteurs avancés aux États-Unis.

En raison de l'escalade de l'inflation, de nombreuses banques centrales ont augmenté les taux d'intérêt à un rythme jamais vu auparavant, en particulier aux États-Unis (ce qui a entraîné un dollar américain très fort). La plupart des classes d'actifs sont en territoire négatif cette année, et les obligations ont connu l'une des pires années jamais enregistrées.

L'année a été difficile à gérer, et nos conversations régulières avec les entreprises ont parfois ajouté à la confusion, car la plupart d'elles étaient plutôt optimistes, surtout au cours des 6 à 9 premiers mois de l'année.

Il était important d'entendre, que la plupart des sociétés étaient préparées à une détérioration de l'environnement économique et avaient des plans d'action prêts à être mis en œuvre pour faire face à cette situation.

Au cours du troisième trimestre de l'année, de nombreuses entreprises ont commencé à constater une baisse des commandes et des marchés finaux plus difficiles. Dans l'ensemble, les perturbations des chaînes d'approvisionnement se sont atténuées et les prises de commandes se sont normalisées (dans certains cas, elles ont même été faibles en raison de constitution de stocks tampon).

Il est toujours intéressant de voir comment les entreprises réagissent à des défis externes et imprévus. Les exemples dans notre portefeuille incluent les restrictions commerciales imposées par les États-Unis à certaines exportations de semi-conducteurs vers la Chine (affectant, par exemple, ASMi, ASML, Nvidia), des problèmes de gouvernance (Soitec), des allégations sur les conditions de travail (Téléperformance) ou des confinements (pesant sur le secteur du luxe). Ce n'est pas une coïncidence que le track record (pouvoir de fixation des prix) des sociétés que nous détenons sont remarquables et que leur réactivité à ces challenges a été rapide malgré un environnement inflationniste. Elles ont par ailleurs un faible niveau d'endettement (0,5x EV/Ebitda en moyenne) ce qui est très positif en période de hausse des taux d'intérêt et d'éventuelles tensions économiques.

Malgré les problèmes mentionnés ci-dessus, les sociétés de notre portefeuille devraient augmenter leurs bénéfices d'environ 18% en moyenne en 2022 par rapport à 2021, ce qui est remarquable dans un environnement aussi incertain. Pour 2023, selon les estimations actuelles, les bénéfices devraient augmenter d'environ 10% par rapport à 2022.

"Sur le long terme, il est difficile pour une action d'obtenir un rendement bien meilleur que celui de l'entreprise qui la sous-tend. Si l'entreprise gagne six pour cent sur le capital sur quarante ans et que vous la conservez pendant ces quarante ans, vous ne ferez pas beaucoup plus que 6% de rendement,

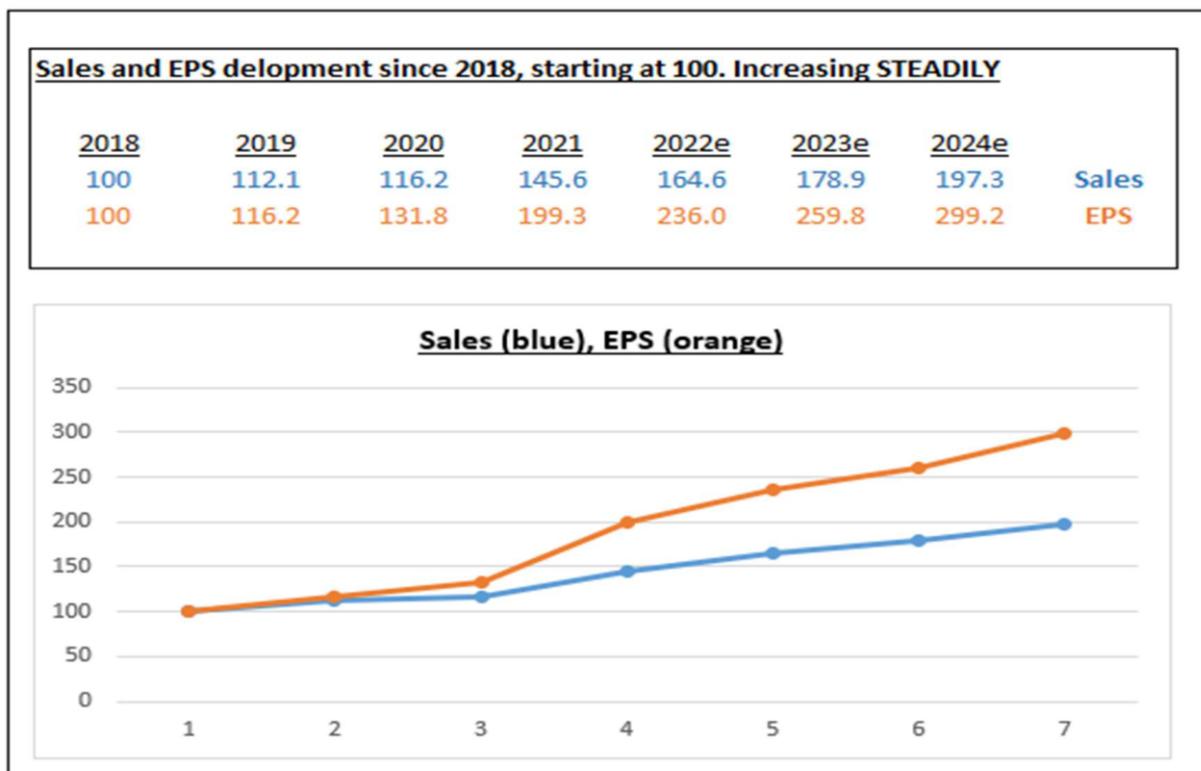
même si vous l'avez acheté à l'origine avec un gros discount. A l'inverse, si une entreprise gagne 18 % sur le capital sur vingt ou trente ans, et même si vous payez un prix d'apparence élevé, vous obtiendrez un sacré résultat." (Charlie Munger).

Nous nous considérons comme des investisseurs à long terme, et notre tâche principale en 2022 a donc été d'évaluer si les modèles d'entreprise sont toujours intacts, malgré les changements susmentionnés. Ce n'est pas une tâche facile, mais nous sommes parvenus à la conclusion que c'est effectivement le cas pour la plupart des entreprises. De nombreuses entreprises bénéficient de bonnes tendances à long terme, comme la démographie (une population vieillissante qui a besoin de soins de santé plus nombreux et de meilleure qualité et une classe moyenne en constante augmentation, en particulier dans les pays émergents) ou l'innovation technique (conduite autonome, électrification, transformation de l'énergie). Ces tendances sont, selon nous, bien installées pour perdurer.

En raison de cette évaluation, la rotation de notre portefeuille a été relativement faible. Notre approche ne consiste pas à sélectionner des entreprises en fonction des hausses de taux d'intérêt à court terme ou de trouver les bénéficiaires de l'escalade des prix des matières premières.

Bon nombre des secteurs les plus performants de cette année, à savoir l'énergie et les ressources de base, ont bénéficié de ces facteurs externes, mais nous ne pouvons pas nous permettre de les ignorer, mais ont historiquement connu des bénéfices très volatils en raison de la fluctuation des prix des matières premières.

Le graphique ci-dessous montre un contraste frappant avec cela : la croissance régulière des ventes et des bénéfices de nos sociétés du portefeuille depuis 2018.



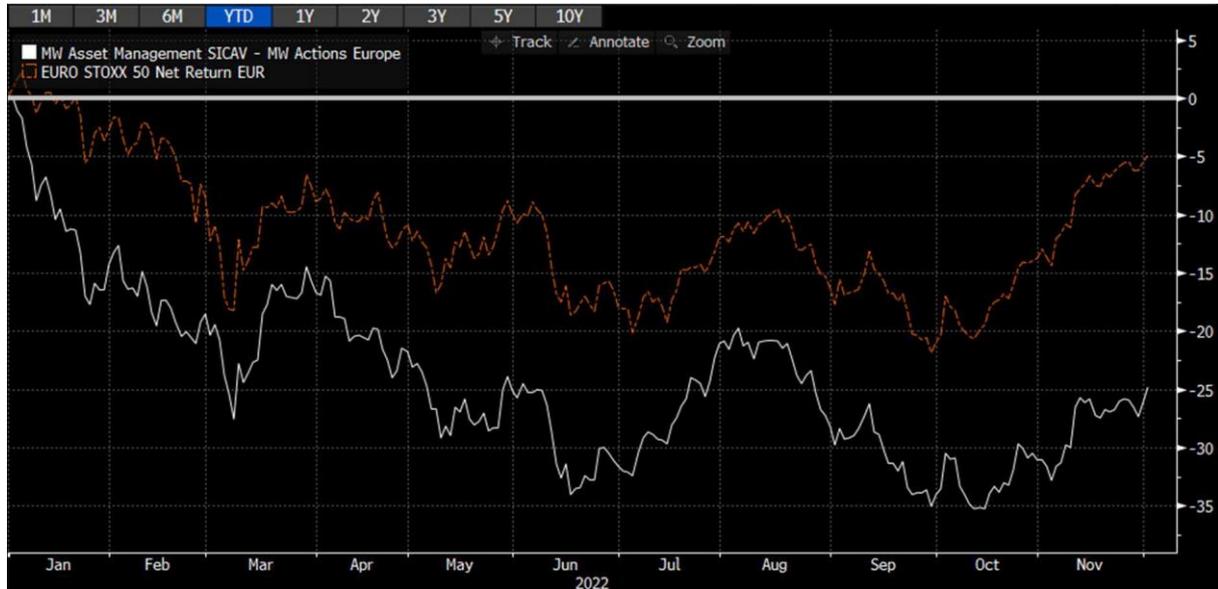
(Source: own calculations, holdings unweighted / Bloomberg / as per 05.12.2022)

*Sales = ventes

** EPS (earnings per share) = résultat par action

Ainsi, si le développement opérationnel sous-jacent de notre portefeuille s'est clairement amélioré, les valeurs de croissance et de qualité ont été parmi les moins performantes cette année (après une performance exceptionnelle en 2021) en raison de la hausse des taux d'intérêt, ce qui a conduit à une performance insatisfaisante pour le fonds en 2022 :

Performance du fonds 2022 :



Performance du fonds 2021 :



Parmi les plus grands perdants, citons Steico, qui a souffert d'un ralentissement redouté de l'activité de construction, Interroll après des résultats, Wallix en raison d'un retard dans l'atteinte du seuil de rentabilité et Sixt en raison de craintes d'un ralentissement de l'activité touristique (bien qu'elle ait publié les meilleurs résultats de son histoire pour les neuf premiers mois de l'année).

Nous avons vendu nos positions dans Interroll et Wallix, et réduit notre participation dans Steico.

Le titre le plus performant du portefeuille a été Novo Nordisk, car la société a augmenté ses perspectives de bénéfices à plusieurs reprises au cours de l'année. Parmi les autres gagnants, citons D'Ieteren (le propriétaire de Carglass) et Deutsche Boerse, qui ont tous les deux vu leurs activités se développer mieux que prévu en 2022.

L'une des grandes questions pour 2023 est de savoir dans quelle mesure l'augmentation des taux d'intérêt nuira à l'économie et si nous ferons face à une récession (la plupart des indicateurs montrent que c'est très probable en Europe et aux États-Unis) et quelle sera la gravité de cette récession ?

L'issue sera différente d'un pays à l'autre, et il est très difficile de le prévoir à ce stade. Dans ce contexte, il faudra voir comment les banques centrales vont agir. L'inflation va-t-elle ralentir, comme le prévoient actuellement certains indicateurs ? ou les banques centrales devront-elles, à un moment donné, soutenir une économie en difficulté ?

Il est intéressant de noter dans ce contexte que l'appétit des investisseurs pour le risque n'a jamais été aussi faible. Nous espérons une nouvelle baisse de l'inflation et une légère récession, associées à un ralentissement des hausses de taux d'intérêt par les banques centrales. Et surtout, nous espérons que la guerre en Europe prendra fin.

Dans tous les cas, personne ne peut prédire l'avenir. De nombreux analystes et stratèges parmi les plus intelligents ont prédit, fin 2021, que l'indice S&P 500 augmenterait d'environ 10% en 2022, et actuellement, les attentes pour 2023 sont sur des niveaux similaires.

Il est important de noter que nous sommes des investisseurs bottom-up, et que nous nous en tiendrons à notre stratégie d'investissement.

Nous recherchons des sociétés de qualité ayant fait la preuve d'une croissance régulière de leurs bénéfices et nous visons à les conserver longtemps pour en tirer profit.

"Si vous achetez quelque chose parce qu'il est sous-évalué, vous devez penser à le vendre lorsqu'il se rapproche de votre calcul de sa valeur intrinsèque. C'est difficile. Mais si vous achetez des grandes entreprises, alors vous pouvez rester assis sur vos fesses. C'est une bonne chose." (Charlie Munger)

Nous continuons à nous concentrer sur les modèles commerciaux éprouvés et les avantages concurrentiels de nos participations. Selon les estimations actuelles, nos participations devraient augmenter leurs bénéfices d'un peu moins de 10 % l'année prochaine. Comme d'habitude, il y aura des surprises, des revers et des déceptions, que nous essaierons de gérer dans le contexte de notre horizon à long terme.

Parmi les questions clés que nous nous posons, citons : une récession sévère arrêtera-t-elle ou réduira-t-elle de manière significative les investissements dans des thèmes tels que la conduite autonome, l'intelligence artificielle et les technologies de pointe, l'électrification ou les soins de santé ?

Il est certain que cela affectera les consommateurs, mais y aura-t-il encore suffisamment de personnes dans le monde qui pourront s'offrir un sac de chez Dior, une nouvelle Ferrari ou un nouveau yacht de San Lorenzo ? Ferrari a cessé de prendre des commandes pour son nouveau modèle 4 x4 Purosangue, car les délais d'attente dépassent maintenant les deux ans, et San Lorenzo a un carnet de commandes record avec une visibilité de près de deux ans.

Les valorisations de nos participations ont considérablement baissé. L'évaluation moyenne n'est certainement pas bon marché (la qualité a son prix), mais si l'on considère les ratios cours/bénéfices, nos participations sont environ 2 % moins chères que leur évaluation moyenne sur les dix dernières années.

Comme nous l'avons déjà mentionné, bon nombre d'entreprises que nous détenons ont réussi à traverser les crises précédentes, grâce à des barrières à l'entrée élevées, des marges importantes et un faible niveau d'endettement. Nous pensons que notre portefeuille est composé d'excellentes sociétés dotées d'équipes de gestion solides, et nous espérons les conserver aussi longtemps que possible.

Vous trouverez ci-dessous les caractéristiques de notre portefeuille (toutes les positions sont équipondérées), qui est, selon nous, bien préparé aux défis futurs.

MWAE vs Euro Stoxx 50	MW ACTIONS EUROPE	EURO STOXX 50
Progression des ventes en %	8,9	2,3
Croissance des bénéfices par actions en %	9,0	1,5
Croissance des ventes 2019-2023e en %	60,4	12,9
Croissance des bénéfices par actions 2019-2023 ^e en %	121,2	43,9
Marge d'Ebit en %	27,0	13,2
Dette nette/Ebitda	0,50	2,97
Retour sur capitaux	31,6	13,8
PER sur l'année prochaine	24	12

(Source: own calculations, holdings unweighted / Bloomberg / as per 29.12.2022)

"Tout le monde essaie de prédire l'avenir. Mais c'est un jeu de perdants. Au lieu de prédire la pluie, concentrez-vous sur la construction de l'Arche. L'Arche est une entreprise durable qui peut résister à la tempête." (Warren Buffett, 1981)

Nous vous souhaitons une nouvelle année heureuse, saine et prospère.

Guillaume LEMAIRE
 PDG LA FINANCIERE DE L'EUROPE

