

Enquête d'Alpha

ARBEVEL

Septembre 2022

Retour de terrain des conférences de rentrée : dégradation ressentie sur les dernières semaines, mais les carnets de commandes restent élevés

Retour sur 120 entretiens sociétés

Les marchés actions corrigent fortement depuis plus de six mois désormais, assommés par des hausses de taux d'un rythme inédit, d'une part, et par la menace de récession liée à la crise énergétique, d'autre part.

Nous avons mené en septembre plus de cent entretiens avec les sociétés, notamment à Paris, Munich et en Scandinavie, à l'affût des moindres signaux d'inflexion de tendance. Cette inflexion est perceptible depuis quelques semaines seulement, la menace d'une baisse de la demande rendant plus difficiles des hausses de prix pourtant toujours nécessaires.

Si quelques secteurs voient déjà un arrêt net de la demande, notamment la construction, la distribution discrétionnaire et les biens d'équipement, la plupart des sociétés restent concentrées sur l'exécution difficile d'un carnet de commandes élevé dans un contexte d'inflation des coûts et de pénurie de certains approvisionnements et de talents. L'inflation des coûts énergétiques et l'élaboration de plans de continuité dans l'hypothèse d'un rationnement de gaz cet hiver mobilisent les équipes des sociétés industrielles en Allemagne.

La conjoncture semble juste commencer à se dégrader au cours des dernières semaines. La situation de départ des entreprises est cependant saine avec des bilans solides, et les valorisations ont bien baissé dans le contexte de hausse des taux. Les dirigeants se disent agiles sur leur base de coûts, mais n'envisagent pas, à ce stade, de licenciements, compte tenu de la difficulté qu'elles ont eu à recruter après l'arrêt lié au covid.

Quelques secteurs touchés par un arrêt de demande

Quelques secteurs voient d'ores et déjà un arrêt net des prises de commandes depuis quelques semaines,

Notamment les promoteurs immobiliers, qui observent des taux de pré-réservation trop faibles pour commencer des chantiers, les clients étant arrêtés par la remontée des taux de financement. *Icade, Kaufman & Broad* ou *Hexaom* ont fait état de cette rupture nette, qui devrait entraîner les matériaux de construction, relayée par *Herige*, fabricant de béton et négociant en matériaux de construction, ainsi que *Steico*, leader de l'isolation écologique en Allemagne.

De la même façon, la consommation discrétionnaire fait les frais d'une baisse de pouvoir d'achat qui devrait s'accroître avec l'hiver. *Groupe Seb* se retrouve ainsi avec des stocks de produits finis excédentaires, *Maisons du Monde* voit une baisse de fréquentation de ses magasins, et les chaînes de distribution alimentaires voient un arbitrage clair en faveur des discounters et un panier moyen arbitré à la baisse, comme l'expliquait *Kesko* (Finlande). Les achats purement discrétionnaires, tels que les produits électroniques, ameublement, matériel de jardinage, ... ont déjà marqué le pas depuis plusieurs trimestres, après avoir fortement profité de la crise sanitaire.

Le secteur automobile embarque beaucoup d'incertitudes. Les volumes mondiaux sont restés au niveau plancher du covid du fait des problèmes d'approvisionnement et les constructeurs se sont accommodés de la situation en se concentrant sur des véhicules à prix unitaire élevé, tandis que les équipementiers ont besoin de voir remonter les volumes. Ainsi, *Plastic Omnium* et *Faurecia* ne croient plus aux hypothèses optimistes de l'*institut IHS* pour les années à venir, indiquant que le ralentissement va peser sur le moral des consommateurs et les changements d'usage et technologiques modifient les comportements.

Des industriels fortement exposés à l'inflation de la facture énergétique

Certains industriels exposés aux prix spot de l'énergie, comme *Vallourec* dans sa filiale allemande, voient leur rentabilité bouleversée par les coûts du gaz qui ont plus que doublé et doivent mettre en place des plans de rationnement pour se préparer à l'éventualité d'un hiver en pénurie, même si ce n'est pas l'hypothèse centrale. *K+S*, producteur allemand d'engrais potassés, très gros consommateur de gaz, a été le premier à présenter les coûts induits par différentes hypothèses de prix du gaz et à expliquer ses plans d'actions afin de retourner à un usage temporaire du fioul si les pénuries se présentaient, ou encore de neutraliser temporairement des investissements environnementaux énergivores.

La baisse récente des coûts logistiques et matières devait permettre de reconstituer des marges de manœuvre, mais la facture énergétique sera lourde cet hiver. Beaucoup de sociétés étaient couvertes par des contrats longs en 2022 et n'ont pas encore subi le plein effet de la hausse. *Gerresheimer*, dans le flaconnage pharmaceutique, *Verallia*, producteur de bouteilles en verre, les chimistes allemands ainsi que les sociétés d'engrais sont particulièrement concernés. Les effets induits par l'arrêt de certaines productions en Europe sont encore difficiles à mesurer.

La saison des résultats du troisième trimestre pourrait être plus compliquée qu'au premier semestre

Face à une inflation largement persistante, les sociétés ont toutes travaillé à réviser leurs contrats clients pour pouvoir remonter les prix de manière plus fréquente. Alors que les sociétés s'étonnaient de la facilité avec laquelle ces révisions étaient acceptées jusqu'au début du trimestre, beaucoup préviennent

qu'elles passent les dernières hausses de prix, compte tenu d'un affaiblissement de la demande. Les activités dites « en cycle long » (période longue entre la prise de commande et la livraison) ont été victimes de fortes baisses de marge sur les derniers trimestres mais devraient reconstituer leurs marges sur les prochains trimestres, là où d'autres sociétés ont déjà beaucoup remonté leurs prix, mais atteignent les limites pour le consommateur. A titre d'illustration, le secteur des éoliennes, représenté en Bourse par *Nordex* et *Vestas* a généré des pertes massives en 2022 et ne redresse les prix qu'avec un effet progressif en 2023. De la même façon, *Manitou* a dû livrer des commandes contractées en 2020 sur des prix de l'acier qui ont plus que doublé entre temps.

Les coûts salariaux seront les prochains vecteurs d'inflation et les sociétés se préparent à des négociations plus difficiles dans un contexte de pénuries de talents. Elles excluent actuellement de licencier, ayant eu des difficultés à recruter après les confinements.

Les bilans restent sains, en dépit de stocks de précaution à des niveaux historiques. A ce stade, les entreprises sont attentives aux délais de paiement, surtout en France où les PGE arrivent à échéance. Beaucoup renoncent au factoring, devenu trop cher. Les sociétés les plus endettées sont clairement pénalisées boursièrement.

Certaines sociétés sont bien positionnées pour bénéficier des tensions actuelles de l'énergie

Certaines sociétés profitent de ce contexte compliqué : les sociétés produisant de l'énergie (producteurs indépendants renouvelables, sociétés para pétrolières, raffineurs de biofuels) ont bénéficié du niveau exceptionnel des cours avec une exposition aux prix spot (*La Française de l'Energie, Esso*). Surtout, les plans européens visant à recouvrer une autonomie énergétique prévoient une accélération des investissements en infrastructure et en énergies renouvelables (*Voltaia, Neoen*). Nous sommes convaincus que les demandes de PPA, contrats longs d'approvisionnement direct en énergie renouvelable entre un industriel et un producteur indépendant, resteront durablement à un niveau bien supérieur à l'avant-crise énergétique. *Assystem*, spécialiste du nucléaire, pourrait également bénéficier de cette prise de conscience dans les années à venir. Le gaz naturel est devenu une source d'énergie clé pour réaliser la transition énergétique et réduire la dépendance de l'Europe à la Russie, bénéficiant un acteur comme *GTT*.

OCI, producteur d'engrais nitraté, dont le prix final est composé à 70% du gaz naturel, produit en Egypte, Algérie et au Texas, avec un accès à des contrats longs en gaz naturel à prix très bas, bénéficie de l'arrêt de production des concurrents européens, dans un contexte de demande renforcée par la possibilité d'une crise alimentaire.

Nibe, LuVe et Arbonia bénéficient du grand boom de la pompe à chaleur en Europe, vecteur d'un transfert de demande du gaz vers l'électricité. *Spie et Instalco* bénéficient d'une accélération de la demande pour la maintenance et l'efficacité des bâtiments commerciaux et industriels.


Digitalisation et migration vers le cloud ne semblent pas devoir ralentir

Les sociétés françaises de services informatiques, telles que *Sword ou Aubay* ont fait état d'une demande qui n'a jamais été aussi forte et sont étonnées de la facilité à passer les hausses de prix. *Wavestone*, en conseil, reste très optimiste sur la demande de ses clients. Il semble que les projets informatiques ne soient plus caractérisés par des grandes migrations qui peuvent être différées dans des conjonctures difficiles, mais par une récurrence plus forte.

Cette récurrence est le caractère distinctif des éditeurs logiciels, qui vendent de plus en plus les licences sous forme d'abonnement. Ces titres, historiquement chers, ont enregistré une baisse de leurs multiples sous la contrainte de la hausse des taux et certains nous semblent très intéressants, tels que *Compugroup*, dans la digitalisation des hôpitaux, ou encore *Esker*, dans la digitalisation des factures. La migration programmée du parc automobile vers l'électrique bouleverse la chaîne de valeur et crée des opportunités pour les fabricants de chargeurs, qui ont au moins une décennie de forte croissance devant eux.

Notre gestion reste donc focalisée sur les sociétés pour lesquelles nous identifions une exposition à des tendances de fond structurelles et qui présentent un bilan solide, leur permettant de traverser des périodes qui s'annoncent plus turbulentes. Surtout, la situation de rentabilité actuelle n'est pas artificiellement élevée, ni les niveaux de valorisation de début d'année. Des opportunités apparaissent, comme l'illustrent les opérations d'OPA dont nos fonds ont bénéficié au dernier trimestre : *SLM Solutions* par *Nikon* et *CS Group* par *Sopra* avec respectivement 75% et 80% de prime sur le dernier cours coté.

Météo Micro

 Lors de nos derniers échanges :

Promoteurs Immobiliers	
Consommation discrétionnaire	
Chimie de base	
Industrie énergivore	
Matériaux de construction	
Services informatiques	
Editeurs de logiciels	
Producteurs d'énergie	
Chauffage Climatisation	

Arbevel se focalise sur le stock picking, mais dans un environnement contraint par la situation macroéconomique.

Point sur contexte économique :

Après des mois d'atermoisement, les banquiers centraux ont finalement reconnu la nature persistante de l'inflation. Le changement de ton est notable et l'impulsion comme souvent donnée par la FED qui s'est saisie des mauvais chiffres publiés en septembre pour durcir considérablement, lors de sa dernière réunion, son message. Désormais, les taux directeurs sont attendus à 4,2% fin 2022^e et 4,4% en 2023^e... Pour mémoire le taux FED était encore à 0% en mars. Ce cycle de relèvement est le plus agressif depuis celui de 1980. La musique est la même à peu de choses près en Europe.

Dans ce contexte, le marché se trouve tiraillé entre deux tendances opposées pour les actifs financiers. Si la perspective de réduction de l'inflation est positive pour les actifs risqués, le prix à payer sera celui d'un freinage de la croissance économique. Et aujourd'hui nul n'est capable d'estimer avec précision l'ampleur de ce dernier. Les pessimistes pensent que l'ampleur du cycle de relèvement engendre une récession marquée avec un net recul des bénéfices (de l'ordre de 25%). Les optimistes entrevoient un reflux rapide des indices de prix et en conséquence un abandon de la nécessité de hausse des taux... gage d'un redémarrage du marché.

La vérité se situera comme souvent probablement entre les deux. Dès lors, la seule stratégie valable consiste à favoriser l'investissement au sein des secteurs et valeurs les plus résilientes en matière de dynamique bénéficiaire.

Focus Produit :

Focus Pluvalca Credit Opportunities

- Dans le contexte de hausse de taux évoqué, le marché du crédit européen a été particulièrement chahuté.
- Nous pensons que les entreprises européennes sont mieux armées que par le passé pour affronter ces difficultés. Elles ont profité du bas niveau des taux d'intérêts de ces dernières années pour se refinancer et rallonger la maturité moyenne de leur dette. Elles ont une approche prudente dans la gestion de leurs liquidités et n'hésitent plus à conserver un matelas de cash de sécurité important au bilan. Enfin, elles ont profité de la reprise post-crise sanitaire pour se désendetter.
- Les primes de crédit demandées par le marché nous semblent excessives au regard de ce diagnostic.

Ainsi, avec désormais près de 600 millions d'euros sur l'obligataire, Arbevel a décidé de s'engager sur la voie d'un fonds de portage, Pluvalca Credit Opportunities 2028. Il s'agit d'un produit obligataire équilibré en termes de risque de signatures avec une notation moyenne BB, diversifié (65 émetteurs sans dominante sectorielle) et un objectif de rendement brut à maturité de près de 8%, non garanti et calculé hors événement de crédit.

Rédigée par l'équipe de gestion le 30 septembre 2022.

Ce document est un document non contractuel, strictement limité à l'usage privé du destinataire, diffusé à des fins d'information et ne saurait en aucun cas s'interpréter comme constituant une offre de vente ou sollicitant une offre d'achat de titres qui y sont mentionnés. L'opinion formulée dans le présent document ne saurait en aucun cas se substituer au jugement de son destinataire. Les informations fournies dans ce document n'ont aucun caractère exhaustif et leurs précisions ne peuvent être garanties. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de Financière Arbevel à la date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement.

Financière Arbevel, agrément AMF GP – GP97111 du 31/10/1997.

L'Equipe de Gestion

Financière **ARBEVEL**

20, rue de la Baume – 75008 Paris

Par téléphone +33(0)1 53 23 04 30

Par Fax +33(0)1 53 23 04 31

Par E-mail investisseurs@arbevel.com

Site Internet <http://www.arbevel.com>