



## LETTRE DES GERANTS – FEVRIER 2018

### TAUX D'INTERETS : VERS UNE NOUVELLE ERE ?



Ce début d'année 2018 s'est inscrit dans le prolongement de l'année 2017 à savoir avec **une poursuite de la hausse des marchés actions** (+ 3,19% pour le CAC 40), de la vigueur de l'Euro, sur fond de chiffres économiques revus à la hausse et confortant l'optimisme général.

Sur le plan politique, la réforme fiscale américaine et la perspective de la constitution d'un gouvernement de coalition en Allemagne ont participé à alimenter le mouvement haussier.

**Ainsi, nous sommes en train de mettre fin à 10 ans de crises, le CAC 40 revenant au niveau de janvier 2008 et cela dans un contexte économique dégagé, avec des perspectives encourageantes et une certaine volonté de réforme.**

Pour autant, cette dynamique européenne s'est transmise à la monnaie, confirmant la confiance des investisseurs internationaux dans la solidité de la zone, mais porte la monnaie à des niveaux de change qui pourraient freiner la croissance via son impact sur les exportations. Aussi, cela a pour conséquence directe de contenir l'inflation (importée), tant attendue. Il n'est donc pas à exclure, d'une part, que la BCE maintienne sa politique monétaire accommodante et que d'autre part, qu'une action plus dynamique et informelle pointe, s'apparentant à **une guerre des changes**. Nous avons évoqué ce risque dans une stratégie de sortie de crise, puisque dans un contexte où la politique monétaire tend à se normaliser, les taux de change restent un outil important de stimulation de la croissance. Cette analyse nous avait incité d'ailleurs à prendre position de manière significative en devises (et or) pour s'en prémunir.

A l'inverse, le pendant de la vigueur de l'Euro et la faiblesse du dollar qui profite pleinement aux Etats-Unis, déjà en haut de cycle économique. C'est ainsi que la mise en œuvre de la réforme fiscale du gouvernement Trump, dans un contexte économique

bien portant, laisse anticiper **un regain de l'inflation**, accompagnant la poursuite du Tapering. **L'impact immédiat est la hausse des taux d'intérêt**. D'ailleurs, les taux d'intérêts américains sont dorénavant au-delà de 2,5 % ; nouvelle donnée à prendre en considération par les acteurs économiques et financiers.

Nous pensons que le mouvement est durable, l'inflation restant le seul moyen pertinent pour régler le problème des dettes publiques abyssales. Ainsi, **nous parions sur une politique de remontée de taux « suiveuse » et non drastique, bien que durable**. L'autre enjeu est de ne pas venir casser la croissance économique. Nous avons donc, selon nous, atteint un point d'inflexion dans le mouvement des taux d'intérêt et d'inflation.

Si cette dynamique était anticipée, il restait une incertitude sur le comportement Européen, en décalage de cycle par rapport aux Etats-Unis. Déjà, la baisse du dollar n'a pas été dans l'ordre des choses, puisque la hausse des taux américains aurait dû alimenter la poursuite de sa hausse. Il s'agit donc d'un des éléments qui laisse à penser que l'Europe pourrait pâtir d'un retournement de cycle américain. Dernier indicateur est la contagion, partielle, de la hausse des taux américains sur les taux européens.

#### **Tout cela représente-t-il un risque pour les marchés ?**

Tout dépendra de la maîtrise et de la séquence de la hausse des taux. Paradoxalement, les chiffres macroéconomiques US supérieurs aux attentes, ont été accompagnés par un retour de la volatilité animée par l'incertitude sur les perspectives d'inflation.

Nous restons (prudemment) optimistes en saluant la dynamique économique générale laissant espérer une poursuite du cycle. Il faudra donc saisir les opportunités.

Axel Champeil



## INDICATEURS DE MARCHÉ (AU 31 JANVIER 2018)

	31/01/2018	Variation / 1 <sup>er</sup> janvier
<b>CAC 40</b>	5 481,93	+3,19%
<b>Dow Jones</b>	26 149,39	+5,79%
<b>Nasdaq</b>	7 411,48	+7,36%
<b>Nikkei 225</b>	23 098,29	+1,46%

	31/01/2018	Variation / 1 <sup>er</sup> Janvier
<b>EUR/USD</b>	1,2411	+3,38%
<b>Euribor 1 an</b>	-0,191	NS
<b>Gold Index</b>	1 339,00	+2,50%
<b>Pétrole (NY)</b>	64,74	+7,68%



## PRINCIPALES VARIATIONS DU SBF 120 EN JANVIER

HausSES			Baisses		
Sociétés	Cours (€)	Var (%)	Sociétés	Cours (€)	Var (%)
<b>Alten</b>	81,60	17,22%	<b>Suez</b>	12,01	-18,10%
<b>Sartorius Stedim</b>	69,80	15,77%	<b>Korian</b>	25,94	-11,90%
<b>Genfit</b>	27,68	15,72%	<b>Tarkett</b>	31,50	-9,95%
<b>Eramet</b>	113,60	14,71%	<b>DBV Techno</b>	37,76	-9,87%
<b>Ipsen</b>	112,95	13,44%	<b>Maisons du Monde</b>	34,60	-8,34%
<b>Worldline</b>	45,56	12,02%	<b>Remy Cointreau</b>	106,00	-8,23%
<b>Aperam</b>	47,90	11,59%	<b>Eutelsat Communic.</b>	17,72	-8,16%
<b>Airbus</b>	92,50	11,45%	<b>Air France - KLM</b>	12,51	-7,88%
<b>Gaztrans. Techn.</b>	55,75	11,28%	<b>Sodexo</b>	103,35	-7,76%
<b>Natixis</b>	7,334	11,19%	<b>Spie</b>	20,02	-7,76%
<b>Faurecia</b>	72,38	11,13%	<b>Casino Guichard</b>	47,09	-6,86%
<b>Soitec</b>	66,00	11,02%	<b>Fnac Darty</b>	93,80	-6,85%
<b>Eurazeo</b>	84,75	10,06%	<b>Foncière des Régions</b>	88,45	-6,38%
<b>ALD</b>	14,21	10,03%	<b>Lagardère</b>	25,12	-6,02%

CROISSANCE MONDIALE

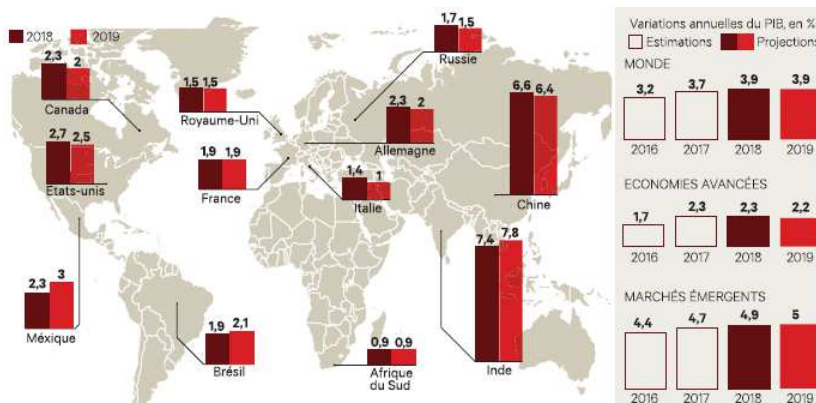
Prévisions de croissance du FMI  
Variations annuelles du PIB en %

Le FMI a publié fin janvier ses prévisions sur la croissance mondiale qui apparaissent plus optimistes que celles publiées en octobre, puisqu'il s'attend à une croissance de 3,9% cette année et en 2019, après une progression de 3,7% l'an passé.

Une des raisons principales de cette révision est à mettre au compte de la réforme fiscale de l'administration Trump qui avec son paquet fiscal, incitant à l'investissement, pourrait permettre à l'économie américaine et celle de ses partenaires commerciaux de progresser plus qu'attendu sur les 2 prochaines années.

Le FMI s'attend à une croissance de 2,7% en 2018 et 2,5% en 2019 aux Etats-Unis. Du côté des pays émergents, le FMI s'attend à un maintien du rythme de croissance cette année (+4,9%) et 5% en 2019.

Dans son rapport, le FMI a également réitéré la nécessité d'entreprendre des réformes structurelles pour consolider cette croissance.

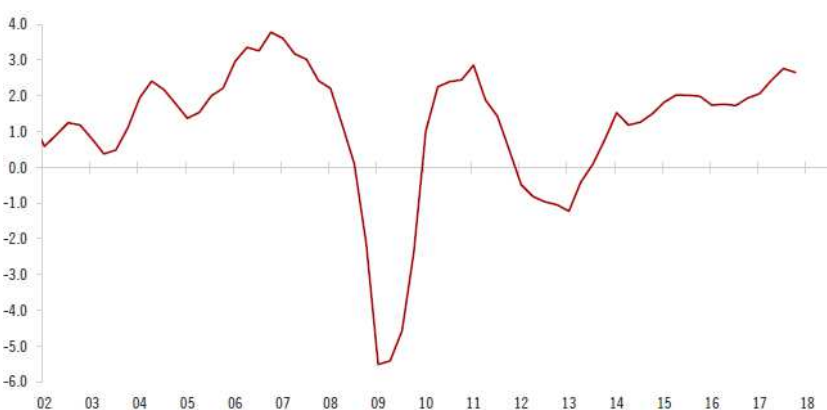


ZONE EURO

D'après la première estimation d'Eurostat, le PIB de la zone euro a progressé globalement de 2,5 % en 2017, soit sa croissance annuelle la plus rapide depuis 2007.

Comme pour 2018, la première série d'indicateurs du sentiment de la zone euro suggère que la zone euro a démarré l'année sur une note très forte et confirme que la croissance s'améliore, tant en quantité qu'en qualité, avec la création d'emplois et l'investissement. Les prévisions font apparaître une croissance du PIB de la zone euro de 2,3 % en 2018.

Croissance du PIB réel de la zone euro



SOURCE : EUROSTAT

FRANCE

En France, le PIB réel a progressé à un rythme trimestriel de 0,6 % au quatrième trimestre (2,5 % en rythme annualisé). La croissance annuelle du PIB de la France a atteint 1,9% en 2017, contre 1,1% en 2016 son niveau le plus élevé en six ans.

La croissance est portée par la forte progression des investissements avec des dépenses totales d'investissement du secteur privé qui ont augmenté de 1,1 % au T4 grâce notamment à des conditions monétaires et financières qui demeurent favorables. Le secteur de la construction a joué également un rôle important.

Les exportations nettes ont soutenu la croissance au quatrième trimestre, dans un contexte marqué par une nouvelle amélioration de la demande extérieure de biens et services français. Si les réformes structurelles se poursuivent et si l'environnement mondial reste favorable, l'économie française pourrait à nouveau surprendre positivement cette année.



**SAP - DE0007164600**

Cours au 31/01/2018 : 90,83€

**Capi. : 112,17Mds€ / CA 2018° : 24,57Mds€**

SAP est le leader mondial du développement et de la commercialisation de progiciels intégrés. Le CA par activité se répartit comme suit :

- vente de progiciels (83,5%) : logiciels de gestion financière, de gestion RH, de la relation client, des approvisionnements, etc.
- prestations de services (16,5%) : notamment prestations de conseil et de formation.

La répartition géographique du CA est la suivante : Etats-Unis (32,5%), Allemagne (13,7%), Europe Moyen-Orient Afrique (30,5%), Asie-Pacifique (11,6%), Amériques (8%), Japon (3,7%).

### Argumentaire d'investissement

- SAP est capable de générer une croissance solide de l'ordre de 7 % par an sur la période 2018-2020 et d'atteindre ses objectifs de CA 2020 (28-29 Mds€) grâce à l'accélération de la dynamique de son cycle de produits et à l'augmentation attendue de l'attrait de ses solutions cloud, dynamisée par le lancement récent de S/4Hana Public Cloud.
- La marge opérationnelle de SAP devrait baisser à 29,0% en 2017 et commencer à s'améliorer à partir du S2 2018, grâce une transition réussie vers le Cloud et une plus grande efficacité dans la R&D, les ventes et le marketing. Le groupe devrait être en mesure d'atteindre son objectif de résultat opérationnel pour 2020 (8,5 à 9,0 Mds€). *Source Société Générale*
- Avec un P/E 2019° de 18,2 - *Estim. Factset*, SAP se négocie à une décote élevée par rapport à ses concurrents européens et américains du secteur, de respectivement -21% et -31% en moyenne.



## INDITEX

**Inditex - ES0148396007**

Cours au 31/01/2018 : 28,87€

**Capi. : 89,98Mds€ / CA 2018° : 25,49Mds€**

Inditex est spécialisé dans la conception, la fabrication et la distribution de vêtements et d'accessoires pour hommes, femmes et enfants. L'activité du groupe s'organise essentiellement autour de 5 familles de produits : vêtements, articles de lingerie, chaussures, accessoires, articles de maison, avec les marques Zara, Bershka, Pull&Bear...

Le CA par source de revenus se ventile essentiellement entre ventes des magasins détenus en propre (90,9%) et ventes aux franchisés (7,9%).

### Argumentaire d'investissement

- Leader mondial du textile, Inditex affiche une croissance régulière année après année et demeure confiante pour assurer une poursuite à 2 chiffres de celle-ci pour les années à venir. Parallèlement la marge opérationnelle devrait s'accroître, ce qui va permettre au groupe de poursuivre l'absence de recours à l'endettement et à l'inverse une accentuation de la trésorerie attendue à plus de 8 Mds€ à la fin du prochain exercice.
- Inditex devrait continuer à améliorer ses résultats sur les prochains exercices et pourrait générer une forte génération de cash qui déboucherait sur un dividende exceptionnel. Inditex a généré une croissance organique annuelle du CA de +5% en moyenne depuis 2004 et le groupe semble en mesure de reproduire cette bonne performance dans le futur. Dans un marché mondial du textile très fragmenté, le groupe peut continuer à gagner des parts de marché.
- La valorisation actuelle est attractive car le PE relatif à l'Eurostoxx (1,78x) est 9% en dessous de la moyenne 5 ans (1,95x) et la dynamique de génération de cash-flows et de croissance des BNA reste largement positive sur les trois prochaines années.



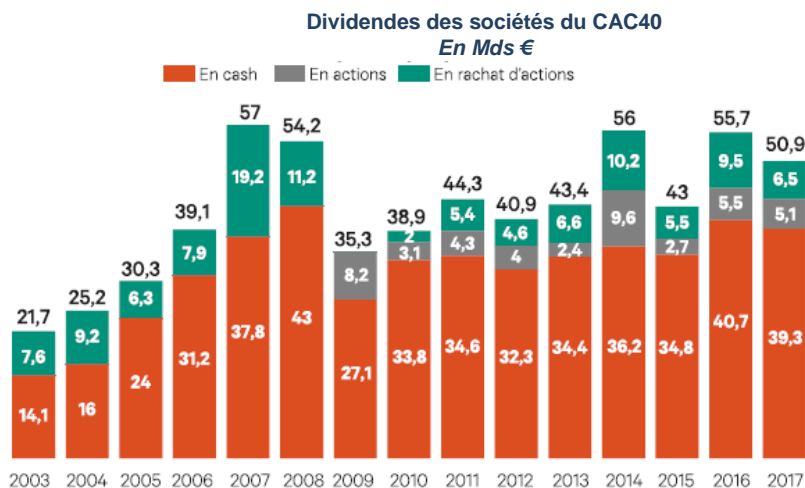
LES DIVIDENDES DU CAC40

Les sociétés du CAC40 ont versé 44,3 Mds€ de dividendes en 2017 soit une baisse de 4,1 % par rapport à 2016 (46,2 Mds€). Cela s'explique par plusieurs raisons : tout d'abord, la modification de la composition de l'indice avec les sorties de Nokia et Klépierre remplacés par STMicro et Atos qui ont versé moins de dividendes (426M€ contre 2,2 Mds€). Ensuite, les entreprises du CAC 40 n'ont distribué aucun dividende exceptionnel en 2017, (contrairement à 2016 où Vivendi avait versé un dividende de 3,7 Mds€).

L'année 2017 a été marquée par des niveaux de marge élevés avec d'importants cash-flows excédentaires et confirme le retour des capitaux propres aux actionnaires. L'année dernière, seulement 5 groupes ont proposé le paiement en actions pour un montant de 5,15 Mds€.

Concernant les rachats d'actions, 13 groupes ont procédé à des rachats.

En 2018, les dividendes versés par les sociétés du CAC40 pourraient progresser en raison de la perspective de l'amélioration des résultats.

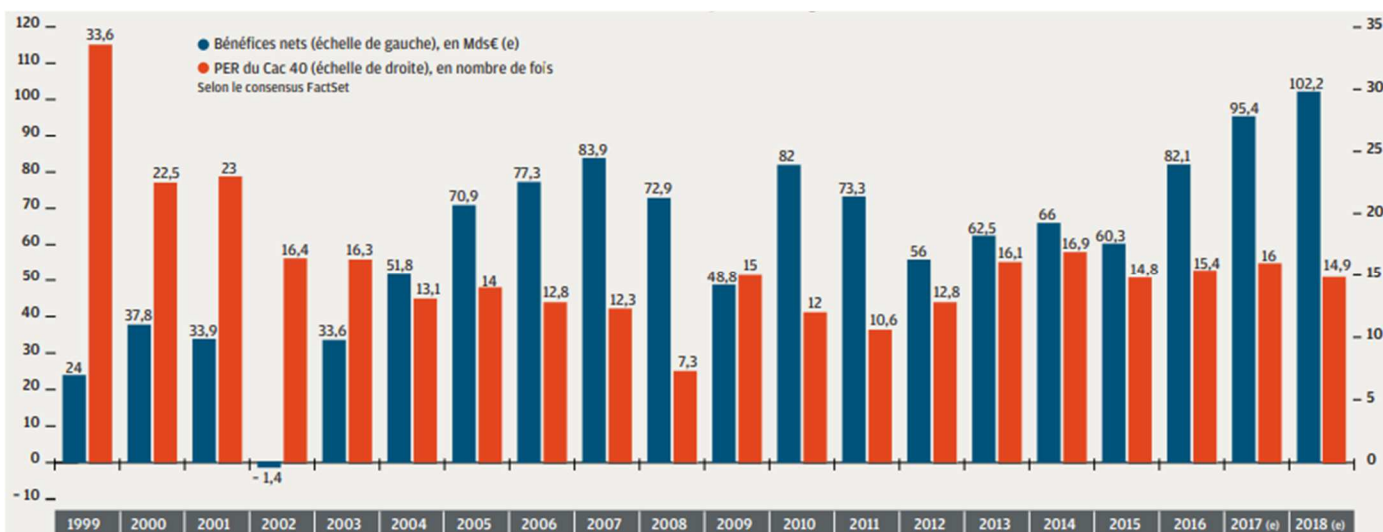


SOURCE : LES ECHOS

VALORISATION DU CAC 40

La valorisation des sociétés du CAC40 a été soutenue par la poursuite de la croissance des bénéfices et par le maintien des taux d'intérêt extrêmement bas. Au cours de l'année, les entreprises phares de l'indice français ont maintenu ou revu à la hausse leur prévision de bénéfices 2017, avec pour conséquence une augmentation de leur valorisation passant de 14,3 fois les profits en janvier 2017 à 16 fois à la fin de l'année. Sur 2018, le PER est estimé à 14,9 fois. Cette valorisation proche de la moyenne sur 20 ans reste malgré tout en deçà des niveaux atteints par les valeurs américaines du S&P500 qui se paient plus de 20 fois les bénéfices.

Bénéfices nets et PER des sociétés du CAC40 sur 20 ans



SOURCE : INVESTIR

## LETTRE « SPECIAL SUD-OUEST »

CHAMPEIL AM a publié la version 2018 de sa lettre « SPECIAL SUD-OUEST » des entreprises cotées.

SOCIETES	Cotation	Localisation	Dépt	Cours le 29/12/17	CB (K€)	Var sur 2017	CA 2016	Activités
CATANA GROUP	Compart C	Marans	17	3,18	93 045	523,53%	33,8	Construction de navires de plaisance haut de gamme
VEKIM	Euronext Growth	Balma	31	20,00	162 483	114,13%	13,9	Développement d'instruments médicaux invasifs
SOGECLAIR	Compart C	Blagnac	31	47,75	138 475	88,74%	136,5	Services et produits aérospace
FONTAINE PAJOT	Euronext Growth	Aigrefeuille d'Aunis	17	100,86	168 126	59,54%	70,6	Constructeur de Catamarans
DOCKS PETROLES D'AMBES	Compart C	Carbon blanc	33	555,00	54 279	44,53%	16,1	Stockage et expédition de produits pétroliers
LECTRA	Compart B	Paris - Centre de production et R&D à Cestas	33	25,15	773 770	39,57%	260,2	Leader mondial des logiciels et d'équipements de CFAO
LATECOERE	Compart C	Toulouse	31	5,71	533 012	36,28%	655,2	Fabrication de structures aéronautiques et systèmes de câblages
GROUPE PAROT	Euronext Growth	Bruges	33	9,98	46 148	35,97%	290,2	spécialisé dans la distribution de véhicules automobiles depuis 1978
SERMA TECHNOLOGIES	Euronext Growth	Pessac	33	227,01	206 151	34,40%	90,0	société de services et d'ingénierie technologique
GASCOGNE	Compart C	St-Paul lès Dax	40	3,98	81 182	32,67%	406,8	Fabrication et commercialisation de produits bois et papier
LE BELIER	Compart B	Vérac	33	50,01	329 172	24,25%	312,1	Spécialiste en fonderie aluminium pour l'Automobile
I.CERAM	Euronext Growth	Limoges	87	7,05	37 652	5,86%	1,5	Fabrication d'implants dédiés à la chirurgie orthopédique
FERMENTALG	Compart C	Libourne	33	3,15	54 007	4,65%	0,1	Bio producteur d'huiles et de protéines à partir de micro algues
I2S	Euronext Growth	Pessac	33	2,77	5 088	-4,5%	14,4	Systèmes et d'équipements d'imagerie
EUROPLASMA	Euronext Growth	Morcenx et Pessac	33	0,20	13 885	-4,8%	9,7	Traitement et valorisation des déchets dangereux
ACTIA GROUPE	Compart C	Balma	31	6,98	140 298	-7,5%	431,6	Fabrication d'équipements électroniques embarqués
FIGEAC AERO	Compart B	Figeac	46	18,89	524 528	-12,5%	324,7	Production de pièces de structure en alliages légers pour l'aéronautique
CERINNOV	Euronext Growth	Limoges	87	8,41	29 336	-15,1%	18,7	Conception, fabrication et commercialisation de machines de production et de décoration pour la céramique et le verre
UV GERMI	Euronext Growth	Saint Viance	19	4,45	11 460	-18,0%	4,4	spécialiste des rayons ultraviolets à des fins de dépollution
ALPHA M.O.S	Compart C	Toulouse	31	0,37	8 523	-26,0%	7,5	Leader mondial en instrumentation d'analyse sensorielle
IMMERSION	Euronext Growth	Bordeaux	33	6,82	8 430	-20,2%	8,0	leader européen des technologies 3D immersives et collaboratives
GENKYOTEX (ex Gentice)	Compart C	Labège	31	1,66	25 690	-35,9%	0,0	Recherche et Développement de vaccins thérapeutiques
VALBIOTIS	Euronext Growth	La Rochelle	17	6,40	23 341	-39,0%	0,0	Spécialiste des solutions nutritionnelles visant à prévenir le diabète
ACTIPLAY (Ex ConcoursMania)	Euronext Growth	Bordeaux	33	1,70	5 633	-44,1%	13,8	Spécialiste du marketing en ligne
IMPLANET	Compart C	Martillac	33	0,42	9 535	-47,5%	7,8	Fabrication d'implants dédiés à la chirurgie orthopédique
CERENIS	Compart B	Labège	31	1,91	33 977	-77,9%	0,0	Biomédical, traitement des maladies cardio-vasculaires

Retrouvez l'intégralité de la publication sur [www.champeil.com](http://www.champeil.com)

*Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information.*

*Les informations contenues dans ce document (notamment les données chiffrées, commentaires y compris les opinions exprimées...) sont communiquées à titre purement indicatif et ne sauraient donc être considérées comme un élément contractuel ou un conseil en investissement. De même ce document ne constitue en aucun cas une sollicitation d'achat ou de vente des services financiers sur lesquels il porte.*

*Les informations juridiques ou fiscales auxquelles il est fait référence ne constituent en aucun cas un conseil ou une recommandation. Elles doivent être utilisées en conjonction avec un avis professionnel dans la mesure où les dispositifs fiscaux cités dépendent de la situation individuelle de chacun et sont susceptibles d'être modifiés ultérieurement.*

*A cette fin, Champeil reste à votre disposition.*

*Ces informations proviennent ou reposent sur des sources estimées fiables par Champeil. Toutefois, leur précision et leur exhaustivité ne sauraient être garanties par Champeil.*

## A PROPOS DE CHAMPEIL

Champeil est une entreprise d'investissement indépendante, basée à Bordeaux. Elle est agréée par l'ACPR pour la gestion sous mandat, le courtage en valeurs mobilières, le conseil en investissement et le placement non garanti.

Champeil gère les avoirs de sa clientèle privée, en privilégiant une approche « sur mesure » sur les marchés financiers.

*« Le respect des valeurs,  
le sens de l'action »*

## CONTACT

CHAMPEIL  
9 cours de Gourgue – 33000 Bordeaux  
Tél. 05 56 79 62 32 – Fax. 05 56 44 28 82  
Email : [contact@champeil.com](mailto:contact@champeil.com)  
[www.champeil.com](http://www.champeil.com)

