

Les études et sélections : la table ronde de sélection l'analyse sectorielle, le marché, l'analyse financière, la valeur et perspectives

HAUSSE DU PRIX DE L'ÉNERGIE, REMONTEE DU DOLLAR, CROISSANCE ATONE EN EUROPE

# Dans un contexte un peu moins porteur, les valeurs moyennes offrent encore des opportunités

par CATHERINE REKIK et CHRISTOPHE SOUBIRAN



**CHRISTIAN GINOLHAC**  
Gaspal Finance  
Mes valeurs préférées  
> Oxygène et Acétylène d'Extrême-Orient  
> Bourbon  
> Bacou-Daloz



**MARC GIRAULT**  
HMG Finance  
Mes valeurs préférées  
> Tivoly  
> Maroc Telecom  
> Vranken-Pommery



**BRUNO LE CHEVALLIER**  
UBS Wealth Management  
Mes valeurs préférées  
> Axalto  
> Nexans  
> Boiron



**ROGER POLANI**  
SPGP  
Mes valeurs préférées  
> Bull  
> Oberthur  
> Carbone Lorraine



**MARIE-ANGE VERDICKT**  
Financière de l'Échiquier  
Mes valeurs préférées  
> Groupe Guilla  
> Linedata Service  
> Bawe System

## Le compartiment des capitalisations moyennes permet de jouer des thèmes peu sensibles à la conjoncture

**CHRISTIAN GINOLHAC**  
> Le pétrole et le dollar constituent un cocktail gagnant.

Les valeurs qui bénéficient à la fois de la hausse du dollar et de celle du pétrole sont les grandes gagnantes de cette année. Qu'il s'agisse des sociétés de services aux pétroliers comme Vallourec, Géophysique ou Bourbon, ou des sociétés pétrolières, comme Maurel & Prom. La question est de savoir si l'appréciation du dollar par rapport à l'euro est temporaire ou non. Beaucoup d'experts pensent que oui. Leur opinion s'appuie sur la théorie des déficits jumeaux (c'est-à-dire des déficits concomitants des balances commerciale et courante américaines). Je pense de mon côté que le dollar devrait rester ferme. L'Europe traverse une période politique agitée, qui joue négativement sur l'euro.

Le différentiel de taux d'intérêt est favorable au dollar. Enfin, la spéculation à la baisse sur le dollar, très forte en début d'année, se déboucle en partie, créant un courant acheteur qui pousse la devise américaine vers le haut.

Parallèlement, il est probable que le prix du pétrole restera durablement élevé pendant plusieurs années, en raison des délais structurels d'ajustement entre l'offre et la demande.

En conséquence, même si ces valeurs ont déjà fait un bon parcours, il reste du chemin à faire. D'ailleurs, les bureaux d'études n'ajustent encore que progressivement leurs prévisions sur le prix du pétrole, et donc leurs valorisations des groupes pétroliers et parapétroliers.

Les autres valeurs qui vont aussi bénéficier de la hausse du dollar sont celles du secteur du luxe, de la technologie et de la pharmacie. Je citerai Bulgari et Todd's, deux belles valeurs du luxe en Europe, Ingenico, Radiall, Soitec, pour les sociétés technologiques, Virbac et Stredim, dans le monde médical.

**BRUNO LE CHEVALLIER**  
> La croissance séculaire reste un thème porteur.

Le ralentissement observé actuellement en Europe risque de s'amplifier avec l'envolée des prix de l'énergie. Cette configuration favorise les valeurs à revenus stables, dites défensives, que l'on retrouve davantage dans les grands indices. Le très bas niveau des taux d'intérêt à long terme (proche de 3 %) favorise en outre une meilleure appréciation de ces entreprises, qui sont en effet évaluées par les méthodes d'actualisation des dividendes futurs.

Voilà pour la théorie. Mais, dans les faits, les valeurs moyennes, plus industrielles, plus cycliques, plus value, plus endettées, continuent à surperformer les grandes valeurs depuis le début de l'année. Je signale en outre que sur le long terme, la surperformance des valeurs moyennes est de plus de 2 % l'an par rapport aux grands valeurs.

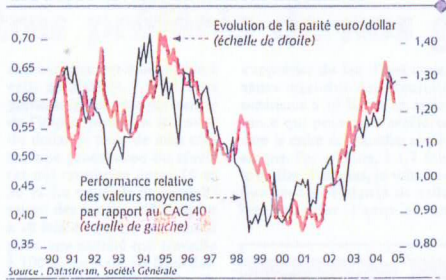
Si on pense que les marchés vont rester très bien orientés ou, inversement, qu'ils vont fortement chuter, les grandes valeurs offrent dans les deux cas de meilleures perspectives. Elles sont moins chères, moins endettées et versent un dividende plus élevé. En revanche, dans un marché sans grande orientation comme aujourd'hui, la classe d'actifs des valeurs moyennes reste la plus porteuse, en rassemblant nombre des thèmes en vogue.

Celui du pétrole, par exemple. On peut citer Esso, Géophysique Technip, Bourbon, Vallourec et Maurel & Prom.

Mais, surtout, dans un monde caractérisé par une croissance atone, les sociétés situées sur des marchés protégés, de niches, arrivent parfaitement à tirer leur épingle du jeu et offrent ainsi de réels potentiels d'appréciation, même si les niveaux de valorisation peuvent paraître élevés.

Dans le même ordre d'idées, les groupes qui font de la croissance organique ou procèdent à des acquisitions connaissent aussi des parcours boursiers intéressants. Le thème de la croissance reste porteur quel que soit l'environnement. Je citerai April, Orpéa, Trigano Quantel, BioMérieux, Spir Com-

### LA FAIBLESSE DU DOLLAR A TOUJOURS ÉTÉ PLUS PROPICIE AUX VALEURS MOYENNES



Source : DataStream, Société Générale

munication GL Events, Zodiac, ou encore, tout récemment, Naturex.

**ROGER POLANI**

> L'environnement devrait rester favorable.

Je ne raisonne pas en fonction des éléments conjoncturels. Je pars des histoires des sociétés. La question est surtout la suivante : les Bourses sont-elles à la veille d'une grande baisse au regard de la conjoncture morose qui prévaut en Europe ? Mon pari est que les États-Unis vont continuer à tirer la croissance mondiale et que l'économie européenne, bon an, mal an, se maintiendra. Certains critères de Maastricht, facteurs de rigidité, sont en passe d'être abandonnés. En conséquence, l'environnement, sans être euphorique, restera favorable.

J'ai classé les valeurs en quatre groupes. Il y a les valeurs à découvrir ou à redécouvrir. Transgène, Focal Osiatis, Lexibook, Memscap, Medcost, Bull, Genesys et Wavecom ou encore Alstom rentrent dans cette catégorie.

Il y a les valeurs que l'on peut continuer à acheter en dépit de leur hausse récente. Ces sociétés ont atteint à chaque fois les objectifs qu'elles s'étaient assignés, et, qui plus est, les perspectives continuent de s'améliorer. Mes objectifs sont réévalués à mesure de leurs progrès. Maurel & Prom, Trigano, Ciments Français, Carbone Lorraine, Générale de Santé, Ebizcuss, Hi-Média ou encore Quantel ne m'ont ainsi pas déçu.

Autre groupe, les valeurs qui surprennent ou changent de dimension, comme Naturex (dont la taille va doubler grâce à sa récente acquisition), HF Company (sa diversification dans la domotique

peut faire encore tripler le titre), Smoby (dont le savoir-faire devrait faciliter le redressement de Berchou) et enfin Rubis.

La dernière catégorie est fournie par les introductions : Elia (l'EDF belge, qui allie visibilité et rendement), Olmix (un dossier intéressant mais très spéculatif), MG International, Harvest ou Altergaz (le Poweo du gaz).

**MARC GIRAULT**

> Trois concepts à jouer dans le contexte actuel.

La croissance économique dans le monde est de 4 à 5 % par an, alors qu'en Europe elle atteint à peine 2 %. Or le chiffre d'affaires des sociétés françaises se fait essentiellement en France et en Espagne, et seulement à hauteur de 7 % aux États-Unis et de 3 % en Asie. La France n'est pas très exposée à la croissance mondiale. Pourtant, les Bourses européennes se sont très bien tenues depuis le début de l'année.

En effet, on observe que les sociétés du CAC 40 réalisent 20 % de leurs facturations aux États-Unis et 15 % en Asie. Le contexte économique leur est donc plus favorable qu'à la moyenne des entreprises françaises. Cela dit, même si en tant que catégorie d'investissement les valeurs moyennes semblent désavantagées aujourd'hui, d'autant plus que leurs ratios de valorisation sont plus élevés que ceux des grandes valeurs (PER 2005, de 17 fois, contre 12 fois pour le CAC 40), il n'en demeure pas moins que ce compartiment recèle toujours des opportunités.

On peut ainsi jouer les sociétés qui offrent une forte exposition au monde, dont certaines sont issues du passé colonial de

la France. La Société d'Oxygène et d'Acétylène d'Extrême-Orient (SOAEO) constitue l'exemple le plus frappant, mais des sociétés comme Safa, Termes Rouges, Rougie, Saga, les Brasseries du Cameroun ou de l'Ouest Africain rentrent dans cette catégorie. Il faut néanmoins faire attention à la très faible liquidité de ces titres, sans même parler du risque politique souvent bien réel.

Reinent également dans cette catégorie les sociétés qui possèdent une technologie demandée à l'extérieur : GEA, qui vend des péages automatiques en Chine, ou encore Ofic, qui fabrique des plaques bitumées, utilisées dans la construction dans les pays en voie de développement. Les produits typiquement français, demandés sur les marchés internationaux, profitent aussi de la croissance mondiale : le cognac (Rémy Cointreau, Grand Marnier), le champagne (Vranken, Pol Roger, Laurent-Perrier, Boizel Chanoine).

Le deuxième concept concerne les activités non délocalisables, liées à la consommation ou aux services. Je citerai, dans le domaine de la santé, Orpéa, Générale de Santé, Boiron, Arkopharma, dans les cosmétiques, Groupe Alés ou Jacques Bogart, les sociétés d'aérospatiales, Peneuille et Onet dans les services aux entreprises. Les groupes de distribution sont par essence insensibles au phénomène de mondialisation.

Ma préférence va aux spécialistes : Troc de l'Île, VM Matériaux, Samse, Mr Bricolage ou Bricorama, Bricodéal. L'immobilier n'est pas délocalisable non plus, mais la plupart des sociétés de ce secteur sont trop chères, à l'exception d'Acanthe, qui détecte sensiblement par rapport à son actif net et devrait offrir durablement un rendement voisin de 5 %.

Les situations de retournement constituent également un concept d'achat récurrent, indépendant de l'environnement. Le seul fait de se remettre sur pied aura un impact important sur leur cours de Bourse. Alstom, Etam et Bull sont dans ce cas.

Enfin, on peut parler sur les sociétés cycliques de croissance comme les sociétés de services informatiques. Le parc informatique des entreprises devrait être prochainement renouvelé. Les distributeurs sont les mieux placés pour profiter de cette situation.

Je citerai Shopping Partner, Ebizcuss, Groupe Arès ou IB Group.

**MARIE-ANGE VERDICKT**

> Privilégier les dossiers mal évalués.

L'analyse de la conjoncture reste toujours un exercice difficile et si la hausse du dollar est un élément positif pour l'économie européenne dans les prochains mois, les chiffres de croissance en Europe sur le premier semestre restent très moroses. Après un très bon millésime de résultats en 2004, les repercussions de ce ralentissement, jusqu'à présent peu anticipé dans les prévisions 2005, peuvent être brutales (Pierre & Vacances, Géodis, CFI Recycling...).

Dans ce contexte, nous renforçons nos investissements sur les valeurs qui bénéficieront de la hausse du dollar, d'autant que leurs valorisations boursières, sous pression au cours des douze derniers mois, apparaissent très attractives : c'est le cas de Lectra, Virbac, Radiall... À souligner également les éditeurs de logiciels présents aux États-Unis, comme Ilog, Business Objects, Infovista. Nous sommes peu exposés sur le secteur pétrolier car comprenons mal cette flambée du baril à l'heure où le prix des matières premières amorce une dégrise sous l'effet du ralentissement de l'économie mondiale.

Par ailleurs, plutôt que de faire des prévisions souvent erronées sur ce que peut être la conjoncture sur les six prochains mois, nous préférons nous concentrer sur des projets qui sont mal évalués en Bourse, malgré des structures financières très solides qui hissent des moyens importants à ces sociétés pour financer de la croissance interne ou externe. Damartex, Manutan, Inter Parfums, Fleury Michon, Viel & Cie, Exel Industries en sont quelques exemples. L'univers européen sur ce même thème donne beaucoup d'opportunités, comme CTS Eventim, société allemande qui bénéficie du formidable développement de ses ventes de billets de spectacles sur Internet, une des rares valeurs Internet à un prix encore abordable.

On peut également citer Taktik, concurrent de Manutan, ou CAF, un petit Alstom espagnol, rentable depuis quinze ans.