

# REPÈRES

## 2001 – 2011 : une bulle à l'envers ?



Laurent Deltour

La performance des actions de la zone euro au cours de l'année écoulée s'est avérée – une nouvelle fois – particulièrement décevante. Plutôt que de dresser un bilan de l'année 2011, nous avons souhaité revenir sur les grandes tendances ayant marqué la décennie écoulée, alors que Sycomore Asset Management vient de fêter son 10<sup>ème</sup> anniversaire.

Lorsque nous avons créé Sycomore et lancé nos deux premiers fonds Francecap et Eurocap au cours du 4<sup>ème</sup> trimestre 2001, les marchés d'actions venaient de subir consécutivement deux chocs violents, l'éclatement de la bulle Internet puis le 11 Septembre et l'indice Eurostoxx avait perdu plus de 40% en 18

mois, revenant à des niveaux de valorisation beaucoup plus raisonnables que les multiples stratosphériques du début des années 2000. Au cours des 10 années qui ont suivi, les actions de la zone euro ont délivré une performance négative (y compris en incluant les dividendes) sous l'impact de bouleversements géopolitiques (Irak), de l'éclatement de la bulle immobilière américaine et surtout de la crise de l'euro et de l'explosion des dettes souveraines.

Pourtant, les trois grands facteurs identifiés à l'époque par la plupart des stratèges comme devant servir de fondement à la poursuite de la surperformance des actions – l'omniprésence d'Internet dans la vie économique, la montée en puissance de grandes économies émergentes et la croissance accélérée de la mondialisation – sont désormais au coeur de la nouvelle donne économique mondiale, et devraient continuer d'être à long terme de puissants soutiens à la rentabilité des entreprises. Les marchés d'actions européens sont ainsi les grands perdants de la décennie écoulée ; il en va différemment pour d'autres classes d'actifs. Les obligations d'Etat, en dépit de la progression historique des dettes publiques ont continué d'attirer les investisseurs, les obligations gouvernementales françaises rapportant de 59% en 10 ans, 65% pour les obligations allemandes et 67% pour les obligations américaines (en \$). Sur le plan des marchés d'actions, le S&P 500 progresse de 36% (en \$) et l'indice MSCI Emerging de 203% (en euro). Les performances les plus impressionnantes ont été réalisées par les matières premières, or en tête (+289% en 10 ans) devant le pétrole (+277%), les métaux (150%) et les matières premières agricoles (70%).

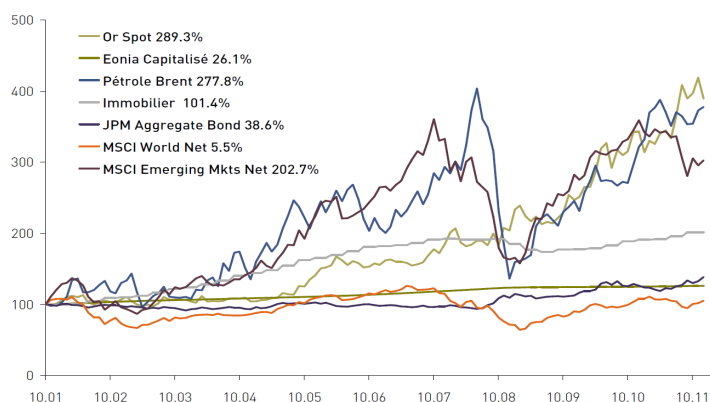
Pour 2012 – et les années suivantes – nous adoptons une vision plus positive que la majorité des stratèges. Certes, à court terme, les marchés actions européens devraient demeurer chahutés car le consensus est toujours trop élevé – il anticipe une hausse de 9.9% des profits en 2012 alors que nous tablons sur une baisse de 15% -, le risque de déceptions sur les prochaines publications de résultats est élevé, la crise de l'euro est loin d'être réglée tandis que le désendettement des Etats sera un processus extrêmement long. Par ailleurs, nous sommes convaincus que la croissance économique de la zone euro va demeurer durablement déprimée, ou au mieux atone. Pour autant, nous considérons que la prime de risque actuellement appliquée aux actions est excessive, alors que beaucoup d'entreprises européennes se portent extrêmement bien et allient structure financière solide et perspectives de croissance attractive. Plus que le niveau de croissance économique – qui restera faible en Europe – le sujet central pour l'investisseur en actions est la capacité des entreprises à générer de la croissance dans un environnement macro-économique dégradé.

A cet égard, les enseignements de la décennie écoulée sont édifiants. Entre 2001 et 2011, la croissance du PIB de la zone euro s'est élevée en moyenne à +1.2%, avec un « pic » aux alentours de 3% en 2006 / 2007. Sur la même période, le chiffre d'affaires des entreprises de l'Eurostoxx (hors financières) a progressé de 40%, l'EBIT a doublé, le résultat net a progressé de 160% et le bénéfice par actions de 60%. Parallèlement la structure financière des entreprises s'est améliorée, le ratio dette nette / EBITDA passant de 2.4 à 1.3.

Dans nombre de cas, nous considérons ainsi que l'évaluation de bon nombre d'entreprises s'apparente à une bulle à l'envers et si nous sommes conscients que l'argument de la valorisation est à court terme inopérant, certains investissements réalisés aujourd'hui à des cours déprimés s'avéreront très rémunérateurs dans quelques années.

Enfin, dans une période où les marchés évoluent quasi exclusivement en fonction de paramètres macroéconomiques, nous continuons à consacrer l'essentiel de notre temps à la visite de sociétés et à la compréhension de leurs fondamentaux. La sélection de valeurs, fondée sur une approche bottom-up et un processus rigoureux délivre des résultats consistants à long terme, comme en témoignent nos deux plus anciens fonds, Eurocap, qui a généré une performance positive depuis sa création dans un marché en baisse et le fonds Francecap qui progresse de +116.5% en 10 ans vs +13.3% pour son indice, soit une performance annualisée de +7.9% par an vs +1.2%.

Nous vous souhaitons une excellente et heureuse nouvelle année.

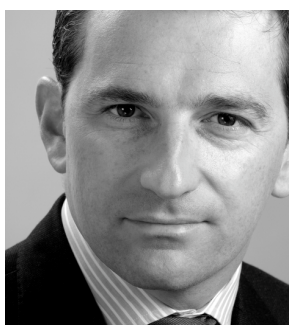


Source : Factset - Données au 31/12/11

# STRATÉGIE ACTIVE ALPHA

Investie en actions européennes, cette stratégie, gérée selon une optique non benchmarkée et opportuniste, vise à obtenir une performance significative à long terme.

Première stratégie de gestion développée par Sycomore Asset Management dès 2001, elle est mise en œuvre via des OPCVM donnant accès à toutes les capitalisations et à tous les styles de valeurs, à la fois en France et dans la zone euro.



L'année 2011 se termine sur un recul des actions de la zone euro de -15.2% après avoir progressé au cours des premiers mois de 7.0%, soutenues par des perspectives de croissance économique favorable aux US et en Europe. Mais au cours de l'été, l'économie américaine a enregistré des signes de faiblesse (chômage qui augmente, croissance inférieure à 2.0% et indicateurs avancés anormalement bas) et a entraîné les places boursières en forte baisse. A ces craintes sur la croissance économique s'est ajoutée celle de la crise de la zone euro qui s'est intensifiée avec la dégradation de la situation de la Grèce et les effets de contagion aux autres pays européens ainsi qu'au système bancaire. Les actions européennes sont néanmoins parvenues à réduire leurs pertes en fin d'année et rebondissent de plus de 12.0% suite aux mesures prises par la BCE (apport massif de liquidités aux banques), à l'annonce de nouveaux plans d'austérité (l'Italie, la France) et aux avancées politiques vers plus d'intégration budgétaire au cœur de la zone

Dans ce contexte, le fonds **Twenty** affiche la meilleure performance de la gamme active alpha (-7.6% vs -15.2% pour l'Eurostoxx TR). Les thématiques privilégiées de « Croissance, Visibilité et Qualité » lui permettent d'être moins sensible au cycle économique. On retrouve ainsi une exposition de plus de 30% au secteur de la Santé et de près de 22% au secteur de l'agro-alimentaire. Parmi les principaux contributeurs à la performance relative du fonds on peut noter celle du titre Sanofi (+24.1%) que l'on retrouve sur l'ensemble des fonds de la gamme active alpha et Grifols, spécialisée dans la biopharmacie (+34.2%).

**Eurocap** enregistre une performance en recul de -12.3% vs -15.2% pour l'Eurostoxx TR. La sélection de titres au sein des secteurs de la santé, du pétrole et des matériaux de base a nettement contribué à la performance du fonds. Sanofi (+24.1%) et Novartis (+14.8%) enregistrent les meilleures performances pour le secteur de la santé. L'opérateur d'infrastructure Ferrovial (+31.3%) et Rhodia (+50.4%) ont également été parmi les principaux contributeurs à la performance. La surpondération du fonds au secteur de l'énergie (15% de l'actif du fonds) a clairement été un facteur de soutien avec des titres comme Eni (+5.1%) et Repsol (+18.1%).

**Francecap** clôture l'année à -16.2% vs -13.8% pour le CAC All-Tradable NR. Les principales contributions négatives ont été Sequana (-61.8%), Pierre & Vacances (-57.1%) et Manutan (-29.8%). La sous-pondération sur Total et l'absence du titre Hermès ont également pesé sur la performance relative (-150 pb). En revanche Gemalto (+34.1%), BIC (+9.7%) et Rhodia (+37.9%) ont contribué positivement à la performance.

Le positionnement « deep value, redressement et situations spéciales » (2/3 des actifs du fonds) de **Largecap** a pénalisé la performance du fonds au cours du second semestre. Le fonds termine en repli de -22.0% vs -14.1% pour l'indice Eurostoxx 50 TR pénalisé par les valeurs de l'acier comme ThyssenKrupp (-34.6%) et de l'automobile avec Faurecia (-44.0%) ou Renault (-45.4%). Les titres Rhodia (+48.2%), Royal Dutch (+5.2%) et ING (+22.6%) ont soutenu la performance.

Pour 2012, la philosophie des fonds restera inchangée, les fonds Sycomore Twenty et Largecap seront fidèles à leur thématique d'investissement ; Sycomore Eurocap et Francecap conserveront leur stratégie « opportuniste » qui fait leur succès depuis 10 ans.

Thomas DHAINAUT

		Perf. création	Vol. création	Encours
<b>Sycomore Francecap (I)</b> CAC All-Tradable NR	Nos principales convictions sur l'ensemble du marché français	<b>116.52%</b> 13.28%	<b>17.43%</b> 21.09%	<b>118 M€</b> -
<b>Sycomore Eurocap (I)</b> EURO STOXX TR	Nos principales convictions sur l'ensemble de la zone euro	<b>19.42%</b> -5.18%	<b>19.94%</b> 20.93%	<b>452 M€</b> -
<b>Sycomore Twenty (I)</b> EURO STOXX TR	Une sélection de valeurs offrant solidité et visibilité	<b>31.15%</b> 13.42%	<b>13.53%</b> 20.99%	<b>98 M€</b> -
<b>Sycomore Largecap (I)</b> EURO STOXX 50 TR	Gestion active sur les grandes capitalisations de la zone euro	<b>-14.10%</b> -2.85%	<b>23.84%</b> 21.65%	<b>41 M€</b> -
<b>Synergy Smaller Cies (A)</b> MSCI EMU Small Cap TR	L'expertise de 6 spécialistes locaux des « smid caps » européennes	<b>48.44%</b> 42.67%	<b>15.94%</b> 19.70%	<b>136 M€</b> -
<b>Sycomore Smallcap (A)</b> CAC Small	L'accès au segment des plus petites capitalisations de la zone euro	<b>-28.02%</b> -12.39%	<b>16.92%</b> 21.13%	<b>16 M€</b> -
<b>Sycomore Sélection Responsable (I)</b> EURO STOXX TR	Une sélection responsable de valeurs de la zone euro selon une analyse ESG propriétaire	-	-	<b>11.8 M€</b> -

Communication à caractère promotionnel. Cette communication n'a pas été élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières. SYCOMORE AM n'est pas soumise à l'interdiction d'effectuer des transactions sur les instruments concernés avant la diffusion de cette communication. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

# STRATÉGIE ABSOLUTE ALPHA

Bénéficiant de notre savoir-faire en sélection de valeurs européennes, cette stratégie vise à obtenir, année après année, une performance décorrélée de l'évolution des marchés financiers.

Au sein de cette stratégie, les fonds sont gérés selon deux approches : une approche « market neutral » pour Sycomore L/S Market Neutral, et une approche évolutive faisant varier l'exposition aux actions pour Sycomore L/S Opportunities et Sycomore Partners.

Le taux d'exposition de Sycomore L/S Market Neutral est toujours compris entre -10% et +10%. Plus flexibles, Sycomore L/S Opportunities et Sycomore Partners peuvent faire rapidement évoluer leur exposition.

« Market neutral » ou plus opportuniste, cette stratégie constitue une véritable alternative à l'investissement en actions.



Les marchés de la zone Euro sont restés sous pression en Novembre / Décembre, victimes de l'incertitude engendrée par les problématiques de dettes souveraines et de ralentissement économique. L'Eurostoxx TR réalise une performance de -3.70% sur cette période. Bien que la réponse initiale des politiques n'ait pas convaincu les marchés jusqu'à maintenant, les premiers contours d'une structure plus pérenne de fonctionnement de la zone Euro (assainissement budgétaire, intégration fiscale, soutien à la liquidité des banques) commencent à se dessiner. Au cours des deux derniers mois, L/S Market Neutral, L/S Opportunities et Partners affichent une performance respective de +0.4%, -1.8% et +0.4% soit une performance de +2.61%, -4.37% et -5.03% depuis le début de l'année 2011.

## Sycomore L/S Opportunities

L'exposition nette est passée de 58% (fin Octobre) à 75% (fin Décembre). Nous avons renforcé plusieurs de nos lignes (Pirelli, Syngenta, Atos), initié quelques positions (ASML, Diasorin) et soldé certains titres (Gemalto, Lagardère, Fiat Industrial) où nous avons arbitré sur des dossiers plus attractifs en termes de risk / reward. Le stock-picking ainsi que le timing d'entrée nous ont permis de limiter la baisse du fonds à -1.05% contre un EuroStoxx TR de -2.71%. Nos principales contributions positives sont CGG Veritas, une position short, et Polycom. Les contributions négatives les plus fortes sont sur Sky Deutschland, Altran et ST Micro.

## Sycomore L/S Market Neutral

Sur Sycomore L/S Market Neutral, nous avons une vision assez prudente de ce mois de novembre puisqu'après le petit rallye d'octobre notre exposition brute était revenue à -1%. En se rapprochant de la fin du mois de novembre nous avons saisi les belles opportunités d'investissements offertes par le marché dans cet environnement très déprimé et avons régulièrement augmenté l'exposition nette du fonds à +6%. Cette allocation tactique couplée à notre relativement bon stock-picking nous a permis de réaliser une performance positive de +0.45% sur les 2 derniers mois de l'année 2011 et ainsi atteindre une performance annuelle de +2.61%. Nos plus grosses contributions positives proviennent de nos Long Iliad/Short Bouygues, Long BskyB/short Telefonica et Long HeidelbergCement/Short Holcim. A contrario, nos déceptions viennent de nos Long Accor/Short Intercontinental, Long Aperam/Short Acerinox et Long Saint-Gobain/Short CRH.

## Sycomore Partners

L'exposition nette est passée de 35% à fin Octobre à 47% fin Décembre. Nous avons décidé de nous positionner lors de faiblesses de marché sur de nouveaux titres très décotés : France Telecom, Alten, Imerys, Rexel et Accor. Nous avons par ailleurs renforcé notre position en Pierre et Vacances et soldé nos positions en Saint-Gobain et Aalberts Industries. Nos principales contributions positives sur la période sont Accor, Téléperformance et Saint-Gobain, les contributions négatives les plus fortes sont Groupe Jemini, Cegid, et Devoteam.

Emeric PREAUBERT

		Perf. création	Vol. création	Encours
<b>MARKET NEUTRAL</b>				
<b>Sycomore L/S Market Neutral (I)</b>	Une gestion Long / Short market neutral sur les actions européennes	0.36%	3.69%	59 M€
Eonia Capitalisé		5.34%*	-	-
		14.33%	-	-
<b>EXPOSITION FLEXIBLE</b>				
<b>Sycomore L/S Opportunities (I)</b>	Une gestion Long / Short évolutive principalement	20.61%	10.44%	62 M€
EURO STOXX TR	sur les actions européennes	7.89%	20.56%	-
Eonia Capitalisé		16.58%	-	-
<b>Sycomore Partners (I)</b>	Un fonds concentré sur une vingtaine de valeurs et une exposition flexible aux	7.72%	19.22%	55 M€
EURO STOXX TR	actions de la zone euro : 0 à 100%	-26.57%	28.79%	-
<b>Sycovest 2 (I)</b>	Une gestion opportuniste des actions françaises	3.77%	11.21%	6 M€
CAC All-Tradable		-33.43%	23.13%	-

# STRATÉGIE ALLOCATION D'ACTIFS

Au sein d'un univers d'investissement global, y compris émergent, cette stratégie d'allocation vise à valoriser le capital à moyen terme selon une approche patrimoniale. Au sein de cette stratégie, Sycomore Allocation Patrimoine propose une gestion flexible toutes classes d'actifs et multi-véhicules (lignes directes, OPCVM, dérivés listés...) qui repose sur deux piliers : une stratégie directionnelle (actions : max. 60%) et une stratégie portage/rendement (obligations : max. 100%). Cette stratégie offre également des axes de diversification et la possibilité d'être investi à 100% en monétaire dans un objectif de sécurisation du patrimoine.



L'année 2011 se termine sans avoir apporté toutes les réponses aux questions posées : la résolution de la crise de la dette en zone Euro est amorcée mais pas réalisée, les risques sur la croissance mondiale pèsent toujours pour 2012 et les déséquilibres persistent dans le financement de l'économie mondiale.

Logiquement les marchés actions de la zone Euro ont largement sous-performé le reste des grands marchés, tandis que les marchés émergents souffraient en début d'année de craintes liées à l'inflation puis de celles d'un ralentissement. Les Etats-Unis et les secteurs défensifs ont ainsi largement surperformé en 2011, comme les obligations d'Etat de très bonne qualité (Etats-Unis, Allemagne) qui ont bénéficié d'une fuite vers la qualité.

Le stress sur les marchés reste important comme le témoigne l'écart de rendement des obligations d'entreprises ou celui des pays périphériques comme l'Italie qui restent sous pression avec des taux à 10 ans proche de 7%.

Le consensus des analystes pour les résultats 2012 des entreprises européennes nous semble encore trop optimiste, il nécessitera des ajustements supplémentaires à la baisse dans les mois à venir ce qui pèsera sur les marchés. Parallèlement, l'avancée à un rythme relativement lent de la mise en place des solutions pour renforcer le système financier de la zone Euro continuera d'être un facteur de risque en 2012, comme les élections qui pourront ralentir ce processus.

Les valorisations actuelles sont relativement attractives mais ne semblent pas être, pour le moment, un argument suffisant pour permettre aux indices européens de marquer une hausse importante en sortant des trading range dans lesquels ils évoluent depuis le mois de septembre. Les nouvelles politiques et macroéconomiques continueront d'agiter les places boursières en attendant les premières publications de résultats à la fin du mois de janvier.

Dans ce contexte nous conservons une exposition modérée aux marchés actions de 27% en privilégiant les grandes sociétés américaines d'une part, et les valeurs européennes offrant de la visibilité d'autre part. Nous profiterons des rebonds pour réduire notre exposition.

Par ailleurs il est encore un peu tôt pour augmenter la part des actions émergentes dans le portefeuille, qui représentent aujourd'hui 5.7% du fonds.

Nous avons diminué le poids des obligations d'Etat allemandes à 10 ans (Bund) qui ont réalisé une très bonne performance en 2011 et privilégions actuellement les obligations d'entreprises (25% de l'actif) afin de bénéficier d'un portage favorable.

Enfin, nous poursuivons la diversification de notre exposition en devise en conservant des liquidités en dollar (4.5% de l'actif) que nous étendrons à d'autres devises en fonction des opportunités au cours du premier trimestre.

Nous vous souhaitons une excellente année 2012.

Stanislas de BAILLIENCOURT

ALLOCATION D'ACTIFS		Perf. création	Vol. création	Encours
<b>Sycomore Allocation Patrimoine (I)</b>	Une allocation d'actifs flexible sur plusieurs classes au sein d'un univers d'investissement global (y compris émergent)	<b>1.78%**</b>	<b>4.74%</b>	<b>19 M€</b>
Indice composite*		7.71%**	5.04%	-

\*indice composite : 1/3 MSCI World TR; 1/3 Barclays Euro Aggregate ; 1/3 Eonia Capitalisé

\*\*Depuis le 15.02.2010 (date de changement de gestion)

Communication à caractère promotionnel. Cette communication n'a pas été élaborée conformément aux dispositions réglementaires visant à promouvoir l'indépendance des analyses financières. SYCOMORE AM n'est pas soumise à l'interdiction d'effectuer des transactions sur les instruments concernés avant la diffusion de cette communication. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.