



VESTATHENA

L'audace de patienter, la sagesse d'oser

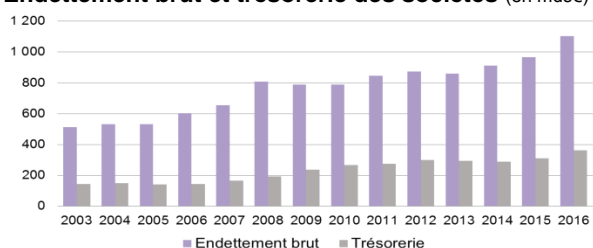
Lettre mensuelle d'octobre 2017

L'endettement des sociétés et son impact sur leurs performances boursières

Un endettement mal anticipé par les sociétés

L'endettement brut des plus grandes¹ sociétés européennes (hors valeurs financières et foncières) a connu une hausse de 7% par an en moyenne depuis 2003 pour atteindre un plus haut historique en 2016.

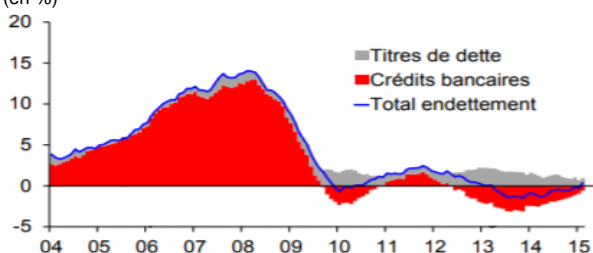
Endettement brut et trésorerie des sociétés (en mds€)



Source : Bloomberg

Sur la période 2003-2008, avant la crise financière et économique, une accélération de l'endettement a été observée (+14% par an) car les banques prêtaient très facilement à leurs clients grâce aux innovations financières et à la déréglementation.

Taux de croissance et contribution par instrument (en %)



Source : BCE et BNP Paribas

Cette hausse correspond à la nouvelle vague de M&A (démarrée dans le creux des marchés courant 2003) ainsi qu'à la solide reprise économique et l'essor des marchés de capitaux.

L'endettement des sociétés continue à croître malgré un coût de financement assez élevé et en hausse sur la période, tiré notamment par les relèvements des taux des banques centrales.

La hausse démesurée de l'endettement privé aux États-Unis à la fois des ménages et sociétés initie la crise financière de 2008. Les banques mènent une politique de forte prudence. Elles ne veulent

plus prêter à court et moyen terme ni entre-elles, ni à leurs clients. Le durcissement des conditions de financement ainsi que l'affaiblissement de l'activité économique dégradent rapidement la solidité financière des sociétés.

Réactions et adaptation à la nouvelle conjoncture économique

La diffusion de la crise financière entraîne le monde dans la récession. La croissance de l'UE s'est fortement repliée en 2009 (-4.3%). Avec une demande atone et des fortes surcapacités existantes, les investissements des sociétés sont reportés, voir arrêtés complètement.

Investissements réalisés par des sociétés (en mds€)

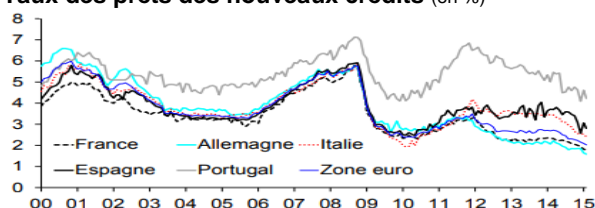


Source : Bloomberg

Pour relancer l'économie, les gouvernements des pays occidentaux ont mis en place des plans de relance alors que la Banque Centrale Européenne a déployé des mesures de politique monétaire très accommodantes.

Depuis la mise en place des différentes mesures, les conditions de financement des sociétés se sont fortement améliorées (cf. graphique ci-après) tandis que les investissements réalisés par les plus grandes sociétés repartent doucement (cf. graphique ci-avant).

Taux des prêts des nouveaux crédits (en %)



Source : BCE et BNP Paribas

En même temps, les sociétés ont lancé des plans de restructuration massifs afin d'améliorer leurs processus et outils de production, d'optimiser leurs besoins en fonds de roulement et de se recentrer sur leurs activités principales.

Sur le passé récent, la persistance des coûts de financement très bas, l'amélioration de la solidité financière ainsi que les craintes d'une remontée des taux ont incité les sociétés à optimiser leurs structures financières. Elles ont réalisé de nombreuses émissions obligataires qui restent le moyen de financement le moins cher notamment pour les grandes sociétés, qui bénéficient d'un accès privilégié aux marchés.

Toutefois, l'endettement devrait rester maîtrisable pour ne pas nuire au bon développement de chaque société et si nécessaire servir pour assurer sa pérennité. En situation de crise, les sociétés les plus endettées dont la structure n'est pas optimisée sont les plus vulnérables et sont rapidement pénalisées par les marchés, alors que les secteurs présentant un endettement maîtrisé ayant fait des efforts, délivrent les meilleures performances boursières. Par exemple, la performance du secteur le plus endetté du Stoxx 600 (services aux collectivités, soit 4,8x Ebitda² en moyenne sur la période 2009-2016) est de 46% depuis janvier 2009 à fin septembre 2017, tandis que le secteur le moins endetté (technologies de l'information, soit 1,7x² Ebitda) a dégagé une performance boursière de 234%.

Un processus d'investissement éprouvé depuis plusieurs années

La gestion de Vestathena est axée sur la sélection individuelle de titres afin d'obtenir une performance absolue fondée sur des convictions.

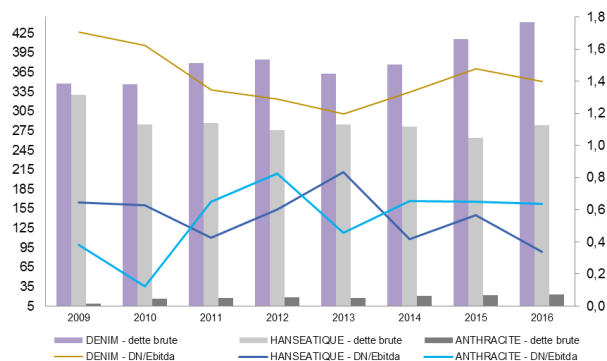
Nous gardons toujours un regard indépendant et critique dans le cadre de nos analyses propriétaires, en cohérence avec notre démarche active.

Nos efforts sont concentrés sur des sociétés dont les modèles économiques sont solides et les niveaux d'endettement bien maîtrisés dans la durée, restant ainsi favorables à leur développement :

Société	Dettes nettes / Ebitda 2009-2016*	Performance boursière 01/2009-09/2017
CTS Eventim	-1,5	625,3%
M6	-0,9	160,3%
Sanofi	0,5	160,0%
Euro Stoxx 50	-	86,2%

*en moyenne sur la période
Source : Bloomberg

Le graphique ci-dessous illustre dans le temps l'évolution de l'endettement de nos fonds.



*DN = dette nette

Entre 2009 et 2014, l'endettement net des sociétés détenues dans nos fonds présentait une stabilité. Depuis 2014, l'endettement progresse légèrement, mais reste maîtrisé par les sociétés qui se dotent de tous les moyens pour bénéficier au mieux de la reprise économique.

Sur la base d'une approche propriétaire, par un travail patient et de longue haleine, Vestathena s'attache à sélectionner les valeurs qui sont et seront bien positionnées quel que soit l'environnement de marché.

Après avoir réalisé des plans de restructuration, optimisé leurs structures financières, les sociétés sont bien armées pour capter la reprise économique dans les 3 à 5 ans à venir.

Lettre rédigée le 6 novembre 2017

Vladislav TCACI, CFA
Analyste Financier

¹ Les sociétés qui font partie de l'indice Euro Stoxx 50

² Le ratio utilisé est Dette brute / Ebitda