



L'audace de patienter, la sagesse d'oser

Lettre hebdomadaire Energie 2025

Semaine du 20 mars au 24 mars 2017

Les prix restent volatiles dans l'attente de voir le marché se rééquilibrer

Les prix du pétrole s'inscrivent en baisse sur la semaine et restent sous la fourchette des 53-56\$ qui s'était établie depuis l'annonce de réduction de la production OPEP. Le Brent a clôturé à 50,80\$ (-1,9%) vendredi et le WTI à 47,97\$ (-1,7%).

Les raisons de la baisse sont les mêmes depuis quelques semaines, à savoir, le niveau élevé des stocks aux Etats-Unis et les incertitudes concernant une extension de l'accord de l'OPEP.

Du côté des stocks américains, ils sont ressortis une nouvelle fois en hausse, pour le brut, la semaine terminant le 17/03. **Les stocks de brut augmentent donc de 5 millions de barils (Mb)** sur la semaine concernée, alors que les stocks de produits (essence et distillats) continuent de baisser. La saison de maintenance des raffineries semble toucher à sa fin (leurs taux d'utilisations ont progressé de 3% cette semaine) et **nous devrions donc voir un retournement de cette situation et, à terme, une baisse des stocks de brut américains dans les semaines à venir.** Les propos du ministre de l'énergie saoudien abondent dans ce sens, avec une baisse des exports vers les Etats-Unis de l'ordre de 300 000 barils par jour en mars par rapport à février.

Du côté des réductions de production OPEP et non-OPEP, les pays pétroliers membres et non membres de l'OPEP **ont exprimé "leur satisfaction" pour le respect des accords sur les réductions de l'offre** (lors de la réunion qui s'est tenue ce week-end au Koweït) **et indiqué qu'ils étudiaient une reconduction de ces accords, entrés en vigueur le 1er janvier pour six mois.** Le comité, formé fin 2016 par l'OPEP et des producteurs non membres, "se déclare aujourd'hui satisfait des progrès réalisés pour un total respect des ajustements volontaires de la production et exhorte tous les pays participants à agir pour parvenir à un respect à 100%" des réductions décidées l'an dernier. En février, ces pays ont respecté à 94% leurs engagements, en hausse de 8 points par rapport à janvier. Le respect par l'OPEP des engagements a été de 106% et celui des non membres d'environ 65%, a annoncé le président du comité, Essam al-Marzouk, ministre

koweïtien du Pétrole. Début mars, M. Marzouk estimait que l'OPEP respectait à 100% ses engagements mais que les non-OPEP les respectaient à 50/60%. M. Marzouk a par ailleurs déclaré qu'avec un respect total des engagements de réduction, le marché pourrait revenir à "l'équilibre pendant le T3 2017". Le ministre a averti que les stocks restaient élevés et que la volatilité des prix augmentait. **L'accord actuel est valable jusqu'au 30 juin et la 172ème réunion ordinaire de l'OPEP se tiendra le 25 mai.** En attendant, l'OPEP devrait continuer d'envoyer des messages au marché afin de garder la main sur l'orientation des prix (voir notre argumentaire dans la lettre de la semaine dernière), mais aucune annonce majeure ne devrait être faite avant la réunion de mai.

Notre analyse de long terme sur le marché pétrolier reste inchangée. Compte tenu de la forte baisse des investissements en Exploration-Production de pétrole observée depuis 2014 (-370 Md\$), à terme, les capacités de production ne pourront pas suivre la demande et nous allons basculer dans un marché sous approvisionnement pendant une certaine période (2018-2020), **ce qui aura probablement pour effet de faire rebondir les prix du pétrole bien au-delà de 60\$, dans la zone des 80\$, voire plus.**

Energie 2025

Les 10 premières positions d'Energie 2025

EOG RESOURCES INC	4,66%
SMITH (A.O.) CORP	3,96%
NOBLE ENERGY INC	3,83%
APACHE CORP	3,81%
INFINEON TECHNOLOGIES AG	3,66%
NEWFIELD EXPLORATION CO	3,38%
OCCIDENTAL PETROLEUM CORP	3,09%
HESS CORP	2,85%
DIAMONDBACK ENERGY INC	2,80%
VALERO ENERGY CORP	2,77%

Du 17/03/17 au 24/03/17, Energie 2025 (part F) est en recul de 2,74% à 1027,49 euros, et fait moins bien que son indice de référence (MSCI World

Energy dividendes réinvestis en euros) qui baisse de 1,90%. Depuis la création, le 04/07/16, le fonds affiche une progression de 2,75% (contre 4,07% pour son benchmark).

Les principales contributions positives de la semaine sont : Infineon Technologies, Raging River, ON Semiconductor.

Les principaux détracteurs de performance sur la semaine sont : Valero Energy, Patterson-UTI, Hess Corp.

Notre niveau d'investissement en actions s'élève à 98,98%. Notre exposition devises s'élève à 77,0% et n'est pas couverte. Elle porte sur le dollar (61,5%), le dollar canadien (14,0%) et la livre sterling (1,5%).

Nouvelles du secteur et des sociétés

Infineon Technologies

Vendredi, en cours de séance, Infineon a relevé ses guidances du T2 17. La société anticipe désormais une croissance séquentielle des ventes de 8% (vs +3/+7% auparavant), avec une marge opérationnelle de 17% (vs 15%). Sur l'année fiscale 2017 (clôture en septembre 2017), la société a relevé sa guidance de croissance à +8/+11% (vs +4/+8% auparavant), avec une marge opérationnelle de 17% (vs 16%). En milieu de fourchette le résultat opérationnel devrait donc être de 1 205 M€, soit 11% au-dessus de notre prévision (1 088 M€) et 17% au-dessus du consensus (1 031 M€). **Infineon profite de l'exposition gagnante du moment, à savoir l'automobile (41% du CA), qui bénéficie de la hausse du contenu électronique dans les véhicules.** Au-delà du relèvement chiffré de la guidance pour le T2 2017, il convient d'avoir à l'esprit que les processus de production et les produits de nouvelle génération, tel que le carbure de silicium sur des tranches de 300 mm de diamètre, progressent plus rapidement que prévu, ce qui renforce notre thèse selon laquelle la croissance et l'expansion des marges n'en est qu'au tout début pour Infineon et les autres semi-conducteurs exposés à l'automobile et le power management. Infineon fait partie des grandes convictions que nous avons en portefeuille.

Point sur Schoeller-Bleckmann après la publication des résultats 2016

Schoeller-Bleckmann (SBO) affiche un CA en repli de 41,7% à 183M€. L'EBITDA retraité ressort à 0,4M€; soit au-dessus des attentes du consensus

de -4,5M€ (2015 : 55,1M€). Les éléments exceptionnels sont les «due diligence» dans le cadre de l'acquisition de Downhole Technology ainsi que des charges de restructuration pour un montant total de 2,9M€. L'EBIT retraité est de -50,4M€ (vs 3,7M€ en 2015 et un consensus à -57,6M€). Sur l'exercice, le groupe a enregistré des impairments et des dépréciations de goodwill pour un total de 8M€. La perte nette s'établit à -28M€ (vs -19M€ sur 2015). Le cash-flow opérationnel est de 31,26M€ pour des Capex de 100,3M€ qui intègrent l'acquisition de Downhole Technology. Les investissements industriels ont été réduits uniquement au niveau de la maintenance (soit 12,6M€ vs 22,9M€ sur 2015). Le FCF ressort ainsi à -69,1M€. Aucun dividende ne sera versé au titre de l'exercice 2016 (suppression du «base dividend» de 0,5€), cette décision est justifiée par la perte opérationnelle ainsi que le fait que le groupe post acquisition de Downhole Technology affiche un gearing de 12%. **Au niveau des perspectives, le groupe anticipe un rebond du marché nord-américain. Le positionnement de SBO sur le marché de la complétion de puits; avec les rachats de Resource Well Completion (société canadienne qui commence à se développer aux US) et de Downhole Technology (société américaine); lui permet d'être plus «early cycle» que par le passé.** Dans le reste du monde, le retour d'un baril autour de 60\$ semble nécessaire afin d'y voir un rebond de l'activité et le marché iranien pourrait offrir de nouveaux débouchés pour le groupe même si à ce stade le financement dans le pays reste un véritable handicap. Le groupe reste à l'affût d'opportunités en termes de croissance externe et étudie donc de manière proactive des nouvelles cibles. Ces dernières seront de plus petite taille et vraisemblablement toujours sur le segment de la complétion.

Achevée de rédiger le 27 mars 2017



Sandrine Cauvin
Gérante du fonds actions internationales
Energie 2025

VESTATHENA
Société de gestion agréée par l'AMF sous le n° GP-14000019 en date du 30/06/2014
SAS au capital de 4 200 000 € - RCS 802985960
Siège Social : 65 Rue de Monceau – 75008 PARIS
www.vestathena.com

Ce document est destiné à des clients professionnels au sens du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Ce document est la propriété intellectuelle de Vestathena. Toute reproduction ou transmission à un tiers de tout ou partie de ce document est strictement interdite sans une autorisation écrite préalable de Vestathena. Ce document repose sur des informations obtenues auprès de sources considérées comme fiables mais ne sauraient engager la responsabilité de Vestathena. Vestathena met tout en œuvre pour vérifier les informations fournies mais aucune garantie ne peut être donnée quant à leur exactitude. Les opinions exprimées dans ce rapport sont celles du gestionnaire du fonds au moment de la préparation du document. Elles sont susceptibles d'évoluer et ne constituent pas une recommandation d'investissement.