

12 Lundi Finance

«Les valorisations deviennent dangereuses»

GESTION Spécialisé sur le marché suisse, AS Investment Management effectue une gestion qui s'éloigne des benchmarks autant que nécessaire. Son fondateur, Alexandre Stucki, met en garde contre l'augmentation plus rapide des valorisations que des bénéfices

PROPOS RECUEILLIS
PAR SÉBASTIEN RUCHE
@sebruch

Est-il possible d'investir sur le marché actions suisses en ayant 10% de son capital en actions Nestlé, Roche et Novartis, alors que ces trois poids lourds représentent près de 50% de l'indice SMI? Créé en 2006 à Genève, AS Investment Management s'éloigne des benchmarks pour gérer environ 500 millions de francs, investis uniquement en actions suisses. Cette boutique à l'anglo-saxonne dirigée par Alexandre Stucki applique un modèle simple: très bien connaître une entreprise et en acquérir une partie importante si l'on est convaincu de son potentiel. Entretien.

Quelle analyse faites-vous du marché actions suisse? La Suisse souffre du syndrome finlandais ou suédois: son marché actions est dominé par quelques titres, comme ce fut le cas avec Nokia et Ericsson dans ces deux pays au cours des années

1990. Nestlé, Roche et Novartis représentent environ 50% de la capitalisation boursière totale des actions suisses, qui approche 1500 milliards de francs. Or le marché institutionnel suisse est dominé par une approche très conservatrice: les gérants ne doivent pas trop s'éloigner de leur indice de référence. C'est une façon pour les banques et les consultants de contrôler le risque dans les portefeuilles actions. Les valeurs refuges sont rassurantes, certaines caisses de pension sont plus à l'aise en étant comme tout le monde, en faisant les mêmes erreurs que tout le monde. En conséquence, l'immense majorité des gérants surpondère les actions Nestlé, Roche et Novartis.

Surpondère par rapport à quoi? Par rapport au véritable potentiel de ces titres. Nous le définissons en fonction de la recherche fondamentale, que nous effectuons nous-mêmes, et le niveau de risque pris. Nous sommes convaincus qu'il faut faire la distinction entre la qualité des entreprises elles-mêmes et les niveaux de valorisation, c'est-à-dire le prix qu'il faut payer pour s'exposer à leur croissance. Cela explique que chez nous, les actions Nestlé, Roche et Novartis représentent à elles trois entre 10 et 20% de nos portefeuilles, selon les fonds. Pour moi, il existe une réelle opportunité pour des gérants actifs qui amènent une valeur ajoutée dans une seule spécialité, comme il en existe beaucoup dans le monde anglo-saxon.

Vous ne croyez pas aux trois «blue chips» que vous avez cités? Ce sont de magnifiques entreprises, qui ont fait la Suisse que nous connaissons aujourd'hui. Mais cela ne signifie pas que ce seront les meilleures opportunités d'investissement pour les quinze à vingt prochaines années. Depuis cinq ans, ces valeurs souffrent en bourse, car leur taille fait que leur croissance est structurellement en baisse. Un gérant actif avec de fortes convictions peut avoir moins de Nestlé que l'indice, voire même pas de Nestlé du tout, et privilégier d'autres titres avec une meilleure croissance structurelle. La beauté de tout cela est que la baisse des blue chips aide les gérants actifs.

Mais la dynamique de croissance de Nestlé pourrait s'inverser si l'entre-

prise renouvelait son portefeuille, n'est-ce pas? C'est tout le défi du groupe, qui a besoin d'un milliard de chiffre d'affaires supplémentaire pour obtenir une croissance de 1%. Nestlé dégageait 6% de croissance organique en 2012, mais ce niveau est tombé à 3% environ avec son portefeuille actuel. Le nouveau CEO Mark Schneider doit céder des activités sous-performantes et acquérir d'autres qui offrent de belles perspectives de croissance organique. Cela explique les acquisitions de la chaîne de café haut de gamme Blue Bottle et du spécialiste des vitamines Atrium Innovations, ou l'intérêt de Nestlé pour les médicaments OTC de Merck. La vraie question pour l'investisseur est de savoir combien il paie pour cette restructuration. Très peu ont la réponse.

Et les deux autres grands titres? Comme Nestlé, Roche et Novartis auront probablement cette année une croissance organique des ventes inférieure à 5%. Comme leurs marges ne devraient pas augmenter de manière

significative, leur bénéfice progressera d'un peu plus de 5% dans le meilleur des cas. L'investisseur veut-il payer la croissance de ces entreprises de grande qualité à un multiple de 20 ou de 25?

Doit-il payer ce prix? Dans un marché haussier, tout le monde trouve plus ou moins normal de payer 30 ou 40 fois. Mais en cas de crise ou de correction, le multiple peut rapidement tomber à 25 fois. On risque de perdre près de la moitié des actifs simplement à cause de la compression des multiples. C'est ce qui s'est passé pendant la crise de 2008: les petites et moyennes capitalisations ont été les premières à chuter. Elles ont perdu près de 50% en douze mois en 2008.

A quoi vous attendez-vous pour 2018? Les entreprises suisses dans leur globalité vont connaître une hausse de leurs bénéfices de l'ordre de 10%, soutenues par les industrielles et les financières. Les premières seront soutenues par la croissance mondiale, tandis que les secondes bénéficieront d'un effet de rattrapage, de la fin des litiges concernant les banques. La remontée de l'euro sera très positive, car beaucoup d'entreprises s'étaient protégées avec des contrats qui arriveront à terme en 2018. La force de l'euro sera davantage visible, par exemple pour Straumann ou SFS Group. La grande inconnue de



Alexandre Stucki: «Il y a de la complaisance sur les actions suisses.» (OLIVIER VOGELANG)

2018 sera le rôle de l'extension des multiples dans la performance du marché.

Est-ce que les multiples peuvent encore augmenter? C'est plus qu'incertain, dans l'environnement de resserrement des taux d'intérêt au niveau mondial. Nous pensons donc que l'essentiel de la performance du marché sera dicté par les résultats des entreprises. Les premiers résultats publiés cette année illustrent cette tendance. Partners Group ou Bossard ont publié de bons chiffres et leur cours a progressé, à l'inverse de Lindt & Sprüngli,

qui a déçu, par exemple. Mais on ne peut pas exclure le risque de surchauffe du marché, avec l'arrivée de nouvelles liquidités, en particulier de la part d'investisseurs qui ont raté le train de 2017. Nous pourrions voir des niveaux de multiple jamais atteints depuis une génération.

La forte performance de 2017 des small & mid caps va-t-elle se poursuivre? Nous le pensons, mais n'oublions pas qu'une grande partie de cette performance a découlé de l'extension du multiple, même si ces entreprises sont actives dans des secteurs porteurs,

comme l'industrie ou la technologie. Les multiples des small & mid caps atteignent des niveaux dangereux, car on manque de possibilité d'investissement. Dès qu'un gérant reçoit de l'argent, il est obligé d'investir, ce qui pousse les cours à la hausse sans que les bénéfices augmentent en parallèle. Des acteurs qui ont partiellement fermé leurs fonds acceptent quand même de nouveaux capitaux. Tout cela explique que depuis le début de l'année, certaines valeurs ont gagné près de 10%, sans nouvelles spécifiques. On peut parler de complaisance.

PROFIL

1972 Naissance à Genève.

1994 Licence en droit (Université de Genève), puis diplôme en comptabilité et finance (London School of Economics, 1995) et diplôme d'analyste financier (New York Institute of Finance, 1999).

1996 SBC Warburg, Graduate Training Program (Bâle et Zurich).

1998 Entre chez W.P. Stewart & Co à New York, une boutique spécialisée dans les actions américaines.

2003 Revient en Suisse et rejoint Mirabaud et Cie.

2006 Lance AS Investment Management, régulé par la Finma, avec cinq employés aujourd'hui.

Comment êtes-vous positionné? Nous gérons deux fonds de droit suisse, en plus de la gestion de fonds pour d'autres institutions. Nous visons à accroître le capital investi tout en minimisant les risques de moins-values. Morningstar nous a décerné 5* en 2017 et, selon CityWire, nos fonds avaient la «value at risk» la plus basse dans la catégorie actions suisses fin 2017. Dans notre fonds «long only flexibility» (+16% en 2017), le cash a été augmenté en fin d'année. Des bénéfices ont été pris sur certains titres à valorisation élevée après une remarquable performance comme sur Straumann ou Sika. Dans notre fonds long/short (+12% en 2017), nous avons réduit l'exposition aux petites et moyennes capitalisations à travers les actions, mais il est stable à travers les options. La volatilité n'a jamais été aussi basse sur les marchés, ce qui permet d'acheter des options call avec une prime minimale. On évite alors le risque action et la perte maximale de cette stratégie est limitée à la prime, pas au cours de l'action.

Etes-vous «short» sur des titres spécifiques? Nous le sommes actuellement sur Givaudan pour des questions de valorisation et sur Roche ainsi que DormaKaba pour des raisons de croissance structurelle. Notre fonds long/short est géré afin de minimiser les risques de moins-value des actions en tout temps. Sa volatilité a évolué entre 4% et 8% depuis son lancement.

Comment travaillez-vous? Il existe une centaine d'entreprises suisses dont les titres sont suffisamment liquides pour investir. Nous consacrons plus de la moitié de notre temps à la recherche fondamentale primaire. Nous rencontrons les entreprises, leurs concurrents. Le fait que je parle suisse-allemand est un grand avantage, car beaucoup d'entreprises présentent leurs résultats en dialecte. Nous ne vendons pas notre recherche et nos honoraires de gestion demeurent limités car nous voulons que les capitaux investis de nos clients augmentent. ■

Ses actions suisses préférées pour 2018:

SGS

«Le leader mondial de la certification devrait augmenter ses marges opérationnelles à environ 18% en 2020, contre 15% actuellement, ce qui devrait provoquer une hausse importante du rendement des capitaux investis.»

LAFARGEHOLCIM

«Le nouveau directeur général, Jan Jenisch, en provenance de Sika, apporte une grande expérience du secteur de la construction. Son arrivée est aussi bienvenue car il y a beaucoup à faire chez LafargeHolcim. L'entreprise devrait peut-être se focaliser sur les segments les plus profitables de son activité et en vendre d'autres, même si les produits sont généralement similaires dans l'industrie du ciment et des agrégats, qui offre des rendements sur les capitaux investis médiocres. Jan Jenisch changera peut-être la donne.»

SIKA

«Un bijou de société, avec des marges opérationnelles de l'ordre de 12-14% et qui vend des produits à forte valeur ajoutée. Le conflit d'intérêts entre Saint-Gobain et la famille Burckhardt sera peut-être clarifié prochainement, mais le cours de l'action, proche de 8400 francs, est si élevé que toutes les parties sont gagnantes.»

PARTNERS GROUP

«Le leader européen du private equity attire énormément de nouveaux capitaux, environ 10 milliards de francs en 2017, ce qui représente une croissance à deux chiffres. L'appétit des investisseurs devrait se poursuivre, grâce aux taux d'intérêt bas et au manque d'alternatives.»

VAT GROUP

«L'entreprise domine outrageusement le marché des soupapes à vide, un composant utilisé pour la fabrication des semi-conduc-

teurs et des téléviseurs à écran plat, qui sont deux marchés en forte expansion. VAT Group détient plus de 50% de parts de marché, loin devant le numéro 2, qui affiche moins de 10%. Cet écart lui permet d'avoir des budgets de R&D bien supérieurs à ceux de ses concurrents, et donc d'alimenter son avance technologique, ce qui se traduit par des marges opérationnelles supérieures à 30%.»

LOGITECH

«Depuis l'arrivée du nouveau management en 2013, avec le nouveau directeur général Bracken Darrell et un nouveau directeur financier, les produits de Logitech sont devenus plus réactifs, plus orientés sur le design, plus adaptés au marché. L'entreprise affiche des taux de croissance ahurissants dans les consoles de jeux, avec plus de 60% pendant la période des fêtes. Elle a atteint 40% dans les haut-parleurs ■ S. R.