

Commentaire mensuel

Mars 2017

Fidelity Funds - Nordic Fund



« Dans la perspective des élections en France et suite aux difficultés rencontrées par le nouveau président américain pour faire passer sa réforme de la sécurité sociale, le marché s'est mis en mode « **risk off** ». La probabilité d'éclatement de la zone euro étant très faible, la vigueur de l'économie américaine restant très forte (et ce même sans réforme fiscale) et les indicateurs avancés passant dans le vert en Chine, c'est sans doute une opportunité de se tourner vers des fonds positionnés « **risk on** » tels que **FF Nordic Fund** ».

Gérant : Bertrand Puiffe, depuis le 01.08.2011, basé à Paris.

Encours : 5181 m SEK | 542 m EUR

Date de lancement : 01.10.1990

Valeurs en portefeuille : 42

Performance du compartiment (en %, Euro)

Au cours du mois de mars, **FF Nordic Fund** a enregistré une performance en euro de -0,1 % (contre +2,45 % pour le FTSE Nordic Index). Le fonds s'inscrit ainsi à la première place de sa catégorie depuis le début d'année, sur 1 an et depuis la reprise de gestion*.

La volatilité du fonds s'établit à 14,8 % depuis la reprise de gestion, (moyenne de catégorie à 15,4 % ; FTSE Nordic à 14,6 %).

A-Distri-SEK (LU0048588080)	2017	1 an	3 ans	5 ans
FF Nordic Fund	7.9	39.0	38.7	113.0
Indicateur de comparaison	6.2	12.5	27.9	76.0

Source : Fidelity et Morningstar. Performances nettes de VL à VL en euros, au 31.03.2017. Catégorie : « Actions Nordiques » selon Morningstar (« GIF Sector »).

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Arbitrages

Les mouvements sur le fonds se sont élevés à 2,04 % de l'actif au mois de mars.

- **Nouvelle position en YIT (promotion immobilière et construction – Finlande) :** 800 millions d'euros de capitalisation boursière. Société en retournement. Le titre est un moyen de jouer le rebond de la demande de logements et de bureaux, ainsi que les programmes d'infrastructures en Finlande (73 % du chiffre d'affaires) ; rebond amplifié par un effet mix (accélération des ventes aux particuliers avec des marges plus élevées que celles des opérations avec les investisseurs). Le reste de l'activité est une option gratuite sur le rebond du secteur de la construction résidentielle en Russie et en Europe de l'Est (stock de terrains plusieurs fois dépréciés). Le retour sur investissement de la société a atteint un plus bas sur dix ans en 2016 à 4,7 % contre un objectif à moyen terme de 15 %. La dette nette représentant 75 % de la capitalisation boursière, le levier sur la capitalisation boursière est très élevé dans le cadre d'un *re-rating* des multiples de valorisation : la valeur traitée à 7x la valeur d'entreprise sur le résultat opérationnel 2018 contre une moyenne historique de 10x.
- **Renforcement de Borr Drilling (services pétroliers – Norvège) :** 1 milliard d'euros de capitalisation boursière. La société a levé a nouveau des fonds au mois de mars (800m USD) afin de financer l'acquisition de 15 unités de forage *offshore* auprès de la société américaine Transocean (portant sa flotte à 17 unités). Cette opération a été réalisée sur la base de 35 % de décote sur la valeur à la casse des actifs (tonnes d'acier) ! Si 50 % des unités sont mises sous contrat, le cours de bourse pourrait doubler. La stratégie est, par ailleurs, de poursuivre des acquisitions opportunistes sur le segment faible profondeur, segment le plus à même de rebondir si le prix du pétrole continue à s'apprécier. Le milliard de dollars de capitalisation boursière vient d'être atteint moins de 6 mois après la création de la société. Celle-ci n'a pas eu recours à la dette pour boucler le financement des actifs. Le bilan est donc solide. Ce projet ambitieux est soutenu par l'investisseur activiste norvégien et vétéran de l'industrie pétrolière Tor Olav Troim qui détient directement et indirectement 15 % du capital. Schlumberger vient d'annoncer avoir pris 20 % du capital.
- **Renforcement de Scandi Standard (agro-alimentaire – Suède) :** la grippe aviaire en Suède et au Danemark (2/3 du chiffre d'affaires) a pesé sur le titre. Une sortie de crise se profilant dans les mois qui viennent, les investisseurs devraient redécouvrir l'attrait des fondamentaux de la valeur : accélération de la croissance en Suède sur fond de substitution tendancielle de la viande rouge vers le poulet (consommation 40 % en deçà de la moyenne européenne), reconquête de parts de marché en Norvège après la perte d'un gros client en 2015 du fait d'une fusion, amélioration des marges au Danemark tirées par la reprise des exportations et enfin montée en puissance des investissements en Finlande (la part de marché pourrait passer de 5 à 25 % sur les trois ans à venir et la contribution du pays, de perte à profit pour le groupe). Le titre se traite sur un rendement attrayant des *cash-flows* libres opérationnels normalisés de près de 10 % ; *cash-flows* qui devraient être en majeure partie distribués aux actionnaires.
- **Renforcement d'Electrolux (biens de consommation – Suède) :** l'arrivée d'un nouveau PDG en février 2016 a débouché sur un recentrage de la stratégie sur l'amélioration de la profitabilité. Celle-ci est en effet historiquement basse par rapport à ses principaux concurrents : 5,2 % de marge d'exploitation en 2016 contre une moyenne sectorielle à 7 % et la société la plus comparable, Whirlpool, à 7,5 %. Le consensus n'attend pourtant que 5,8 % de marge en 2018 soit une hausse de seulement 60 points de base alors même que le *management* s'est engagé sur 80 points minimum. Les bonnes surprises pourraient venir de l'augmentation substantielle du programme d'économies de coûts et d'augmentation de la productivité des usines (notamment américaines). En cumul, la base de coûts pourrait baisser de 320 millions d'euros sur 2017-2018 alors que les

analystes ne prévoient que 150 millions d'euros. D'autre part, le titre est sensible au rebond de la consommation au Brésil (5 % du résultat opérationnel en 2016 contre 30 % au pic en 2012 !). Enfin, les marges devraient bénéficier de la cession d'activités peu profitables comme le petit électroménager parallèlement à des acquisitions dans le segment à forte valeur ajoutée des équipements professionnels. A 8,5x Valeur d'Entreprise/Résultat d'Exploitation 2018 (contre 10x en moyenne sur les dix dernières années) le titre affiche un potentiel de hausse de plus de 30 % à un an, sans prendre en compte l'impact d'un rachat d'actions compte tenu d'un bilan très solide.

- **Apport à l'offre de retrait de PKC (industrie – Finlande) :** la société est sous OPA de l'équipementier automobile Indien Motherson Sumi à 23,55 euros (50 % de prime).

Principaux contributeurs à la performance

- **Borr Drilling (services pétroliers – Norvège) :** l'acquisition de 15 unités de forage *offshore* auprès de la société américaine Transocean à 35 % de décote sur la valeur à la casse des actifs (tonnes d'acier) a été salué pour une hausse de 15 % du titre et ce en dépit d'une augmentation de capital record pour financer l'opération (800 millions de dollars pour une capitalisation ex-ante de 200 millions de dollars). La prise de participation de 20 % de Schlumberger dans la société a, également, été un catalyste.
- **FLSmidth (industrie – Danemark) :** une succession d'annonces de contrats notamment sur le segment ciment estimés à près de 250 millions d'euros (contre 600 millions d'euros pour la totalité de l'exercice 2016) a rassuré les investisseurs quant à l'amplification du retournement de cycle sur une grande partie des activités du groupe.
- **Systemair (industrie – Suède) :** la croissance de la demande en systèmes de climatisation intelligents accélère en Europe alors que la Russie (historiquement jusqu'à 20 % des profits contre 0 % aujourd'hui) est en retournement portée par la remontée du pétrole et l'appréciation du Rouble. Tout ceci fait de la société une cible attrayante pour de grands groupes comme Siemens, General Electric ou United Technologies.
- **Electrolux (électroménager – Suède) :** les volumes de produits blancs vendus aux Etats-Unis s'affichent en hausse supérieure aux attentes au premier trimestre (+4 %) malgré un jour ouvré en moins par rapport à 2016. Les premiers signaux de hausse de prix (au-delà du pur transfert de la hausse des matières premières) apparaissent après deux ans de vaches maigres.
- **SKF (industrie – Suède) :** plusieurs *brokers* ont fait état de discussions avec des distributeurs de SKF, distributeurs mentionnant un rebond des volumes notamment aux Etats-Unis et en Asie au mois de mars alors que l'Europe reste étale. Une bonne nouvelle n'arrivant jamais seule, SKF a commencé à augmenter ses prix au Royaume-Uni et devrait étendre cette politique à l'Europe continentale dans les mois qui viennent, après trois ans de légère érosion.

Principaux détracteurs à la performance

- **BW Offshore (services pétroliers – Norvège) :** le titre a pâti d'une réduction de la pondération du secteur pétrolier chez les investisseurs dans le sillage de la baisse du baril de pétrole ; le Brent passant de 56 USD à 50 USD avant de repartir à 55 USD à l'heure où ces lignes sont écrites ! Les investisseurs se concentrent sur les données hebdomadaires des stocks de brut aux Etats-Unis qui ont atteint un plus haut historique courant mars mais sont en retournement sensible depuis deux semaines (remontée du taux d'utilisation des raffineries en ce début de *driving season* et impact du retard des coupes de production de l'OPEP).
- **Kappahl (chaîne de prêt-à-porter – Suède) :** le *management* a été très positif sur ses leviers pour augmenter les ventes au mètre carré dans ses magasins historiques, sur les perspectives d'expansion de Newbie (nouveau format dédié aux nourrissons - vêtements à base de coton 100 % bio) ainsi que sur sa capacité à passer de pertes à profits en Pologne en moins de 12 mois. Cependant le titre a pâti de la vente de la participation d'un gros investisseur sans doute très (trop) pressé.
- **Songa Offshore (services pétrolier – Norvège) :** même explication que BW Offshore.
- **Stockmann (grands magasins – Finlande) :** un mouvement très étonnant alors que l'indicateur de confiance des ménages finlandais confirme une inflexion à la hausse, que le rouble continue à s'apprécier et que le PDG a annoncé que la division *Retail* (grands magasins) pourrait atteindre l'équilibre opérationnel en 2018 et ce même si le chiffre d'affaires continue à baisser.
- **Schibsted (internet – Norvège) :** la montée en puissance des concurrents Facebook, Wallapop et Letgo (Naspers) sur les annonces internet généralistes a, à nouveau, pesé sur le titre, alors que ce segment représente moins de 5 % du chiffre d'affaires du groupe.

Dernière minute

Retournement sur le pétrole : après avoir testé les 50 USD sur fond de stocks historiquement élevés outre-Atlantique, le Brent s'est envolé vers les 55 USD. Rappelons que notre scénario est 65 USD d'ici juin (80 USD à plus long terme) compte tenu de la baisse attendue des stocks de brut aux Etats-Unis sur fond de remontée des taux d'utilisation des raffineries alors que la *driving season* commence, de la probable reconduction de la baisse des quotas (voir son extension) de l'OPEP lors de la réunion du mois de mai alors que l'Arabie Saoudite prépare l'introduction en Bourse de Aramco et à plus long terme de la baisse de production des champs existants. FF Nordic Fund joue très fortement cette thématique contrariaire au travers d'une surpondération de la Norvège (2,5x l'indice).

Cordialement,

L'équipe commerciale Fidelity

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Ce document de reporting est exclusivement destiné aux professionnels de l'investissement et ne doit pas être diffusé à des investisseurs particuliers. Les actions ne sont pas garanties et peuvent donc perdre de la valeur, notamment en raison des fluctuations des marchés. Les valeurs citées dans ce document ne constituent pas de recommandations d'achat. Elles ne sont données qu'à titre d'illustration ou à indiquer que l'OPCVM est actuellement investi dans ces valeurs. Fidelity fournit uniquement des informations sur ses produits. Ce document ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil personnalisé. Nous vous recommandons de vous informer soigneusement avant toute décision d'investissement. Toute souscription dans un compartiment doit se faire sur la base du prospectus et/ou du Document d'Informations Clés pour l'Investisseur actuellement en vigueur et des documents périodiques disponibles sur notre site internet ou sur simple demande auprès de votre intermédiaire. Fidelity Funds est une société d'investissement à capital variable de droit luxembourgeois (SICAV). Le présent document a été établi par FIL Gestion, SGP agréée par l'AMF sous le n° GP03-004, 29 rue de Berri, 75008 Paris. PM 2378

Important : Les renseignements contenus dans ce message sont de nature confidentielle et ne sont adressés qu'à l'attention du destinataire dont le nom figure ci-dessus. L'utilisation, la divulgation, la copie ou la modification sans autorisation de ce message et/ou de tout fichier joint est strictement interdit. Si vous n'êtes pas le destinataire de ce message (ni responsable de sa remise au destinataire), veuillez en avertir immédiatement l'expéditeur par message de retour et détruire le message original. L'expéditeur ne saurait garantir la sécurité de ce message, ni être tenu responsable de tout endommagement suite à une modification de ce message et/ou de tout fichier joint par un tiers, ou suite à la transmission d'un virus. Fidelity fournit uniquement des informations sur ses produits, par conséquent ce document ne constitue ni une offre de souscription, ni un conseil personnalisé. Les informations ou commentaires figurant dans ce message ne reflètent pas nécessairement l'opinion de FIL Limited, ses filiales ou sociétés affiliées.