

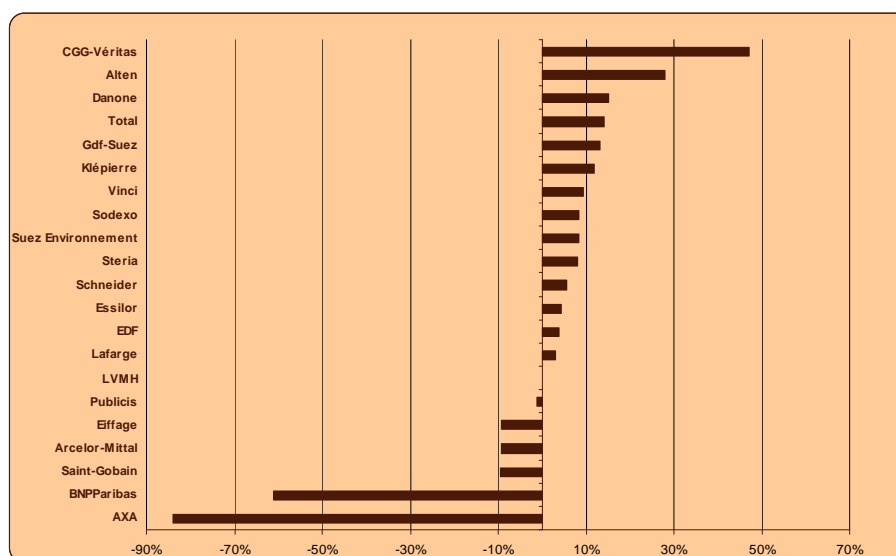
La Sicav des Analystes

Entreprises industrielles : premiers enseignements des publications 2008

I) Des résultats 2008 sans surprise mais une année contrastée

Dans l'ensemble, les publications de résultats des entreprises du portefeuille de La sicav des Analystes ont été satisfaisantes. L'année 2008 a été une année contrastée, marquée par de bonnes performances financières pour l'ensemble des entreprises françaises sur les 9 premiers mois, mais pour certaines d'entre elles, par un net ralentissement de l'activité au quatrième trimestre. Ce ralentissement est le fait de la crise économique dans laquelle la crise financière apparue à l'été 2007 a précipité le monde.

Taux de croissance des résultats en 2008
(entreprises en portefeuille au 31/12/2008)



Sources : Acofi, Sociétés

Les résultats nets des entreprises en portefeuille (hors financières) ont progressé en moyenne de 8% en 2008. L'évolution des résultats diffère selon que les entreprises sont sur des activités cycliques ou défensives.

✓ **Des résultats record au premier semestre 2008**

Au premier semestre de l'année, les entreprises affichaient encore des croissances fortes tirées par :

- la croissance des économies émergentes (*Lafarge, Saint-Gobain, et Schneider*),
- la hausse des prix des matières premières (*Total, CGG Veritas*).

✓ **Changement de discours au troisième trimestre**

Le changement de discours des chefs d'entreprises, jusqu'ici optimistes, n'est apparu que courant octobre. Ainsi, faisant face à la détérioration de leur marché, ces derniers ont annoncé des plans d'ajustements :

- réduction du taux d'utilisation des capacités pour *Arcelormittal*,
- programme de réduction de coûts pour *Schneider, Lafarge, Saint-Gobain et GDF Suez*.

✓ **Manifestation de la crise au T4**

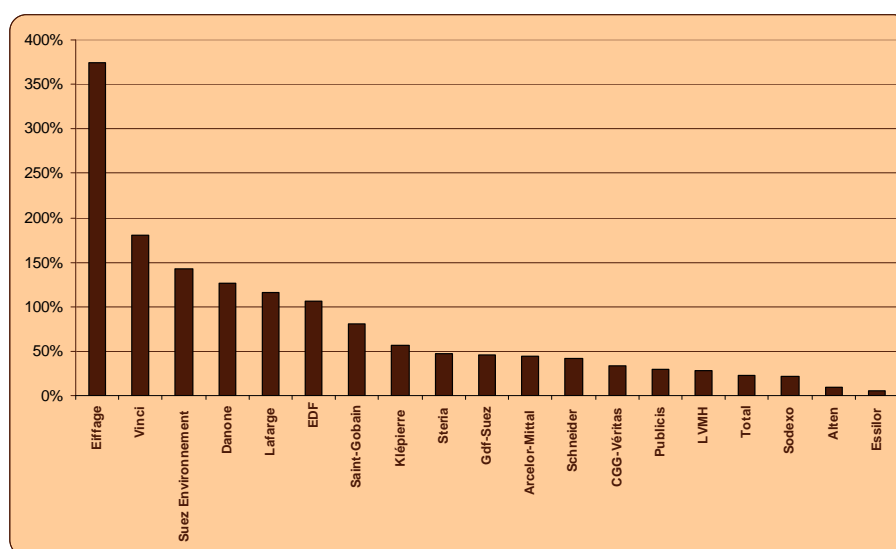
Le quatrième trimestre marque le point d'inflexion : baisse des volumes pour *Saint-Gobain et Lafarge* de -9%.

Dans cet environnement, les entreprises défensives ont démontré une meilleure capacité de résistance.

Danone, LVMH, Essilor, Sodexo ou encore *Vinci* ont vu leur activité ralentir au quatrième trimestre mais dans une moindre mesure. Cette résistance est le fruit de leur positionnement métier (santé, alimentation, concession, luxe). A titre d'exemple, Essilor a réalisé une croissance organique de +2,2% au quatrième trimestre contre +5 à +6% sur les 3 trimestres précédents.

II) Un taux d'endettement maîtrisé

Taux d'endettement 2008
(entreprises du portefeuille au 31/12/2008)



Sources : Acofi, Sociétés

Le taux d'endettement moyen des entreprises en portefeuille de La Sicav des Analystes en 2008 est de 80%.

Dans le contexte du resserrement des conditions d'accès au crédit, une attention particulière est portée à l'endettement des entreprises dans lesquelles nous investissons. Parmi celles qui affichent un taux d'endettement en apparence élevé, la génération de cash flow élevé et récurrente (*Eiffage, Vinci, Suez Environnement*) permettra de faire face au paiement de la dette. A titre d'exemple, la dette d'Eiffage et de Vinci est logée dans les sociétés qui supportent la charge de la dette.

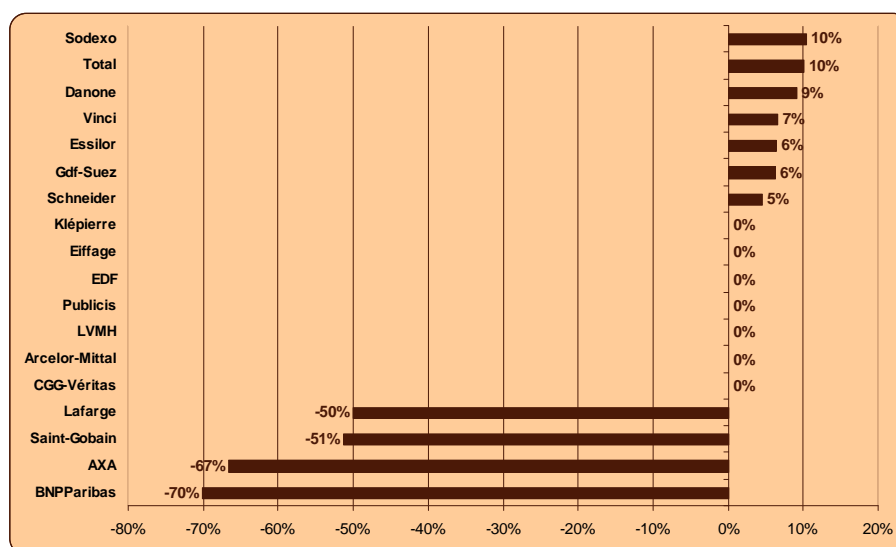
Aucune des entreprises du portefeuille n'aura à faire face à des problématiques de refinancement en 2009.

A titre d'exemple, le risque associé au « covenant » de *Lafarge* a été levé. La souscription d'un nouvel emprunt de 1 Md€ associé à une augmentation de capital de 1.5 Md€ permettront de rembourser une partie du crédit lié à l'acquisition d'Orascom et de restructurer son endettement.



III) Des distributions de dividendes maintenues

Taux de croissance des dividendes en 2008
(entreprises du portefeuille au 31/12/08)



Sources : Acofi, Sociétés

Malgré un accès difficile au financement et un coût du crédit élevé, les entreprises du portefeuille de La Sicav es Analystes prévoit de maintenir des distributions de dividendes. Hors financières, les dividendes proposés en 2008 sont en recul de -3% en moyenne par rapport à 2007.

Trois politiques de distribution peuvent être ainsi distinguées :

- 1 - l'augmentation des dividendes, traduisant leur confiance dans la capacité à poursuivre la croissance des résultats,
- 2 – la stabilité des dividendes, marquant une attitude de prudence dans un contexte incertain,
- 3 – la réduction des dividendes, pour tenir compte d'une conjoncture difficile à court terme et de besoins de financement.

Conclusion :

Dans ce contexte économique toujours difficile, nous confirmons nos principes de gestion qui visent à sélectionner des participations dans des entreprises générant des cash flows lisibles à un horizon de plus de 5 ans et durablement pérennes.

Ainsi, en ce début d'année 2009, nous avons continué à orienter le portefeuille de La Sicav des Analystes vers des entreprises plus résistantes face à la crise mondiale, à l'image de *Casino* et d'*Air Liquide*, entrées dans le portefeuille en février. Nous avons également constitué une ligne en *L'Oréal*. Le niveau de valorisation historiquement bas ainsi que la qualité de ses fondamentaux ont justifié notre choix. A l'inverse nous avons vendu les participations dans les financières (*Bnp Paribas* et *Axa*).

Nous maintenons nos positions sur les entreprises cycliques comme *Saint-Gobain*, *Schneider* ou *Lafarge*. Nous restons convaincu que ces grandes entreprises françaises, leader dans leur métiers s'inscrivent dans les tendances de long terme (vieillesse de la population, besoin important d'infrastructures, économie et efficacité énergétique...)

Achévé et rédigé le 10 mars 2009
Emmanuelle Ferreira et Abderrahman Bennis
Cogérant de La Sicav des Analystes

