

# La lettre de Conjoncture

Novembre 2011

## Edito

Après un fort rebond en octobre, suite aux solutions trouvées provisoirement à la crise grecque, les marchés sont à nouveau fébriles. Convaincus que les anomalies de marchés n'ont pas encore été totalement corrigées, nous pensons que l'effet de rattrapage devrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année, même s'il reste fortement dépendant de l'actualité macro-économique. C'est pourquoi nous avons maintenu notre exposition élevée, ce qui nous a permis de profiter de quelques frémissements positifs sur le secteur de l'environnement en octobre.

Mais quid de la fin d'année ?

A la veille du Sommet climatique de Durban (suite de Cancun et Copenhague), qui devrait relancer l'intérêt sur les énergies renouvelables, nous faisons le point sur la stratégie de nos fonds environnement.

Jean-François DESCAVES  
Président-Directeur de la Gestion

## Rebond du solaire chinois : faux départ ou vrai espoir pour 2012 ?

*Les valeurs solaires chinoises ont fortement rebondi sur le mois d'octobre, rattrapant une partie de la sous-performance accumulée les mois précédents. S'agit-il d'un faux départ ou des prémices d'un rebond plus durable du secteur ?*

Si certaines valeurs ont fortement progressé en octobre, il faut bien voir que **ce rebond a été sélectif**, l'indice *Solex* ne progressant pour sa part que de **3,5%**. *First Solar*, par exemple, enregistre un recul de -20% suite à un profit warning. Mais dans un marché en pleine concentration, miné par la guerre des prix, les leaders technologiques tels que *First Solar* et les cost killers chinois seront les grands gagnants du mouvement de consolidation en cours.

Le rebond significatif des valeurs solaires chinoises en octobre s'inscrit dans **un mouvement plus global de correction des excès baissiers** des mois précédents. A titre d'exemple, *Trinasolar* a décroché de plus de 60% au total sur les mois d'août et de septembre avant de reprendre 32% sur octobre. La question qui se pose aujourd'hui est donc de **savoir si ce potentiel de rebond est aujourd'hui épuisé ou non**. La réponse est délicate, tant les marchés, et les valeurs à fort bêta en particulier, sont régies par des **logiques de flux techniques souvent déconnectées des fondamentaux des sociétés**. Pour justifier un mouvement de hausse plus durable sur le solaire, il faudrait une amélioration des fondamentaux. A l'heure actuelle, ces sociétés chinoises se valorisent près de 0,5 fois l'actif net ce qui n'est pas excessif. La conjonction de 3 nouveaux facteurs constitue aujourd'hui un terrain favorable à un assainissement du marché en 2012 :

1/ **La baisse du prix du silicium** (-20% sur octobre) **alliée à la stabilisation du prix des panneaux** (-4% sur le mois) concourt à une **restauration progressive des marges pénalisées** jusque là par un **effet de ciseaux** (hausse du prix de revient et baisse du prix de vente);

2/ **L'évolution de la demande** (+15% en Allemagne sur octobre) qui présente **moins d'à-coups** qu'en 2010 avec les baisses de tarifs massives (proportionnelles aux baisses de prix) annoncées à l'époque par les états.

On estime que la demande devrait progresser de 20% en 2012 et les baisses de tarifs programmées (15% en Allemagne) sont déjà dans les cours. Les bonnes surprises pourraient venir des Etats-Unis et de La Chine. L'Inde vient quant à elle d'annoncer un plan d'investissement de 7,3 Md \$ dans les énergies renouvelables dont 2,5 Md \$ pour le solaire.

3/ **Le dégonflement des surcapacités : c'est le point critique sur 2012 !** Du côté de l'offre, les principaux producteurs, comme le chinois *LDK*, continuent à alimenter les surcapacités. Mais **la multiplication des faillites d'entreprises constitue un facteur de réduction « naturelle » des capacités de production**. Des ajustements entre l'offre (qui continue à augmenter) et la demande (qui progresse) dépendra la bonne santé du secteur en 2012. Anticipant une poursuite de la baisse des prix des panneaux, les développeurs de projets solaires ont sciemment gelé leurs investissements, déjà freinés par le retour des problèmes de financement. **La stabilisation du prix des panneaux, si elle se confirme, pourrait constituer un clignotant favorable**.

Sans pouvoir miser sur un redémarrage de grande ampleur des projets d'investissement, on peut donc raisonnablement anticiper une **amélioration des bénéfices sur l'exercice 2012** pour les acteurs qui bénéficient du **meilleur pricing power**. Les marchés ayant tendance à anticiper, la confirmation de l'un ou l'autre de ces facteurs positifs pourrait être l'occasion de revoir à la hausse les objectifs de valorisation, provoquant, dans la foulée, une hausse brutale des cours. Sans pouvoir donner de timing, il semble probable qu'il faudra compter avec le secteur solaire en 2012 !

*De la même manière, les valeurs industrielles, massacrées ces derniers mois, en raison des craintes de ralentissement économique ont tiré la performance des indices en octobre. Si les infrastructures en ont bien profité, le secteur des déchets reste à la traîne, pourquoi ?*

Comme nous l'anticipions, le secteur des infrastructures (30% de Performance Environnement) a profité du **rebond des cycliques** en octobre pour rattraper une partie,

## Focus Valeur

### Faiveley, pour miser sur le rebond des transports durables

Faiveley est l'un des leaders français spécialiste de l'équipement ferroviaire avec plus de 5 000 collaborateurs dans le monde. Depuis le début de l'année pourtant, elle connaît une traversée du désert liée à un mauvais T1 et surtout à des remaniements au sein du ministère du rail en Chine (30% du CA) suite à la catastrophe de Wenzhou, susceptible d'occasionner des décalages de commandes. Faiveley constitue un bon exemple des excès du marché qui *price* de façon beaucoup trop pessimiste le ralentissement en Chine sans s'attacher aux fondamentaux de la société. Or, Faiveley dispose d'un *pricing power* important pour préserver ses marges (plus de 8 % de marge nette), génère beaucoup de cash et dispose d'une situation financière très saine, ce qui lui confère une bonne résilience dans le contexte actuel et lui permet de pouvoir saisir des opportunités de croissance externe.

Malgré l'austérité budgétaire en Europe, l'équipement ferroviaire continue à offrir une bonne visibilité dans la mesure où l'obsolescence des lignes peut avoir des conséquences sur la sécurité des passagers. La société a revu à la hausse ses objectifs, sachant qu'elle est également présente en Chine sur le métro, activité très dynamique, et que les autorités devraient privilégier les entreprises les plus fiables en matière de sécurité. Faiveley vient justement de remporter un appel d'offre avec Siemens en Allemagne ce qui constitue une référence de choix. Pour toutes ces raisons, nous pensons que la valorisation actuelle, au plus bas depuis 2007, est injustifiée et recèle un fort potentiel d'appréciation lorsque la situation en Chine aura été clarifiée.

Achetée à 44€, elle représente près de 2% de nos fonds environnement. Objectif de cours : 65€.

seulement, du retard accumulé. *Prysmian* s'apprécie de 10%, *Unicore* de 13% et *Faiveley* de 10% soit davantage que le CAC 40. Nous pensons que ce momentum devrait se poursuivre sur les prochains mois en raison de la solidité des résultats publiés par ces sociétés et de leur exposition aux pays émergents qui tirent la demande. Par ailleurs, des acteurs comme *Prysmian* avec le câble sous-marin off shore et *Schneider* dans l'efficacité ont su se diversifier vers des activités moins liées aux cycles économiques. Ce n'est pas le cas pour le secteur des déchets. S'il s'agit d'entreprises de qualité, elles souffrent de leur exposition au marché européen où la demande industrielle faiblit. *Séché* cède ainsi 12% sur la période, *Véolia* 7%. Les acteurs du recyclage, en revanche, pourraient bénéficier d'une remontée du cours des matières premières.

Parmi les valeurs industrielles, les **turbiniers éolien, qui ont créé la surprise en octobre** (+9,5% pour l'indice éolien), pourraient à nouveau réserver de bonnes surprises en 2012 après la pagaille semée par le profit warning inattendu de *Vestas* sur la fin du mois. En effet, la visibilité sur le secteur reste meilleure que dans le solaire avec une progression plus tangible, même si elle reste modeste, des **capacités installées aux Etats Unis (6 à 7 GW en 2011 vs 5 GW en 2010 et 10 GW en 2009)** et dans les pays émergents.

*La fin de l'année est souvent marquée par un « rallye boursier ». Dans ce contexte, selon vous, quel type de valeurs devrait avoir la faveur des marchés ? Peut-on miser sur une poursuite du rebond technique et si oui jusqu'à quel niveau ?*

Nous ne croyons pas en un rebond durable du marché, les conditions n'étant pas réunies pour un redémarrage de la croissance sur des bases saines.

En revanche, après avoir atteint en septembre dernier ses plus bas depuis mars 2009, nous pensons que le marché pourrait encore s'apprécier de quelques 10% d'ici la fin de l'année pour **atteindre les 3400 points**. De nombreuses sociétés n'ont pas encore bénéficié d'un effet de rattrapage. C'est le cas des **petites et moyennes valeurs** en particulier. Au delà, les valeurs les plus volatiles, et restées à la traîne de la reprise boursière, pourraient être plus recherchées lorsque les valeurs traditionnelles auront épuisé leur potentiel de hausse. Cela pourrait profiter notamment au secteur solaire, ou encore aux biotechnologies que nous détenons dans notre fonds Performance Vitae. D'un autre côté, les cycliques devraient, elles aussi, continuer leur rattrapage. Dans le contexte actuel, il n'y a malheureusement pas d'actif miracle en bourse.

**Si notre vision reste portée vers les actifs de long terme, il existe de nombreuses opportunités à saisir d'ici la fin de l'année.** L'évolution des marchés boursiers continuera à être dictée par l'actualité macro-économique, mais l'identification des anomalies de marché passera par un **retour aux fondamentaux : d'un marché de flux à une logique de stock picking** où les convictions peuvent (encore et toujours !) faire la différence. Les multiples de transactions sur lesquels ont été réalisées les dernières OPA (*Sucrière de Pithiviers* par exemple...) montrent que **le divorce entre valorisation boursière et économie réelle est consommé.**

Sauf à vouloir faire sortir de la côte toute les sociétés, ce gap devra être comblé, au nom de l'efficacité des marchés...

Rédigé le 14 novembre 2011

## Performances des fonds Financière de Champlain

Fonds actions (au 10/11/2011)	Thématique	Code ISIN	V.L.	2011	2010	2009
Performance Environnement	Environnement Europe	FR0010086520	77.98	-29.65%	-19.20%	17.85%
Performance Environnement International	Environnement Monde	FR0010378562	40.52	-38.67%	-16.06%	25.14%
Performance Vitae	Santé / Vieillesse Europe	FR0010219808	63.31	-15.20%	-4.98%	17.97%
Performance Responsable	ISR Europe	FR0010397588	46.62	-20.51%	0.41%	5.38%
Performance Avenir	Small & Mid Cap France	FR0007082359	140.41	-19.93%	3.63%	27.42%
Champlain Solidarité	Fonds de partage ISR	FR0010608521	79.68	-16.69%	3.10%	24.46%
Fonds diversifiés (au 10/11/2011)	Thématique	Code ISIN	V.L.	2011	2010	2009
Champlain Opportunité	Mixte Flexible	FR0010271619	73.16	-3.04%	1.86%	9.57%
Champlain Sérénité	Alternatif - Market Neutral	FR0010378554	102.50	-0.39%	1.76%	-2.07%

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Ce document a un caractère strictement informatif. Il n'emporte aucun engagement juridique ni accord contractuel de la part de FINANCIERE DE CHAMPLAIN. Les éléments du présent document sont fournis sur la base des données de marché constatées à un moment précis et qui sont susceptibles de varier.