



Secteur Telecom : une sous-performance injustifiée

Après un début de revalorisation en 2014 et 2015 suite à la fusion de plusieurs opérateurs en Europe, le secteur télécom enregistre la plus mauvaise performance sectorielle du marché depuis 2 ans. La décote de valorisation affichée par de nombreuses valeurs du secteur s'est à nouveau creusée en dépit des signes d'inflexion tangibles de leurs résultats opérationnels.

Depuis plusieurs trimestres, on constate une stabilisation voire un net rebond sur de nombreux marchés européens des télécommunications : le marché allemand affiche ainsi une stabilité à -0,1% au troisième trimestre après plusieurs années de baisses consécutives. C'est également le cas dans les pays où la concurrence reste exacerbée comme en France (+0,9%), l'Italie (+2,1%) et l'Espagne (+3,7%).

Cette inflexion est permise, en partie, par la dissipation de la pression réglementaire qui a régulièrement imposé d'importantes baisses des prix. La dernière mesure impose la suppression totale des frais d'itinérance « roaming » en 2017 qui ne représentaient plus que 1% à 2% du chiffre d'affaires des opérateurs.

C'est surtout l'effort d'investissement, le déploiement des réseaux à très hauts débits (4G et fibre optique) qui permet aux opérateurs de monnayer des services à plus forte valeur ajoutée. C'est le cas des marchés nordiques qui affichent une croissance régulière des revenus depuis plusieurs années. Le marché espagnol fait également figure d'exemple. Les réseaux 4G couvrent plus de 90% de la population et la pénétration de la fibre optique se situe parmi les plus élevées d'Europe avec un taux de couverture de 65% des ménages. Ces investissements ont permis à l'opérateur historique **Telefonica** d'afficher un revenu par abonné en hausse de 70€ en 2014 à 87€ actuellement pour les abonnés à leur offre haut de gamme « Fusion » souscrite par environ 75% des clients.

Le déploiement de ces réseaux de nouvelle génération est également source d'économies pour les opérateurs. Les coûts de maintenance d'un réseau en fibre optique sont 4 fois moins élevés que le réseau traditionnel selon **Orange**. **Deutsche Telekom** a chiffré des économies qui atteindront 700 millions d'euros en 2020 soit environ 2 points de marge supplémentaires en Europe.

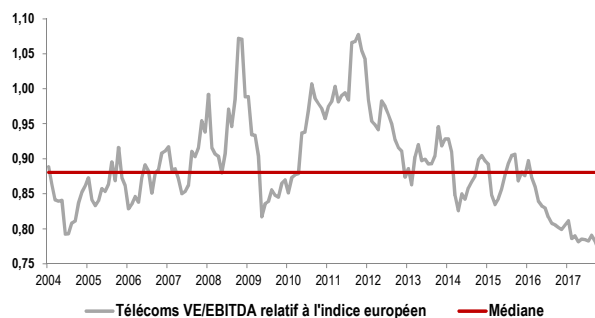
Ces investissements se matérialisent ainsi par un rebond des résultats opérationnels des opérateurs. En Espagne, **Orange** affiche un EBITDA en accélération de +15% au premier semestre. **Vodafone**, présent dans presque toute l'Europe, affiche également un EBITDA en hausse de 9,3% au niveau

groupe dont +13% en Europe. Ce rebond des résultats intervient dans une phase de réduction des dépenses d'investissement qui reviennent à un niveau plus normal. Le ratio des dépenses d'investissement sur chiffre d'affaires qui culmine à 17-18% depuis trois ans en moyenne, devrait redescendre à un niveau de 14-15%. Cela se traduit par une hausse décuplée de la génération de cash-flow qui conforte ainsi la capacité de verser un dividende déjà très élevé. Dans le cas de **Vodafone**, le « Free Cash-Flow » devrait augmenter de plus de 25% cette année. Il couvrira largement le paiement du dividende qui représente un rendement de 6%.

Pourtant, l'inflexion en cours des performances opérationnelles des opérateurs télécom n'est pas prise en compte dans leur valorisation qui se situe à un niveau historiquement bas avec un ratio EV / EBITDA inférieur à 6 fois. Il s'agit d'un ratio bas en absolu si on le compare avec celui des métiers d'infrastructure comme les services publics régulés dont la valorisation est proche de 10 fois. Les niveaux de valorisation actuels nous apparaissent très éloignés de la valeur industrielle de ce métier lorsqu'on analyse les opérations de fusion-acquisition depuis plus de 15 ans qui se concluent à un multiple moyen de 8 fois l'EBITDA. À titre d'exemples, **Telefonica** a acquis l'opérateur britannique **O2** en 2005 à 8,4 fois l'EBITDA, **British Telecom** a racheté **EverythingEverywhere** à 8,3 fois en 2014 et **Telenor** a racheté **Base** aux Pays Bas en 2015 à un multiple de 8,7 fois.

Cette sous-valorisation manifeste et l'inflexion tangible que l'on constate sur les marchés européens des télécoms justifient le maintien d'une exposition importante à ce secteur dans nos portefeuilles.

Le secteur des télécoms : Une valorisation historiquement faible



Source : JPMorgan – Données décembre 2017

PERFORMANCES	2017	2016	2015	2014	2013	2012	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	Depuis l'origine	Volatilité Vol. indice VL
ACTIONS EUROPE ET ZONE EURO												
METROPOLE SELECTION A												
FR0007078811	7,65%	-0,53%	9,19%	-0,02%	28,44%	23,33%	15,29%	16,68%	53,02%	36,50%	217,22%	9,21%
STOXX Europe Large 200 NR	8,35%	1,88%	7,70%	7,09%	19,68%	17,19%	14,87%	16,83%	54,32%	31,78%	137,81%	8,53%
Ecart de performance	-0,70	-2,41	1,49	-7,11	8,76	6,14	0,42	-0,15	-1,30	4,72	79,41	634,45
METROPOLE SELECTION EUROPE USD HEDGE												
FR0012068492	8,46%	0,24%	7,15%	-0,57%	-	-	16,21%	-	-	-	15,83%	9,24%
STOXX Europe Large 200 NR	8,35%	1,88%	7,70%	-0,47%	-	-	14,87%	-	-	-	18,33%	8,53%
Ecart de performance	0,11	-1,64	-0,55	-0,10	-	-	1,34	-	-	-	-2,50	1 158,26
METROPOLE EURO A												
FR0007078753	5,98%	3,76%	6,87%	3,25%	26,73%	21,34%	14,12%	16,11%	57,58%	21,62%	158,85%	10,19%
Euro STOXX Large NR	12,34%	3,97%	8,66%	4,30%	22,69%	19,21%	20,50%	23,70%	66,25%	16,66%	124,96%	9,86%
Ecart de performance	-6,36	-0,21	-1,79	-1,05	4,04	2,13	-6,38	-7,59	-8,67	4,96	33,89	517,69
METROPOLE AVENIR EUROPE A												
FR0007078829	11,51%	3,64%	9,49%	-1,70%	28,99%	25,57%	18,48%	28,77%	65,64%	81,60%	259,50%	9,45%
STOXX Europe Small 200 NR	15,54%	0,52%	15,68%	4,93%	26,73%	23,47%	21,36%	36,34%	83,52%	76,95%	344,86%	8,80%
Ecart de performance	-4,03	3,12	-6,19	-6,63	2,26	2,10	-2,88	-7,57	-17,88	4,65	-85,36	719,01
METROPOLE FRONTIERE EUROPE A												
FR0007085808	14,61%	0,89%	6,19%	-1,86%	18,97%	13,78%	21,47%	19,43%	47,37%	-18,73%	110,19%	7,99%
STOXX Europe Large 200 NR	8,35%	1,88%	7,70%	7,09%	19,68%	17,19%	14,87%	16,83%	54,32%	31,78%	152,96%	8,53%
Ecart de performance	6,26	-0,99	-1,51	-8,95	-0,71	-3,41	6,60	2,60	-6,95	-50,51	-42,77	420,38
METROPOLE VALUE SRI A												
FR0010632364	4,71%	2,93%	6,73%	1,24%	27,74%	24,01%	12,18%	14,36%	52,52%	-	64,84%	10,54%
Euro STOXX Large NR	12,34%	3,97%	8,66%	4,30%	22,69%	19,21%	20,50%	23,70%	66,25%	-	51,24%	9,86%
Ecart de performance	-7,63	-1,04	-1,93	-3,06	5,05	4,80	-8,32	-9,34	-13,73	-	13,60	329,67
OBLIGATIONS ET CONVERTIBLES												
METROPOLE CONVERTIBLES A												
FR0007083332	-0,24%	1,98%	2,88%	0,71%	7,22%	13,91%	2,88%	4,43%	14,40%	29,28%	71,19%	3,41%
ECI-EURO	6,64%	-0,21%	6,08%	3,06%	9,81%	18,19%	9,68%	13,71%	29,90%	32,59%	88,29%	3,30%
Ecart de performance	-6,88	2,19	-3,20	-2,35	-2,59	-4,28	-6,80	-9,28	-15,50	-3,31	-17,10	342,38
METROPOLE CORPORATE BONDS A												
FR0010695874	0,49%	0,51%	0,96%	3,78%	3,68%	11,92%	1,20%	1,92%	10,03%	-	53,25%	0,89%
FTSE MTS 3-5 Y	0,57%	1,46%	1,39%	5,93%	2,32%	8,66%	1,16%	3,71%	12,63%	-	31,58%	1,23%
Ecart de performance	-0,08	-0,95	-0,43	-2,15	1,36	3,26	0,04	-1,79	-2,60	-	21,68	306,51

Les performances et réalisations du passé ne constituent en rien une garantie pour des performances actuelles ou à venir.

*Données au 30 novembre 2017

Date de création : les FCP sont devenus des compartiments de la SICAV METROPOLE Funds par fusion absorption le 31/03/2017.

Les catégories d'actions ont été initialement créées aux dates suivantes : METROPOLE EURO A, METROPOLE SELECTION A, METROPOLE AVENIR EUROPE A : 29/11/2002, METROPOLE CONVERTIBLE A : 30/04/2003, METROPOLE FRONTIERE EUROPE : 08/08/2003, METROPOLE VALUE SRI A : 09/07/2008 et METROPOLE CORPORATE BONDS : 19/12/2008.

METROPOLE SELECTION EUROPE USD HEDGE : 23/12/2014.

Le présent document a un caractère purement informatif et ne constitue ni 1) une invitation ou une incitation à investir dans les instruments financiers qui y sont décrits, ou une proposition de vente desdits instruments financiers, 2) ni un quelconque conseil en placement. Il convient de lire attentivement la dernière version du prospectus (disponible auprès de METROPOLE Gestion et sur notre site Internet : www.metropolegestion.com) avant de décider d'investir dans les instruments financiers décrits dans le présent document. Les futurs investisseurs doivent prendre les dispositions nécessaires pour déterminer le montant qu'ils peuvent investir, en fonction des considérations légales, fiscales et comptables qui s'appliquent à leur situation particulière. La diffusion du présent document ou du prospectus pouvant être limitée par la loi dans certains territoires ou certains pays, les investisseurs sont tenus de s'informer des restrictions en question et de les respecter dans tout territoire ou pays concerné. Les opinions exprimées dans le présent document sont susceptibles d'être modifiées sans avis préalable. Les investisseurs doivent s'assurer qu'ils disposent de la dernière version disponible du présent document. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels ou à venir. Les données sur la performance ne prennent pas en compte les commissions facturées pour l'émission ou le rachat de parts ou d'actions. La valeur des investissements et le revenu qui en découle peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et il est possible que les investisseurs ne récupèrent pas le montant investi. METROPOLE Gestion est agréée par l'Autorité des marchés financiers (AMF). Pour toute information complémentaire, veuillez nous contacter à l'adresse suivante : metropoleg@metropolegestion.fr. Ce document a été publié par la société de gestion de portefeuille : METROPOLE Gestion SA, 9, rue des Filles Saint-Thomas, 75002 Paris, France - Tél. +33 (0) 1 58 71 17 00 - Fax : +33 (0) 1 58 71 17 93 - www.metropolegestion.com. METROPOLE Gestion SA a obtenu l'agrément de l'Autorité des marchés financiers, 17 place de la Bourse, 75082 Paris Cedex 2, France, sous la surveillance de laquelle elle est placée.