

Des leviers de performance communs aux secteurs pétrolier et télécom

Les secteurs des télécommunications et des valeurs pétrolières font partie des fortes convictions au sein de nos portefeuilles. Ils ont pourtant été les principaux contributeurs négatifs à la performance relative en 2017. Les catalyseurs que nous avons identifiés n'ont en effet pas été immédiatement visibles aux yeux des investisseurs. Ce parallélisme entre les deux secteurs n'est en revanche plus valable en 2018. Alors que le secteur pétrolier affiche la plus forte hausse à fin juin, celui des télécommunications figure à nouveau parmi les plus fortes baisses. Nous observons pourtant que les signes d'inflexion dont ont bénéficié les valeurs pétrolières se mettent en place chez les opérateurs télécom.

Nous avons introduit des valeurs pétrolières dans nos portefeuilles au cours du premier semestre 2015. En raison de la corrélation de court terme qui lie les valeurs pétrolières au prix du baril, nous avons ainsi profité de l'effondrement des cours du baril entamé dès mi-2014. Les multiples de valorisation s'étaient alors contractés à des niveaux historiquement bas (Valeur d'Entreprise/Capitaux Employés). Au cours du cycle précédent, portés par un baril à plus de 100\$, les acteurs du secteur ont investi de manière peu efficiente, mettant sous pression leurs niveaux de rentabilités (Retour sur Capitaux Employés). Avec un prix du baril tombé sous la barre des 50\$, les groupes pétroliers ont même vu leurs cash-flows devenir négatifs. Cela a servi de catalyseur à une prise de conscience collective des groupes pétroliers intégrés et des équipementiers qui ont dès lors mis en place des programmes de réductions de coûts drastiques. Si bien que des champs dont l'exploitation n'était pas rentable en-deçà de 80\$/baril le sont aujourd'hui à 40\$/baril, tout en préservant le profil de production de l'industrie. Les publications de résultats depuis le début d'année ont confirmé le redressement des niveaux de Retour sur Capitaux Employés et de la génération de trésorerie, qui couvre de nouveau les dividendes et les investissements. Ceci explique que le secteur affiche la meilleure performance depuis le début d'année.

Peut-on établir un parallèle entre les valeurs pétrolières et le secteur des télécoms ? Si les leviers du secteur sont naturellement différents, les catalyseurs de l'amélioration des cash-flows sont non seulement comparables, mais également visibles dès à présent. Les valeurs du secteur ont souffert ces dernières années de l'érosion de leurs cash-flows qui tient à

plusieurs facteurs. L'environnement concurrentiel difficile dans la plupart des marchés européens tout d'abord, qui a mis sous pression les revenus par abonné (« ARPU »). Les pressions réglementaires ensuite, qui ont fait disparaître peu à peu tous les revenus d'itinérance (« roaming ») jusqu'à juin 2017. Dans le même temps, les opérateurs ont fait face à une lourde vague d'investissements pour déployer les réseaux à très haut débit (4G et fibre optique). Le ratio de dépenses d'investissements sur chiffre d'affaires a souvent flirté avec les 20%, à comparer à un niveau normalisé inférieur à 15%. Cette configuration de revenus sous pression et de coûts en forte hausse n'est pas sans rappeler le cas des valeurs pétrolières. Or, les dernières publications des opérateurs télécoms attestent d'une inflexion de l'ensemble des leviers d'amélioration de leurs cash flows. Les investissements réalisés dans les réseaux de nouvelle génération permettent aux acteurs de se différencier et de monétiser leurs investissements. Si bien que leurs revenus progressent de nouveau : c'est le cas d'**Orange** en France, de **Telefonica** en Espagne ou bien encore de **Vodafone**. La disparition des revenus d'itinérance mi-2017 va également enlever une pression récurrente pour les opérateurs. En outre, les coûts ont atteint un pic et la plupart des groupes entament la normalisation de leurs investissements vers des niveaux inférieurs. En atteste le cas de Telefonica, très en avance dans le déploiement de son réseau fibre en Espagne. L'opérateur y a déjà vu son ratio investissements / chiffre d'affaires retomber sous 15%, et devrait tendre vers 10% d'ici 2/3 ans. De sorte que la génération de cash-flows de ces opérateurs progresse de nouveau, permettant de couvrir le paiement des dividendes et de poursuivre les investissements nécessaires.

La violence de la chute du prix du baril a obligé les groupes pétroliers à adapter rapidement leurs structures de coûts et ainsi redresser leurs cash-flows. De sorte qu'ils couvrent aujourd'hui le paiement des dividendes et les investissements nécessaires à leurs activités. Les déterminants du secteur des télécommunications sont par nature moins volatils, ce qui implique des ajustements et une inflexion plus graduels qu'au sein du secteur pétrolier. Il est cependant visible dès à présent que les mêmes mécanismes sont aujourd'hui à l'œuvre chez les opérateurs télécoms. C'est pourquoi, en dépit de sa sous-performance, nous maintenons notre conviction sur le secteur des télécommunications.

Performances*

PERFORMANCES	2018	2017	2016	2015	2014	2013	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	Depuis l'origine	Volatilité Vol. indice VL
ACTIONS EUROPE ET ZONE EURO												
METROPOLE SELECTION A												
FR0007078811	-0,92%	8,03%	-0,53%	9,19%	-0,02%	28,44%	1,41%	0,21%	41,65%	77,27%	215,41%	10,44%
STOXX Europe Large 200 NR	-1,23%	8,92%	1,88%	7,70%	7,09%	19,68%	1,16%	4,81%	45,61%	64,30%	136,13%	10,82%
Ecart de performance	0,31	-0,89	-2,41	1,49	-7,11	8,76	0,25	-4,60	-3,96	12,97	79,28	630,82
METROPOLE EURO SRI A												
FR0010632364	-2,03%	4,27%	2,93%	6,73%	1,24%	27,74%	-1,96%	-0,63%	37,92%	-	60,81%	11,16%
Euro STOXX Large NR	-0,63%	10,81%	3,97%	8,66%	4,30%	22,69%	2,31%	10,90%	55,22%	-	48,25%	11,36%
Ecart de performance	-1,40	-6,54	-1,04	-1,93	-3,06	5,05	-4,27	-11,53	-17,30	-	12,56	321,62
METROPOLE AVENIR EUROPE A												
FR0007078829	-4,66%	13,26%	3,64%	9,49%	-1,70%	28,99%	-1,97%	4,68%	47,99%	113,74%	248,14%	10,56%
STOXX Europe Small 200 NR	1,50%	18,10%	0,52%	15,68%	4,93%	26,73%	8,40%	19,21%	78,10%	130,63%	361,53%	10,66%
Ecart de performance	-6,16	-4,84	3,12	-6,19	-6,63	2,26	-10,37	-14,53	-30,11	-16,89	-113,39	696,29
METROPOLE FRONTIERE EUROPE A												
FR0007085808	-5,96%	15,33%	0,89%	6,19%	-1,86%	18,97%	-2,42%	4,52%	36,70%	-8,21%	98,88%	8,29%
STOXX Europe Large 200 NR	-1,23%	8,92%	1,88%	7,70%	7,09%	19,68%	1,16%	4,81%	45,61%	64,30%	151,17%	10,82%
Ecart de performance	-4,73	6,41	-0,99	-1,51	-8,95	-0,71	-3,58	-0,29	-8,91	-72,51	-52,29	397,77
OBLIGATIONS ET CONVERTIBLES												
METROPOLE CONVERTIBLES A												
FR0007083332	-3,21%	-0,67%	1,98%	2,88%	0,71%	7,22%	-3,75%	-3,23%	7,92%	35,06%	64,98%	3,09%
ECl-EURO	-0,38%	6,99%	-0,21%	6,08%	3,06%	9,81%	2,74%	7,96%	24,89%	49,93%	88,19%	4,02%
Ecart de performance	-2,83	-7,66	2,19	-3,20	-2,35	-2,59	-6,49	-11,19	-16,97	-14,87	-23,21	329,96
METROPOLE CORPORATE BONDS A												
FR0010695874	-1,90%	0,26%	0,51%	0,96%	3,78%	3,68%	-1,51%	0,01%	6,50%	-	50,00%	2,49%
FTSE MTS 3-5 Y	-0,58%	0,14%	1,46%	1,39%	5,93%	2,32%	-0,17%	2,51%	11,09%	-	30,25%	2,11%
Ecart de performance	-1,32	0,12	-0,95	-0,43	-2,15	1,36	-1,34	-2,50	-4,59	-	19,75	300

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

*Données au 29 juin 2018

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.



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 - E-mail : metropoleg@metropolegestion.fr
 Société anonyme au capital de 1 200 000 € - SGP 02026 - RCS PARIS B 442 661 195 - APE 6630Z

Investir avec discernement®