

La publication des résultats trimestriels d'HP le 18 août dernier, s'accompagnant certes de révisions à la baisse des prévisions annuelles comme Dell quelques jours auparavant, aurait pu passer inaperçu s'il n'y avait pas eu en même temps l'annonce fracassante de l'arrêt de l'activité smartphones (« WebOS phones ») et tablettes (« TouchPad ») ainsi que l'intention de sortir du marché du PC. Le lendemain, le cours dévissait de quelques 20%.

Et pourtant, le PC chez HP, représente presque un tiers du chiffre d'affaires (31% ce trimestre), un historique de rentabilité (5,9% de marge opérationnelle) et une position enviée de leader du marché. La décision de vendre ce business est donc un événement majeur dont nous voulons décortiquer les impacts.

- 1. Les PCs basés sur Windows sont un marché de commodité.** Cette évolution structurelle est singulièrement mise en valeur par la décision d'HP. Les PCs ne sont pas morts loin de là mais il devient simplement impossible pour les constructeurs de se différencier. Pour survivre, il faut aligner volumes, de très faibles coûts opérationnels et un mix pays émergents favorable : c'est dans ces régions où est la croissance. Il n'est pas étonnant que les asiatiques y excellent (Lenovo, Asustek, Acer, Samsung, Toshiba...). HP est en position de faiblesse à cet égard.
- 2. La Mobilité (smartphones et tablettes) constitue une disruption majeure.** Le PC a longtemps été au coeur de la révolution des systèmes d'information des entreprises puis des particuliers. Mais le monde a changé. Internet, la mobilité et le cloud computing sont les nouvelles directions stratégiques de l'industrie qui laissent le PC sur le chemin. De fait, les acteurs du PC n'ayant pas su conquérir une position de leader dans la Mobilité sont en danger. HP en fait partie et l'acquisition de Palm en avril 2010 pour 1,2 milliards de dollars US n'a en rien changé la donne.
- 3. La gouvernance d'entreprise est très insuffisante pour une société de cette taille.** Le conseil d'administration (CA) n'a en fait jamais vraiment fait son travail. Plutôt que d'être moteur dans l'articulation d'une vision stratégique et d'une continuité de dirigeants, le CA s'est complu dans des batailles internes¹. Au final, HP apparaît singulièrement en retard par rapport à IBM: l'activité PC devrait être vendue en 2011, six ans après IBM. Le logiciel est sous représenté (2,5% du CA du dernier trimestre) et le service reste insuffisant (29% du CA). Le faible nombre d'éditeurs logiciels restants à vendre, une fois qu'Oracle et IBM se sont servis, pousse HP à payer un prix aberrant (onze fois le chiffre d'affaires) pour acquérir Autonomy, éditeur logiciel britannique. Une acquisition qui soulève pas mal de doutes selon nous.
- 4. Les périodes économiques difficiles accélèrent le changement.** Il est fort probable que l'environnement économique incertain a poussé HP à accélérer sa décision de vendre son activité PC. Comme nous le constatons de façon récurrente, les disruptions sont exacerbées par avis de tempête, pas lorsque tout va bien.

Notre stratégie d'investissement privilégie les thèmes les plus porteurs, ceux où nous identifions des ruptures majeures. A l'inverse, nous restons à l'écart des secteurs matures ou à risque compte tenu

¹ C'est au point qu'en 2006, le magazine Newsweek avait révélé que la présidente du conseil d'administration, Patricia Dunn, avait demandé au directeur juridique d'HP d'engager une équipe de détectives pour intercepter les communications des membres du CA et de certains journalistes afin d'identifier d'où venaient les fuites répétitives.

des évolutions de l'industrie. Nous ne sommes ainsi pas investis ni dans Intel, ni dans Microsoft, ni dans Dell, ni dans HP même si ce sont des lignes « obligées » pour suivre l'indice.

Les marchés financiers sont actuellement épouvantables, défiant toute rationalité et pénalisant les sociétés non indicielles. Pour autant, n'oublions jamais que ces périodes de chute libre, aussi éprouvantes pour nos nerfs soient-elles, ne durent pas. Quand les marchés repartent, les investisseurs reviennent toujours sur les sociétés de demain, pas sur les perdants. C'est pourquoi nous considérons dans l'intérêt de nos clients de rester investis sur les sociétés incarnant le mieux les ruptures, d'autant plus que la chute des marchés les rend plus attractives en termes de valorisation. Et la baisse de 20% en une seule séance d'un tel poids lourd est là pour rappeler qu'une valeur indicielle ne saurait constituer une protection à la baisse.