

Peurs et réalité

La peur, se transformant épisodiquement en panique, rode sur les marchés financiers depuis début juillet. Les causes sont bien connues : (i) une mauvaise gouvernance dans la zone euro rendant particulièrement lent et laborieux le processus de prise de décision face à des marchés qui raisonnent à la seconde, (ii) un risque perçu d'implosion de l'euro menant à un démantèlement de l'Europe, et (iii) une croissance économique fragile aux Etats-Unis tandis que l'Europe rentre en récession.

Les investisseurs traditionnels ont fui les marchés qui sont la proie des hedge funds et des fonds de "high frequency trading". Les réactions aux événements sont devenues très imprévisibles et la volatilité reste à des niveaux très élevés. Novembre n'échappe pas à la règle : nous avons assisté à un nouveau mouvement de panique jusqu'à Thanksgiving puis à l'un des plus forts rebonds depuis mars 2009.

Et pourtant, le monde « réel », celui des entreprises, ne s'est pas arrêté.

Les ruptures technologiques sont en marche et le rythme, loin de ralentir, semble au contraire s'accélérer alors que l'environnement économique devient plus incertain. Nous en sommes à un tel point que beaucoup de sociétés rajoutent « innovation », « rupture technologique », « cloud computing », « mobilité », « social » dans leurs présentations marketing. La réalité en est souvent bien loin et les clients professionnels sont loin d'être dupes. Les acquisitions récentes de RightNow Technologies¹ par Oracle et de SuccessFactors² par SAP, envoient d'ailleurs un message opposé à leur discours : le Cloud Computing est disruptif et **les acteurs établis dits « dominants » perdent des comptes stratégiques.**

Un fort degré de compétition oblige les entreprises à se remettre en cause pour devenir plus agiles, plus productives et rester en contact avec leurs clients qui échangent maintenant via leurs smartphones, leurs tablettes et leurs « réseaux sociaux ». Brad Holcomb, président des études ISM l'a bien résumé: " firms have managed well by keeping inventories low and being more efficient overall (...) Companies are looking at every strategy...to reduce costs, to get more out of current resources."

Contrairement à 2008 qui a pris tout le monde par surprise, cela fait maintenant plusieurs mois que l'on annonce le pire. De ce fait, les chefs d'entreprise ont eu, largement, le temps d'anticiper. Des plans de réduction des coûts sont prêts à être déclenchés si besoin. Et, élément nouveau, un consensus semble émerger, ainsi que le décrit le CEO de Cognizant, Francisco D'Souza : "In fact, it is because of this persistent uncertainty and volatility that our clients are working hard to protect investments that are directed towards building agility into their businesses (..) So, what we're seeing is that clients are, in some sense, coming to think of this volatility as the new normal. And, they're looking to, in many way, take advantage of that volatility".

Les sociétés dans lesquelles le fonds est investi affichent une forte croissance et une profitabilité solide et en hausse

(les sociétés ont toutes publié leurs résultats du troisième trimestre). De fait, sur les 40 sociétés détenues par le fonds au 31 octobre, 33 ont publié de très bons résultats et prévisions, supérieurs aux attentes. Les surprises, dans certains cas, ont même été très fortes. Trois sociétés qui avaient déçu au deuxième trimestre, IMAX, TSMC et Akamai, conservées dans le portefeuille, font partie de cette liste. La croissance est en générale très forte dans les pays émergents, solide voire forte aux Etats-Unis et plus modérée en Europe. Quoique certaines sociétés ressortent totalement immunes au ralentissement européen, preuve que leurs solutions figurent en tête de liste des priorités d'investissement des entreprises. Rappelons aussi que les solutions de type « Software-as-a-Service » (SaaS) ont l'attrait incontestable de ne pas exiger d'investissement des clients. Ces résultats confirment que les thèmes d'investissement et le choix des sociétés sont pertinents.

¹ Le 24 octobre, Oracle a officialisé le rachat de RightNow Technologies, un concurrent de Salesforce.com pour 1,4 milliards de dollars US, soit une prime de 20% sur le dernier cours coté.

² SAP a annoncé le 3 décembre son intention d'acquérir SuccessFactors pour un montant de 3,4 milliards de dollars US, soit une prime de 52%. La position, 3%, a été initiée deuxième moitié de septembre dernier.

PERFORMANCES	NOVEMBRE	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
IT TECHNOLOGIES(INVESTISSEMENT EUR)	0,3%	-14,7%	33,1%	57,3%	-44,0%	-13,0%	3,8%	23,3%	-3,4%
MSCI IT World (EUR)	1,2%	-2,2%	17,2%	46,2%	-41,1%	2,4%	-3,1%	20,2%	-5,7%
MSCI World (EUR)	0,3%	-9,4%	18,1%	27,4%	-40,2%	-1,8%	6,0%	25,5%	4,7%

Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures. Sources: IT ASSET MANAGEMENT et Bloomberg.



ASSET MANAGEMENT

LETTRÉ MENSUELLE

IT TECHNOLOGIES INVESTISSEMENT



Comme chaque trimestre, il y a des déceptions par rapport aux attentes. Sept sociétés ont eu des résultats décevants.

Pour trois d'entre elles, l'impact sur le fonds est faiblement négatif voire légèrement positif : Apple (un trimestre raté à cause de la sortie retardée de l'iPhone 4S mais un démarrage des ventes très fort ont amené Apple à donner des prévisions, pour une fois, supérieures au consensus), Altera (trimestre décevant et des prévisions en deçà des attentes, le cours a monté de 12% le lendemain...), Amazon (une réaction, cette fois, négative suite à l'annonce d'une rentabilité encore en baisse à la suite des investissements importants et la volonté de vendre sa nouvelle tablette Kindle Fire à prix coûtant, voire à perte ; une position réduite à 1% juste avant).

Reste quatre sociétés (sur 40) ayant déçu et contribuant négativement à la performance du fonds : Camelot Information Systems (problèmes d'exécution suite aux acquisitions récentes), HTC (transition produits), NetApp (prévisions décevantes), Netflix (mauvaise communication d'un changement de politique de prix). Nous avons gardé ces quatre valeurs. Leur poids est de 9%.

Nous entendons très souvent dire des investisseurs qu'ils ont bâti une position Tech compte tenu des positions en trésorerie et de cash flow significatives. Nous sommes d'accord sur ce point mais nous nous inscrivons en contre sur l'idée que seules les mega caps Tech bénéficient du facteur cash. Nous avons donc voulu partager avec vous ce qu'il en est pour les sociétés du fonds.

Le ratio free cash flow sur CA moyen sur l'année calendaire 2010 est de 22%, 23% pour le top 10 du fonds, à comparer avec 24% pour le top 10 du MSCI IT World. Sur les neufs premiers mois 2011, le ratio du fonds est de 19%, 27% pour le top 10 du fonds et 29% pour le top 10 de l'indice. En 2011, les sociétés du portefeuille **accélèrent** leurs investissements pour tirer parti maintenant de la vulnérabilité des acteurs établis.

Le ratio trésorerie nette T3 2011 sur CA 12 derniers mois est de 79% (86% pour le top 10 du fonds). Autrement dit, les sociétés du fonds possèdent en moyenne près de 10 mois de chiffre d'affaires en cash. Le top 10 du MSCI IT World est de 58%. A noter qu'IBM, incontestablement une société financièrement très bien gérée, a une position nette négative, à savoir de -3,6 milliards de dollars US (8 milliards de cash). HP est dans une position jugée, à juste titre, délicate, avec une trésorerie nette négative de 23 milliards avec seulement 8 milliards en cash. Les chiffres d'IBM et HP excluent les ressources utilisées pour financer leurs clients.

On voit donc clairement que la perception que seules les mega caps Tech bénéficient d'une situation confortable de trésorerie ne correspond pas à la réalité. Les sociétés du fonds n'ont rien à envier aux plus grandes ; elles sont, en plus, stratégiquement bien positionnées et en forte croissance.

Nos objectifs de cours sont volontairement conservateurs et anticipent une année 2012 plus difficile avec des investissements InfoTech entreprise plus contraints et un environnement de dépense consommateur défavorable. Nous avons vendu le reste de la position sur Cap Gemini, comme prévu, compte tenu de son exposition aux marchés publics, au secteur de la finance et à l'Europe. Nous avons renforcé le poids en sociétés SaaS.

Nous sommes très confiants sur nos thèmes d'investissement et les sociétés retenues. Nous sommes beaucoup moins satisfaits de la performance actuelle du fonds.

La peur domine les marchés et masque totalement les fondamentaux. Le fonds subit en conséquence une décote que nous pensons temporaire. Quand le sentiment boursier ne colle pas à la réalité, il y a un ajustement, typiquement au moment où les résultats trimestriels sont publiés. C'est le moment clef où les anticipations se réajustent en fonction de la réalité. Le troisième trimestre aurait dû jouer ce rôle. Ce fût effectivement le cas... jusqu'au 15 novembre et la nouvelle correction qui s'ensuit. Il est intéressant d'examiner le comportement du fonds pendant cette période afin de quantifier le potentiel de rebond du fonds.

Entre le 19 août, plus bas des marchés américains et le 3 octobre, plus bas des marchés actions monde (l'Europe et les pays émergents ont continué à baisser sur cette période), le fonds surperforme les actions monde (MSCI World All Countries), en baissant de 2,8% tandis que les actions monde chutent de 6,0%. A partir du 3 octobre jusqu'au 15 novembre, le fonds progresse de 22,1% versus 11,2% pour le MSCI World AC. Le 15 novembre, le fonds sur-performait à nouveau (YTD) les actions monde.

La comparaison avec le MSCI IT World est aussi intéressante malgré le prisme actuel très fort sur les mega cap Tech (voir notre Lettre Mensuelle de novembre, www.itasset.com). A partir du 25 octobre, date à laquelle la largeur de marché commence enfin à se rétablir, le fonds monte de 6,2% contre un indice flat (+0,9%).



ASSET MANAGEMENT

LETTRÉ MENSUELLE

IT TECHNOLOGIES INVESTISSEMENT



La correction qui démarre le 15 novembre est courte mais très violente. En quelques jours, l'effet des excellents résultats du troisième trimestre est quasiment gommé. Encore un nouvel accès de pure panique. Les marchés redémarrent à partir du 30 novembre avec une hausse très forte en quelques jours. Il est clair que ces coups de yo-yo, sur des durées très courtes, ne favorisent pas l'efficacité des marchés et les valeurs non indiciaires. Nous sommes incapables de prédire l'évolution des marchés. Nous savons et nous vérifions tous les jours, par contre, que les valeurs en portefeuille croissent grâce aux nombreuses ruptures technologiques souvent exacerbées par les difficultés économiques actuelles. Nous savons que les gros écarts entre sentiment boursier et réalité finissent toujours pas se combler.

Quel peut être le facteur déclencheur ? Un marché qui retrouve un peu de sérénité (pas forcément un marché haussier) et de discernement lorsque les dirigeants de la zone euro auront enfin un plan cohérent et crédible. Ou bien un autre trimestre de résultats qui forcent les investisseurs à différencier leurs jugements selon les sociétés.

A moins que le signal envoyé par Oracle, une société connue pour acheter pas cher des sociétés en perte de vitesse, et par SAP, une société au conservatisme bien allemand, soit pris en compte par les marchés financiers. Pourquoi ces sociétés payent-elles une telle prime pour acquérir RightNow Technologies et SuccessFactors ? Ces dirigeants sont-ils inconscients ou ne sont-ils pas les mieux placés pour appréhender les dynamiques de leur marché et prendre en compte la perte d'un nombre significatif de clients clef au profit de concurrents aux technologies disruptives ?

* Les sociétés soulignées sont détenues par le Fonds.



ASSET MANAGEMENT



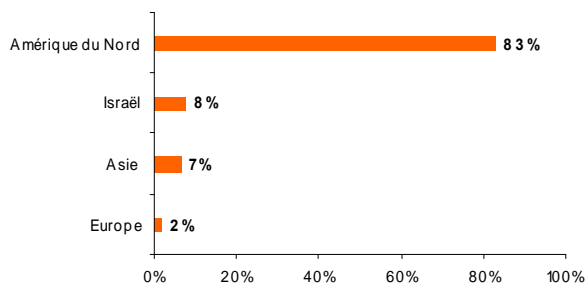
ASSET MANAGEMENT

LETRE MENSUELLE

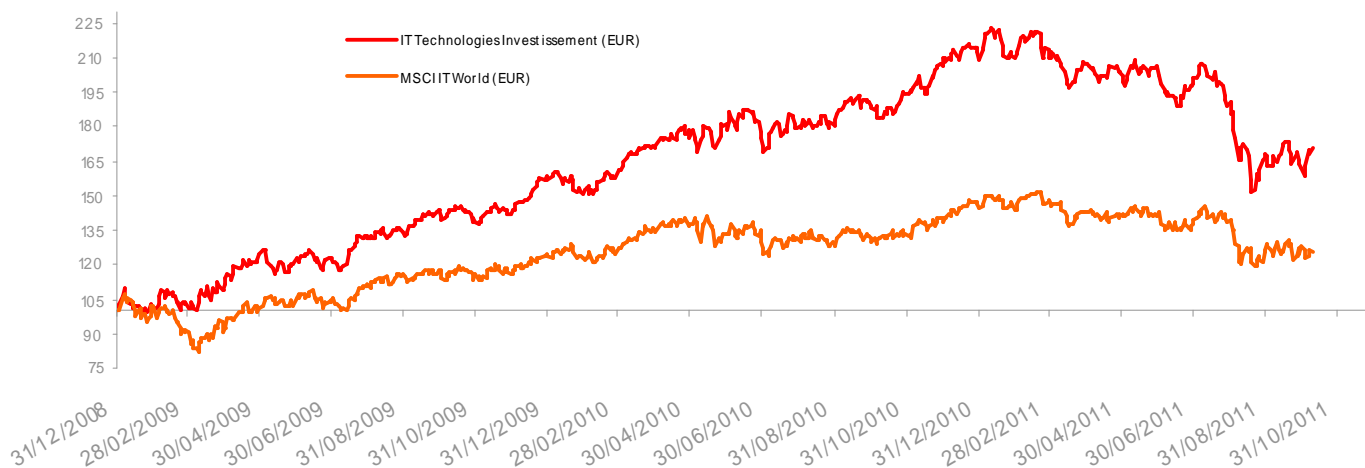
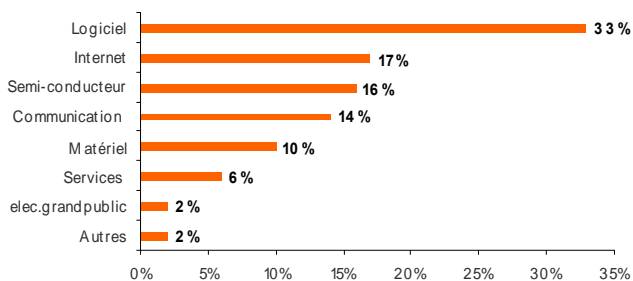
IT TECHNOLOGIES INVESTISSEMENT



Répartition par Région (en % du portefeuille investi)



Répartition par Secteur (en % du portefeuille investi)



Les tableaux et graphiques de ce document ont été réalisés avec des valeurs connues au 30 Novembre 2011.

Sources : IT Asset Management & Bloomberg

Les performances passées ne peuvent en aucun cas garantir les résultats futurs. La performance et la valeur liquidative d'un fonds commun de placement varient en fonction des marchés ainsi la valeur de rachat d'une part peut valoir plus ou moins que son prix d'acquisition.

Code ISIN	FR0000992232
Code Bloomberg	ITTECIN FP
Forme Juridique	Fonds Commun de Placement de droit français
Gérants	Benoît Flamant, Muriel Faure et Leslie Griffe de Malval
Objectif d'investissement	Viser la croissance du capital à long terme (5 ans) minimum en investissant au niveau mondial dans les sociétés cotées du secteur des Technologies de l'Information
Date de création	11 Mars 1993
Devise	EUR
Frais de gestion	1,794 % TTC p.a.