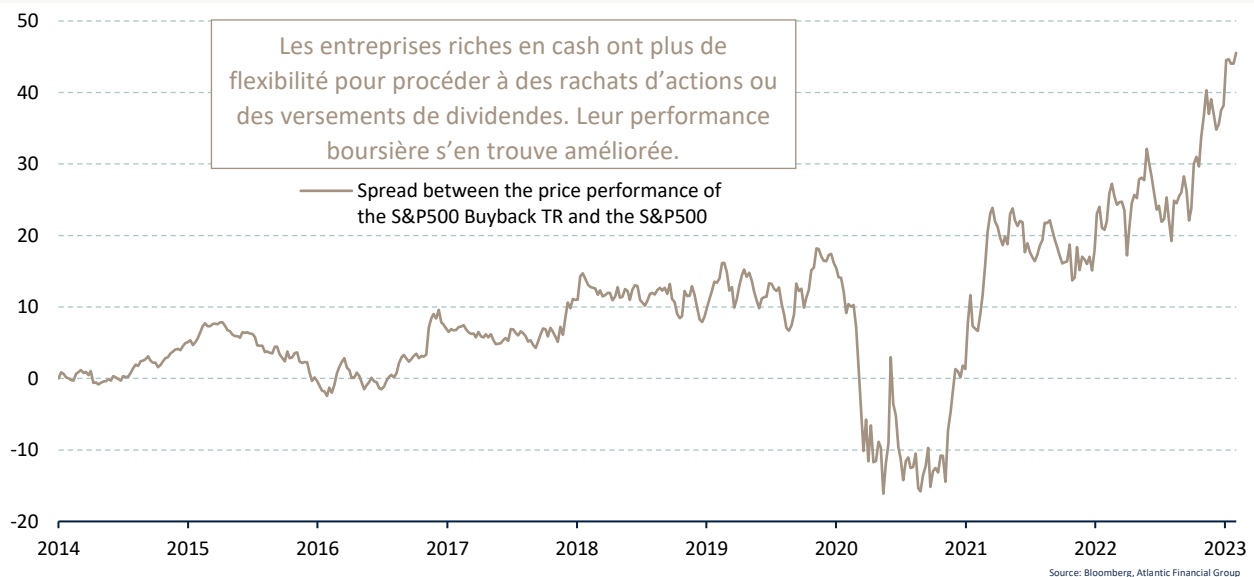




"LE CASH RESTE LE NERF DE LA GUERRE !"

- ◆ Des flux de trésorerie importants favorisent la surperformance des sociétés
- ◆ La flexibilité financière permet de rétribuer les investisseurs
- ◆ Et de continuer à investir dans l'avenir de l'entreprise

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Le cash rassure"



ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

Les marchés financiers s'envolent depuis le début de l'année malgré la récession qui se profile en Europe et aux Etats-Unis. La réouverture de la Chine et la résilience du marché de l'emploi laissent espérer un atterrissage en douceur de l'économie. Dans cet environnement, il convient de rester prudent et de renforcer les investissements sur les actions de qualité, c'est-à-dire celles qui sont en mesure de gagner des parts de marché et de générer de bons cash-flows dans la durée.



◆ Des flux de trésorerie importants favorisent la surperformance des sociétés

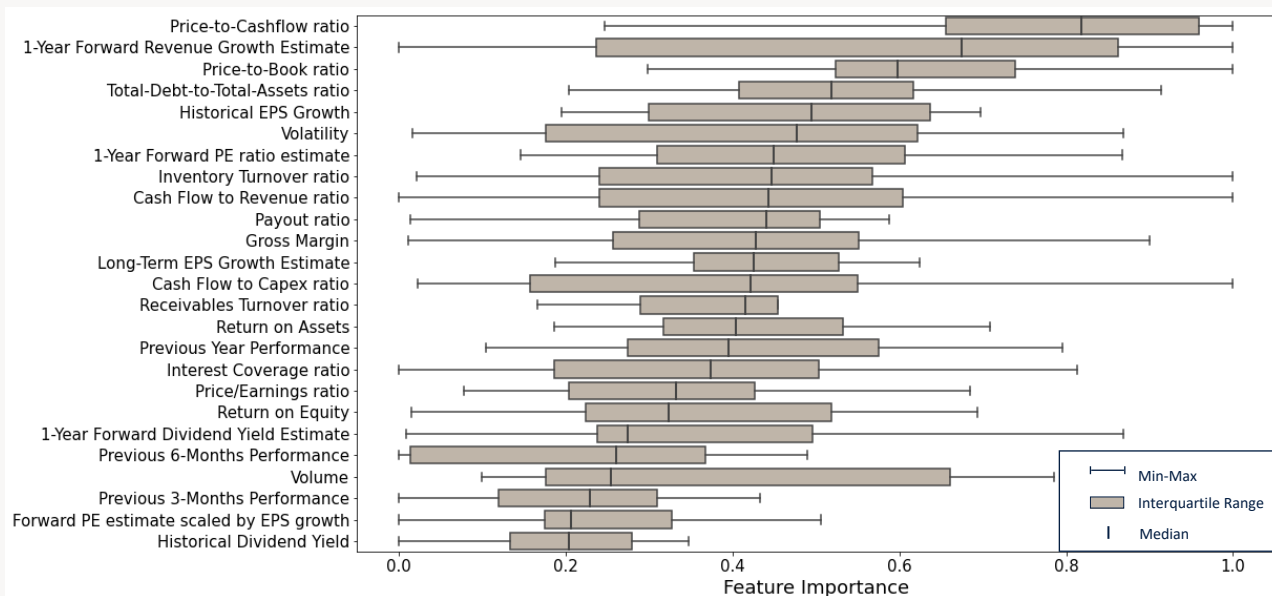
Un flux de trésorerie positif indique que les liquidités d'une entreprise augmentent, ce qui lui permet de couvrir ses obligations, de réinvestir dans ses activités, de rétribuer les actionnaires, de payer ses dépenses et de se prémunir contre de futurs aléas financiers. Les entreprises qui disposent d'une grande souplesse financière bénéficient d'une plus grande marge de manœuvre pour sélectionner des investissements rentables. Elles s'en sortent également mieux en cas de récession.

D'après une étude quantitative interne à Atlantic Financial Group, il a été démontré que la performance d'une action s'explique en grande partie par la capacité de la société à générer du cash (cf. Fig. 2).

Fig. 2 – Extrait d'une étude AFG sur les indicateurs de performance

Cette étude vise à apporter son soutien au processus d'analyse de titres. Elle propose, pour chaque industrie, une liste d'indicateurs destinés à évaluer si l'action surperformera son secteur ou non, et classe chaque indicateur selon son degré d'importance dans l'explication de cette surperformance. Différents modèles et algorithmes ont été appliqués à 25 variables fondamentales et techniques couramment mentionnées dans la recherche, afin de quantifier leur pertinence.

Pertinence des ratios financiers pour expliquer la performance des titres



Source: DataStream, Atlantic Financial Group

Nous avons constaté une hétérogénéité entre les secteurs. Il convient donc d'adapter la méthode d'analyse selon l'activité de l'entreprise. Après observation, un indicateur se démarque pour la majorité des secteurs: le Price-to-Cashflow ratio. En effet, il semblerait que le marché valorise l'aptitude d'une entreprise à générer du cash. D'autres ratios similaires tels que le Cashflow/Capex et le Cashflow/Revenu se révèlent pertinents également.

Certaines variables sont, elles aussi, particulièrement importantes, à savoir la croissance des revenus attendue à un an, le ratio Price-to-Book et le ratio d'endettement Total Debt/Total Assets.

Par ailleurs, malgré leur popularité, les indicateurs de rendement des dividendes ou la performance passée semblent moins pertinents.



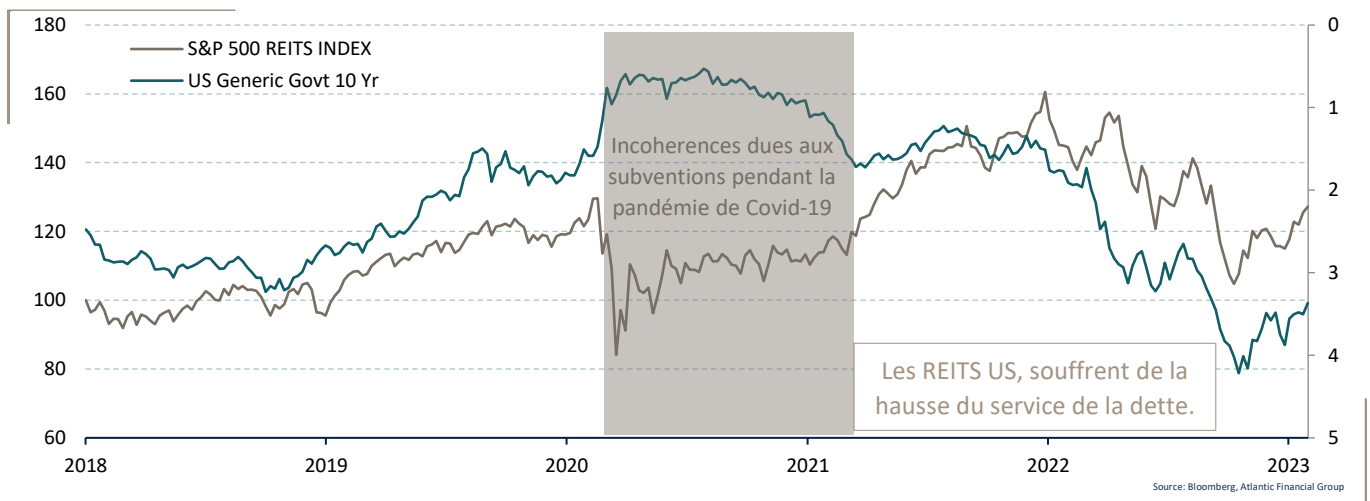
Le PE est également un ratio très suivi par les investisseurs mais celui-ci est moins pertinent pour expliquer la performance du titre. La différence s'explique probablement par la résilience dont fait preuve une société capable de générer des liquidités (free cashflow) tout au long du cycle économique, même si celle-ci affiche un résultat net négatif. Les cash-flows seront évidemment réduits si la société ne génère plus de profit, mais ils peuvent rester positifs grâce à une bonne gestion des fonds de roulement par exemple. Ceux-ci évoluent au rythme des stocks d'inventaires ou de l'échelonnement des paiements aux fournisseurs entre autres. Les cash-flows reflètent donc véritablement la qualité du management de l'entreprise, sa vision à long terme et surtout sa capacité à réagir aux facteurs exogènes.

◆ La flexibilité financière permet de rétribuer les investisseurs

Le tableau des flux de trésorerie permet de comprendre d'où provient le cash de l'entreprise. La société peut générer du cash de trois façons : 1) via ses activités opérationnelles courantes; 2) via ses investissements ou 3) via des opérations de financement. Les sociétés vont donc faire des choix stratégiques pour générer de la liquidité et optimiser leur rendement.

Le cash généré via des opérations de financement doit être scrupuleusement analysé alors que les taux d'intérêt remontent. La situation se complique pour les entreprises qui ne génèrent ni profit ni cash-flow, faute de revenus, et dont la valorisation est basée sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs. C'est le cas de nombreuses sociétés dont l'activité dépend d'une technologie récente ou encore en phase de recherche et développement comme les biotech. La hausse des taux les pénalise à la fois dans la valorisation de leurs cash-flows mais également du fait de la hausse des coûts de financement alors que le financement en actions devient plus compliqué. Le prix de ces sociétés se détériore souvent en deçà de leur valeur nette comptable (brevets...). Elles deviennent alors des cibles potentielles pour les entreprises riches en cash. Enfin, les sociétés très endettées comme les REITS aux Etats-Unis pourraient continuer de sous-performer sous le poids du service de la dette alors que la valeur des biens immobiliers se dégrade. (cf. Fig. 3).

Fig. 3 – La performance des REITS US est inversement corrélée au taux 10 ans US





◆ Et surtout de continuer d'investir dans l'avenir de l'entreprise

Ce qui assure une grande part de stabilité à l'entreprise reste quand même sa capacité à générer des liquidités par son activité opérationnelle. Pour ce faire, l'entreprise doit être en mesure de gagner des parts de marché sur ses concurrents ou de fixer les prix qui lui garantissent des marges stables.

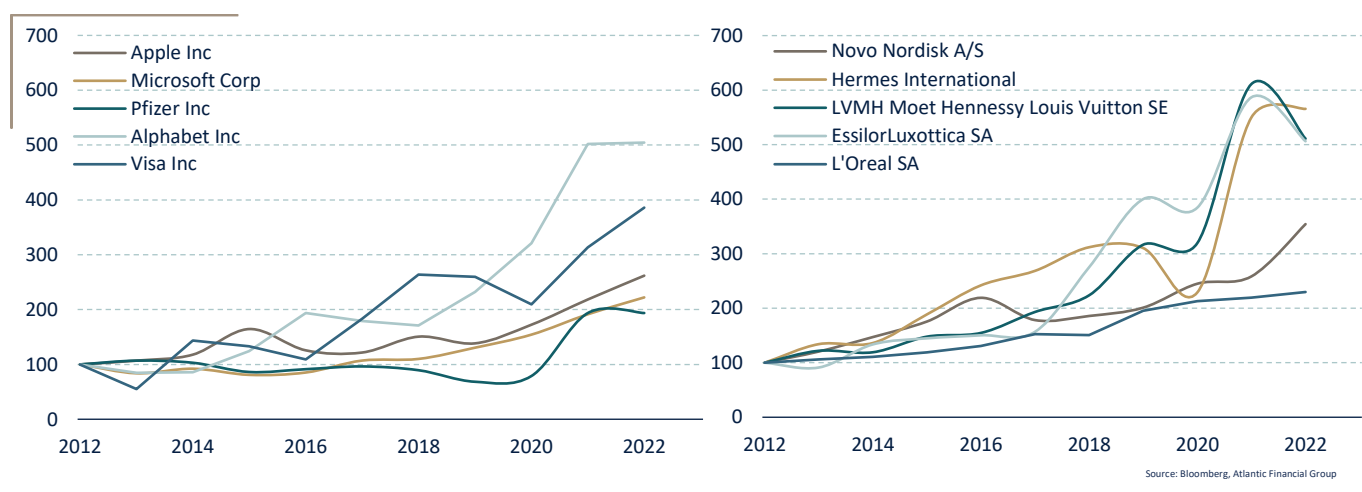
Parmi les secteurs capables de fixer les prix, on retrouve le secteur pharmaceutique (ex. : Merck, Pfizer, Roche ou Novo Nordisk) ou le secteur des services publics (ex. : Engie, NextEra). Bien que largement réglementés, ces deux secteurs sont indexés sur l'inflation. Enfin, le prix des médicaments est protégé par des brevets, ce qui garantit aux pharmas une marge confortable.

Le secteur du luxe est également en mesure d'augmenter les prix sans effet sur les volumes de vente. Le secteur des biens de première nécessité bénéficie également d'une faible élasticité de la demande par rapport au prix, ce qui lui garantit des marges stables dans le temps et une bonne visibilité sur les cash-flows futurs. Les marges recommencent à croître dès que l'inflation a atteint un pic, les sociétés ayant déjà répercuté les hausses de prix des matières premières et des salaires dans le prix des produits finis.

Les compagnies en situation de monopole ou oligopole sont, enfin, les plus à même de fixer les prix. Les plus notables sont Microsoft, Apple, Alphabet et Visa aux Etats-Unis, ou encore Hermès, Louis Vuitton, EssilorLuxottica, L'Oréal et Pernod Ricard en Europe (cf. Fig. 4).

Si l'entreprise ne peut rester leader sur son marché et croître de façon organique, des opérations de fusion & acquisition lui permettront d'augmenter ses revenus et potentiellement ses marges grâce à des économies d'échelle. La flexibilité financière est donc primordiale en période de crise et se révèle souvent comme un facteur accélérateur de tendances. En effet, les entreprises bien gérées auront les financements nécessaires pour rétribuer leurs actionnaires (cf. Graphique de la semaine) ou payer les intérêts de leurs dettes, mais elles auront également le cash disponible pour faire l'acquisition de sociétés en difficulté, offrant de nouvelles opportunités de croissance.

Fig. 4 – Evolution des flux de liquidités des principaux leaders sur leurs marchés respectifs



Source: Bloomberg, Atlantic Financial Group



Conclusion :

Dans un environnement macro-économique qui se dégrade, la sélection de titres de qualité devient primordiale. Comme pour un portefeuille d'investissement, le cash disponible en période d'incertitude permet certes de limiter les pertes, mais surtout de profiter des opportunités qui émergent en cas de panique sur les marchés financiers.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2023 Year-to-Date (%)	2022 (%)	2021 (%)
Equities							
World (MSCI)	656.3	66.26	1.0%	8.5%	8.5%	-18.0%	19.0%
USA (S&P 500)	4 136	63.56	1.6%	8.3%	7.9%	-18.1%	28.7%
USA (Dow Jones)	33 926	54.18	-0.2%	2.5%	2.4%	-6.9%	20.9%
USA (Nasdaq)	12 007	67.34	3.3%	15.6%	14.8%	-31.5%	22.2%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	458.4	74.13	2.1%	9.5%	12.0%	-11.4%	23.5%
UK (FTSE 100)	7 902	70.41	1.8%	4.7%	6.1%	4.6%	18.4%
Switzerland (SMI)	11 349	56.60	0.2%	3.4%	5.8%	-14.3%	23.7%
Japan (Nikkei)	27 694	61.43	0.5%	5.4%	5.4%	-7.4%	6.7%
Emerging (MSCI)	1 039	62.06	-1.2%	8.0%	8.7%	-19.9%	-2.3%
Brasil (IBOVESPA)	108 523	42.45	-3.4%	4.2%	-1.1%	4.7%	-11.9%
Russia (MOEX)	2 248	68.42	2.7%	3.8%	4.7%	-36.9%	21.9%
India (SENSEX)	60 428	54.03	2.6%	-0.7%	0.1%	5.8%	23.2%
China (CSI)	4 083	62.90	-1.0%	6.5%	7.0%	-19.8%	-3.5%
Communication Serv. (MSCI World)	82.82	71.68	2.9%	16.1%	17.8%	-35.3%	10.9%
Consumer Discret. (MSCI World)	321.7	66.85	1.1%	15.4%	16.0%	-31.5%	9.2%
Consumer Staples (MSCI World)	269.5	49.50	0.6%	1.1%	1.0%	-6.0%	11.7%
Energy (MSCI World)	239.3	40.91	-4.6%	2.1%	-0.5%	34.6%	37.5%
Financials (MSCI World)	142.6	67.58	0.1%	7.6%	8.1%	-9.2%	25.1%
Health Care (MSCI World)	339.8	44.55	-0.3%	-0.6%	-0.6%	-5.7%	18.0%
Industrials (MSCI World)	303.8	64.44	1.4%	6.7%	7.1%	-12.7%	16.6%
Info. Tech. (MSCI World)	452.2	72.09	3.9%	16.0%	15.3%	-30.9%	27.6%
Materials (MSCI World)	339.7	59.45	-0.8%	8.6%	9.0%	-14.0%	15.4%
Real Estate (MSCI World)	189.5	64.16	0.7%	9.4%	10.0%	-24.0%	23.6%
Utilities (MSCI World)	149.2	37.26	-1.6%	-1.3%	-1.3%	-3.8%	11.1%
Bonds (FTSE)							
USA (7-10 Yr)	3.56%	52.01	0.0%	2.4%	2.9%	-14.5%	-2.4%
Euro Area (7-10 Yr)	2.81%	53.01	0.8%	2.8%	4.2%	-18.4%	-2.9%
Germany (7-10 Yr)	2.19%	49.43	0.2%	1.4%	2.6%	-17.8%	-2.7%
UK (7-10 Yr)	3.06%	68.49	2.1%	4.8%	5.0%	-17.1%	-4.9%
Switzerland (7-10 Yr)	1.21%	52.13	0.2%	2.3%	3.4%	-13.5%	-2.3%
Japan (5-10 Yr)	0.50%	54.08	0.3%	0.5%	0.5%	-2.8%	0.0%
Emerging (5-10 Yr)	7.56%	64.51	0.9%	3.5%	4.3%	-17.4%	-2.3%
USA (IG Corp.)	4.97%	58.44	0.5%	2.0%	4.1%	-18.8%	-1.0%
Euro Area (IG Corp.)	3.75%	62.19	1.1%	1.8%	3.2%	-13.6%	-1.0%
Emerging (IG Corp.)	7.06%	74.40	0.3%	2.0%	3.5%	-14.9%	-3.0%
USA (HY Corp.)	7.88%	69.28	1.3%	2.7%	5.0%	-11.2%	5.3%
Euro Area (HY Corp.)	6.89%	86.02	1.3%	3.3%	4.4%	-10.6%	3.4%
Emerging (HY Corp.)	10.24%	68.36	0.6%	3.3%	4.9%	-12.4%	-3.2%
World (Convertibles)	384.9	70.74	1.1%	7.5%	7.3%	-18.2%	2.4%
USA (Convertibles)	509.0	67.79	1.1%	7.4%	7.4%	-20.1%	3.1%
Euro Area (Convertibles)	190	79.72	1.1%	4.6%	5.2%	-12.1%	1.2%
Switzerland (Convertibles)	175.3	57.43	0.2%	1.5%	1.9%	-7.5%	-0.5%
Japan (Convertibles)	201.7	64.66	-0.5%	1.9%	1.8%	-1.3%	3.3%
Hedge Funds (Crédit Suisse)							
Hedge Funds Indus.	734	65.61	n.a.	0.1%	n.a.	1.0%	8.2%
Distressed	924	53.76	n.a.	0.0%	n.a.	-4.5%	12.5%
Event Driven	757	52.42	n.a.	-0.1%	n.a.	-6.7%	12.9%
Fixed Income	390	59.61	n.a.	1.4%	n.a.	-2.3%	5.2%
Global Macro	1396	63.30	n.a.	-1.1%	n.a.	17.1%	9.6%
Long/Short	874	52.71	n.a.	0.2%	n.a.	-5.9%	8.3%
CTA's	407	67.70	n.a.	1.0%	n.a.	18.0%	8.2%
Market Neutral	295	64.76	n.a.	1.9%	n.a.	-0.1%	6.2%
Multi-Strategy	706	62.10	n.a.	-0.5%	n.a.	1.7%	7.0%
Volatility							
VIX	18.33	42.01	-1.0%	-20.0%	-15.4%	25.8%	-24.3%
VSTOXX	16.76	39.42	-3.1%	-17.3%	-19.8%	8.4%	-17.6%
Commodities							
Commodities (CRB)	554.2	n.a.	-1.0%	-0.1%	-0.1%	-4.1%	30.3%
Gold (Troy Ounce)	1 875	46.31	-2.5%	0.5%	2.8%	-0.3%	-3.6%
Oil (WTI, Barrel)	73.39	36.27	-5.8%	-4.6%	-8.6%	4.3%	58.7%
Oil (Brent, Barrel)	79.52	40.82	-7.5%	-2.4%	-6.7%	9.7%	51.4%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	103.09	52.79	0.8%	-0.8%	-0.4%	8.2%	6.4%
EUR	1.0784	49.63	-0.6%	1.3%	0.7%	-5.8%	-7.5%
JPY	131.87	45.84	-1.1%	0.2%	-0.6%	-12.2%	-10.2%
GBP	1.2053	38.78	-2.4%	-0.3%	-0.2%	-10.7%	-1.0%
AUD	0.6927	47.50	-1.9%	0.7%	1.7%	-6.2%	-5.6%
CAD	1.3415	49.57	-0.2%	0.2%	1.0%	-6.8%	0.7%
CHF	0.9254	48.47	-0.1%	0.3%	-0.1%	-1.3%	-3.0%
CNY	6.7816	56.48	-0.4%	0.7%	1.7%	-7.9%	2.7%
MXN	19.051	46.62	-1.5%	0.5%	2.4%	5.3%	-3.0%
EM (Emerging Index)	1 707.9	67.71	0.4%	2.8%	2.8%	-4.3%	0.9%

Source: Bloomberg, Atlantic Financial Group

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Atlantic Financial Group (ci-après "Atlantic"). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Atlantic, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Atlantic ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Atlantic ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Atlantic se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Atlantic peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Atlantic.