

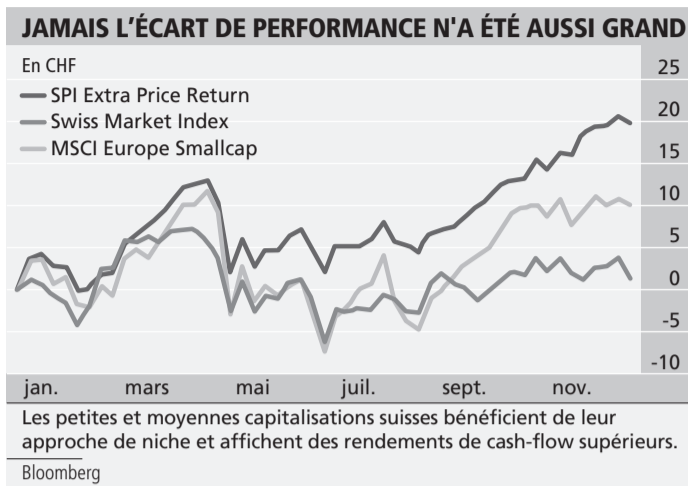
Succès de l'approche de niche

SPI. La stratégie buy & hold à long terme s'avère toujours efficace pour les sociétés suisses de l'indice élargi.

LEVI-SERGIO MUTEMBA

L'argument selon lequel les small caps n'assurent pas une aussi bonne visibilité que les blue chips ne vaut pas pour les entreprises suisses. Les pertes des indices blue chips sur le long terme, en Suisse comme ailleurs, a fourni maintes raisons de critiquer l'approche d'investissement value (buy & hold): 10.000 francs investis dans le SMI il y a dix ans auraient résulté en une perte de 10% environ. Investis dans le SPI Extra, en revanche, ces 10.000 francs auraient un peu plus que doublé. En 2010, l'appréciation de l'indice des petites et moyennes capitalisations totalise 20% contre une progression négative de 1,68% pour le SMI. Sur dix ans, l'indice global des petites sociétés, le Russell 2000, n'a quant à lui engrangé que 6,33%.

«Jamais l'écart entre ces deux paniers n'a été aussi important», constate Pierre Cloux, qui a fêté hier, à Bursins, le troisième anniversaire de son fonds SPI, le Swiss Discovery Fund (SDF). Ce fonds, lancé en janvier 2008, a récupéré près de 80-90% de sa NAV depuis la série de jambes baissières (-50% environ) qui se sont succédées depuis le mois de juillet 2007 jusqu'à mars 2009. Comme le fonds spécialisé de Valartis, le SDF a pris près de 20% sur douze mois au 31 décembre 2010. A comparer avec



l'appréciation de l'indice MSCI Europe Small Cap, qui n'a progressé que de 8% l'an dernier et de 19,84% sur cinq ans, en monnaie comparable (contre 27,88% pour le SPI Extra sur 5 ans). Fin décembre, Merrill Lynch déclarait que ce rallye devrait stopper net en 2011. Les valorisations sont devenues trop onéreuses. Dans ce contexte, les investisseurs se tourneront vers des valeurs dites sûres: grosses capitalisations et titres de rendement (dividendes). Merrill Lynch faisait toutefois allusion aux entreprises américaines et européennes. S'agissant des suisses, le tableau est plus nuancé.

«La logique derrière la performance des titres du SPI réside dans leurs fondamentaux», affirme Pierre Cloux. «Ceux-ci se

résument essentiellement à la génération de cash-flows.» Une performance tributaire des modèles d'affaires des entreprises suisses. Contrairement à la plupart des petites et moyennes sociétés qui tirent leurs revenus de leur marché local, les sociétés suisses ont su déployer leurs activités à l'international. Pour y figurer bien souvent comme leader dans des segments spécifiques. Le gros de l'actif productif du conglomérat Dätwyler se situe à l'étranger. Ce qui présente également l'avantage d'offrir une couverture naturelle (natural hedge) contre les effets de change adverses. Lorsque Lindt & Sprüngli a pris la décision de s'implanter sur le marché très concurrentiel des Etats-Unis, il y a quelques années, la plupart des

analystes étaient sceptiques face à l'ambition du chocolatier, démesurée à leurs yeux. Pas plus tard que mardi dernier, force est de constater que le groupe a atteint une croissance à deux chiffres précisément sur ce marché.

L'approche de niche constitue également une caractéristique déterminante des entreprises du SPI. Aucune commodité, rien que du haut de gamme. Le groupe Dätwyler a beau entreprendre des métiers très différents, tous sont positionnés sur des marchés à forte barrière à l'entrée. Le prolongement du contrat de livraison de solutions uniques d'étalement pour Nespresso en est un exemple éloquent. Le spécialiste des systèmes de ventilation et de radiateurs Zehnder a pu gagner des parts de marché en Europe malgré une conjoncture plus que défavorable. Grâce à «toute une série de mesures stratégiques et opérationnelles touchant à l'organisation, la logistique, l'informatique, la R&D et le marketing», insiste le groupe. ■

DÄTWYLER A BEAU ENTREPRENDRE DES MÉTIERS TRÈS DIFFÉRENTS. TOUTS SONT POSITIONNÉS SUR DES MARCHÉS À FORTE BARRIÈRE À L'ENTRÉE.

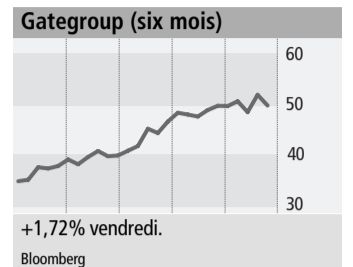
Premiers changements de perception du marché

GATEGROUP.

Les opérateurs continuent de croire au potentiel de l'ex-filiale de Swissair. Pour autant que les projections se concrétisent.

STÉPHANE GACHET
ZURICH

Le titre a été recherché vendredi, après l'annonce de renouvellement du contrat avec la compagnie espagnole Iberia. Un signal très clair, malgré des volumes limités, du potentiel résiduel de Gategroup. L'ex-filiale de Swissair, devenue conglomérat global dans la logistique en vol, s'inscrit clairement parmi les histoires à succès. Depuis la cotation, en mai 2009, le titre a plus que triplé, de 15 à près de 50 francs (soit une progression de plus de 230%). Un pouvoir d'attraction qui reflète plusieurs éléments très positifs. Premièrement, la position de leader de Gategroup, qui apparaît comme le spécialiste le mieux outillé du secteur très spécialisé de l'approvisionnement en vol. Un secteur où la concurrence principale demeure les entités encore rattachées aux compagnies d'aviation. Deuxièmement, l'intérêt du marché reflète le potentiel de croissance du groupe, en position a priori idéale pour profiter de la consolidation du secteur, en particulier dans des zones à fort développement, notamment l'Asie. Enfin, les investisseurs se sont jusqu'à présent montrés très réceptifs aux projections données par le groupe. Le marché commence pourtant à donner les premiers signes d'un changement de perception. Helvea ouvre la brèche. Une note publiée la semaine dernière fait pour la première fois mention du «bénéfice du doute» accordé au management. L'analyste signifiant par là une attention désormais redoublée quant au maintien des objectifs de croissance: chiffre d'affaires de 4 milliards et bénéfice EBITDA de 12% d'ici 2013. Soit une progression



annuelle proche de 5%. Un niveau supérieur aux attentes de croissance du secteur de l'aviation, que les observateurs projettent en stagnation après une année 2010 marquée par un retour en puissance (+4-5% de passagers).

Le momentum fléchissant, le court terme paraît logiquement moins porteur pour Gategroup. Reste à assurer le moyen terme, selon les objectifs avancés. Pour l'instant, le marché ne doute pas que le niveau de progression fixé soit atteignable. Pour autant, comme le souligne Helvea, il faudra que le management fasse plus que renouveler des contrats, à l'instar de l'annonce publiée vendredi dernier. La poursuite de la collaboration avec Iberia est une nouvelle positive, mais très prévisible. L'impact reste par ailleurs limité. Les rapports avec Iberia (et par extension avec British Airways) demeurent un élément essentiel, en Europe, également en Amérique latine. Mais le renouvellement confirme surtout la position de force de Gategroup, qui sert plus de 270 compagnies, dans plus de 35 pays.

Gategroup devra pourtant faire mieux que son secteur pour tenir ses prévisions. En toute logique, le marché devrait se montrer toujours plus impatient à voir se concrétiser des acquisitions d'importance, qui restent le véritable relai attendu. ■

L'OBJECTIF DÉPASSE LA PROGRESSION NATURELLE DU SECTEUR. LES ACQUISITIONS DÈMEURENT LE RELAIS LE PLUS ATTENDU ET LE PLUS OBSERVÉ.

Elan supérieur à la moyenne

CONVENIENCE FRAIS.

L'accord récent entre Bell et Hilcona illustre l'attrait d'un secteur en pleine évolution.

PHILIPPE REY

Les habitudes de consommation changent. La majorité des ménages suisses consacre aujourd'hui moins de 20 minutes à la préparation d'un repas. C'est pourquoi le convenience des produits frais marche bien, notamment pour Coop et Migros, qui ont chacun lancé une ligne (Betty Bossi et Anna's Best respectivement). Les deux géants de la distribution travaillent avec des sociétés, qui fabriquent ce genre de produits, en particulier Bell et Orior. Valora essaie également de trouver une place au soleil.

La palette des produits que l'on range dans le segment convenience food ne cesse de s'élargir, elle compte aujourd'hui quelque 400 produits dans les grandes surfaces. Au sens large, le terme convenience food englobe des aliments, des mets ou des repas complets pré-cuisinés: salades, légumes préparés, potages en sachet, sauces prêtes à l'emploi, mets congelés, pizzas, plats pour micro-onde, etc.

La croissance de ce secteur est supérieure à celle du produit intérieur brut (PIB). Le marché du convenience suisse est en plein essor depuis des années. Au début de 2010, il représentait 10% du

commerce alimentaire de détail, selon Credit Suisse et la société de conseil Fuhrer & Hotz.

Ce marché se trouve en pleine consolidation, le dernier exemple étant le regroupement des activités complémentaires dans le secteur Convenience frais de Bell et Hilcona sous le faite de Hilcona SA. Coop comme Migros œuvrent à la croissance de leurs formats convenience. Ce marché paraît encore loin d'avoir atteint la limite de saturation.

Deux tendances caractérisent le marché des produits frais à consommer: d'une part, la demande de produits innovants tels que des sandwiches, salades, pâtes, pizzas, soupes, sauces et légumes préparés s'accroît et, d'autre part, l'ouverture du marché, la concentration et la pression sur les prix sont à l'origine de changements fulgurants dans les rap-

ports de force et conditions de marché qui régissent le commerce alimentaire de détail en Europe. La hausse permanente des exigences du marché confronte les producteurs du secteur à des défis stratégiques, dans le sens de l'optimisation de la productivité et de la compétitivité et de la consolidation durable de leur position commerciale.

Les signes de la concentration et de la spécialisation étant visibles, Bell comme Hilcona veulent jouer à l'avenir encore un rôle dominant en Suisse et en Europe, dans le secteur convenience frais, et connaître une croissance plus rapide que le marché.

C'est également l'intention du groupe Orior, qui s'impose dans le segment Premium ou qualité élevée. Orior occupe une place de choix sur le marché suisse de détail et de la gastronomie. En par-

ticulier avec ses spécialités de charcuterie, ses pâtes fraîches, ses pâtes et terrines, sa volaille, sa viande de porc ou encore ses produits végétariens. Son pôle Orior convenience comprend Fredag Group. Le Patron Group et Pastinella Group. Les affaires convenience d'Orior croissent au-dessus de la moyenne, particulièrement avec les produits de style traditionnel d'Anna's Best.

Qui dit marché attractif dit aussi une concurrence qui peut s'intensifier. La liste de l'association Swiss Convenience Food Association le démontre en particulier, avec des fabricants tels que Bischofszell, Hero ou Ospelt Food. Sans oublier Nestlé.

Tous les concurrents n'ont évidemment pas tous les mêmes catégories de produits, ce qui signifie que certaines d'entre elles sont complémentaires. ■

Défensif mais intéressant

Bell, suite à son accord intelligent avec Hilcona, et Orior sont tous les deux bien placés dans leurs domaines respectifs, spécialement le convenience frais. Leurs perspectives demeurent intéressantes. Le 7 janvier dernier, Vontobel indiquait que ces deux sociétés se négociaient à des multiples cours/ bénéfices de 9-10x estimés pour 2012, comparables à ceux de leurs homologues européens. Les prix des actions Orior et Bell se situaient alors à 53 et 1820 francs, contre des cours actuels de 55 et 1886 francs. Une valeur réelle estimée à 60 francs pour Orior semble plausible. Un prix inférieur à 50 francs demeure un niveau d'achat pour un investisseur à long terme. Orior sera vraisemblablement en

mesure d'augmenter progressivement la rentabilité de ses capitaux employés, après impôts. En partant d'un niveau d'environ 10% au moment de l'IPO, compte tenu de l'intégration de différents actifs incorporels, dont le goodwill. Les entrées en bourse après une opération de LBO comportent toujours un niveau important d'actifs incorporels, qui diminue la rentabilité de l'ensemble des capitaux investis. Il faut faire la distinction entre le total des capitaux employés et les capitaux d'exploitation seulement, c'est-à-dire hors goodwill notamment. Bell est également à suivre prudemment. Ce titre a connu un parcours magnifique lors des quinze dernières années. (PR)

FLÛTES DE CHAMPAGNE: le dénouement après vingt ans de querelles

La longue bataille sur l'appellation «Flûtes de Champagne» est terminée. Un accord à l'amiable a été trouvé entre le fabricant vaudois Cornu SA et les Français du Comité du vin de Champagne (CIVC). Toutes les procédures judiciaires sont abandonnées. «On n'utilisera plus la désignation Champagne comme marque, mais on pourra l'utiliser pour mentionner l'origine du produit. Il faudra changer le logo sur les emballages», a expliqué vendredi dernier Marc-André Cornu, patron du groupe de boulangerie fine et syndic de Champagne (VD). «L'accord répond en partie à nos attentes. A un moment donné, il faut faire des concessions pour avancer», a poursuivi le responsable. M. Cornu s'est dit en revanche très déçu du peu de soutien des autorités fédérales dans sa lutte: «c'est le moins qu'on puisse dire». Fin 2008, le Conseil fédéral avait clairement signifié que le village de Champagne devait mener seul son combat qui l'oppose à la France. Le dossier des flûtes et celui du vin blanc de Champagne sont «totalement séparés», précise Marc-André Cornu.

ENTREPRISES

SWISS: la certification de sécurité renouvelée

Swiss vient pour la quatrième fois d'obtenir la certification de sécurité IOSA (IATA Operational Safety Audit). La compagnie est ainsi enregistrée pour deux ans en qualité de transporteur IOSA, tant pour ses opérations aériennes intercontinentales qu'euro-péennes. L'objectif des vérifications effectuées par l'IATA est d'établir des normes comparables et internationalement reconnues portant sur les domaines essentiels de l'exploitation aérienne: gestion, opérations aériennes, centre de coordination des opérations, maintenance, cabine, assistance au sol, fret et sécurité.