

# LA LETTRE DES ACTIONS®

*Inertiae require anticipation*

**EQUITY GPS - [Vidéo](#)** ► - Outil d'aide à la décision en investissements actions rationnel, innovant et performant. Apprécie le potentiel de performance de près de 6000 valeurs, représentant 90% de la capitalisation boursière mondiale. Fondements académiques et pragmatiques solides : marchés inefficients, finance comportementale, value investing. Méthodologie objective, quantifiée, totalement dénuée de biais. Processus quotidien d'exploitation, via 30 milliards de calculs unitaires, d'une quantité massive d'informations fondamentales (près de 250 millions) pour produire des **ratings EQUITY GPS** synthétiques restitués de façon ergonomiques par valeur, secteur, géographie, ou thème. Société de recherche indépendante, CIF n°ORIAS 13005320, membre de l'ACIFTE, association agréée par l'AMF, et du Cercle des Analystes Indépendants.

*Inertiae require anticipation*

**La Lettre des Actions d'EQUITY GPS n°136 du 14 septembre 2018 aborde les sujets suivants:**

**Thème 1:** allocation d'actifs actions monde, par secteur ou géographie, en particulier dans un contexte de possible remontée des taux longs dans la zone euro avec l'arrêt progressif du QE de la BCE

**Thème 2:** point sur la performance des valeurs mentionnées à l'achat depuis un an et dans l'ensemble de nos publications depuis 6 ans

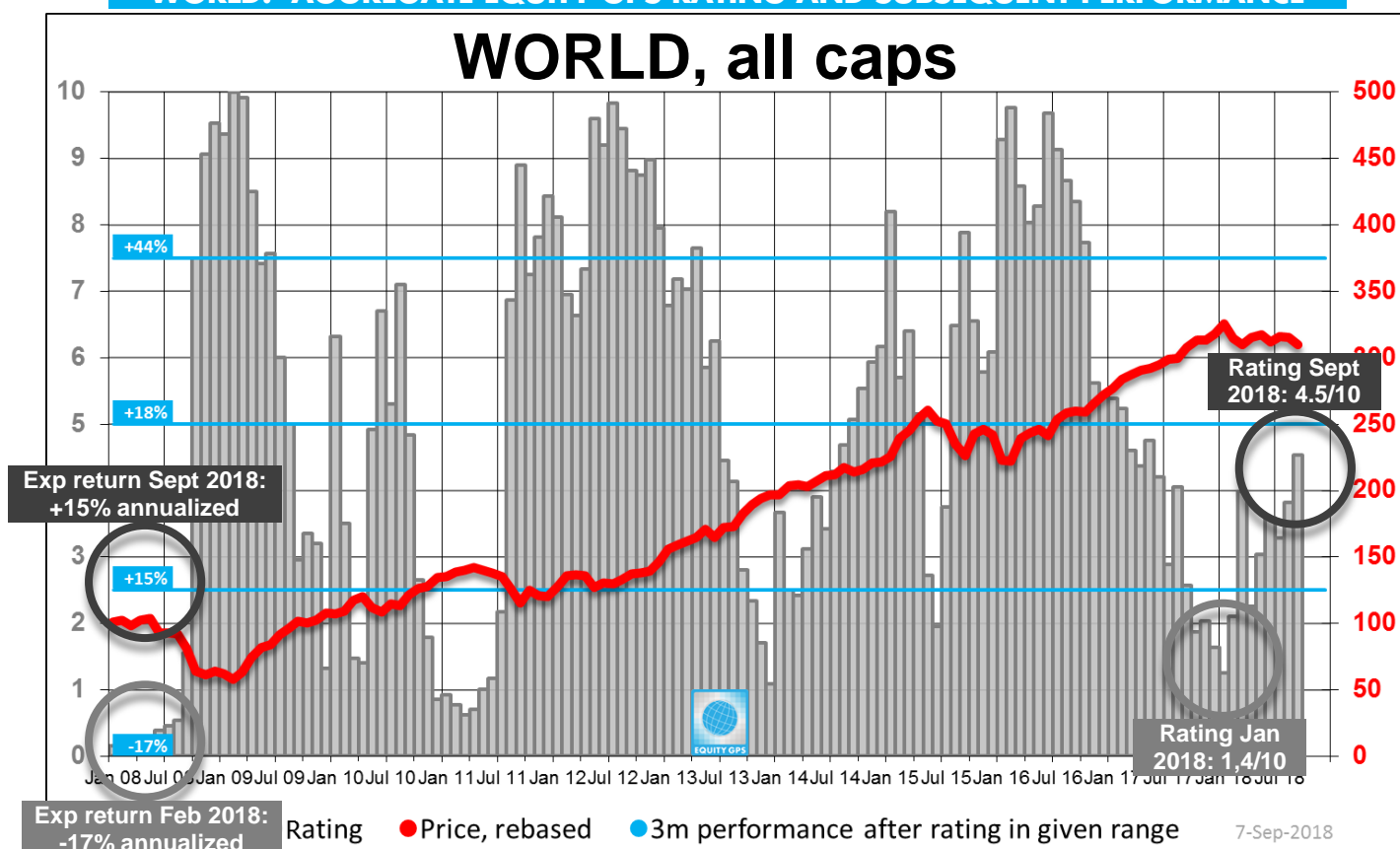
**Valeur Focus** : INTRUM AB (8,1/10). Cette très discrète suédoise est, depuis peu, le leader européen indiscutable du secteur peu connu du recouvrement et gestion de créances. Ce secteur, qui vient d'être oligopolisé par INTRUM, attire peu de concurrents, et bénéficie d'une tendance à l'externalisation par les entreprises de ce type d'activité pour des raisons de renommée, de réputation, de marketing, et, sans doute aussi, de savoir-faire.

INTRUM nous paraît receler un potentiel considérable sur le moyen terme. Si on considère les projections du management telles que présentées à la Journée Investisseurs du 7 décembre 2017, le titre se traiterait au cours actuels à 6,5x les résultats 2020, avec un rendement du dividende de 7% à cet horizon.

Comme on peut l'apprécier ci-dessous, à 4,5/10, le rating agrégé monde EQUITY GPS de ce début septembre 2018 est sensiblement supérieur au plus bas récent de 1,3/10 observé en janvier 2018 :

WORLD: AGGREGATE EQUITY GPS RATING AND SUBSEQUENT PERFORMANCE

WORLD, all caps



Cette évolution favorable s'explique par la combinaison suivante :

- une érosion générale des cours de bourse
- une légère détente des taux des obligations d'Etat sur la période, en particulier en Europe (dont la zone euro) et en Chine, le Japon et les US étant stables
- le simple passage du temps dans l'environnement actuel de hausse des performances financières des entreprises (notamment grâce à la stimulation budgétaire américaine), ce qui a tendance, *ceteris paribus*, à contracter les multiples de valorisation.

Rappelons que le faible rating de janvier nous paraissait à l'époque cohérent avec une performance moyenne ultérieure à trois mois annualisée de -17%, et que nous avons observé avec le recul une érosion moyenne de -5% sur 7 mois (soit -9% en annualisé).

Aujourd'hui, avec 4,5/10 de rating agrégé monde, un certain potentiel de performance des actions dans le monde paraît, à première vue, avoir été partiellement reconstitué.

Dans le passé, entre 2008 et aujourd'hui, la performance ultérieure moyenne de l'ensemble des valeurs suivies par EQUITY GPS après que le rating a été compris entre 2,5/10 et 5/10 a été de +15% (performance à 3 mois en rythme annualisé) comme on peut le voir dans le graphique ci-dessus.

Mais quelques réserves nous paraissent raisonnablement devoir mitiger cette simple observation de l'amélioration mécanique de ce rating agrégé.

### Réserve 1

Les performances des marchés de 2008 à aujourd'hui ont probablement été stimulées par les politiques de QE massif déployées par les banques centrales.

Or, à l'heure de la normalisation progressive de ces politiques passées, il est logique de penser que la performance moyenne de +15% observée dans le passé en rythme annualisé sur 3 mois en moyenne quand le rating EQUITY GPS agrégé du marché mondial était compris entre 2,5 et 5/10 devienne moins favorable à l'avenir.

### Réserve 2

Un constituant important entrant dans le calcul de nos ratings risque de se dégrader à court ou moyen terme : les taux d'intérêts des obligations d'Etats.

En effet, la fin annoncée du QE de la BCE approche avec deux étapes en septembre puis décembre.

Si on scénarise le calcul des ratings EQUITY GPS (monde, pays, secteurs et valeurs) en prenant des hypothèses durcies de taux à 10 ans (minimum de 2%, ou de 3% pour les pays aujourd'hui en dessous de ces niveaux) en supposant que l'arrêt des achats d'obligations par la BCE aura des conséquences haussières sur les taux longs, alors l'attrait des marchés actions, et notamment singulièrement les européens, devient beaucoup moins évident.

Comme on peut l'apprécier ci-après, une éventuelle hausse des taux longs (en Europe et au Japon principalement, les autres pays étant généralement déjà proches ou au-dessus de 3%) aurait des impacts fortement négatifs sur notre rating agrégé décilisé du marché mondial.

Dans ces hypothèses, notre rating sur le marché mondial passerait de 4,5/10 à ce jour aux taux actuels, à 2/10 ou 1,3/10 si on fixait un plancher de 2% ou 3% aux taux longs de tous les pays actuellement en dessous de ces niveaux :

## RATINGS MONDE EQUITYGPS SOUS DIFFERENTS SCENARIOS DE TAUX LONGS

AGGREGATE RATINGS UNDER DIFFERENT LT RATES SCENARIOS	AGGREGATE RATING /10 IF:		
	GOVERNMENT BOND RATES AT CURRENT LEVELS	GOVERNMENT BOND RATES AT 2% MINI	GOVERNMENT BOND RATES AT 3% MINI
<b>WORLD, ALL CAPS</b>	<b>4,5</b>	<b>2,0</b>	<b>1,3</b>
ow global ENERGY	9,5	8,9	8
ow global MATERIALS	8,1	5,1	3,4
ow global FINANCIALS	4,5	2,4	2,2
ow global INDUSTRIALS	4,4	1,6	1,6
ow global UTILITIES	3,7	3,8	1,5
ow global CONS DISCR	3,0	1,1	0,5
ow global HEALTH CARE	2,9	0,7	0,2
ow global TELECOM	2,5	2,8	1,6
ow global IT	2,1	0,5	0,2
ow global CONS STAPLES	1,3	0,2	0

### Une exception : le secteur energie

Une exception intéressante demeure le secteur de l'énergie dans le monde qui continuerait à demeurer attractif même en cas de remontée des taux longs. Ceci peut s'expliquer par la très faible valorisation de nombre d'entreprises du sous-secteur pétrole et gaz qui représente incidemment un enjeu important de performance relative puisqu'il représente environ 6% de la capitalisation boursière mondiale, soit le deuxième poids le plus important - après les banques commerciales à 9%, mais devant la pharmacie (4%), l'assurance (4%) internet (4%) et le software (4%) des 68 secteurs de la nomenclature GICS.

Les raisons de cette faible valorisation peuvent être reliées à une "décarbonisation" massive des portefeuilles des grands investisseurs institutionnels ayant provoqué des cessions de titres, une certaine défiance quant au caractère durable du récent et spectaculaire redressement des prix du pétrole observé après le virage stratégique saoudien opéré en 2016, ou encore des baisses de coûts radicales réussies par les sociétés du secteur dans le creux de 2015-2016.

Cet attrait de l'énergie n'est pas nouveau; nous avons communiqué sur le secteur :

- Le 14 novembre 2017 avec BP et le secteur hydrocarbures ([Lettre n°127](#))
- Le 24 avril avec Lundin Petroleum et le secteur Pétrole ([n°133](#))
- Le 21 juin avec Lundin Petroleum à nouveau ([n°135](#))

### Marchés Européens

Pour les seuls marchés européens, l'effet du scénario de hausse des taux est similaire à celui observé pour les marchés mondiaux, avec néanmoins quelques différences:

- un impact encore plus négatif des hypothèses de hausse des taux longs compte tenu de leur très bas niveau actuel dans tous les pays de la zone euro (et dans ceux influencés par la zone euro)

- en plus du secteur de l'énergie, le secteur, connexe, des utilities (notamment électriques) paraît continuer de receler une proportion anormale de valeurs à la fois intéressantes aujourd'hui et susceptibles de résister à un scénario de repentification de la courbe des taux

Rappelons que nos ratings sont déterminés au niveau valeurs puis agrégés et redécilés par secteur et ou géographie. Nous disposons donc, pour les clients qui seraient intéressés, de l'effet précis de ces scénarios de hausse des taux longs sur chacune des valeurs suivies par EQUITY GPS dans le monde.

### RATINGS EUROPE EQUITYGPS SOUS DIFFERENTS SCENARIOS DE TAUX LONGS

AGGREGATE RATINGS UNDER VARIOUS LT RATES SCENARIOS	GOVERNMENT BOND RATES AT CURRENT LEVELS	GOVERNMENT BOND RATES AT 2% MINI	GOVERNMENT BOND RATES AT 3% MINI
<b>EUROPE, ALL CAPS</b>	<b>5,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>
ow Europe ENERGY	9,1	8,2	7,3
ow Europe UTILITIES	8,9	7,3	5,8
ow Europe MATERIALS	7,9	5,5	3,4
ow Europe FINANCIALS	5,9	3,2	2,0
ow Europe INDUSTRIALS	4,5	1,0	0,1
ow Europe TELECOM	3,7	2,1	1,5
ow Europe HEALTH CARE	3,6	1,1	0,2
ow Europe CONS DISCR	3,5	1,0	0,4
ow Europe CONS STAPLES	2,6	1,1	0,3
ow Europe IT	1,7	0,4	0,1

Les secteurs Energie et Utilities présentent des ratings EQUITY GPS sensiblement supérieurs à la moyenne européenne tous secteurs depuis plusieurs trimestres.

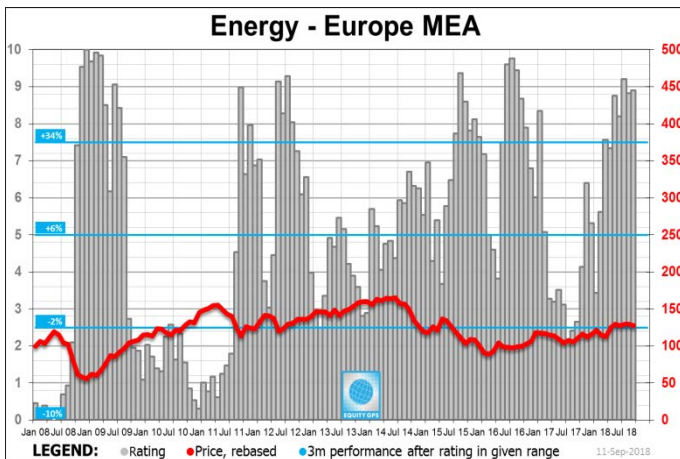
Historiquement défensifs, les profils des entreprises de ces secteurs ont été bouleversés depuis une décennie par le cumul de girations peu maîtrisées des prix du baril, l'arrêt du nucléaire annoncé en 2011 par l'Allemagne, et les nombreuses incohérences ou "Stop & Gos" rencontrés dans la planification des transitions énergétiques dans le monde.

On peut penser que ces sociétés, extrêmement "capital intensive" et marqués par des cycles et des horizons extrêmement longs, ont eu maintenant le temps de s'adapter aux bouleversements de leurs environnements, et que ces derniers commencent à se stabiliser.

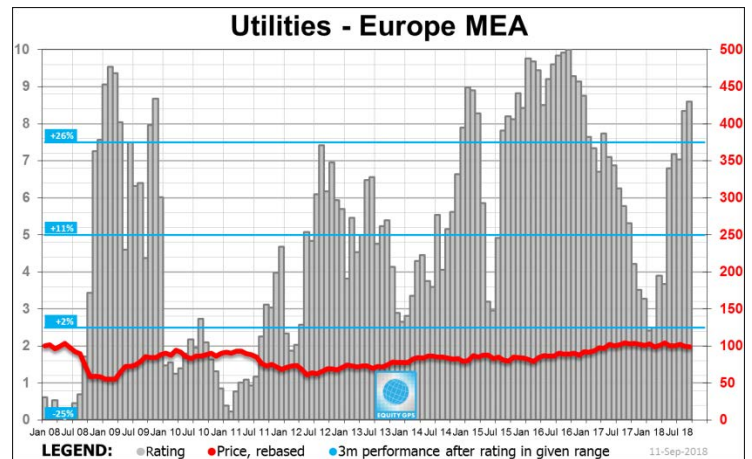
Il serait normal que le "marché" prenne du temps pour recommencer à apprécier ces secteurs de façon centrée et objective ([biais de récence](#) + [biais d'aversion à la perte](#) ...)

De ce point de vue, la reprise de la communication de plans stratégiques et financiers sur le moyen terme par nombre d'entre elles nous paraît représenter un signe positif, de par les engagements qu'ils représentent pour les managements, les effets mobilisateurs qu'ils génèrent autour d'objectifs idéalement finement déclinés et clairement identifiables pour les personnels concernés. Sans compter l'augmentation importante de visibilité que cela entraîne pour les investisseurs :

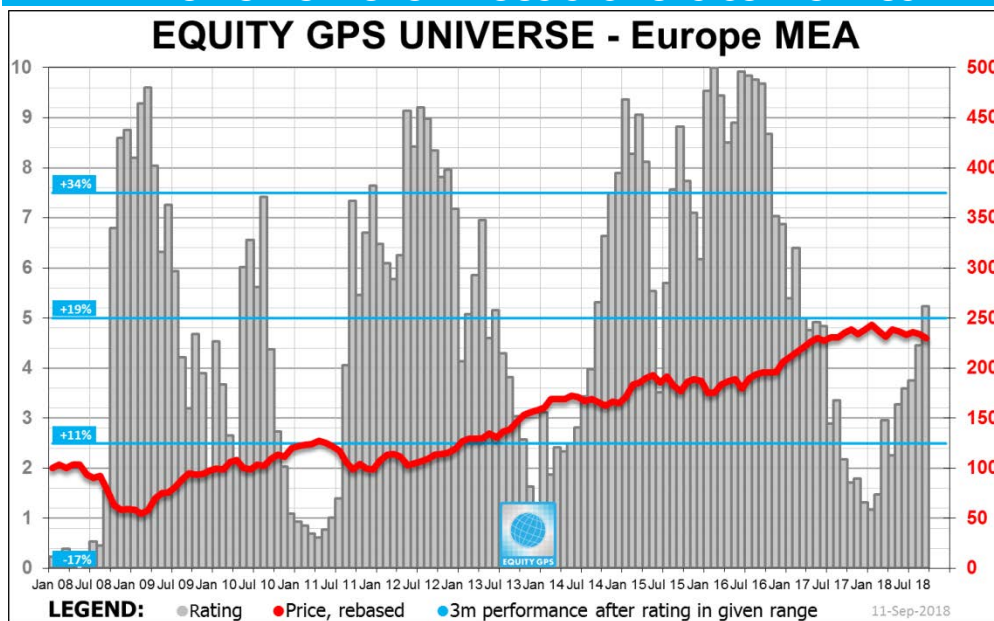
## RATING AGREGE ENERGIE EUROPE



## RATING AGREGE ENERGIE EUROPE



## RATING AGREGE EUROPE TOUS SECTEURS CONFONDUS



Au global, on peut se demander si la médiocre performance observée en 2018 sur les marchés européens ne peut pas être en partie liée à la perspective de plus en plus proche de l'arrêt du QE de la BCE et à ses possibles conséquences mécaniques sur les niveaux de taux longs en zone euro et autour (Suisse, pays nordiques, Europe centrale et orientale, Turquie, Russie, ...).

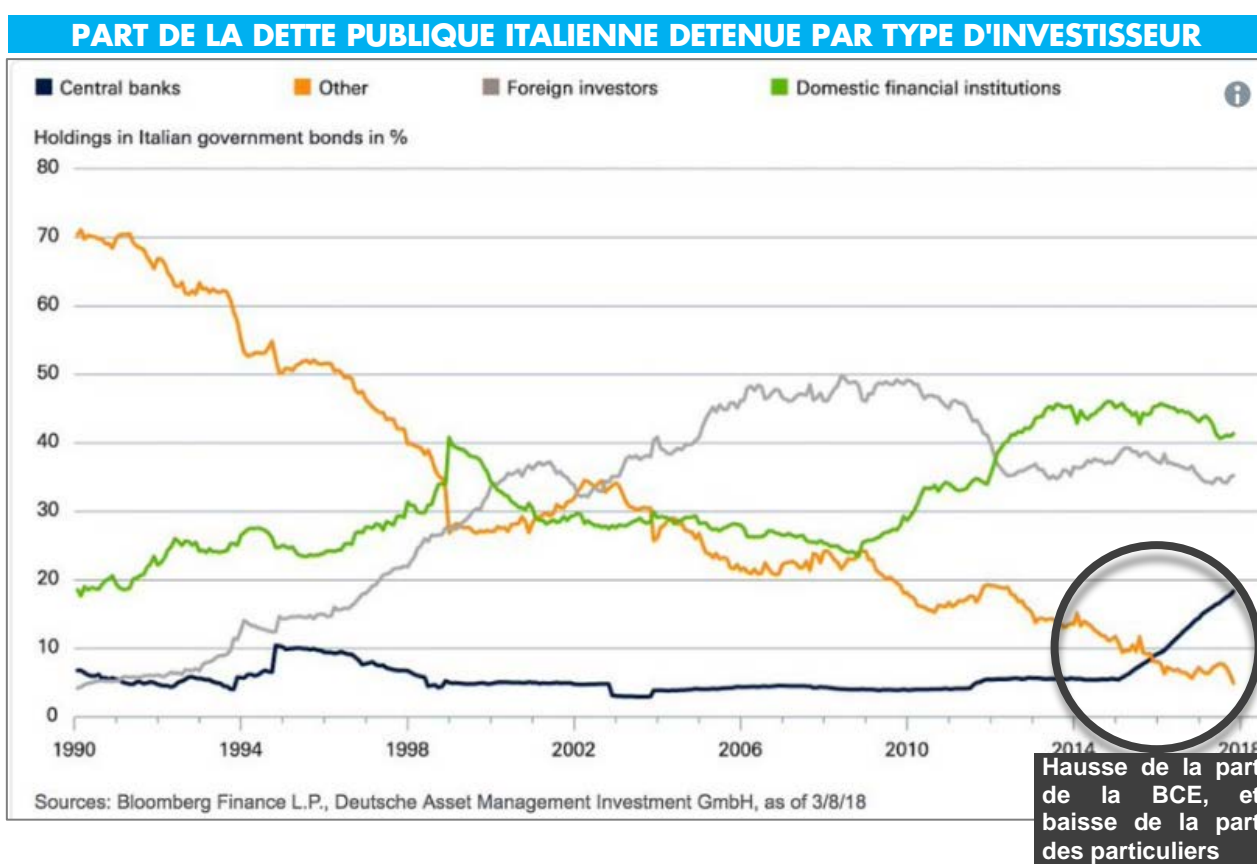
Cette perspective peut logiquement inquiéter, en particulier si on considère un contexte de crispations politiques ou sociétales nouvelles, d'apparition de forces centrifuges, d'affaiblissement de la volonté de coopération entre pays voire intra-pays, d'affirmation d'intérêts catégoriels brandis parfois jusqu'à la négation de l'intérêt général.

L'effet de l'arrêt du QE sur la zone euro et, notamment, le cas de l'Italie est particulièrement scruté par les investisseurs, qui ont déjà pour beaucoup réduit sensiblement leurs positions sur les actifs transalpins.

Cet important pays va logiquement bénéficier d'une forme de solidarité, bien normale, de ses partenaires européens dans le sillage du tragique accident du pont Morandi à Gênes.

Mais cela ne pourra être que temporaire, et au fil du temps, il faudra bien que se dégage une forme d'issue à l'actuelle situation de surendettement public alors même que s'apprête à disparaître du marché le plus important acheteur des 3 dernières années. La BCE détenait au T1 2008 [presque 20% de la dette publique italienne](#) (incidemment, notons que le pourcentage est similaire pour la dette publique française).

Et il faut malheureusement rajouter à la photo le fait que les particuliers italiens fortunés, qui finançaient leur pays dans le passé, n'achètent plus de dette italienne depuis longtemps : ils ne détiennent aujourd'hui que 10% de la dette transalpine totale, contre 70% en 1990 :



Chaque année, 15% de la dette du Bel Paese doit être refinancé sur les marchés, soit l'équivalent de 20% du PIB national (15% x 130%). Il est rationnel d'anticiper que les prochaines adjudications soient couvertes avec moins de facilité que lors des trois dernières années quand la BCE achetait mécaniquement et sans modulation de quantité selon le prix offert.

A l'avenir, on peut penser que les nouveaux acheteurs à trouver seront en situation de demander des rémunérations supérieures. Sans même brandir de scénario catastrophe on ne peut pas alors exclure un risque d'emballement et de contagion à d'autres pays de la zone, assorti de possibles cortèges de volatilité, politiques, sociales et économiques.

Bien sûr, la crainte sur l'Italie n'est pas nouvelle, le sujet a été largement médiatisé et il est possible que le "Short Italie" soit un "Crowded Trade". Mais l'instant de vérité reste à venir et se rapproche.

Aussi, à ce jour, nous pondérons quelque peu nos ratings mécaniquement améliorés et soumettons à la sagacité de nos lecteurs un principe de prudence maintenu sur les marchés actions européens en général et en zone euro en particulier.

En surpondération, le secteur de l'énergie continue de nous paraître attractif et défensif. De façon plus récente, les utilities nous paraissent également receler une proportion importante d'idées de surpondération.



## THEME 2 : POINT SUR PERFORMANCE DES VALEURS FOCUS A L'ACHAT

Nous proposons ci-dessous un aperçu de la performance de nos Valeurs Focus présentées à l'achat dans nos publications depuis le 6 août 2012. Sur cette période de 6 ans, les valeurs mentionnées ont performé après 6 mois en moyenne de +22% en rythme annualisé, soit 13 points de pourcentage au-dessus du Stoxx 600. En proportion, 72% des suggestions à l'achat ont eu des performances après 6 mois supérieures au Stoxx 600, et 28% des performances inférieures. Cette analyse est proposée à titre indicatif. Nous disposons de mesures de performance sur la totalité des valeurs suivies sur toutes les périodes possibles. Y compris en croisant les ratings EQUITY GPS avec d'autres critères objectivables pour intégrer les contraintes des Asset Managers dans "la vraie vie" (style, risk management, tracking error, turnover, etc...).

N° Lettre	Date	Valeur	Performance après 6 mois	
			Absolue	Relative au Stoxx 600
1	07-08-12	Suedsucker	+17%	+11%
5	02-10-12	Guerbet	+48%	+38%
6	16-10-12	Bolloré	+38%	+33%
7	30-10-12	Boiron	+68%	+59%
9	27-11-12	RIM (Blackberry)	+39%	+28%
11	25-12-12	Exel Industrie	-8%	-8%
12	08-01-13	Hon Hai	-16%	-18%
13	22-01-13	Wessanen	+27%	+23%
14	05-02-13	Canon	-4%	-11%
16	05-03-13	Statoil	-5%	-8%
18	02-04-13	Gam Holding	-1%	-6%
19	16-04-13	Sekisui House	-7%	-17%
20	30-04-13	Paris Orleans	-9%	-17%
22	28-05-13	Coming	+9%	+3%
23	11-06-13	EDF	+44%	+36%
24	25-06-13	EDB Evry	+11%	-5%
26	23-07-13	Fortescue	+45%	+34%
27	06-08-13	Aeroflot	+41%	+35%
28	20-08-13	Société Générale	+37%	+27%
30	17-09-13	Axa	+1%	-4%
33	29-10-13	Vranken Pommery	+7%	+1%
34	12-11-13	Fortescue	-16%	-22%
35	26-11-13	Sandisk	+41%	+34%
36	10-12-13	Logitech	+11%	-1%
37	24-12-13	Safran	-4%	-11%
38	07-01-14	Agnico Eagle Mines	+39%	+34%
40	04-02-14	Marine Harvest	+24%	+20%
41	19-02-14	Equinix	+15%	+14%
42	04-03-14	L'Oreal	+14%	+11%
43	19-03-14	Gazprom (coté All)	+8%	+2%
44	01-04-14	Ultra Petroleum	-15%	-17%
45	15-04-14	Guerbet	+8%	+13%
47	14-05-14	Audika	-12%	-10%
50	24-06-14	Vestas	-15%	-15%
52	23-07-14	CBO Territoria	+0%	-8%
53	06-08-14	Vontobel	-0%	-14%
54	19-08-14	Gilead Sciences	+1%	-12%
55	02-09-14	Ingenico	+32%	+18%
56	17-09-14	Tomtom	+18%	+3%
57	30-09-14	Boeing	+20%	+3%
58	15-10-14	Tomra	+60%	+27%
60	28-10-14	Foncière 6/7	+14%	-10%
61	12-11-14	Neste Oil	+21%	+3%
62	25-11-14	Dassault Systemes	+37%	+20%
63	09-12-14	Hermès	+15%	+2%
65	23-12-14	Hermès	+22%	+6%
66	13-01-15	Faurecia	+12%	-3%
67	28-01-15	Hannover Re	+17%	+12%
68	11-02-15	Remy Cointreau	-5%	-10%
70	11-03-15	Infotel	+31%	+41%
71	24-03-15	L'Oreal	+21%	+37%
73	22-04-15	Shell	-14%	-4%
74	05-05-15	Accell	+15%	+18%
76	09-06-15	UBS	-6%	-1%

N° Lettre	Date	Valeur	Performance après 6 mois	
			Absolue	Relative au Stoxx 600
77	24-06-15	Schweiter Group	+9%	+16%
79	21-07-15	Saras	-4%	+14%
80	04-08-15	Credit Suisse	-47%	-29%
81	20-08-15	Vontobel	-16%	-3%
83	15-09-15	Wienerberger	+5%	+10%
85	26-10-15	Veolia Environnement	-2%	+6%
86	03-11-15	Altran	+14%	+26%
87	11-11-15	Tomra Systems	+2%	+13%
88	25-11-15	Take-Two Interactive	+7%	+16%
89	16-12-15	Daimler	-27%	-16%
89	16-12-15	Vestas	-11%	-0%
91	27-01-16	11 airlines Europe	-14%	-15%
93	23-02-16	Austevoll Seafood	+11%	+6%
94	08-03-16	IT Services Europe	+21%	+17%
95	24-03-16	Corbion	+16%	+13%
97	04-05-16	Publicis	-4%	-4%
98	18-05-16	Wessanen	+24%	+24%
99	02-06-16	Suedzucker	+17%	+19%
100	14-06-16	Air Liquide	+18%	+7%
101	29-06-16	Shire	+4%	-7%
102	28-07-16	Valeurs pays AAA	+12%	-1%
103	08-08-16	Valeurs UK	+10%	+3%
104	13-09-16	Atos origin	+25%	+15%
105	03-10-16	Rentokil	+9%	-1%
106	14-10-16	Window dressing	+21%	+9%
107	28-10-16	Peugeot	+40%	+26%
108	11-11-16	BNPP	+21%	+4%
110	06-12-16	BNPP	+7%	-6%
111	23-12-16	ENEL	+19%	+11%
112	05-01-17	Credit Suisse	-5%	-10%
113	18-01-17	Atos origin	+23%	+17%
114	31-01-17	Allianz	+15%	+10%
115	20-02-17	Peugeot	-1%	-2%
116	10-03-17	Van Lanschot	+23%	+23%
118	25-04-17	Savencia	+9%	+9%
119	10-05-17	Ebro foods	-2%	-0%
120	30-05-17	Leonardo	-36%	-35%
121	27-06-17	Danone	+4%	+3%
122	18-07-17	Norsk Hydro	+16%	+11%
123	28-07-17	NH Hotel	+8%	+3%
123	28-07-17	Melia	-12%	-17%
127	15-11-17	BP	+17%	+14%
129	15-01-18	Samsung electronics	-4%	-1%
130	30-01-18	Franklin resources	-20%	-18%
133	25-04-18	Lundin Petroleum	+34%	+33%
134	09-05-18	Terex	-5%	-3%
135	22-06-18	Lundin Petroleum	+17%	+18%
<b>Moyenne Perfs 6 mois</b>			<b>+10%</b>	<b>+6%</b>
<b>Moyenne Perfs en rythme annualisé</b>			<b>+22%</b>	<b>+13%</b>
Proportion des Perfs Négatives			32%	40%
Moyenne annualisée des Perfs Negatives			-11%	-10%
Proportion des Perfs Positives			68%	60%
Moyenne annualisée des Perfs Positives			+20%	+17%

INTRUM AB (anciennement Intrum Justitia, termes d'origine latine pouvant être traduit en français par « Dans la Justice ») est une discrète et rentable société d'origine suédoise opérant dans le secteur mésestimé de la gestion du poste clients pour le compte d'entreprises de tous secteurs et de toutes tailles (banques, télécoms, ...), dont, en particulier, les activités de recouvrement et de gestion de créances. INTRUM est devenue en 2017 le numéro 1 incontestable de son secteur en Europe en fusionnant avec son confrère finlandais Lindorff sous l'égide de Nordic Capital, société de Private Equity actionnaire historique à 100% de Lindorff et maintenant actionnaire à 45% du nouvel ensemble. A noter que le PDG historique d'Intrum Justitia est demeuré à la tête de la nouvelle entité.

Signe de la domination stratégique de l'entreprise sur son secteur, la commission européenne avait conditionné son aval à l'opération de fusion par [l'obligation](#) de cessions importantes, maintenant effectuées, dans cinq pays différents afin d'en limiter les conséquences sur la concurrence.

Avec un rating de 8,1/10, (dont 9,7 en Valorisation), la valeur nous paraît particulièrement attractive pour plusieurs raisons :

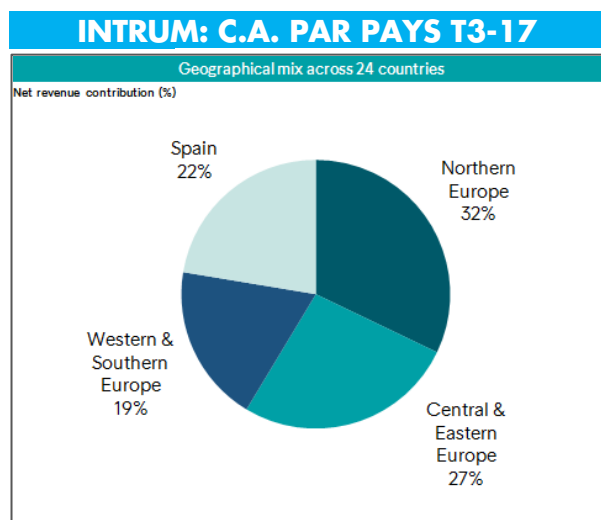
### Un secteur peu concurrencé

Le secteur du recouvrement de créance, ne bénéficie pas d'une très bonne réputation et à ce titre attire peu de concurrents sérieux, professionnels, et scrupuleux. Mais il a une réelle utilité économique (que deviendraient les systèmes économiques si les biens et services n'étaient pas payés ?) et il bénéficie d'une tendance lourde à l'externalisation par les entreprises de ce type d'activité pour des raisons de renommée, de réputation, de marketing, et, sans doute aussi, de savoir-faire. Le durcissement continu de l'environnement réglementaire bancaire européen et la recherche sans fin d'optimisation des bilans des entreprises contribuent fortement au développement du marché secondaire des titres de créances. Un [accord important](#) a été annoncé en avril avec la plus grosse banque italienne SanPaolo (42 MdEUR de capitalisation) qui a débouché sur de gros rachats de créances par INTRUM ainsi que, plus intéressant encore selon nous, sur le projet de fusion opérationnelle entre le département recouvrement de la banque et la filiale locale d'INTRUM sous le contrôle managérial du suédois avec 51% de la JV. Des détails sur cette opération seront fournis par l'entreprise à l'occasion de leurs prochains trimestriels.

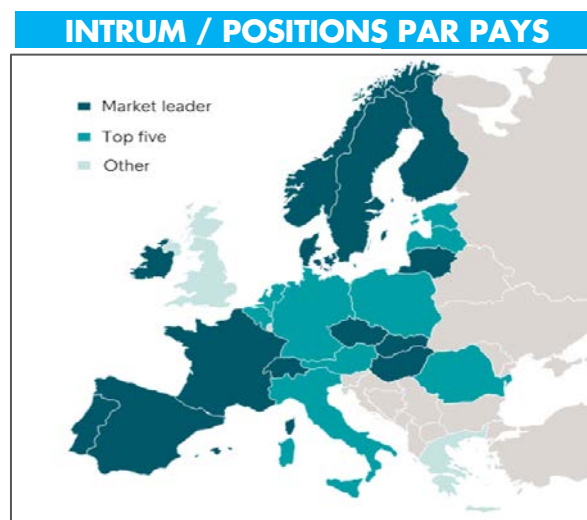
### Des racines dans un des pays les plus propices au développement des entreprises

La Suède fait partie des pays qui, dans le monde, représentent les environnements les plus propices au développement d'entreprises relativement saines, bien gérées, transparentes, bénéficiant d'environnement sociaux et réglementaires exigeants mais business-friendly, et

susceptibles, à partir de bases domestiques prospères, de capturer des parts importantes des segments de marchés les plus rentables dans d'autres géographies dans le monde. Les positions géographiques dominantes d'INTRUM et la répartition de son CA illustrent déjà sa forte compétitivité; gage de croissance et de rentabilité supérieure à la moyenne :



Source : société



## Un plan stratégique et financier 2020 engageant

Comme déjà évoqué plus haut, nous avons tendance, chez EQUITY GPS, à considérer favorablement les entreprises qui communiquent régulièrement des plans stratégiques et financiers à moyen terme (rappelons néanmoins que nos seuls ratings ne tiennent pas compte de cette dimension). L'existence d'un plan en cours et communiqué marque généralement un surcroît de transparence, d'engagement par le management, de la mobilisation par le personnel autour d'objectifs à l'élaboration desquels, idéalement, une partie d'entre eux a participé. Idéalement, un plan est décliné en budgets et objectifs granulaires, avec des reportings communiqués sous forme adaptée en fonction des publics concernés. Cela procure du "grip" additionnel au management pour conduire efficacement l'entreprise.

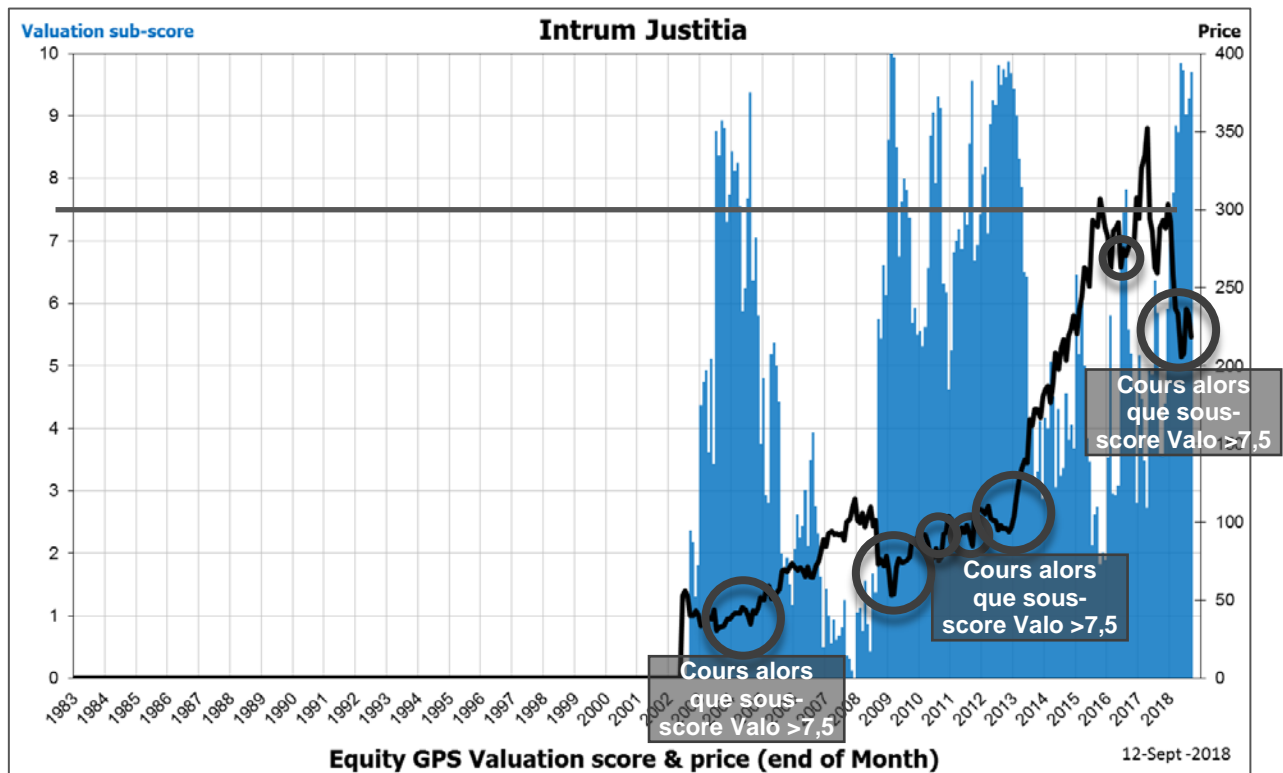
Sur la base du [plan stratégique et financier 2020 d'INTRUM](#), le titre se traiterait aux cours actuels à 6,5x les profits 2020 et procurerait un rendement du dividende projeté de 7%.

## Un rating EQUITY GPS attractif

INTRUM présente un rating EQUITY GPS de 8,1/10, dont 9,7 en Valo. Dans le passé, un rating global supérieur à 7,5/10 a été suivi d'une performance à 3 mois de +10% (soit +45% en rythme annualisé).

Pour le seul sous-score de Valo, une marque au-dessus de 7,5/10 a été suivie dans le passé par des performances à 12 mois de + 36% en moyenne, ces performances ayant été positives dans 90% des cas.

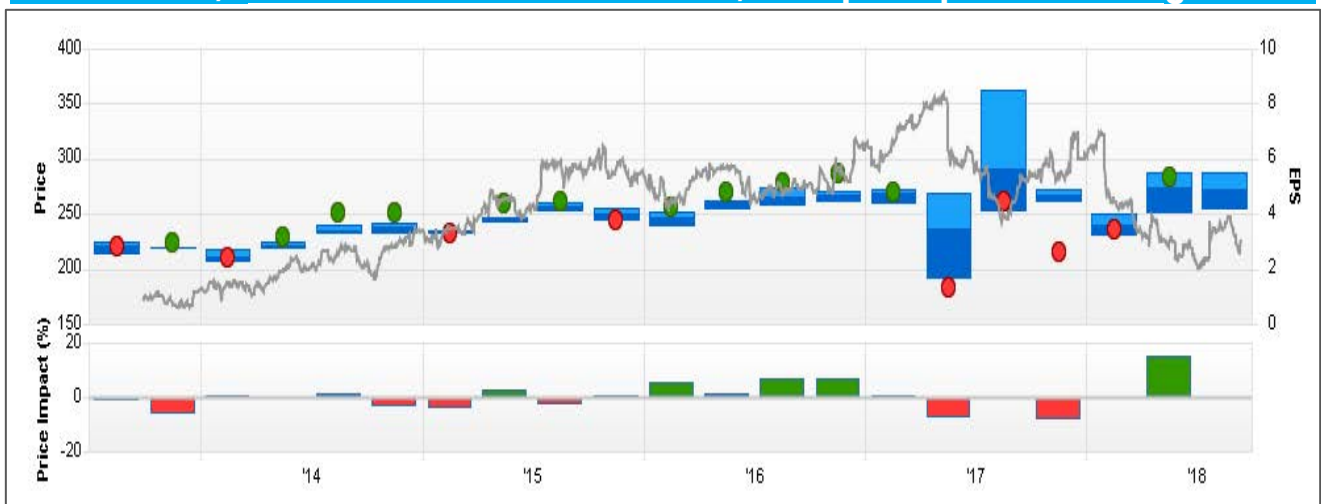
## INTRUM, Evolution du sous-score de Valorisation



### Des éléments pouvant contribuer à rationaliser la sous-performance récente

La mauvaise performance du titre sur 2017 et 2018 ouvre selon nous une fenêtre d'opportunité. Un œil exercé permet d'observer ci-dessous les écarts entre prévisions du consensus et réalisations tels que graphé par Factset depuis 2013. On y voit que la société est généralement bien comprise par le marché, à l'exception des T1 et T2 2017 ponctuellement très inférieurs aux attentes. Notons que le dernier trimestriel communiqué a été en revanche très bon et de nature à commencer à rassurer. Boursièrement, si cette tendance était poursuivie cela pourrait également se traduire par une baisse de la volatilité du titre, qui pourrait inciter nombre d'investisseurs à augmenter leur pondération sur la valeur, *ceteris paribus* :

### INTRUM, évolution des attentes du marché, et surprises positives ou négatives



Source : Factset

## Une structure actionnariale possiblement évolutive

Comme beaucoup d'entreprises nordiques, INTRUM dispose d'une structure d'actionnariat régionale forte, elle-même le reflet d'une industrie puissante de fonds de pensions et autres produits d'épargne à long terme. Cela procure à la société un noyau d'actionnaires stable à même d'épauler son développement sur le long terme.

A ce stade, on peut noter une sous-représentation des investisseurs allemands, suisses, britanniques et américains.

Si la nouvelle INTRUM pouvait attirer l'attention d'une infime partie d'entre eux, notamment grâce à une [communication financière de qualité](#) (celle d'INTRUM est à notre avis supérieure à celle de beaucoup de sociétés de taille plus importante...), cela pourrait constituer un catalyseur fort pour l'évolution des cours à long terme.

En conclusion, INTRUM nous paraît intéressant à considérer pour les investisseurs qui trouveraient le titre adapté à leurs contraintes et typologies de gestion.

A moyen terme, le potentiel d'appréciation relative du titre nous paraît considérable.

## Ratings EQUITY GPS les plus élevés à date - Toutes capitalisations

Top 25 Monde	Score	Valo.	Persp.	Pays	Secteur
<b>HYOSUNG</b>	<b>9,9</b>	9,94	9,76	KR	Chimie
<b>KOSMOS ENERGY LTD</b>	<b>9,8</b>	10,00	9,54	BM	Pétrole et gaz
<b>Nikon</b>	<b>9,8</b>	9,80	9,74	JP	Equipement et produits de loisirs
<b>Office Depot</b>	<b>9,7</b>	9,72	9,77	US	Distribution spécialisée
<b>S DONG HUALU-HENG</b>	<b>9,7</b>	9,79	9,65	CN	Chimie
<b>STALLERGENES GREER</b>	<b>9,7</b>	9,95	9,41	GB	Produits pharmaceutiques
<b>KAPPAHL AB</b>	<b>9,7</b>	9,53	9,82	SE	Distribution spécialisée
<b>REZIDOR HOTEL GRP</b>	<b>9,7</b>	9,44	9,90	SE	Hotels restaurants
<b>NEW CHINA LIFE INS</b>	<b>9,6</b>	9,87	9,39	CN	Assurance
<b>JFE HOLDINGS INC</b>	<b>9,6</b>	9,37	9,88	JP	Métaux et mines
<b>TEIJIN LTD</b>	<b>9,6</b>	9,85	9,40	JP	Chimie
<b>WOODSIDE PETROLEUM</b>	<b>9,6</b>	9,48	9,75	AU	Pétrole et gaz
<b>SANY HEAVY IND CO</b>	<b>9,6</b>	9,28	9,93	CN	Machines
<b>PKP CARGO SA</b>	<b>9,6</b>	9,83	9,37	PL	Transport routier et ferroviaire
<b>CHINA COAL ENERGY</b>	<b>9,6</b>	9,57	9,60	CN	Pétrole et gaz
<b>TF1</b>	<b>9,6</b>	9,62	9,53	FR	Médias
<b>ZHEJIANG JUHUA</b>	<b>9,6</b>	9,50	9,65	CN	Chimie Métaux Matériaux
<b>RUSH ENTERPRISES INC</b>	<b>9,6</b>	10,00	9,15	US	Distribution industrielle
<b>MEKONOMEN AB</b>	<b>9,6</b>	9,72	9,39	SE	Distribution spécialisée
<b>AFRN RAINBOW MINLS</b>	<b>9,6</b>	9,60	9,51	ZA	Métaux et mines
<b>YANTAI JEREH OILFI</b>	<b>9,6</b>	9,13	9,98	CN	Equipement et services pour énergie
<b>GRANDBLUE ENVIRONM</b>	<b>9,6</b>	10,00	9,10	CN	Eau
<b>SAUDI ARABIAN MINI</b>	<b>9,5</b>	9,91	9,18	SA	Métaux et mines
<b>KULICKE &amp; SOFFA INDS</b>	<b>9,5</b>	9,97	9,12	US	Technologies de l information
<b>SAUDI KAYAN PETROC</b>	<b>9,5</b>	9,11	9,98	SA	Chimie

TOP 25 Europe	Score	Valo.	Persp.	Pays	Secteur
<b>STALLERGENES GREER</b>	<b>9,7</b>	9,95	9,41	GB	Produits pharmaceutiques
<b>KAPPAHL AB</b>	<b>9,7</b>	9,53	9,82	SE	Distribution spécialisée
<b>REZIDOR HOTEL GRP</b>	<b>9,7</b>	9,44	9,90	SE	Hotels restaurants
<b>PKP CARGO SA</b>	<b>9,6</b>	9,83	9,37	PL	Transport routier et ferroviaire
<b>TF1</b>	<b>9,6</b>	9,62	9,53	FR	Médias
<b>MEKONOMEN AB</b>	<b>9,6</b>	9,72	9,39	SE	Distribution spécialisée
<b>COREM PROPERTY</b>	<b>9,4</b>	8,86	9,98	SE	Gestion et promotion immobilière
<b>DEUTZ AG</b>	<b>9,4</b>	9,11	9,69	DE	Machines
<b>UBI Banca</b>	<b>9,4</b>	9,69	9,10	IT	Banque
<b>Peugeot SA</b>	<b>9,4</b>	8,74	9,96	FR	Automobiles
<b>ARCELORMITTAL</b>	<b>9,3</b>	9,17	9,45	LU	Métaux et mines
<b>SWEDISH ORPHAN BIO</b>	<b>9,3</b>	8,68	9,87	SE	Biotechnologie
<b>BETSSON AB</b>	<b>9,3</b>	8,71	9,79	SE	Hotels restaurants
<b>IC GROUP AS</b>	<b>9,2</b>	9,95	8,52	DK	Produits de luxe, textile, habillement
<b>Repsol-YPF</b>	<b>9,2</b>	9,17	9,29	ES	Pétrole et gaz
<b>DEMIRE REAL ESTATE</b>	<b>9,2</b>	9,93	8,52	DE	Financières
<b>SGL Carbon</b>	<b>9,2</b>	8,79	9,58	DE	Equipement électroniques
<b>Air France-KLM</b>	<b>9,2</b>	9,01	9,34	FR	Compagnies aériennes
<b>Lundin Petroleum</b>	<b>9,1</b>	9,21	9,02	SE	Pétrole et gaz
<b>RAPALA VMC OYJ</b>	<b>9,1</b>	9,41	8,81	FI	Biens de consommation discrétionna
<b>Wienerberger</b>	<b>9,1</b>	8,66	9,54	AT	Produits pour construction
<b>Firstgroup</b>	<b>9,1</b>	9,67	8,49	GB	Transport routier et ferroviaire
<b>NXP SEMICONDUCTORS N V</b>	<b>9,1</b>	9,89	8,25	NL	Semi-conducteurs
<b>ATALAYA MINING PLC</b>	<b>9,0</b>	10,00	8,02	CY	Chimie Métaux Matériaux
<b>ACS</b>	<b>9,0</b>	8,95	9,01	ES	Construction et ingénierie

## Ratings EQUITY GPS les plus faibles à date - Toutes capitalisations

BOTTOM 25 Europe	Score	Valo.	Persp.	Pays	Secteur
R STAHL AG	0,2	0,27	0,14	DE	Industrie
ABCCAM	0,6	0,12	1,04	GB	Biotechnologie
DIASORIN SPA	0,6	0,29	0,90	IT	Equipement médical
Tonnellerie Francois Freres	0,8	1,09	0,59	FR	Emballage
ZOTEFOAMS	0,9	0,14	1,65	GB	Chimie
AMREST HOLDINGS	1,0	0,49	1,45	PL	Hotels restaurants
Bourbon	1,0	1,75	0,24	FR	Equipement et services pour énergie
OCADO GROUP PLC	1,1	0,30	1,82	GB	Distribution internet
BORREGAARD ASA	1,1	1,80	0,44	NO	Chimie
AVANZA BANK HLDG	1,2	2,16	0,24	SE	Marchés de capitaux
OCEAN YIELD SA	1,2	1,90	0,54	NO	Equipement et services pour énergie
AA PLC	1,2	0,57	1,92	GB	Biens de consommation discrétionnaire
EUROCELL	1,3	1,39	1,12	GB	Produits pour construction
SEQUANS COMMUNICATIONS	1,3	0,44	2,07	FR	Semi-conducteurs
EL.EN.	1,3	2,33	0,26	IT	Equipement médical
MARR	1,3	0,06	2,60	IT	Distribution alimentaire
AMBU	1,4	0,09	2,66	DK	Equipement médical
BIOTEST AG	1,4	0,26	2,50	DE	Biotechnologie
WASHTEC	1,4	0,95	1,81	DE	Machines
SOCIETATEA NATL DE	1,4	1,18	1,66	RO	Pétrole et gaz
AWILCO DRILLING PL	1,4	2,66	0,20	GB	Equipement et services pour énergie
AURES TECHNOLOGIES	1,4	2,67	0,21	FR	Technologies de l'information
EXOR	1,5	0,48	2,50	IT	Services financiers
CANCOM SE	1,5	1,65	1,35	DE	Services informatiques
KCOM GROUP	1,5	1,08	1,92	GB	Télécommunication

BOTTOM 25 France	Score	Valo.	Persp.	Pays	Secteur
Tonnellerie Francois Freres	0,8	1,09	0,59	FR	Emballage
Bourbon	1,0	1,75	0,24	FR	Equipement et services pour énergie
SEQUANS COMMUNICATIONS	1,3	0,44	2,07	FR	Semi-conducteurs
AURES TECHNOLOGIES	1,4	2,67	0,21	FR	Technologies de l'information
STORE ELECTRONICS	1,8	2,03	1,58	FR	Equipement & composants électronique
Vallourec	1,9	0,96	2,92	FR	Machines
Unibail	2,0	0,00	3,90	FR	Immobilier
WORLDLINE	2,0	0,19	3,74	FR	Technologies de l'information
Hi-Media	2,0	2,04	1,93	FR	Médias
SOLUCOM SA	2,0	0,80	3,17	FR	Services informatiques
LISI	2,1	2,41	1,76	FR	Machines
SOMFY SA	2,1	3,55	0,63	FR	Equipement électronique
Spir Communication	2,1	0,02	4,22	FR	Médias
Rubis	2,1	3,81	0,47	FR	Gaz
Stef-TFE	2,3	3,85	0,81	FR	Transport routier et ferroviaire
NICOX SA	2,4	0,96	3,83	FR	Santé
VOYAGEURS DU MONDE	2,4	0,13	4,66	FR	Hotels restaurants
Pernod Ricard	2,4	1,82	2,97	FR	Boissons
SAMSE	2,5	4,02	1,04	FR	Distribution spécialisée
Ales Groupe	2,7	2,92	2,39	FR	Hygiène et cosmétique
BASTIDE CONF MEDI	2,7	4,16	1,20	FR	Services médicaux
Ubisoft Entertainment	2,7	0,56	4,80	FR	Logiciels
PARROT	2,7	2,70	2,69	FR	Equipements de télécommunication
PCAS	2,8	1,27	4,23	FR	Fournisseurs sciences biologiques
Remy Cointreau	2,8	1,90	3,72	FR	Boissons

Tous les ratings EQUITY GPS sur 6 500+ valeurs, recalculés chaque nuit, sont accessibles à nos abonnés sur [www.equitygps.com](http://www.equitygps.com).

## EQUITY GPS :

**EQUITY GPS**, société de recherche indépendante, fonde ses analyses sur un système-expert propriétaire, innovant, performant et objectif, qui réapprécie chaque jour le potentiel de 6000+ valeurs cotées dans 68 pays et 68 secteurs représentant 90% de la capitalisation boursière mondiale et 95% de l'indice MSCI World. Un rating EQUITY GPS élevé (ou faible) signale une valeur, un pays ou un secteur présentant objectivement, selon la méthodologie d'EQUITY GPS, des caractéristiques de potentiel de performance boursière supérieur (ou inférieur) à la moyenne du marché.

L'outil d'aide à la décision est fondé sur des bases théoriques solides – marchés inefficients, Finance Comportementale – et sur une méthodologie objective exclusivement fondée sur une analyse fondamentale des sociétés, en bottom-up, portant notamment sur des historiques longs afin de capturer l'effet des cycles économiques et sectoriels sur les valorisations par les marchés. Doté d'une ergonomie efficace, pensé pour le praticien de l'investissement, il capitalise sur d'importants investissements en Recherche & Développement, une utilisation des technologies de l'information les plus modernes aux performances croissantes, des améliorations régulières portées à la qualité de son service.

Le mode opérationnel d'EQUITY GPS consiste dans un processus quotidien de recueil, de traitement et de restitution synthétique d'un nombre considérable d'informations financières représentant plus de deux cents cinquante millions de datapoints et des dizaines de milliards de calculs.

L'univers des valeurs suivies présente les caractéristiques suivantes :

- 6500 sociétés couvrant 90% de la capitalisation boursière mondiale dont 35% en Asie-Pacifique, 35% en Amérique et 30% en Europe (et 3,5% en France)
- Capitalisation boursière au-dessus de 100 millions d'euros en Europe, 500 millions d'euros dans les pays développés hors Europe (USA-Canada, Japon, Australie,...) et 2 milliards d'euros dans les pays émergents (dont la Chine)
- Plus de 3 ans d'historique de cotation,
- Au moins deux analystes financiers suivant la valeur.

Nos clients **Sociétés de Gestion** nous apprécient depuis 4 ans pour les raisons suivantes :

- **CIOs et Directions Générales** : Contribution à l'efficacité opérationnelle et fonctionnelle de leur entité, partage d'information et travail en commun des équipes favorisés, appropriation rapide et synthétique d'information sensible pour la performance fonctionnelle des stratégies de gestion proposées à leurs clients
- **Gérants, analystes, allocateurs**: Performance statistiquement élevée des signaux; Utilisation intuitive; Compatibilité avec tous types de processus et typologies de gestion
- **Managers d'équipes** de gestion : Comités d'Investissements efficaces, débats objectivés, back-ups plus aisés
- **RCCLs** : Contribution à la transparence des processus de prises de décision; possibilité de Piste d'audit ; Conformité MIFID 2
- **Directions Financières et Comptables** : Eligibilité CSA (Commissions de Courtage Partagées); Prix fixe facilement budgétisable et allouable
- **COOs** : Contribution à l'efficacité des processus et à la fluidité du teamwork
- **Commerciaux, chargés de comptes** : obtention aisée d'un avis objectif, efficace, constamment à jour sur 6500 valeurs cotées dans le monde, pouvant contribuer à une argumentation client