

2018
SEPTEMBRE
#122

PREMIER PLAN



Philippe de Portzamparc,
Président

**« LE DIVIDENDE
N'EST PAS L'ENNEMI
DU SALARIÉ,
NI CELUI DU
DÉVELOPPEMENT
DES ENTREPRISES »**

ÉDITO

LE DIVIDENDE : TABOU OU TOTEM ?

En pleine période de distribution des dividendes, l'ONG **OXFAM** dirigée par Cécile Duflot, toujours très engagée dans les combats politiques qu'elle mène, a sorti en mai dernier une polémique dont raffole la presse : «les entreprises du CAC 40 ont distribué plus des 2/3 de leurs bénéfices à leurs actionnaires depuis 2009». En d'autres termes : les actionnaires se goinfrent au détriment des salariés qui ne reçoivent que des miettes !!

TOTAL est souvent citée comme l'épouvantail qui fait valser les milliards : 43,5 Mds de dividendes versés entre 2009 et 2016. C'est aussi oublier qu'avec son taux d'imposition de 31,1% en 2017, cette société est la plus grosse contributrice pour remplir les caisses de l'Etat !

Au lieu de tirer à boulets rouges sur nos entreprises et chercher à les opposer aux intérêts des salariés, il faut rappeler quelques vérités :

- en dehors du CAC 40, une PME/ETI ne distribue en général que 30 % de son résultat après impôts...quand celui-ci est positif. Sinon, l'actionnaire n'a comme rémunération de son investissement qu'un espoir de plus-value ;
- en ne prenant que le bénéfice distribuable dans sa démonstration, l'OXFAM fige la part des salariés à environ 5 %, avec l'intéressement et la participation. Pour examiner le sort des salariés, il faut regarder la **valeur ajoutée** générée par l'entreprise et, au sein de cette dernière, constater que 58 % de la valeur créée est distribuée en salaires, ce chiffre étant plutôt en légère progression ces dernières années.

Une bonne illustration nous est apportée par CAP GEMINI qui a communiqué ces chiffres lors de sa dernière Assemblée Générale : en 2017, les salaires mondiaux de cette entreprise ont progressé de 4 %, soit une croissance de 300 M€...à comparer avec la distribution aux actionnaires de 286 M€ !

Plutôt que de débattre sur des chiffres déformés, reconnaissons que :

- la suppression récente de l'ISF sur les produits financiers a restreint la pression fiscale des actionnaires familiaux qui étaient souvent contraints d'exiger un dividende élevé pour payer l'ISF annuel ;
- la mise en place du PFU (Prélèvement Forfaitaire Unique - ou Flat Tax) à 30 % global a ramené la fiscalité des dividendes à un niveau raisonnable et réduit naturellement le niveau de distribution, alors que certains actionnaires subissaient un taux de prélèvement qui pouvait atteindre près de 70 %.
- la mise en place de l'intéressement, de la participation et de l'actionnariat salarié sont des démarches vertueuses, cherchant à aligner les intérêts des parties prenantes...il faut donc les développer en les simplifiant et en allégeant leur fiscalité souvent dissuasive.

Le dividende n'est pas l'ennemi du salarié, ni celui du développement des entreprises. En trouvant un juste équilibre, il permet à ces dernières de continuer à investir pour prospérer.

Prenons garde à ne pas créer des polémiques artificielles, mais cherchons plutôt à faire mieux comprendre les mécanismes de l'économie à nos concitoyens. Ils seront demain plus enclins à investir dans nos entreprises en ne laissant pas les non-résidents poursuivre leur conquête de nos belles valeurs (45 % du CAC 40 à ce jour) et exiger à leur tour un rendement déraisonnable pour satisfaire les porteurs des grands fonds de pension mondiaux.

LES CONVICTIONS DU BUREAU D'ANALYSE POUR LE S2 2018



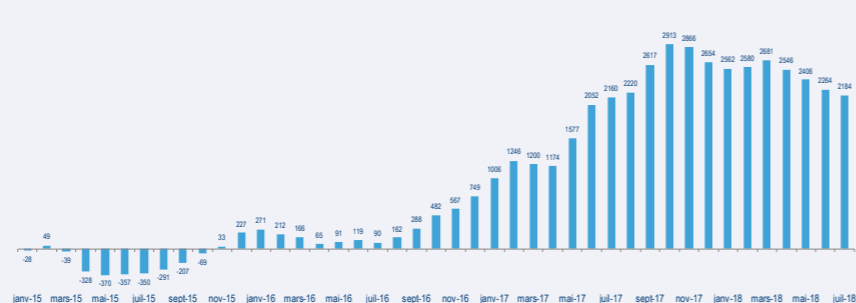
Maxence Dhoury
Co-Responsable
Analyse Financière

Comme chaque semestre, les analystes de Portzamparc ont présenté début juillet leurs valeurs favorites à horizon 6 mois.

UNE SÉLECTION À OPÉRER DANS UN CONTEXTE MOINS FAVORABLE AUX VALEURS MOYENNES

Une fois n'est pas coutume, les valeurs moyennes connaissent une année 2018 mitigée avec une baisse des cours (-1,8%⁽¹⁾ depuis janvier pour le CAC M&S) et une décollecte pour les fonds spécialisés (~470M€ retirés depuis janvier et même ~730M€ depuis que la tendance s'est inversée en novembre 2017). Ce phénomène négatif est toutefois à relativiser puisqu'il n'efface pas, loin de là, plusieurs années particulièrement dynamiques pour le segment.

Collecte nette cumulée des fonds spécialisés dans les valeurs moyennes depuis 2015 (en M€)



Source : Portzamparc / AMF, 155 fonds (Encours global au 31/07/18 16,9Md€)

LA SÉLECTION POUR LE S1 2018

Après un début difficile, lié à une publication mal anticipée sur Bénéteau et un accident par nature impossible à prévoir sur Altran (voir ci-dessous), la sélection s'est rattrapée et affiche désormais une avance de 1,8% sur l'indice M&S (+3,2% vs +1,4% entre le 4 juillet et le 24 août). Voici la sélection avec les argumentaires actualisés et la performance du titre entre le 4 juillet et le 24 août.

ACTIA
→ OBJECTIF
9,6€.
+23,4%.

Le groupe d'électronique profite actuellement d'un bon momentum comme en atteste son chiffre d'affaires T2 (+12,7%, publié le 31 juillet) et que devraient confirmer les résultats semestriels mi-septembre, en profitant notamment d'une normalisation de l'activité qui avait souffert l'an dernier de surcoûts logistiques exceptionnels. Le groupe démontre également sa capacité à remplacer le chiffre d'affaires perdu par l'activité Automotive suite à la fin d'un gros contrat avec Jaguar Land Rover tandis que l'activité Télécoms devrait fortement croître dans les prochains mois, tirée notamment par des contrats importants dans le ferroviaire. Il faut noter que le potentiel de hausse est moindre après le beau parcours du titre cet été mais nous restons pour le moment positifs.

ALTRAN
→ OBJECTIF
11,9€.
-22,4%.

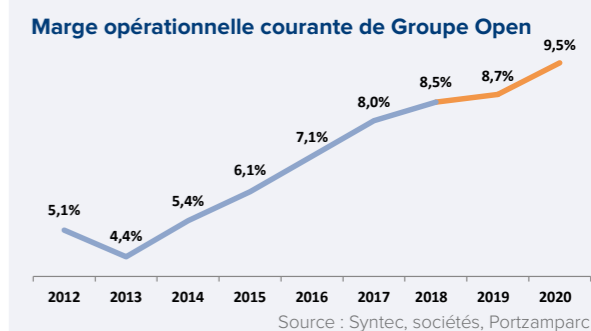
Le titre du groupe de conseil en technologies a décroché mi-juillet suite à la découverte de 10M\$ de bons de commande fictifs chez Aricent, société qui venait d'être acquise par Altran pour 2Md\$. Si cette nouvelle constitue évidemment une mauvaise surprise, la sanction nous paraît disproportionnée. Cet épisode fâcheux est donc selon nous à mettre à profit pour tirer davantage d'une décote de près de 20% sur son comparable Alten et des perspectives favorables du nouvel ensemble. Aricent permet à Altran de 1/ pénétrer ou de se renforcer dans des industries à fort potentiel comme le logiciel, les semi-conducteurs et le design, 2/ s'imposer comme un acteur de référence aux US et, dans le même temps, de servir de base pour intégrer de nouvelles acquisitions en Amérique et 3/ d'accélérer l'industrialisation de son modèle en ajoutant ~8 500 consultants à sa plateforme offshore.

BENETEAU
→ OBJECTIF
21€.
-9,8%.

Le titre a souffert de la publication mi-juillet d'un chiffre d'affaires T3 décevant, marqué par un recul des ventes de grands yachts pour deux raisons : 1/ alors que les principaux concurrents sur ce segment sont italiens et anglais, ces derniers ont renforcé leur compétitivité grâce à la baisse de la livre sterling et 2/ Bénéteau a ralenti ses investissements sur ce segment et n'a pas sorti de nouveau modèle cette année. Pour autant, les objectifs 2020 (CA 1,5Md€, ROC 130M€), qui avaient été révisés en hausse fin avril, ne sont nullement remis en cause et pointent vers la poursuite d'une forte croissance et d'une amélioration sensible de la rentabilité. D'une manière générale, nous apprécions le travail de fond effectué ces dernières années (réorganisation des sites de production, efficacité opérationnelle, augmentation de la couverture naturelle des changes...) pour répondre à une demande qui reste bien orientée. Le titre pourrait également être animé par de nouvelles acquisitions après deux petites opérations en Pologne et en Slovaquie.

GRUPE OPEN
→ OBJECTIF
43,6€.
-1,8%.

Le groupe de services numériques est de nouveau décoté par rapport à ses comparables, d'environ 20%. Un important travail a été effectué ces dernières années avec des résultats probants (croissance organique moyenne de plus de 5% depuis 2013, ROC plus que doublé en quatre ans) et les perspectives restent favorables. Le positionnement croissant sur le digital et la hausse de la taille des contrats assurent une demande importante. Le groupe peut s'appuyer sur ses différentes implantations géographiques en France pour diluer l'impact des difficultés de recrutement, actuellement le seul frein à la croissance du secteur des services informatiques en France.



HIGHCO
→ OBJECTIF
7€.
+21,1%.

Notre thèse d'investissement concernant ce spécialiste du marketing repose sur 1/ une valorisation modérée, même après la hausse des dernières semaines, avec un ratio valeur d'entreprise sur résultat d'activité de 8 fois pour 2018, 2/ une protection naturelle contre les évolutions réglementaires qui affectent le secteur, grâce à l'utilisation de données opt-in issues des programmes de fidélité des enseignes de la distribution, 3/ la capacité d'amélioration des marges, régulièrement démontrée ces dernières années, 4/ le retour à une croissance un peu plus dynamique alors que le ralentissement de 2017 était en partie lié à des effets ponctuels et 5/ un possible mouvement de WPP (34% du capital) alors que son nouveau dirigeant a annoncé vouloir passer en revue l'ensemble des participations minoritaires du groupe britannique. Après le renforcement dans le digital début juillet avec l'intégration d'une agence mobile, le titre pourrait également être animé par de nouvelles acquisitions ciblées.

JACQUET METAL SERVICE
→ OBJECTIF
37€.
-3,9%.

Ce distributeur de produits en aciers spéciaux, très bien positionné sur ses marchés, devrait bénéficier de la croissance de la demande d'acier et de cours des métaux à des niveaux plus favorables que ces dernières années. Notons à ce titre que le principal cours à surveiller concernant JMS est le nickel, qui a bien résisté à la baisse récente des métaux. La croissance attendue devrait apporter un fort effet de levier sur les marges du groupe, dont la majorité des coûts sont fixes. Si l'horizon reste incertain, le titre devrait également bénéficier à moyen terme d'une reprise des acquisitions. Après avoir quintuplé de taille en 2010 et quasiment doublé en 2015, la capacité du management à réaliser des opérations ambitieuses et rentables ne nous semble plus à démontrer.

LNA SANTE
→ OBJECTIF
63€.
+7,3%.

Cet opérateur d'établissements de santé, concurrent d'Orpéa et de Korian, parvient à délivrer une croissance organique de manière très régulière (4 à 5% par an) et affiche de belles marges (MOC 9-10%) alors même que cette croissance est dilutive à court terme (établissements en restructuration et en phase de remplissage moins rentables que les établissements en vitesse de croisière) et que le secteur doit composer avec des baisses de certains prix réglementés. Nous apprécions également la création d'établissements à prix plus accessibles permettant de s'adresser aux classes moyennes. Ce développement se verra enrichi d'opérations de croissance externe mais également de transferts d'établissements du secteur public ou associatif, opérations souvent longues à mener mais particulièrement rentables et pour lesquelles LNA nous semble mieux positionné que ses concurrents cotés. Notons qu'un nouveau plan stratégique sera présenté mi-septembre.

LINEDATA
→ OBJECTIF
44,6€.
+13,0%.

Cet éditeur de logiciels financiers bénéficie d'une part récurrente de son activité (70%) qui constitue un socle solide. Les récents efforts R&D et les offres couplées logiciels + services devraient se traduire par un retour progressif à la croissance organique. La rentabilité élevée et la forte génération de cash restent des points forts du dossier, autorisant le groupe à poursuivre sa stratégie de croissance externe.

NEXSTAGE
→ OBJECTIF
113,6€.
+2,0%.

La plateforme d'investissement dans les entreprises de taille moyenne, principalement non cotées, n'a que peu évolué depuis son introduction en bourse fin 2016. En cause selon nous, l'important cash net, lié à la phase actuelle de constitution, ainsi que les participations récentes, dont la valorisation est comptablement figée pendant un an, deux éléments qui constituaient un poids mort important sur la valorisation. Nous pensons que le titre pourrait se réveiller au cours des prochains semestres, alors que la part plus importante des participations «actives» permettra de révéler la création de valeur liée au dynamisme des sociétés du portefeuille (en moyenne 14,4% de croissance organique et 15% d'EBITDA en 2017) et à des prix d'entrée avantageux.

LOI PACTE : FOCUS SUR LA RÉFORME DE L'ÉPARGNE-RETRAITE ET SALARIALE



Rozenn FLOC'H
Responsable
Gestion Privée

La loi PACTE a pour objectif principal le **financement de l'économie réelle en orientant l'épargne vers les PME et ETI cotées et non cotées**. Il s'agit d'un Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises avec un volet destiné à l'épargne-retraite et salariale.

Le gouvernement souhaite avant tout **faire émerger l'épargne-retraite par capitalisation comme un pilier de l'épargne en France**. Actuellement, l'épargne-retraite ne représente que 200 milliards d'euros. Bercy veut amener cette épargne à 300 milliards d'euros d'ici à la fin du quinquennat d'Emmanuel Macron.

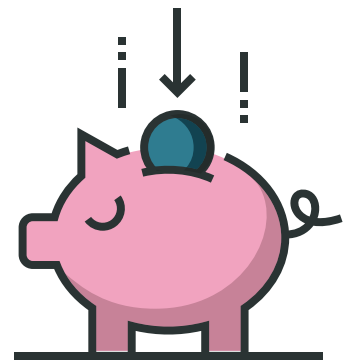
Il souhaite également développer **l'épargne-salariale**. Aujourd'hui, 12% des salariés français sont concernés par l'épargne-salariale, ce qui représente environ 12 milliards d'euros. Le gouvernement souhaite porter cette part à 32%.

ÉPARGNE-RETRAITE

- Création d'un produit unique d'épargne individuel pour tous les épargnants, dénommé « PERin » (succédant au PERP et au Madelin), et de deux produits collectifs, un universel (type PERCO) et un ciblé pour certaines catégories de salariés (type article 83).
- Transférabilité des produits sans frais s'il est détenu depuis plus de 5 ans.
- Liquidation possible en capital pour l'ensemble des produits.
- Harmonisation et simplification des conditions de sortie anticipée.
- Avantage fiscal pour les versements volontaires.
- Généralisation de la gestion pilotée comme mode de gestion par défaut.

ÉPARGNE-SALARIALE

- Pour les entreprises de moins de 50 salariés : suppression du forfait social de 20 % pour les versements effectués par l'employeur. Ce forfait est également supprimé pour les entreprises de moins de 250 salariés disposant d'un accord d'intéressement.
- L'obligation de disposer d'un Plan d'épargne entreprise (PEE) pour mettre en place un plan d'épargne retraite collectif (PERCO) sera levée.
- Réduction du forfait social à 10 % pour les entreprises de plus de 50 salariés lors des abondements de l'employeur.
- L'abondement unilatéral de l'employeur sera désormais possible. Ce qui supprime l'obligation de versement pour l'employé.



➔ **Pour plus d'informations :**
<http://www.assemblee-nationale.fr/15/projets/pl1088.asp>
<https://www.economie.gouv.fr/plan-entreprises-pacte>

Discutée à la rentrée, la réforme nécessitera d'autres textes pour une entrée en vigueur au 1^{er} janvier 2020 au plus tard.

QUID DES RÉDUCTIONS D'IMPÔTS AVEC LA MISE EN PLACE DU PRÉLÈVEMENT À LA SOURCE ?

À partir de janvier 2019, le prélèvement à la source sera mis en place. Malgré cette réforme, il vous sera toujours possible de bénéficier des produits offrant une réduction d'impôts. Celle-ci s'appliquera en septembre de l'année N+1 lors du paiement du solde de votre impôt sur le revenu de l'année N-1. Pour tout complément d'information l'équipe Gestion Privée de Portzamparc se tient à votre disposition.

PREMIER PLAN

Responsable de Rédaction
Benoît Thubert

NANTES (Siège social)
13, rue de La Brasserie
44100 Nantes
Tél. 02 40 44 94 00

PARIS
16, rue de Hanovre
75002 Paris
Tél. 01 40 17 49 00

Portzamparc Société de Bourse
Société Anonyme au capital
de 4 500 000 €,
RCS Nantes 786 001 339

contact@portzamparc.fr
www.portzamparc.fr

Les informations figurant dans ce document proviennent de sources dignes de foi, mais aucune attestation ou garantie, expresse ou tacite, n'est donnée quant à la fiabilité ou au caractère complet de ces informations qui ne doivent pas être exploitées comme telles. Elles ne doivent ni faire autorité ni se substituer au jugement propre des investisseurs et ne sont pas censées être l'unique base d'évaluation des stratégies ou instruments financiers présentés. Les placements sur les marchés financiers peuvent s'avérer risqués. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et elles ne sont pas constantes dans le temps.