

ESQUISSE

LETTRE
D'INFORMATION
DE
TIEPOLO

N°46

NOVEMBRE-DÉCEMBRE 2023





DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :
Dominique Villeroy de Galhau

EDITÉ PAR :
Financière Tiepolo
RCS 498 003 268
7, rue de Tilsitt 75017 Paris
www.tiepolo.fr - contact@tiepolo.fr
+33 (0)1 45 61 78 78
Société de gestion de portefeuilles
agrée par l'Autorité des Marchés
Financiers (AMF) sous le numéro
GP 07-000019
AMF - www.amf-france.org

CRÉDIT PHOTO COUVERTURE :
iStock/Gypsyhirano

CONCEPTION ET RÉALISATION :
www.agencele6.com



p.4

ÉDITO

Entre prudence et opportunités
dans un contexte économique tumultueux

p.6

GESTION PRIVÉE

Profiter de la hausse des taux d'intérêt

p.8

GESTION COLLECTIVE

Le fonds Tiepolo Rendement,
un fonds conçu pour le long terme

p.10

ZOOM SUR...

Costco, un modèle de distribution
unique et performant

ENTRE PRUDENCE ET OPPORTUNITÉS DANS UN CONTEXTE ÉCONOMIQUE TUMULTUEUX

Malgré les trois mois agités sur les marchés depuis août, nous maintenons un optimisme prudent. L'incertitude actuelle ne semble pas destinée à perdurer durablement.

Aux États-Unis, malgré la hausse des taux courts, la croissance n'a pas été freinée et atteint 4,9% au troisième trimestre, soutenue par la consommation et un marché de l'emploi dynamique. Bien que l'inflation reste élevée et encore loin des objectifs de la FED de 2%, la trajectoire est là. La désinflation continuera d'être alimentée par la baisse des matières premières et la diminution des pressions salariales.

Les débats sur l'attitude future de la FED sont vigoureux : va-t-elle maintenir une politique de hausse des taux courts, au risque de provoquer une forte récession, ou va-t-elle au contraire attendre que les hausses précédentes finissent par faire effet ? Nous pensons qu'elle restera pragmatique et agira au vu des chiffres publiés. Les premiers indicateurs du quatrième trimestre sur les créations d'emploi et l'activité semblent souligner des signes d'apaisement. Nous sommes donc probablement arrivés à la fin du cycle de relèvement des taux courts et entrons maintenant dans une phase de stabilisation. Une fois l'inflation ramenée à des niveaux proches de 2,5%, la FED aura alors plus de marge de manœuvre pour baisser les taux courts.

En Europe, la situation économique est plus complexe. En effet, même si l'inflation est, elle aussi, encore trop élevée (au-dessus des 4%), la récession menace. Les craintes sont d'autant plus fortes que le principal moteur de l'Europe, l'Allemagne, continue de s'essouffler. Mais le PIB allemand a finalement surpris positivement en progressant de +0,1% au 2^e trimestre après une croissance nulle au premier trimestre. Ce ralentissement économique devrait alimenter la désinflation dans les prochaines semaines. À l'instar de la FED, il apparaît très probable que la BCE a elle aussi entamé une pause, mettant ainsi fin à la séquence de relèvements la plus rapide de son histoire.

En Asie, bien que la reprise chinoise ait été vigoureuse au premier trimestre, elle n'a pas duré et les mois suivants ont été décevants. L'économie chinoise reste dépendante du secteur immobilier qui peine à se relever de la débâcle financière d'*Evergrande* ou de *Country Garden*. Toutefois, le gouvernement s'est récemment décidé à prendre des mesures concrètes pour venir en aide à ce secteur et assurer son objectif d'une croissance de 5%. Les tous derniers chiffres augurent une légère amélioration et nous pouvons



ROLAND
DE DEMANDOLX-
DEDONS
Président



PHILIBERT
DE RAMBUTEAU
Directeur Général

espérer un soutien plus important à l'activité mondiale dès 2024.

D'autres risques d'ordre géopolitique se sont ajoutés à l'équation. Après la guerre en Ukraine, la guerre entre Israël et le Hamas fait monter les risques d'un embrasement du Moyen-Orient. Ce sujet est périlleux car, au-delà des crimes inacceptables, il concerne les principaux fournisseurs mondiaux de pétrole et de gaz. Cependant, personne n'a intérêt à un conflit général.

Dans ce contexte, les résultats parfois mitigés du troisième trimestre ne doivent pas décourager les investisseurs. Après un exercice 2022 exceptionnel (+25% en moyenne de progression des bénéfiques), les chiffres de 2023 soulignent une certaine normalisation. À ce jour, les publications font ressortir une stagnation pour les grandes entreprises européennes, une nouvelle hausse pour les PME européennes (+10,5%) et une légère progression pour les entreprises américaines du S&P500 (+1,5%). On est loin d'une dépression.

Suite à la consolidation récente, les valorisations des entreprises ont continué à se dégonfler offrant des opportunités. Les marchés européens se traitent dorénavant

en dessous de leur moyenne historique sur 10 ans, à 12x les bénéfiques contre 16x. Aux États-Unis, les valorisations sont en ligne avec leur moyenne historique à 19x, bien qu'inflatées par les valorisations des « Sept Magnifiques » (*Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Meta Platforms et Tesla*).

Enfin, les taux d'intérêt devraient amorcer leur décrue en 2024, offrant des opportunités positives pour les États et les entreprises endettées. Ces futures baisses de taux redonneront également des perspectives plus favorables aux valeurs de croissance qui ont été fortement pénalisées par le resserrement monétaire.

En conséquence, dans cet environnement, garder son calme et se concentrer sur des sociétés de qualité positionnées sur des marchés en croissance avec une vision de long terme reste notre stratégie.

**Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont ni garanties ni constantes dans le temps.*

PROFITER DE LA HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT

Les récentes hausses de taux d'intérêt ont créé des opportunités d'investissement tout à fait intéressantes pour qui veut bénéficier de rendements probants, couplés à un niveau de risque faible. A l'issue d'un travail important réalisé en interne par notre équipe de multigestion, cette gestion est désormais accessible au sein de vos portefeuilles chez Tiepolo.

UN CHANGEMENT D'ENVIRONNEMENT



Afin de lutter contre l'inflation et après 12 années de baisse, la Banque Centrale Européenne (BCE) a décidé, depuis juillet 2022, de remonter fortement ses taux directeurs. Cela a considérablement modifié les rendements sur les marchés de taux. Ils atteignent 4% actuellement, soit le niveau le plus élevé depuis la création de la BCE en juin 1998.

Si cette augmentation brutale des taux d'intérêts a créé des déséquilibres (sur les marchés financiers, l'immobilier, le coût de la dette, etc.), elle a également permis l'identification de nouvelles opportunités.

UNE DIVERSITÉ D'INSTRUMENTS ET DE RISQUES



Afin de capter ces rendements attractifs, il existe une grande diversité d'instruments : compte ou dépôt à terme, SICAV monétaires, fonds obligataires, obligations en direct... autant d'instruments que de spécificités et de risques associés à ces derniers.

Cette offre doit être bien appréhendée pour obtenir la solution la plus adaptée à votre situation personnelle.

Les comptes ou dépôts à terme affichent

des rendements de l'ordre de 3%. Mais il y a, en contrepartie, une durée de blocage définie à l'avance et bien souvent des pénalités en cas de rachat anticipé. De plus, les revenus de ces produits sont soumis à fiscalité.

Les titres monétaires et obligataires sont également attractifs, proches de 4%. Ceux des obligations d'entreprises, par nature plus risquées, procurent un rendement proche de 4% pour les notations de qualités et de 8% pour les obligations à hauts rendements. Pour éviter le risque de défaut (ou faillite) de la société émettrice, il est préférable de diversifier les émetteurs et d'investir via des SICAV ou des fonds.

UNE NOUVELLE OFFRE ACCESSIBLE DEPUIS VOS PORTEFEUILLES



Selon l'horizon d'investissement et le risque souhaité, il est possible aujourd'hui de composer des portefeuilles sur mesure au travers de fonds sélectionnés scrupuleusement, investissant chacun sur différents instruments. Privilégiant la liquidité et la diversification des placements, nous avons identifié une liste de Sicav monétaires et de fonds obligataires performants pouvant intégrer les portefeuilles de nos clients.



FRANÇOIS CHANOIS
*Gérant
de portefeuilles*



THIBAUT MUNINI
*Gérant
de portefeuilles*

Exemples de fonds sélectionnés chez Tiepolo
en fonction de la nature des investissements / données au 30/09/2023 :

Fonds		Rendement à échéance	Sensibilité	"Notation moyenne"	Performance 2023
Fonds Monétaire		4,3%	0,0	BBB+	2,6%
Fonds obligataire d'entreprise de qualité	Court terme	5,0%	1,7	BBB-	2,6%
	Moyen terme	5,6%	4,8	BBB+	3,5%
Fonds obligataire d'entreprise à haut rendement	A échéance 2025	6,5%	1,8	BB	5,4%
	Moyen terme	5,6%	1,6	BB	4,2%

La nature de ces capitaux peut concerner un placement d'attente, l'investissement de la trésorerie d'une holding, le réemploi de comptes / plans ou livrets d'épargne à faible rémunération ou encore le placement de fonds à long terme, lorsque votre aversion aux risques ne vous permet pas d'investir en actions.

**Les investissements dans les instruments financiers comportent des risques et peuvent entraîner la perte de tout ou partie de votre investissement initial. Les rendements ne sont pas garantis.*

Ces investissements qui complètent utilement notre offre de gestion en actions sont accessible au sein des comptes titres ordinaire ou joints, des contrats d'assurance vie et/ou des PER sans minimum d'encours. N'hésitez pas à prendre contact avec votre gérant de portefeuilles pour étudier les opportunités d'investissements sur cette classe d'actifs.



LE FONDS TIEPOLO RENDEMENT* UN FONDS CONÇU POUR LE LONG TERME

Le fonds Tiepolo Rendement a été créé en juillet 2007 avec une idée simple, permettre aux épargnants d'investir sur des valeurs distribuant un dividende à leurs actionnaires afin de leur assurer un revenu. Mais le rendement et donc le versement d'un dividende ne peuvent être une fin en soi ni se substituer à une réelle politique de développement. Une société qui n'investit plus est amenée à péricliter.

Nous avons donc, dès le départ, pris le parti de rester à l'écart de certaines valeurs qui distribuaient des dividendes copieux sans offrir de réelles perspectives de croissance. Le secteur des télécommunications en est le parfait exemple. Il est caractérisé par de fortes contraintes structurelles d'investissement, ne pouvant pas être répercutées dans les prix de vente. Dans une certaine mesure, les grands générateurs d'électricité y sont également confrontés. De même, nous n'avons pas souhaité investir dans des secteurs trop dépendants d'une réglementation complexe et croissante comme les banques. Voulant proposer à nos clients des valeurs qui versent un dividende pérenne chaque année, nous nous sommes toujours concentrés sur des sociétés qui sont peu ou pas dépendantes du cycle économique et peu dépendantes d'éléments exogènes - par définition peu maîtrisables - comme le prix des matières premières par exemple.

En outre, seule une société qui respecte une vraie discipline financière peut verser régulièrement du dividende. C'est cette vision qui nous a permis d'investir depuis plus de 15 ans dans les moyennes valeurs. En effet, si le risque de volatilité est plus important sur ce type d'actions qui représente historiquement 50% de l'actif du fonds, il n'en reste pas moins celui qui offre le plus de potentiel de croissance.

Par ailleurs, nous ne considérons pas l'endettement d'une société comme un problème, pour peu que celui-ci soit maîtrisé et qu'il diminue chaque année grâce à la génération de trésorerie. Ne dit-on pas «qui rembourse ses dettes s'enrichit» ?

Enfin, nous n'investissons que dans des sociétés leaders ou co-leaders sur leur marché, confortées par le fait que les barrières à l'entrée qu'elles ont développées sont de nature à protéger la résilience de leur activité et donc le versement du coupon.

Trois profils de valeurs ressortent dans Tiepolo Rendement.

On trouve tout d'abord les groupes en situation de monopole ou d'oligopole telles **Aéroport de Paris, La Française des Jeux, Eiffage, Air Liquide, Givaudan** ou encore **Elis** et **Veolia**.

**Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont ni garanties ni constantes dans le temps.*



BENJAMIN RIVIÈRE
Gérant de portefeuilles

On trouve ensuite les valeurs moyennes du fonds. Nous sommes convaincus que la présence d'un actionnaire de référence, qu'il soit familial ou institutionnel, apporte une garantie de bonne gestion de la société. Ainsi **Bureau Veritas**, **Gérard Perrier Industrie**, **Clasquin** ou encore **Sword** sont présents dans le fonds.

Enfin, le troisième profil concerne les valeurs décotées comme **TotalEnergies**, **Saint-Gobain** ou **Accor**.

Afin de mieux refléter la stratégie d'investissement du fonds, nous avons décidé de changer notre indice de comparaison a posteriori. Du **CAC All Tradable**, indice tourné vers les grandes valeurs de croissance, nous avons choisi

un mix composé à 50% par le **CAC Mid & Small** (dividendes réinvestis), pour sa composante valeurs moyennes, et à 50% par **l'Euro STOXX Select Dividende 30** (dividendes réinvestis) pour sa composante grandes valeurs de rendement.

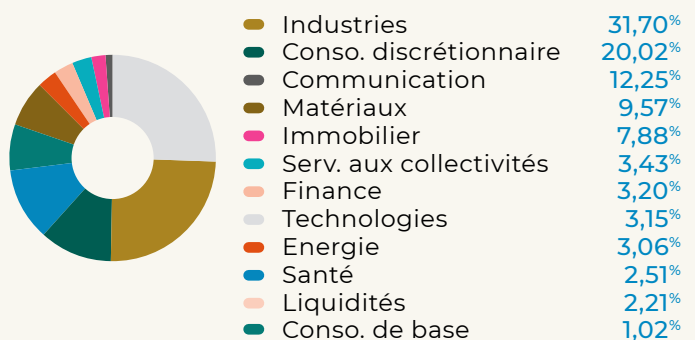
Au cours de ses 14 premières années, le fonds Tiepolo Rendement a régulièrement délivré de très bons résultats*. Depuis quelques années, il souffre plus de la forte volatilité des marchés et du désintérêt qui affecte les valeurs moyennes. Nous croyons fermement que le travail d'analyse qui est fait en son sein conserve toute sa pertinence et que, sur le long terme, les performances* seront encore au rendez-vous.

6 premières positions

CHRISTIAN DIOR	7,05%
AIR LIQUIDE	4,76%
GERARD PERRIER	4,50%
C ^{IE} DES ALPES	4,04%
UNIBAIL	3,88%
IPSOS	3,85%

Répartition sectorielle du portefeuille

Données au 02/11/2023





UN MODÈLE DE DISTRIBUTION UNIQUE ET PERFORMANT



Enseigne familière de la grande distribution nord-américaine, Costco commence à peine à se développer à l'international : nul doute que bon nombre d'entre nous se souviennent encore de l'ouverture en fanfare de leur premier magasin en France en 2017, puis d'un deuxième en 2021. Nous vous proposons un petit tour dans les rayons de cette entreprise au modèle unique.

Costco est un distributeur en libre-service de gros, à destination exclusive des titulaires de la carte de membre. Moyennant un abonnement annuel de 60 dollars (56 euros), les membres peuvent accéder à l'un des 790 club-entrepôts dont l'écrasante majorité se situe encore aux Etats-Unis (574) et au Canada (100). Ils peuvent alors acheter, à des prix de gros, des produits de grandes marques populaires ou encore des marques propres comme Kirkland, très appréciées pour leur rapport qualité-prix. **Costco** offre un éventail réduit de références, 4.000 seulement contre 30.000 chez les concurrents de la grande distribution. Ces produits sont sélectionnés drastiquement par une direction des achats qui est rompue à l'exercice de prévision de la demande, grâce à une connaissance intime de sa clientèle.

Achetées en grande quantité, les marchandises sont présentées sur palettes dans les entrepôts : sodas par lots de 28 cannettes ou encore des pièces de viandes à la douzaine... Cette simplicité logistique, combinée à des prix ultra-compétitifs, garantit une rotation rapide

des inventaires, nettement supérieure à celle d'un distributeur traditionnel.

Pour autant, **Costco** ne distribue pas seulement de l'alimentation de base, même si cela représente près de 40% de ses ventes. Le groupe, basé à Issaquah (Washington), sait attirer les visiteurs avec des offres promotionnelles sur toutes sortes de produits de consommation discrétionnaire qui vont de l'électronique au mobilier en passant par la bijouterie. Cette catégorie de produits dégage des marges plus élevées et permet d'adapter rapidement l'offre en fonction des changements de tendances dans les habitudes de consommation des ménages. Enfin, au pays de l'automobile, la vente de carburants constitue un poste important, car, malgré des marges réduites, elle est garante d'un trafic régulier.

La stratégie d'expansion de la société se fait d'abord au travers de nouveaux magasins (+3% par an). Depuis 2017, aucun site n'a fermé ce qui permet au groupe une saine croissance organique des ventes, en moyenne de 11% sur les 5 dernières années.

**Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont ni garanties ni constantes dans le temps.*



NICOLAS
EMINE
*Analyste
financier*



©Costco_2023

COSTCO en quelques chiffres

En millions d'euros	2023	2024(e)	2025(e)
CA (Mrds \$)	242,3	253,2	370,2
Marge opérationnelle	3,38 %	3,55 %	3,65 %
Résultat net (m \$)	6 292	6 921	7 546
Endettement net	-6 796	-9 695	-14 518
EV/EBITDA (X)	22,8x	21,1x	19,4x

Il présente en outre un bilan très sain, avec un ratio de levier de 0,74x. Sa dette à long terme est de moins de 6,5 milliards US\$. Plus de 80% de cette dette ne sont pas remboursables avant mai 2027 et portent un taux de moins de 2%. **Costco** n'est donc pas concerné par les soucis actuels de refinancement dans un environnement qui est devenu anxiogène, d'autant que les opérations du groupe génèrent une copieuse trésorerie : 6,7 milliards US\$ prévus pour l'exercice 2023.

Outre son modèle d'affaires atypique, ce qui distingue **Costco** des autres acteurs de la grande distribution sont ses relations avec ses employés. En plus d'un salaire supérieur à ce qu'offre la concurrence, les employés de la société bénéficient d'augmentations annuelles et d'une excellente couverture sociale. Ceci lui garantit un taux de rotation faible

(structurellement sous les 10% pour les salariés présents depuis au moins un an). Par ailleurs, les promotions se font en interne, à tel point que le successeur de l'actuel Président Directeur Général, Ron Vachris, a commencé en tant que manutentionnaire et a gravi tous les échelons depuis 40 ans au sein de l'entreprise.

A 35x les résultats 2024, le titre semble plutôt cher. Les investisseurs sont pourtant prêts à payer une prime pour cet acteur différent qui dispose, par ailleurs, d'un réservoir important de croissance aux Etats-Unis mais surtout à l'international. Enfin, le groupe dispose selon nous d'un levier non négligeable sur le prix de la carte de membre dont le taux de renouvellement, de plus de 90%, ne faiblit pas.

LETTRE
D'INFORMATION
DE
TIEPOLO



ESQUISSE

N°46
NOVEMBRE-DÉCEMBRE 2023

TIEPOLO

7, rue de Tilsitt 75017 Paris
contact@tiepolo.fr
+33 (0)1 45 61 78 78