

## **Le secteur Telecom en tête de nos principales convictions**

Nos premiers investissements ont démarré en 2013 lorsque sont apparus les premiers signes de stabilisation du marché des télécoms en Europe. La multiplication des signaux positifs et une valorisation toujours très bon marché nous ont conduits à renforcer notre exposition aux valeurs télécoms qui constituent désormais une des principales convictions au sein de nos portefeuilles.

Le marché européen des télécoms est en profonde mutation. Il bénéficie d'une consolidation, allégeant ainsi l'environnement concurrentiel, imposée en partie par les changements technologiques. Le développement des réseaux à très haut débit 4G et fibre optique nécessite des investissements lourds et une convergence entre les infrastructures fixes et mobiles. Le transport de données volumineuses sur un réseau mobile 4G nécessite désormais de détenir une infrastructure fixe. C'est pourquoi, même au Brésil où les offres groupées fixe-mobile sont peu répandues, l'opérateur mobile Vivo détenu par **Telefonica** a acquis l'opérateur fixe GVT dans le but de réduire ses coûts opérationnels liés au transport des données. En Europe, **Vodafone**, qui était handicapé par une base d'actifs essentiellement mobile, rattrape son retard en accélérant ses investissements. Vodafone a ainsi acquis les opérateurs câble Kabel Deutschland puis Ono en Espagne et ses dépenses d'investissement vont culminer à 22% de son chiffre d'affaires contre 15% en moyenne pour l'industrie. La course aux investissements et le phénomène de convergence fixe-mobile marginalisent les plus petits opérateurs et provoquent une vague d'opérations de fusion-acquisition partout en Europe. On peut citer l'Autriche, l'Irlande, l'Allemagne et le Royaume-Uni qui passent de 4 à 3 opérateurs mobiles... Après plusieurs années de guerre des prix, les opérateurs tentent désormais de se distinguer par la supériorité de leur réseau.

La consolidation du secteur ne serait pas possible sans le changement de position des régulateurs qui ne sont plus opposés à ces opérations pour favoriser l'investissement dans la mesure où l'intensité concurrentielle reste suffisante. L'Union européenne comprend une centaine d'opérateurs télécoms pour 507 millions d'habitants.

Ce qui est encore loin du marché américain qui compte quatre opérateurs nationaux pour 320 millions d'habitants.

Cette transformation du marché européen des télécoms a déclenché une surperformance du secteur depuis le quatrième trimestre 2014 qui comble une partie de la sous-valorisation excessive. Les grands opérateurs télécoms que nous détenons dans **METROPOLE Sélection (British Telecom, Deutsche Telekom, Vodafone, Telefonica et Telecom Italia)** affichent une valorisation proche de 7 fois l'EBITDA qui est un niveau encore bas en absolu et en comparaison des autres métiers de l'infrastructure comme les utilities dont la valorisation est souvent proche de 10 fois. La sous-valorisation se mesure également lorsque l'on analyse les différentes opérations de fusion-acquisition dans ce secteur, qui se concluent sur des multiples de 8 fois l'EBITDA en moyenne au cours des 15 dernières années. British Telecom a, par exemple, acquis l'opérateur mobile anglais Everything Everywhere à 8,6 fois l'EBITDA. Et tout récemment, en France, Numéricable SFR a offert 10 milliards d'euros pour racheter Bouygues Telecom soit 14 fois l'EBITDA. Ces entreprises affichent des multiples bas sur des résultats dépréciés. La concurrence entre opérateurs et la pression réglementaire ont entraîné une chute de près de 20% du résultat opérationnel (EBITDA) des opérateurs historiques européens depuis 2009. Dans un environnement « normal », les opérateurs télécoms américains ATT et Verizon ont enregistré une hausse de 20% de leur EBITDA sur la même période.

Enfin, ces valeurs distribuent un dividende important largement couvert par la génération de cash qui équivaut à un rendement moyen de plus de 4%.

La valorisation des entreprises et l'identification de catalyseurs forment le socle de notre processus de gestion. Ces piliers sont notre repère dans un environnement économique dominé, pour le moment, par des facteurs géopolitiques que nous ne prétendons pas prévoir. La faiblesse des valorisations et le renforcement du catalyseur dans le secteur des télécoms nous ont amenés à renforcer notre exposition à ce métier qui représente désormais notre plus forte surpondération.

PERFORMANCES	2015	2014	2013	2012	2011	2010	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	Depuis création	Volatilité Vol. indice VL
<b>ACTIONS EUROPE ET ZONE EURO</b>												
<b>METROPOLE SELECTION</b>												
FR0007078811	16,00%	-0,02%	28,44%	23,33%	-19,30%	17,02%	15,95%	68,98%	75,66%	75,19%	214,74%	16,20%
STOXX Europe Large 200 NR	12,63%	7,09%	19,68%	17,19%	-7,09%	9,22%	13,76%	61,56%	77,44%	76,19%	125,30%	15,78%
Ecart de performance	3,37	-7,11	8,76	6,14	-12,21	7,80	2,19	7,42	-1,78	-1,00	89,44	629,47
<b>METROPOLE EURO</b>												
FR0007078753	14,32%	3,25%	26,73%	21,34%	-22,45%	11,43%	13,15%	70,58%	61,23%	59,02%	151,78%	17,30%
Euro STOXX Large NR	12,18%	4,30%	22,69%	19,21%	-14,03%	0,83%	10,97%	67,02%	63,22%	54,88%	98,83%	18,85%
Ecart de performance	2,14	-1,05	4,04	2,13	-8,42	10,60	2,18	3,56	-1,99	4,14	52,95	503,56
<b>METROPOLE AVENIR EUROPE</b>												
FR0007078829	17,06%	-1,70%	28,99%	25,57%	-19,91%	38,22%	14,07%	62,84%	94,97%	115,78%	232,58%	14,44%
STOXX Europe Small 200 NR	16,92%	4,93%	26,73%	23,47%	-15,42%	24,56%	16,74%	77,19%	99,23%	130,37%	287,15%	14,38%
Ecart de performance	0,14	-6,63	2,26	2,10	-4,49	13,66	-2,67	-14,35	-4,26	-14,59	-54,57	665,17
<b>METROPOLE FRONTIERE EUROPE</b>												
FR0007085808	11,17%	-1,86%	18,97%	13,78%	-28,09%	3,10%	5,81%	41,20%	19,86%	22,46%	90,28%	11,65%
STOXX Europe Large 200 NR	12,63%	7,09%	19,68%	17,19%	-7,09%	9,22%	13,76%	61,56%	77,44%	76,19%	139,64%	15,78%
Ecart de performance	-1,46	-8,95	-0,71	-3,41	-21,00	-6,12	-7,95	-20,36	-57,58	-53,73	-49,36	380,57
<b>METROPOLE VALUE SRI</b>												
FR0010632364	12,93%	1,24%	27,74%	24,01%	-20,47%	12,22%	12,86%	68,58%	66,34%	-	61,83%	17,36%
Euro STOXX Large NR	12,18%	4,30%	22,69%	19,21%	-14,03%	0,83%	10,97%	67,02%	63,22%	-	33,67%	18,85%
Ecart de performance	0,75	-3,06	5,05	4,80	-6,44	11,39	1,89	1,56	3,12	-	28,16	323,66
<b>OBLIGATIONS ET CONVERTIBLES</b>												
<b>METROPOLE CONVERTIBLES</b>												
FR0007083332	4,23%	0,71%	7,22%	13,91%	-6,71%	6,73%	3,99%	20,48%	31,02%	50,91%	70,49%	5,40%
Euro STOXX Large	10,19%	1,75%	19,40%	15,24%	-16,71%	-2,05%	8,42%	54,81%	41,61%	16,54%	59,95%	
Euro MTS 3-5 ans	-0,11%	5,93%	2,32%	8,66%	0,75%	1,15%	1,61%	14,22%	17,69%	41,84%	58,06%	
ECI-EURO	4,51%	3,06%	9,81%	18,19%	-9,58%	2,27%	4,29%	28,81%	35,71%	52,53%	74,31%	6,08%
Ecart de performance avec ECI-EURO	-0,28	-2,35	-2,59	-4,28	2,87	4,46	-0,30	-8,33	-4,69	-1,62	-3,82	340,98
<b>METROPOLE CORPORATE BONDS</b>												
FR0010695874	-0,21%	3,78%	3,68%	11,92%	0,29%	4,88%	0,63%	14,42%	23,64%	-	49,98%	1,21%
Euro MTS 3-5 ans	-0,11%	5,93%	2,32%	8,66%	0,75%	1,15%	1,61%	14,22%	17,69%	-	27,05%	1,55%
Ecart de performance	-0,10	-2,15	1,36	3,26	-0,46	3,73	-0,98	0,20	5,95	-	22,93	299,96

Les performances et réalisations du passé ne constituent en rien une garantie pour des performances actuelles ou à venir.

\*Données au 30 juin 2015

Date de création : METROPOLE EURO, METROPOLE SELECTION, METROPOLE AVENIR EUROPE : 29/11/2002, METROPOLE CONVERTIBLES : 30/04/2003, METROPOLE FRONTIERE EUROPE : 08/08/2003, METROPOLE VALUE SRI : 09/07/08, METROPOLE CORPORATE BONDS : 19/12/2008.



9, rue des Filles Saint-Thomas 75002 Paris – France - Tél +33 (0)1 58 71 17 00 – Fax : +33 (0)1 58 71 17 93  
 www.metropolegestion.com - E-mail : metropoleg@metropolegestion.fr  
 Société anonyme au capital de 1 200 000 € - SGP 02026 - RCS PARIS B 442 661 195 - APE 6630Z