

# Schroders

## Télécoms en Europe – Raccrocher ou rester en ligne ?

Une valeur ou un secteur peuvent tout à fait être appréciés différemment, au sein d'une même équipe de gestion, en fonction du processus d'investissement mise en œuvre, du style de gestion et surtout des objectifs des gérants. Ce document en présente ici une illustration concrète.

Alors qu'**Andy Lynch**, gérant des fonds « European Dynamic Growth » et « Euro Dynamic Growth », demeure très méfiant vis-à-vis des groupes de télécommunication européens, une de ses collègues de l'équipe actions européennes de Schroders ne partage pas cet avis : **Sonja Schemmann**, gérante du fonds « European Equity Yield », spécialisé sur les valeurs de rendement, considère en effet qu'avec un rendement minimum de 4 à 5% et la majorité des mauvaises nouvelles déjà intégrées aux cours, le secteur offre une stabilité et une protection à la baisse non négligeables dans des périodes d'incertitude et de volatilité des marchés d'actions.

Ainsi, alors que les valeurs de télécoms ont été décevantes depuis quelques années, Andy Lynch suggère de « raccrocher et de rappeler ultérieurement ». Sonja Schemman considère quant à elle que les mauvaises nouvelles et les perspectives incertaines sont dans déjà pour l'essentiel dans les cours et, tout en s'intéressant aux perspectives de consolidations du secteur, compte bien profiter du support du rendement .

### Andy Lynch : restez à l'écart !

« J'ai quatre arguments majeurs pour rester à l'écart du secteur des télécoms :

#### 1. La surcapacité sur les réseaux longue distance

La fin des années 90 a connu un développement rapide des réseaux de lignes fixes. Trop de groupes de télécoms - dont beaucoup ont depuis disparu - ont emprunté massivement pour installer des réseaux en fibre optique longue distance permettant de transporter une grande quantité de données. Etant donné la faiblesse des coûts marginaux inhérents à l'installation de ces nouvelles infrastructures, les opérateurs ont pu ajouter d'énormes capacités avec un faible surcoût. Ceci a conduit à une surcapacité structurelle et à une difficulté pour les opérateurs à maintenir un pouvoir suffisant de fixation des prix.

#### 2. Boucle locale ne permet plus aux opérateurs historiques de jouir d'une rente de situation

La situation pour ce qu'on appelle la boucle locale n'est guère plus enviable. Il est aujourd'hui peu probable qu'on puisse voir les groupes de télécoms investir en nouvelles capacités sur la partie du réseau couvrant le dernier kilomètre permettant de relier les particuliers et les professionnels. Par exemple, les sociétés du secteur du câble en Europe ont perdu trop d'argent dans le passé dans ce type d'investissement. Ce manque d'investissements futurs entraîne un monopole naturel pour les opérateurs historiques qui contrôlent le dernier kilomètre du réseau. Toutefois, conscients de ce monopole, les régulateurs européens contrôlent sévèrement les prix et obligent les candidats sortants tels que Deutsche Telekom, France Télécom et BT à « dégroupier » le secteur et l'ouvrir à la concurrence. Le dégroupage total suppose la libre ouverture de lignes chez les particuliers et les professionnels et la location à d'autres opérateurs, offrant ainsi plus de choix aux clients et conduisant les prix à la baisse. Les opérateurs historiques ne peuvent ainsi pas exploiter entièrement leur monopole.

#### 3. Téléphonie mobile – n'y-a-t-il pas eu trop d'investissements sur la 3G ?

Ce secteur du marché est peut-être le plus intéressant. Les consommateurs sont encore disposés à payer plus cher pour des technologies de téléphonie mobile permettant une transmission de données sécurisée et efficace. Cependant, la plupart des opérateurs ont investi énormément dans la technologie 3G et comptent sur son plein décollage pour la future croissance de leur chiffre d'affaire. Or, on découvre maintenant de nouvelles technologies meilleur marché et tout à fait compétitives : les « Hot Spots » WI-FI

# Schroders

## Télécoms en Europe – Raccrocher ou rester en ligne ?

ont ainsi la capacité de reproduire la technologie 3G à un coût moins élevé. Dans ce contexte, il est peu probable que les opérateurs de téléphonie mobile qui sont actuellement en mesure de faire payer une prime significative à leurs clients seront toujours en mesure de le faire à horizon cinq ans.

#### 4. Les perspectives de croissance mondiale sont trop faibles

De manière générale, les prix dans le secteur de la télécommunication continuent à baisser. Il suffit de regarder attentivement nos factures mensuelles sur nos lignes fixes ou mobiles et il est clair que nous recevons de plus en plus de services en dépensant moins. L'accroissement de la concurrence maintient une pression à la baisse des prix. Or les coûts fixes continuent de peser fortement sur les sociétés dans cet environnement et amputent les marges. Les sociétés sont sans cesse contraintes de davantage « casser leurs prix » afin de fidéliser leurs clients : dans le meilleur des cas, la croissance des sociétés de télécoms sera limitée et les niveaux de cash flow devraient diminuer.

Sur une période de 3 à 6 mois, il est fort possible que le secteur connaisse une courte et vive reprise des cours de bourse. Cependant, en tant que gérant d'un fonds orienté sur les valeurs de croissance, je ne cherche pas à anticiper des évolutions de court terme. Je ne suis intéressé ni par le « market timing », ni par le niveau de tracking error qu'une exposition limitée ou nulle au secteur des télécoms peu induire par rapport à mes indices de référence. Le fait que le secteur des télécommunications constitue 6,5% de l'indice MSCI Europe n'est pas une raison pour acheter : investir dans des titres uniquement parce qu'ils sont dans l'indice est une bonne manière de perdre de l'argent. L'exposition de mon portefeuille en valeurs télécoms est nulle en Europe continentale et limitée au Royaume-Uni, au travers de Vodafone. Les perspectives du secteur sont médiocres et je trouve des potentiels de croissance rentable bien meilleurs dans d'autres secteurs du marché. Le secteur des télécoms ont été très décevant sur les cinq dernières années, mais je crains qu'il ne faille encore s'abstenir pour le moment. »

#### Sonja Schemmann : n'oubliez pas le rendement !

« Les sociétés de télécoms ont traversé un environnement difficile ces cinq dernières années et l'apparition des nouvelles technologies maintient une pression importante sur le secteur. Si l'on prend l'exemple de France Télécom, on a observé au cours du 4<sup>ème</sup> trimestre 2005 une importante augmentation du nombre d'abonnés français aux services VoIP (voix sur IP), une technologie gratuite ou à prix réduit qui permet de dialoguer par téléphone via Internet. France Télécom perd aujourd'hui des abonnés et du chiffre d'affaire au profit de cette nouvelle technologie. Si ce phénomène se produit en France, nous pouvons parier qu'il s'observera également en Europe.

Pour les sociétés proposant des offres de téléphonie fixe, le futur succès dépend de leur capacité à développer des solutions alternatives. Confronté à la pénétration de la téléphonie mobile et d'autres technologies alternatives sur leur marché, un grand acteur historique tel que France Télécom aura fort à faire pour retenir ses abonnés. Je suis donc d'accord avec Andy Lynch sur le fait que le marché est fortement concurrentiel et que le secteur doit affronter des défis importants.

Cependant, du point de vue d'un investisseur en quête de rendement, le secteur est attractif pour un certain nombre de raisons :

#### - Un rendement minimum

Avec un rendement des dividendes proche de 6% pour la composante Télécoms de l'indice Bloomberg, le rendement des valeurs du secteur constitue une composante importante des performances totales en période de stabilité ou de hausse des marchés.

# Schroders

## Télécoms en Europe – Raccrocher ou rester en ligne ?

### - Un rendement régulier apporte une stabilité à terme

Les valeurs à dividende élevé offrent des performances plus stables et régulières sur longue période : à long terme, environ 50% des retours sur investissement en actions proviennent des dividendes.

### - Des mauvaises nouvelles déjà intégrées aux cours

Depuis un certain temps déjà, le marché est tout à fait conscient des pressions auxquelles fait face le secteur des télécoms (concurrence accrue, pression sur les marges, manque de pouvoir de fixation des prix). S'il est vrai que les investisseurs ont peu de chances d'accorder beaucoup de crédit à de bonnes nouvelles pour le secteur, il n'y a en contrepartie pas beaucoup d'éléments susceptibles d'entraîner les valorisations relatives davantage à la baisse. Nous ne pouvons donc certes nous attendre à d'importants gains en capital, mais il reste que la combinaison de valorisations modestes et d'un rendement minimum élevé demeure attractive.

### - Surperformance si les marchés sont orientés à la baisse

La nature défensive du secteur devrait offrir une certaine protection et aider à surperformer dans des mauvaises conditions de marché – et de ce point de vue une exposition aux valeurs télécoms devrait atténuer le risque de baisse si une chute des cours était constatée.

Bien que notre fonds « European Equity Yield » soit surpondéré en valeurs télécoms, nous ne sommes pas aussi exposés à ce secteur que d'autres fonds européens orientés sur les valeurs de rendement. Nous nous attachons à détenir en portefeuille des valeurs ayant les fondamentaux les plus solides et la capacité de maintenir et d'accroître leurs dividendes sur le long terme ainsi que d'augmenter leurs bénéfices.

Il s'agit ici d'une conséquence directe de notre philosophie de gestion « rendement », qui combine croissance et rendement : nous recherchons tout autant une exposition à des « business models » attractifs et une croissance de qualité des bénéfices que des flux de dividendes réguliers.

Un autre aspect positif est que le secteur pourrait bien être soutenu par une activité de fusions et d'acquisitions. Ainsi, au 4ème trimestre 2005, suite au rachat de l'opérateur mobile britannique O2 par la société espagnole Telefonica, des rumeurs persistantes annonçant une concentration accrue dans le secteur sont apparues. Bien qu'aucune transaction majeure n'ait jusqu'ici été concrétisée, il existe indiscutablement un besoin de consolidation dans le secteur. Ceci aiderait les sociétés sur le long terme et aurait un effet stabilisant en réduisant le nombre des acteurs et en limitant les problèmes de surcapacité. Maintenant que les services de télécoms sont en grande partie une commodité, il n'y a guère de place pour beaucoup d'intervenants différents : une cible potentielle à nos yeux est la société hollandaise KPN. »

*Achévé de rédiger en juin 2006*

# Schroders Télécoms en Europe – Raccrocher ou rester en ligne ?

## Avertissement :

Réservé aux investisseurs et aux conseillers financiers professionnels. **Ce document n'est pas destiné aux particuliers.**

Ce document n'est destiné qu'à des fins d'information et ne constitue nullement une publication à caractère promotionnel. Il ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'un instrument financier quelconque. Il n'y a pas lieu de considérer le présent document comme contenant des recommandations en matière comptable, juridique ou fiscale, ou d'investissements. Schroder Investment Limited (Schroders) considère que les informations contenues dans ce document sont fiables, mais n'en garantit ni l'exhaustivité ni l'exactitude. Nous déclinons toute responsabilité pour toute opinion erronée ou pour toute appréciation erronée des faits. Cela ne limite en aucune manière la responsabilité de Schroders à l'égard de ses clients en vertu du Financial Services and Markets Act 2000 (tel qu'éventuellement modifié) ou de toute autre système réglementaire. Ce document exprime les avis et opinions de Schroders, et ceux-ci sont susceptibles de changer. Aucun investissement et/ou aucune décision d'ordre stratégique ne doit se fonder sur les opinions et les informations contenues dans ce document. Publié par Schroder Investments Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA, société agréée et contrôlée par la Financial Services Authority. Pour votre sécurité, les communications peuvent être enregistrées et surveillées.

Schroders France  
27, quai Anatole France – 75007 Paris  
Tel : 01 53 85 85 85 – Fax : 01 53 85 85 86  
[www.schroders.fr](http://www.schroders.fr)