

# TIKEHAU INCOME CROSS ASSETS

## Action P

COMMENTAIRES  
DE GESTION

Ce mois-ci, nous vous proposons un focus sur une ligne en portefeuille afin de vous expliquer de manière concrète notre travail de recherche et d'analyse de valeurs correspondant à notre philosophie. Nous travaillons aujourd'hui pour nos investissements futurs, c'est souvent ce que nous pouvons vous dire lorsque nous évoquons notre processus d'investissement. Celui-ci est avant tout centré sur la recherche d'entreprises que nous estimons de qualité avec à leur tête des managements a priori d'excellence. Ce type de société ne traite que très rarement dans la catégorie *value* : ces entreprises sont souvent valorisées par le marché avec une prime reflétant leur qualité estimée. Pourtant des regains de volatilité ou des phénomènes idiosyncratiques permettent de trouver des bons points d'entrée pour l'investisseur sachant se montrer réactif, illustré ainsi par la célèbre citation de W. Buffett « *Be greedy when others are fearful* ».

En début d'année, nous avons initié une position dans American Express après avoir identifié cette entreprise comme répondant à nos critères et à travers d'une analyse approfondie dès le 1<sup>er</sup> premier semestre 2015 sans pour autant pouvoir justifier d'un point d'entrée intéressant. Notre mesure de l'asymétrie du dossier n'était alors pas suffisamment bonne du fait de la cyclicité inhérente à ce business. La récente correction de marché nous a permis d'investir dans cette société suite à l'annonce de la perte d'un client important d'American Express.

American Express (« AXP ») est une société unique au monde. Son *business model* est à mi-chemin entre les systèmes de paiement et des services financiers traditionnels. AXP travaille en réseau fermé et englobe une bien plus grande partie de la chaîne de valeur lors d'une transaction par carte bancaire ce qui permet à la société de collecter en moyenne une commission légèrement inférieure à 2% sur chaque transaction qui passe par son réseau contre seulement 0,2% pour Visa et Mastercard qui ne sont que des intermédiaires dans des systèmes dits ouverts. Avantage : si la valeur ajoutée pour le traitement d'une transaction se déplace le long des différents intermédiaires, AXP en bénéficiera. Inconvénient : AXP a une cyclicité plus importante et une plus grande intensité capitalistique que Visa et Mastercard.

En termes de nombre de cartes de paiement en circulation dans le monde, AXP n'est que 3<sup>ème</sup> avec 118 m de cartes contre Visa à 2,4 mds et MasterCard à 1,6 md. Mais en terme de résultat net par carte, AXP réalise 44\$/carte émise de profit contre respectivement 2,59\$ et 2,43\$ pour Visa et MasterCard. L'activité nécessite donc plus de capital mais lui permet de générer en moyenne un ROE de 27% depuis le début des années 2000, très largement supérieur à celui d'une banque traditionnelle. Historiquement, AXP a toujours attiré une clientèle plus dépensière et plus fortunée que ses principaux concurrents, avec en moyenne une dépense par carte émise autour de 9K\$/an contre environ 2K\$/an pour Visa et MasterCard, lui donnant ainsi un vrai argument de poids pour se faire accepter par les marchands comme moyen de paiement.

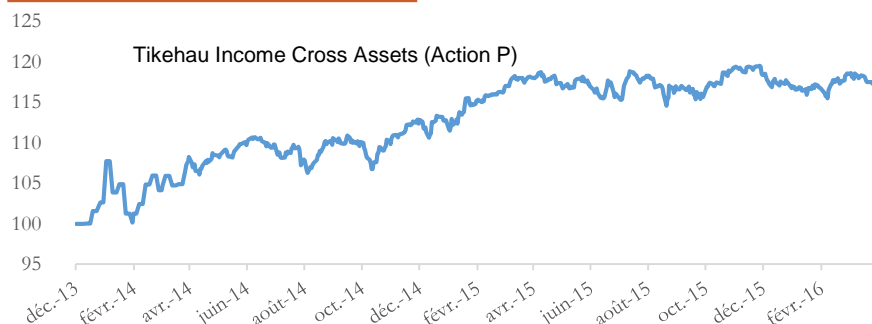
AXP contrôle toute la chaîne de valeur dans le paiement par carte, ce qui oblige la société à démarcher directement les commerçants pour qu'ils acceptent ses cartes, contrairement aux réseaux dits ouverts où des *merchants acquirers* s'occupent de cela. Cette relation privilégiée avec les commerçants permet également à AXP de se diversifier en offrant des services financiers innovants : financement court terme (avance de trésorerie) remboursé directement avec les achats effectués par cartes.

Fort logiquement, les points d'entrée sur cette valeur sont rares. Le dernier en date était 2008 suite à l'effondrement du secteur bancaire. Mais 2015 et la perte de son plus gros partenariat dans les cartes de paiement avec Cosco font douter les investisseurs sur la pérennité de cette entreprise qui existait pourtant déjà au XIX<sup>ème</sup> siècle. Le marché décide aujourd'hui de valoriser cette entreprise autour de moins de douze fois ses profits de l'année. Cela nous semble être un bon point d'entrée pour une entreprise qui devrait être en mesure de croître sur le long terme ses résultats autour de 10% par an tout en redistribuant autour de 80% de ses profits aux actionnaires.

\* En français : « *Soyez cupide quand les autres sont apeurés* »

Les chiffres sont tous issus des rapports annuels de AXP / Visa / Mastercard à fin 2015. Ceci n'est pas une incitation à l'achat ou à la vente.

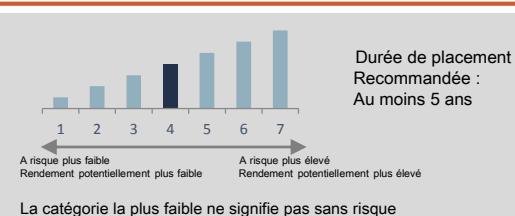
### ÉVOLUTION VALEUR LIQUIDATIVE



### PERFORMANCES MENSUELLES / ANNUELLES

	Jan	Fév	Mar	Avr	Mai	Juin	Juil	Août	Sep	Oct	Nov	Déc	Année
2013												2,7%	2,7%
2014	-1,4%	4,7%	0,6%	1,8%	1,3%	-0,4%	-1,1%	1,7%	0,1%	0,2%	2,0%	0,1%	9,8%
2015	1,7%	1,4%	1,6%	-0,6%	0,1%	-1,6%	1,9%	-0,9%	-0,6%	2,3%	0,6%	-1,7%	4,2%
2016	-0,2%	0,4%	-0,4%										-0,2%
Nombre de mois positifs													18
Nombre de mois négatifs													10

### PROFIL DE RISQUE ET DE RENDEMENT



### CARACTÉRISTIQUES DU FONDS

Date de création du fonds : 19/08/2001  
 Date de reprise du fonds par Tikehau IM : 13/04/2011  
 Gérants : Thomas Friedberger et Vincent Mercadier  
 Forme juridique : SICAV de droit français  
 Classification AMF : SICAV « Diversifiée »  
 Morningstar : Allocation EUR Flexible – International  
 Devise de référence : Euro  
 Affectation des résultats : Capitalisation  
 Société de gestion : Tikehau IM  
 Valorisateur / Dépositaire : CACEIS Bank  
 Indicateur de référence (depuis le 01/07/2013) :  
 25% Eurostoxx 50 NR calculé dividendes réinvestis + 25% EONIA capitalisé + 25% indice BofA Merrill Lynch Euro High Yield Constrained calculé coupons réinvestis + 25% indice BofA Merrill Lynch Euro Corporate calculé coupons réinvestis.  
 Code ISIN : FR0011530948 (Action P)  
 FR0011765692 (Action I)

### CHIFFRES CLÉS

VL au 31/03/2016 : 586,12 €  
 Actif net du fonds au 31/03/2016 : 373 M€  
 Volatilité du fonds (12 mois glissants) : 4,9%  
 Volatilité du fonds (90 jours glissants) : 4,6%

### MODALITÉS DE FONCTIONNEMENT

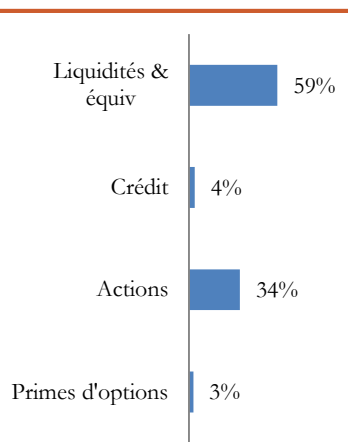
Frais de gestion :  
 Action P : 1,30% TTC max + 10% TTC de la performance de la SICAV au-delà de l'indicateur de référence  
 Action I : 1,00% TTC max + 10% TTC de la performance de la SICAV au-delà de l'indicateur de référence  
 Frais externes : 0,30% TTC max (Actions P & I)  
 Commission de souscription : 3% TTC max (Action P) et néant (Action I)  
 Fréquence de valorisation : Quotidienne  
 Souscriptions / Rachats : Quotidiens avant 12h00  
 Cours de souscription rachat : cours inconnu  
 Montant minimum de souscription : 1 action (Action P) et 1 M€ (Action I)  
 Règlement livraison : J+3

### PERFORMANCES

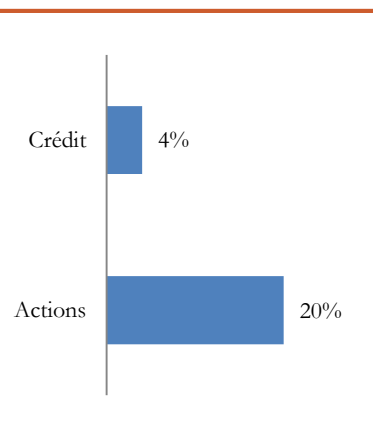
1 mois	-0,4%
3 mois	-0,2%
6 mois	+1,0%
12 mois	-0,8%

# LE PORTEFEUILLE

## RÉPARTITION « CASH » DU FONDS



## RÉPARTITION « EXPOSITION RÉELLE » DU FONDS



## ORIENTATION DE GESTION

Tikehau Income Cross Assets est une SICAV de classification « Diversifiée » qui a pour objectif d'obtenir, sur la durée minimum de placement recommandée de 5 ans, une performance supérieure à celle de l'indicateur de référence.

La stratégie d'investissement consiste à gérer de manière active et discrétionnaire un portefeuille diversifié d'actions (entre -50 et 110% de l'actif net), de titres monétaires et obligataires (entre 0 et 100% de l'actif net) de tous secteurs économiques et géographiques (y compris pays émergents).

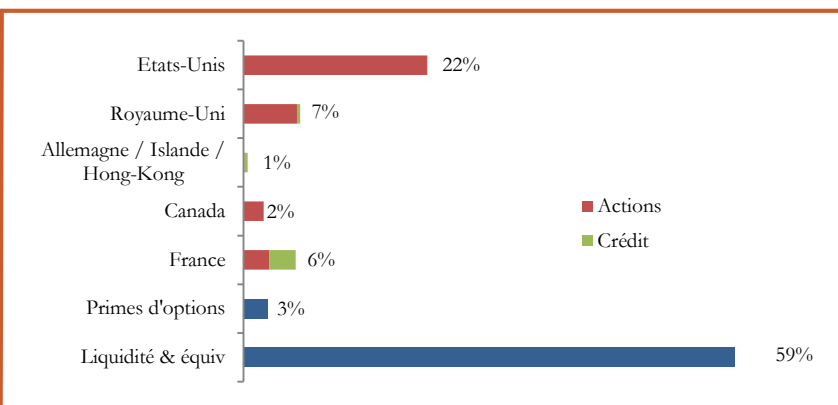
## LES 10 PRINCIPALES POSITIONS

COLFAX CORP	Action	3,3%	PEYTO	Action	2,8%
AMERICAN EXPRESS	Action	3,1%	DISCOVERY	Action	2,7%
LIBERTY GLOBAL	Action	3,1%	BOLLORÉ	Action	2,7%
STAGECOACH GROUP	Action	2,9%	H&R BLOCK	Action	2,7%
FNF GROUP	Action	2,8%	BERKSHIRE HATHAWAY	Action	2,4%

## INDICATEURS DE RISQUE & DONNÉES OBLIGATAIRES

Titres en portefeuille : 10  
Taux de rendement actuariel à maturité : 3,9%  
Rating moyen : BB-

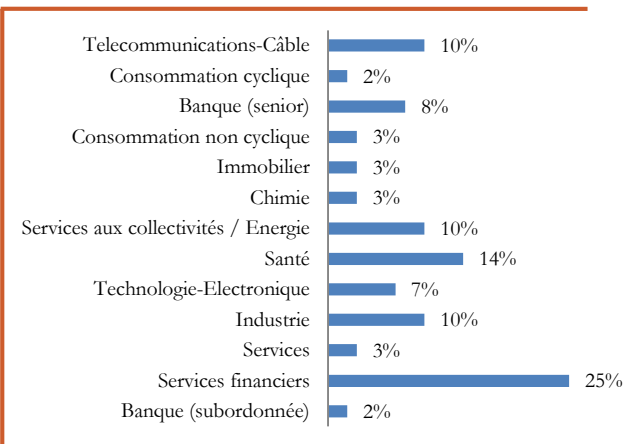
## RÉPARTITION PAR ZONE GÉOGRAPHIQUE



## INDICATEUR DE RISQUE & DONNÉES ACTIONS

Titres en portefeuille : 18

## RÉPARTITION SECTORIELLE - CREDIT



## RÉPARTITION SECTORIELLE - ACTIONS

