



Dans un environnement marqué par l'actualité politique qui perturbe les marchés actions européennes, **nous souhaitons attirer votre attention sur la zone nordique (Suède, Danemark, Finlande et Norvège) et vous présenter plus particulièrement notre fonds Norden SRI** ainsi que notre stratégie dédiée aux petites capitalisations nordiques, **Norden Small**.

La zone nordique bénéficie de conditions très favorables, à la fois du point de vue économique avec des perspectives qui s'améliorent, et d'atouts plus structurels qui sont favorables au développement des entreprises. Le secteur industriel connaît notamment de investissements majeurs séculaires, dans des domaines où les sociétés nordiques sont souvent leaders.

Par ailleurs, **Norden SRI** se distingue par sa performance relative à la fois contre l'indice MSCI Nordic 10/40 et contre EuroStoxx : au 28/06/24, la performance est de +10.02%, soit +320bps vs. MSCI Nordic 10/40 et à comparer à +7.94% pour l'Eurostoxx.

Vous trouverez ainsi ci-après les éléments expliquant l'attractivité de la zone ainsi que le dernier commentaire du gérant.

LES ATOUTS DES ACTIONS NORDIQUES (Suède, Danemark, Finlande et Norvège)

- Nous **attendons un rebond conjoncturel** des pays de la zone (inflation de retour à la cible, baisses de taux enclenchées, sous-performance récente mais rare historiquement !),
- **Un environnement sain et solide** (pays à faibles taux d'endettement, des banques solides pour soutenir les entreprises locales, accès à certaines ressources naturelles),
- Des **entreprises innovantes** (bien placées sur des tendances de long terme : transition énergétique, réindustrialisation, automatisation...),
- Des **valorisations attractives** (après la sous-performance de cette zone en 2022 & 2023).

De manière générale, cette zone apporte une **diversification intéressante au sein d'une allocation actions Euro / Europe et surperforme l'Eurostoxx sur le long terme**.

Historique de performances sur 15 ans (Base 100 au 29/06/2009)



Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Ces performances sont données à titre indicatif et s'apprécient à l'issue de la durée de placement recommandée. Source : Lazard Frères Gestion, au 28/06/2024.



LE REBOND CONJONCTUREL DE LA ZONE NORDIQUE

Sur **les deux années précédentes, la zone nordique a nettement sous-performé la zone Euro**: MSCI Nordic 10/40 -4.3% vs Eurostoxx +5.8% sur 2022 et 2023 combinés. Le **principal déterminant de cette sous-performance était la hausse des taux**, dont l'impact a été particulièrement fort en Suède. Les ménages suédois s'endettent en effet à taux variable et ont donc subi une baisse très rapide de leur pouvoir d'achat en 2022, exacerbée par la crise énergétique et l'affaiblissement de la devise. L'État est très peu intervenu pour « défendre le pouvoir d'achat », laissant agir les forces du marché.

Avec ce ralentissement économique accompagné d'une remontée graduelle du taux de chômage, **l'inflation est revenue sur la cible de 2%** de la banque centrale « Riksbank ». Celle-ci a donc été en **mesure de baisser son taux directeur de 4.00% à 3.75% et d'indiquer d'autres baisses à venir**. Nous voyons ce changement de tendance sur le coût d'emprunt comme un élément important pour accompagner la poursuite du redressement de la confiance des consommateurs. Par ailleurs, ce reflux de l'inflation devrait donner plus de marge de manœuvre à l'Etat Suédois pour soutenir son économie en 2025.

Le **redressement économique semble donc bien engagé** et devrait permettre de réduire les craintes du marché sur le secteur de l'immobilier (commercial et résidentiel) et de confirmer les meilleures tendances sur les devises nordiques, dont la baisse récente a eu un impact significatif sur la performance (SEK -7.5% et NOK -11% vs EUR sur la 2022 et 2023).



LES ÉLÉMENTS STRUCTURELS TOUJOURS EN PLACE

Finances publiques

Les **pays nordiques continuent d'afficher des dépenses publiques très saines et des niveaux de dette d'État faibles**. La Suède, dont le budget est redevenu excédentaire dès 2022, termine l'année 2023 avec un niveau de dette sur PIB de 31.2%, en nette baisse depuis le point haut de 2020 à 41.2%. Cette trajectoire se démarque fortement de la moyenne des pays européens, 7 pays – dont la France – faisant actuellement l'objet d'une procédure pour déficits excessifs de la part de la Commission Européenne. **Cette santé des comptes publics nordiques est le gage de l'indépendance financière des pays et des entreprises nordiques**. Elle reflète également la capacité des États à relancer la croissance maintenant que l'inflation est jugulée.

Croissance séculaire pour les industrielles

La situation géopolitique mondiale et les enjeux démographiques et environnementaux devraient entraîner des **investissements industriels très importants** dans les années à venir dans les domaines suivants : transition énergétique, automatisation, réindustrialisation et « onshoring », extraction des ressources, rénovation des infrastructures et digitalisation. Le secteur des **valeurs industrielles nordiques regorge de sociétés particulièrement bien positionnées** pour profiter de ces thèmes, comme Atlas Copco (compresseurs), Wartsila (équipements pour la marine), Epiroc (équipements pour l'extraction de minerais) ou encore Vestas (fabricant d'éoliennes). Ce secteur est par ailleurs le plus important du marché nordique (35% de l'indice MSCI Nordic 10/40 contre 15% pour l'Eurostoxx).

Pour des raisons conjoncturelles, les prises de commandes de certaines de ces sociétés sont en ralentissement depuis deux trimestres, ce qui nous offre des **opportunités intéressantes de renforcement** avant que les investissements ne réaccélèrent avec les baisses des taux.





LES PERSPECTIVES POUR NORDEN SRI ET NORDEN SMALL

Le travail réalisé par l'équipe de gestion sur l'analyse de la qualité intrinsèque des entreprises ainsi qu'une construction de portefeuille plus homogène et équilibrée, ont permis à la sicav de renouer avec la surperformance. Le portefeuille progresse ainsi de +10.02%, soit +3.20% vs MSCI Nordic 10/40. Il bénéficie d'un bon stock picking dans les industrielles, la santé et l'alimentation.

Le **portefeuille est concentré** (37 valeurs) et garde des **moteurs équilibrés entre facteurs cycliques et défensifs**. Son ratio P/E 2025e moyen est de 19.1x, un niveau cohérent avec la qualité des sociétés qui le composent, comme illustré par la croissance attendue des BPAs pour 2024 et 2025 de respectivement +9.3% et +16.9%. *A noter que le ratio serait de de 17.3x en excluant Novo Nordisk dont les perspectives hors norme justifient un P/E de 33.1x.*

La gestion de la **SICAV Norden Small** a été reprise par l'équipe de gestion en charge de la gamme small caps de Lazard Frères Gestion, composée d'Annabelle Vinatier, de James Ogilvy et de Jean-François Cardinet en date du 1^{er} avril 2024. Le processus d'investissement consiste toujours à **rechercher des sociétés rentables sur des métiers de niche, protégés par de fortes barrières à l'entrée, qui représentent plus de la moitié de l'actif du fonds** (probiotiques, défense, prothèses orthopédiques, instruments de mesure du climat, composants pour saunas, élevage de saumon...). Le ROCE¹ moyen pondéré atteint le niveau élevé de 18% en 2024, tandis que le levier financier (dette nette/EBITDA) est très modéré à 0,5x. Par ailleurs, près de 30% des sociétés présentes en portefeuille sont en situation de trésorerie nette. Enfin, sur la base d'une croissance des résultats de 17%, le P/E 2024 de la SICAV ressort à 18,8x. L'encours de Norden Small est de 111 M€ au 28/06/2024 et sa performance depuis le début de l'année est de 13,56% contre 10,92% au 28/06/2024.

Nota bene

Compte-tenu du poids démesuré de Novo-Nordisk dans l'indice MSCI Nordic (>30%), l'indice de référence de la Sicav a été changé en avril pour l'indice « MSCI Nordic 10/40 » dont les poids sont limités à 10%.

Notre directeur de la gestion et de la recherche Actions



Thomas Brenier

L'équipe de gestion de notre gamme Small Caps



James Ogilvy



Annabelle Vinatier



Jean-François Cardinet



AVERTISSEMENTS AU LECTEUR

À L'USAGE EXCLUSIF DES PROFESSIONNELS DE LA FINANCE.

L'opinion exprimée ci-dessus est datée de juillet 2024 et peut évoluer. Ce document n'a aucune valeur précontractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information. **Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.** La valeur des investissements et le revenu qu'ils génèrent peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et il se peut que vous ne recouvriez pas l'intégralité du capital que vous avez investi.

Il comporte des analyses ou des descriptions établies par Lazard Frères Gestion SAS sur la base d'informations générales et de données statistiques historiques provenant de sources publiques. Ces informations sont fournies à titre indicatif et ne constituent en aucun cas une garantie de performance future. Ces analyses ou descriptions peuvent être sujettes à interprétation en fonction des méthodes utilisées. En outre, les instruments ou valeurs décrits dans ce document sont soumis aux fluctuations du marché et aucune garantie ne peut être donnée quant à leur performance ou leur évolution future.

Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne doivent pas être interprétées comme des conseils ou des recommandations de Lazard Frères Gestion SAS. Ce document est une promotion financière et ne constitue pas une recommandation d'achat ou de vente, ni un conseil en investissement ou une incitation à investir dans les instruments ou valeurs qui y sont mentionnés. Les décisions d'investissement doivent être basées sur l'examen de toutes les documentations du fonds, les décisions d'investissement finales ne doivent pas être prises sur la seule base de cette communication. Lazard Frères Gestion se réserve le droit de retirer ce fonds de la commercialisation à tout moment et sans préavis.

Toute méthode de gestion présentée dans ce document n'est pas une approche exclusive et Lazard Frères Gestion SAS se réserve le droit d'utiliser toute autre méthode qu'elle jugera appropriée.

En outre, certains services fournis et/ou investissements décrits dans le présent document peuvent présenter des risques particuliers et ne conviennent pas nécessairement à tous les investisseurs. Il appartient donc à toute personne de mesurer de manière indépendante les risques attachés à ces services et/ou investissements avant tout investissement. Par ailleurs, toute personne souhaitant investir dans les organismes de placement collectif (OPC) mentionnés dans le présent document doit se référer au DIC PRIIPS tel que défini par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) disponibles sur le site www.lazardfreresgestion.fr ou sur simple demande auprès de Lazard Frères Gestion SAS.

Ces présentations sont la propriété intellectuelle de Lazard Frères Gestion SAS. Le contenu du présent document est confidentiel et ne doit être divulgué qu'aux personnes auxquelles il est destiné.

Veuillez noter que toutes les catégories d'actions ne sont pas enregistrées pour la distribution dans chaque juridiction. Aucun investissement dans le portefeuille ne sera accepté avant que l'enregistrement approprié n'ait été effectué dans la juridiction concernée.

Belgique et Luxembourg : ces informations sont fournies par la succursale belge de Lazard Fund Managers Ireland Limited, à Blue Tower Louise, Avenue Louise 326, Bruxelles, 1050 Belgique. L'Agent Payeur et le représentant en Belgique pour l'enregistrement et la réception des demandes d'émission ou de rachat de parts ou de conversion de compartiments est RBC Investor Services Bank S.A : 14, porte de France, L-4360 Esch-sur-Alzette - Grand Duché de Luxembourg.

France : toute personne souhaitant obtenir des informations sur le Fonds mentionné dans ce document est invitée à consulter le DIC PRIIPS qui est disponible sur demande auprès de Lazard Frères Gestion SAS. Les informations contenues dans ce document n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante ou d'un audit par les commissaires aux comptes des OPC concernés.

Suisse : Lazard Asset Management Schweiz AG, Uraniastrasse 12, CH-8001 Zurich. Le représentant en Suisse est ACOLIN Fund Services AG, Leutschenbachstrasse 50, CH-8050 Zurich. Alors que l'agent payeur pour les fonds irlandais est NPB Neue Privat Bank AG, Limmatquai 1, P.O. Box, CH-8024 Zurich, l'agent payeur pour les fonds français est la Banque Cantonale de Genève, 17, quai de l'île, CH-1204 Genève. L'agent payeur au Liechtenstein est LGT Bank AG, Herrengasse 12, FL-9490 Vaduz. Pour plus d'informations, veuillez visiter notre site Web, contacter le représentant suisse ou visiter www.fundinfo.com. Toutes les classes d'actions du compartiment respectif ne sont pas enregistrées pour la distribution au Liechtenstein et s'adressent exclusivement aux investisseurs institutionnels. Les souscriptions ne peuvent être effectuées que sur la base du prospectus en vigueur. La performance indiquée ne tient pas compte des éventuelles commissions et frais prélevés lors de la souscription et du rachat d'actions.

PRINCIPAUX RISQUES

Risque de perte en capital : L'OPC ne bénéficie d'aucune garantie ni de protection du capital. Il se peut donc que le capital initialement investi ne soit pas intégralement restitué lors du rachat.

Risque lié à la gestion discrétionnaire : La gestion discrétionnaire repose sur l'anticipation de l'évolution des marchés. La performance de l'OPC dépend à la fois de la sélection des titres et OPC choisis par le gérant et à la fois de l'allocation opérée par ce dernier. Il existe donc un risque que le gérant ne sélectionne pas les valeurs les plus performantes et que l'allocation faite ne soit pas optimale.

Risque action : La variation du cours des actions peut avoir un impact négatif sur la valeur liquidative de l'OPC. En période de baisse du marché actions, la valeur liquidative de l'OPC peut baisser.

Risque lié à la capitalisation : Sur les valeurs de petites et moyennes capitalisations le volume des titres traités en bourse est réduit, les mouvements de marchés peuvent donc être plus marqués que sur les grandes capitalisations. La valeur liquidative de l'OPC peut baisser rapidement et fortement.

Risque de liquidité : Il représente le risque qu'un marché financier, lorsque les volumes d'échanges sont faibles ou en cas de tension sur les marchés, ne puisse absorber les volumes de transactions. Ces dérèglements de marché peuvent impacter les conditions de prix ou de délais auxquelles l'OPC peut être amené à liquider, initier ou modifier des positions et donc entraîner une baisse de la valeur liquidative de l'OPC.

Risque de contrepartie : Il s'agit d'un risque lié à l'utilisation d'instruments financiers à terme négociés de gré à gré. Ces opérations conclues avec une ou plusieurs contreparties, exposent potentiellement l'OPC à un risque de défaillance de l'une de ces contreparties pouvant conduire à un défaut de paiement et induire une baisse de la valeur liquidative de l'OPC.

Risque de taux : Il s'agit du risque de baisse des instruments de taux découlant des variations des taux d'intérêts. Ce risque est mesuré par la sensibilité. A titre d'exemple le prix d'une obligation tend à évoluer dans le sens inverse des taux d'intérêt. En période de hausse (en cas de sensibilité positive) ou de baisse (en cas de sensibilité négative) des taux d'intérêts, la valeur liquidative pourra baisser.

Risque lié aux instruments financiers dérivés : Il s'agit du risque lié à l'utilisation par l'OPC d'instruments financiers à terme (dérivés). L'utilisation de ces contrats financiers peut induire un risque de baisse de la valeur liquidative plus importante que celle des marchés ou des sous-jacents sur lesquels l'OPC est investi.

Risque de durabilité : Tout événement ou toute situation dans le domaine environnemental, social ou de la gouvernance qui, s'il survient, pourrait avoir un impact négatif réel ou potentiel sur la valeur de l'investissement. Plus précisément, les effets négatifs des risques de durabilité peuvent affecter les émetteurs via une série de mécanismes, notamment : 1) une baisse des revenus ; 2) des coûts plus élevés ; 3) des dommages ou une dépréciation de la valeur des actifs ; 4) coût du capital plus élevé ; et 5) amendes ou risques réglementaires. En raison de la nature des risques de durabilité et de sujets spécifiques tels que le changement climatique, la probabilité que les risques de durabilité aient un impact sur les rendements des produits financiers est susceptible d'augmenter à plus long terme.

Risque lié aux investissements ESG et limites méthodologiques : Les critères extra-financiers peuvent être intégrés au processus d'investissement à l'aide de données fournies par des prestataires externes ou directement reportées par nos analystes, notamment dans notre grille d'analyse propriétaire ESG. Les données peuvent être incomplètes ou inexactes étant donné l'absence de normes internationales ou de vérification systématique par des tiers externes. Il peut être difficile de comparer des données car les émetteurs ne publient pas obligatoirement les mêmes indicateurs. L'indisponibilité des données peut également contraindre la gestion à ne pas intégrer un émetteur au sein du portefeuille. Par conséquent, la société de gestion peut exclure des titres de certains émetteurs pour des raisons extra-financières quelles que soient les opportunités de marché.

Échelle de risque : L'exposition au marché actions explique la classification du fonds dans cette catégorie. Les données historiques utilisées pourraient donner une indication peu fiable du profil de risque futur du fonds. Il n'y a aucune garantie que la catégorie indiquée reste inchangée et la classification est susceptible d'évoluer dans le temps. La catégorie la plus basse n'est pas synonyme d'investissement sans risque. Le capital n'est pas garanti.

Norden SRI



Norden Small

