

## #

## Investir dans la digitalisation aujourd'hui

## #

La transformation numérique de la société s'impose maintenant à tous ; la digitalisation de l'économie est visible dans notre vie de citoyen, de consommateur et dans nos activités d'investissement.

La digitalisation est un mouvement structurel et formidablement puissant qui s'étendra encore sur plusieurs années. Il touche toutes les entreprises dans toutes les industries et couvre plusieurs thématiques : en résumé, la digitalisation est multi-secteurs et multi-thématiques.

La question n'est donc plus « Faut-il y aller ? » mais plutôt « Comment investir ? ».

**Finaltis Digital Leaders, le fonds pour investir dans la digitalisation de l'économie dans toute sa richesse<sup>1</sup>**



Un « Digital Leader » est une société dont le principal facteur de croissance est la transformation numérique, la décorrélant ainsi du cycle macro-économique. Finaltis Digital Leaders investit dans les leaders numériques côtés en bourse d'aujourd'hui et de demain, dont les marchés potentiels sont significatifs et le business model établi.

Finaltis Digital Leaders repose sur une approche industrielle et multi-thématique, s'appuyant sur près de 50 ans d'expérience cumulée des gérants dans le digital pour identifier des thèmes d'investissement tangibles et pérennes. La diversification du fonds est un bon moyen de bénéficier de la numérisation de l'économie sans contraintes sectorielles, sans concentration excessive sur peu de thèmes ou quelques valeurs emblématiques.

Nous nous proposons de montrer pourquoi la philosophie d'investissement de Finaltis Digital Leaders et sa construction de portefeuille robuste et disciplinée offrent une allocation et une diversification optimales d'un investissement dans la digitalisation de l'économie

# Lettre Digitale – Juin 2018

Voyons successivement les 4 positionnements identifiés dans le graphique précédent - les fonds technologiques, les fonds mono-thématiques (par exemple centrés sur la sécurité et la robotique), les fonds concentrés sur les FAANG - avant d'évoquer les thèmes transversaux en prenant l'exemple de l'Intelligence Artificielle.

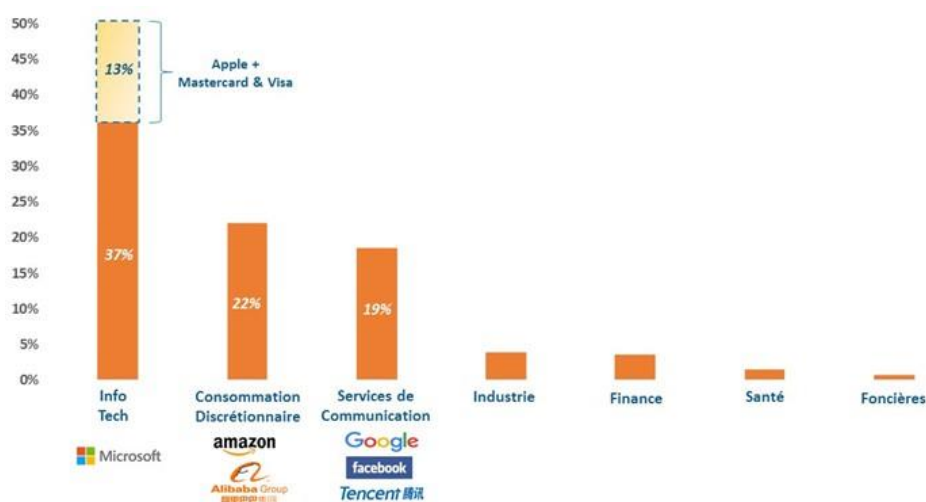
## Le monde digital dépasse largement le secteur technologique

Dans nos références sectorielles, nous utiliserons la classification sectorielle la plus utilisée à Wall Street, le GICS (Global Industry Classification Standard) ; les sponsors qui en sont à l'origine, S&P et MSCI, sont les leaders des indices, notamment sur les marchés américains.

Le classement sectoriel GICS date de 1999 ; il a été créé en pleine bulle internet. Les sociétés de l'internet ont donc naturellement été classées dans le secteur nouveau des Technologies de l'Information (Information Technology).

Avec le temps, il devint évident qu'Internet était plus un media permettant d'exercer un métier et de servir des clients, quel que soit le business model et le secteur industriel de l'entreprise. En novembre 2017, S&P Global et MSCI ont conjointement annoncé un changement profond de la classification GICS pour prendre en compte cette réalité. En conséquence, un bon nombre de sociétés classées « Technologiques » au sens de GICS sont réaffectées à d'autres secteurs, dont elles deviennent parfois des acteurs majeurs : Alibaba, plateforme de commerce chinoise, rejoint ainsi le secteur Consommation Discrétionnaire. Pour plus de détails, nous recommandons la lecture de notre Lettre Digitale de décembre 2017<sup>1</sup>. Retenons que cette bascule aura lieu très prochainement, en septembre 2018, et qu'elle aura un impact qui dépassera le cadre des gestions passives et indicielles.

Pour refléter la richesse du monde digital, Finaltis a construit son propre univers d'investissement, comprenant environ 200 sociétés qui partagent toutes la caractéristique d'avoir la transformation numérique comme principal facteur de croissance. L'univers digital de Finaltis pèse<sup>2</sup> 9 351Mds d'USD soit environ 20% du MSCI World en termes de capitalisation boursière. Avec la nouvelle classification GICS, comme le montre le graphique ci-dessous, 50%<sup>2</sup> de l'univers digital Finaltis se répartit sur les dix secteurs autres que l'info tech, avec une prédominance de « Consommation Discrétionnaire » (22%) et « Services de communication » (19%). Notons que des sociétés emblématiques de la digitalisation de l'économie telles que Alibaba, Amazon, Facebook, Google, Netflix ou Tencent sont, à partir de septembre 2018, toutes en dehors du secteur technologique. Nous distinguons sur le graphique ci-dessous, Apple d'une part, Mastercard et Visa d'autre part, qui auraient pu être classées respectivement en Consommation Discrétionnaire et en Finance.



**Première conclusion : il est essentiel d'adopter une approche thématique multi-sectorielle pour capitaliser sur la création de valeur venant des nouveaux conquérants digitaux.**

<sup>1</sup> Disponible sur <http://www.finaltis.com/downloads/finaltisdigitalleaders/lettre/201712-DigitalLetter.pdf>

<sup>2</sup> En termes de capitalisation boursière.

## Le secteur Technologie du GICS est concentré... et sera démembré en septembre 2018

De prime abord, la capitalisation boursière du secteur Technologie - 7 220 milliards d'USD<sup>ii</sup> - paraît suffisamment large pour éliminer tout problème de concentration : à titre de comparaison, l'indice MSCI World IT pèse plus que l'EURO STOXX et ses 6 947 milliards d'USD<sup>ii</sup>.

Une analyse plus fine montre cependant que sa performance récente est très concentrée ; elle provient pour l'essentiel de six valeurs (Alphabet, Apple, Facebook, Mastercard, Microsoft, Visa) et d'un seul sous-secteur. En regardant la contribution à la performance<sup>3</sup> du MSCI World IT, indice global du secteur Technologie sur trois ans, de fin 2014 à fin 2017, on constate que celui-ci surperforme significativement, s'adjugeant +63,5% contre +32,8% pour le MSCI World et +38,3% pour le S&P 500.

Le tableau ci-dessous reprend les principaux sous-secteurs (« sub-industries » ou GICS Level 4) contributeurs à la performance et les sociétés qui en sont à l'origine. Ces derniers expliquent près de 80% de la performance de l'indice<sup>4</sup>. Rappelons que « Internet Software & Services », le principal contributeur à la performance quitte la « Technologie » pour rejoindre pour l'essentiel, le secteur « Communication Services » dès septembre 2018. A noter qu'Amazon et Netflix, dont les performances sont importantes appartiennent au secteur « Consumer Discretionary », et non à la Technologie ; elles ne sont donc pas reprises ici.

Nom GICS Level 4	Contribution à la performance (%)	Principaux contributeurs
Internet Software&Services	20,1%	92% provient d' <b>Alphabet</b> et <b>Facebook</b>
Semiconductor <sup>5</sup>	17,3%	
Hardware <sup>6</sup>	16,5%	93% provient d' <b>Apple</b>
Systems Software	15,4%	87% provient de <b>Microsoft</b>
Data Processing & Outsourced Services	9,7%	66% provient de <b>Mastercard</b> et <b>Visa</b>
TOTAL	<b>79,1%</b>	

La très forte contribution à la performance des six valeurs précitées est certes le résultat de leur excellente performance boursière, mais également de leurs poids très importants dans l'indice.

Nom	Performance sur 3 ans en USD	Poids <sup>7</sup> dans le MSCI World IT à fin 2014	Poids <sup>7</sup> dans le MSCI World IT à fin 2017
Facebook	126,2%	3,5%	6,2%
Microsoft	98,7%	8,2%	9,2%
Alphabet	98,5%	6,8%	9,4%
Mastercard	79,7%	2,0%	2,1%
Visa	77,7%	2,9%	3,1%
Apple	62,0%	14,9%	12,9%
MSCI World IT	63,5%	100%	100%
MSCI World	32,8%	-	-

**Deuxième conclusion : la surperformance du secteur Technologie est très concentrée. Les conditions particulières sous-jacentes de ces performances paraissent difficilement répliquables dans le futur<sup>8</sup> ; par ailleurs, certains des principaux contributeurs seront classés dans d'autres secteurs à partir de fin septembre 2018.**

<sup>3</sup> « Total Performance Return », la contribution à la performance est une estimation Finaltis réalisée, entre fin 2014 et fin 2017, à partir de la constitution de l'indice à fin 2014 et des performances « total return » de chaque valeur sur la période. Sont exclues les valeurs qui ont été introduites en bourse après 2014, qui ont été rachetées ou qui ont été scindées (7,8% du MSCI World IT à fin 2017).

<sup>4</sup> Il s'agit ici de l'indice MSCI World IT avant la recomposition de septembre 2018.

<sup>5</sup> « Semiconductor equipment » + « Semiconductor ».

<sup>6</sup> Le nom officiel complet est « Technology Hardware, Storage & Peripherals ».

<sup>7</sup> Il s'agit ici du rapport Capitalisation boursière valeur / Capitalisation boursière indice.

<sup>8</sup> Citons notamment la formidable croissance du marché des smartphones pour Apple, la pénétration de la publicité numérique en très forte hausse pour Alphabet et Facebook, un multiple de valorisation de Microsoft déprimé fin 2014, un cycle haussier marqué pour le semi-conducteur...

## Les thématiques spécialisées sont très étroites

Pour illustrer notre propos valant pour l'ensemble des thématiques spécialisées au sein du Digital, utilisons les exemples de la robotique et de la sécurité, récemment très en vogue chez les investisseurs.

Nous limitons ici la sécurité à son rôle dans la thématique plus générale de la transformation numérique : nous excluons donc les services de transport de fonds ou de gardiennage, l'impression de billets de banque ou de documents d'identités sécurisés... Nous nous concentrons de fait sur l'univers digital tel que décrit précédemment. Nous nous concentrons sur les « pure players », excluant les sociétés de services généralistes (Accenture, Atos, Cap Gemini, IBM) et les éditeurs logiciels ou équipementiers de communication (Cisco, Microsoft...) dont l'activité sécurité est noyée dans leur chiffre d'affaires total.

Ainsi calculé, le poids<sup>ii</sup> de la sécurité au sein de l'univers digital Finaltis est de 0,9%, représentant une capitalisation boursière totale de 79,9 milliards de dollars US. C'est un secteur très fragmenté, comptant pourtant des sociétés cotées depuis de nombreuses années : 1989 pour Symantec, 1998 pour Trend Micro, 1996 pour Check Point Software... Pour mémoire, Amazon a été fondée en 1994 et s'est introduite en bourse en 1997...

Nous appliquons la même approche avec la robotique, en gardant le sens premier du terme<sup>9</sup> et excluons les généralistes tels ABB, Siemens ou Keyence. Nous considérons cependant la robotique au sens large du terme, c'est-à-dire aussi bien la robotique industrielle (Fanuc, Rockwell Automation...) que les robots consommateurs (aspirateurs, tondeuses à gazon) tels iRobot ou les robots d'assistance chirurgicale<sup>10</sup> tel Intuitive Surgical. Nous excluons les drones car ils sont pour l'instant essentiellement pilotés manuellement. Avec ces hypothèses, nous estimons le poids<sup>ii</sup> de la robotique à 1,4% de l'univers digital de Finaltis.

Nous avons fait figurer ci-dessous les principales sociétés spécialisées de la sécurité et de la robotique en termes de capitalisation boursière.

Sécurité	Capitalisation boursière à fin 2017 (Milliards USD)
Symantec	17,4
Check Point Software	16,9
Palo Alto Networks	13,0
Trend Micro	8,0
Fortinet	7,6

Robotique	Capitalisation boursière à fin 2017 (Milliards USD)
Fanuc	49,1
Intuitive Surgical	40,9
Rockwell Automation	25,2
Yaskawa	11,8
iRobot	2,1

**Troisième conclusion : les sous-thématiques spécialisées de la transformation numérique, telles que la sécurité ou la robotique, certes intéressantes et extrêmement prometteuses, ne constituent qu'une très faible part de l'univers des opportunités de la digitalisation (en l'espèce, 2,3% de l'univers pour la sécurité et la robotique, combinées).**

<sup>9</sup> Dispositif mécatronique (alliant mécanique, électronique et informatique) conçu pour accomplir automatiquement des tâches imitant ou reproduisant, dans un domaine précis, des actions humaines. Cela exclut les systèmes d'automatisme, les appareils ménagers pour la cuisine et les logiciels (on parlera alors plutôt de bot informatique).

<sup>10</sup> On pourrait pourtant objecter que ces équipements tiennent plutôt du bras armé assistant le chirurgien qui le pilote à partir d'un joystick que d'un robot dont la définition est qu'il soit autonome.

## FAANG : Le danger d'une concentration sur quelques valeurs emblématiques

Si les thématiques spécialisées sont trop étroites, et si la performance du secteur Technologie peut se résumer à celles de quelques valeurs, pourquoi ne pas aller jusqu'à se concentrer sur les plus grosses valeurs, les conquérants numériques leaders capturant une prime de domination ? Que l'on parle des Gafa (Google, Apple, Facebook, Amazon), des FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google) ou des sept sœurs (les Gafa+Microsoft+ Alibaba et Tencent pour être exposé sur l'Internet chinois), cela peut paraître une solution "facile", intuitive. Il est vrai que ces sociétés constituent un spectre assez large, de la publicité numérique à l'e-commerce en passant par la consommation de musique, de films et de séries en streaming et le jeu sur mobile. Nous y voyons cependant deux objections majeures.

La première objection porte sur l'allocation : l'univers digital Finaltis a certes la particularité que les « sept sœurs », les plus emblématiques du monde digital, pèsent<sup>ii</sup> 45% de sa capitalisation boursière, les 193 autres sociétés de l'univers constituant les 55% restants. Se concentrer sur ces sociétés revient donc à ignorer 55% de l'univers en termes d'allocation et à occulter les opportunités d'investissement parmi les "autres" 193 sociétés. Surexposition médiatique et immersion dans les services des sept sœurs dans notre vie de tous les jours ne doivent pas être confondues avec opportunités d'investissements. Leurs facteurs de croissance et leurs marchés adressables sont certes colossaux mais ils ne sont pas infinis, notamment pour Apple, Alphabet et Facebook. Sans préjuger du futur, se concentrer sur les sept sœurs aujourd'hui pourrait revenir à s'être concentré sur IBM dans les années 80, sur Orange dans les années 90, sur Nokia début 2000 et à passer à côté de Microsoft dans le premier cas et des 6 autres sœurs ensuite....

La seconde objection porte sur la gestion du risque. En effet, les sept sœurs concentrent les flux d'investissement, notamment indiciaires, créant une corrélation transformant tout « incident boursier » spécifique sur une des sept en mascaret généralisé. La correction de février/mars 2018, amorcée par les déboires de Facebook, l'a parfaitement montré.

**Quatrième conclusion : Investir sur les sept sœurs ou les FAANG ignore 55% de l'univers digital, d'où viendront probablement les opportunités de demain, et présente un risque de diffusion systémique d'une contreperformance unitaire à l'ensemble.**

## L'intelligence artificielle est totalement transversale

L'Intelligence Artificielle (IA) porte de nombreuses promesses grâce à la percée récente (2012) d'une de ses composantes, le deep learning. Celle-ci est due à la multiplication des données disponibles pour « apprendre » d'une part ; des capacités de calcul, de stockage et pléthore de logiciels en open source, proposés par les acteurs du cloud, pour un coût toujours plus faible d'autre part.

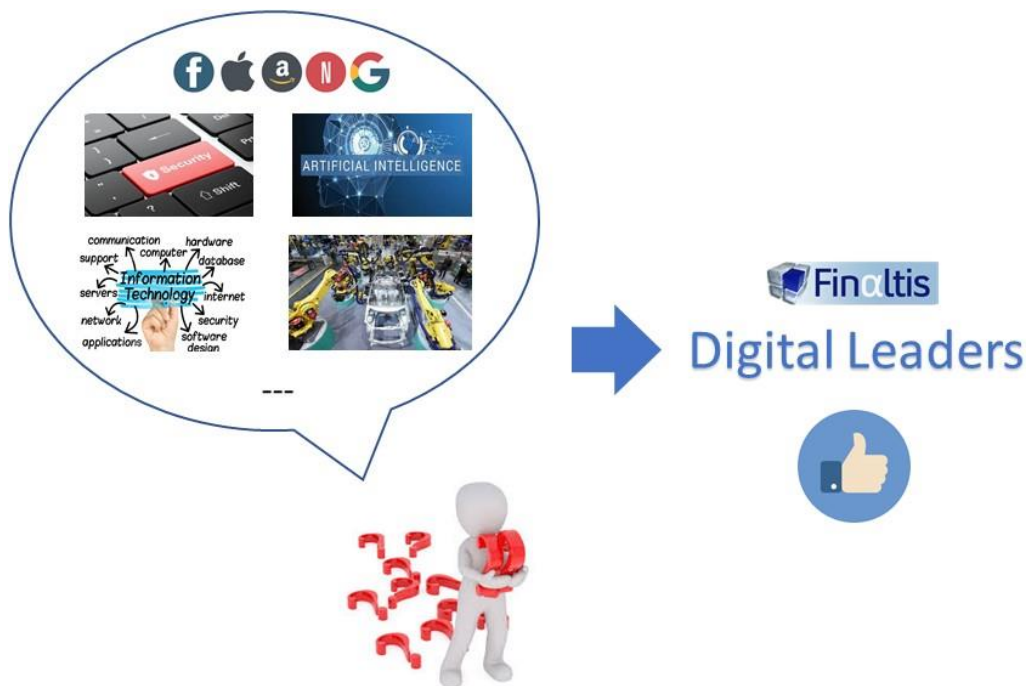
L'IA n'est pas l'apanage des sociétés digitales, même si ces dernières sont souvent en pointe sur ce sujet. Elle n'est pas non plus une nouveauté : l'industrie des jeux vidéo utilise des intelligences artificielles depuis l'origine, ne serait-ce que pour créer un adversaire au joueur humain....

De très nombreuses sociétés, digitales ou non, utilisent déjà le machine learning dans leurs produits sans que nous nous en apercevions nécessairement. YouTube s'appuie sur des algorithmes pour détecter les vidéos avec du contenu offensant, piraté ou faisant l'apologie d'idées extrémistes, les interceptant avant même leur publication dans plus de 75% des cas. Echo, l'enceinte connectée d'Amazon, répond aux questions ou aux demandes des utilisateurs avec de plus en plus de succès au fur et à mesure qu'Alexa, prénom de son intelligence artificielle, apprend des requêtes qui lui sont posées. Publicis lancera en mai 2018 sa plateforme d'intelligence artificielle, appelée Marcel (en hommage au fondateur du groupe...). Cette plateforme permettra aux 80 000 collaborateurs de la société de trouver en interne la personne la plus à même de résoudre un problème ou de participer à un appel d'offres pour un prospect en s'affranchissant des structures et des frontières. La chaîne de vêtements H&M utilise l'IA afin de déterminer les produits qui auront le plus de chance de se vendre magasin par magasin. Les exemples abondent...

# Lettre Digitale – Juin 2018

Cinquième conclusion : L'Intelligence Artificielle (IA) est présente au quotidien dans de nombreuses industries, au service de milliards de personnes. Les sociétés digitales s'appuient quasiment toutes sur l'IA et la digitalisation de l'économie fournit le « carburant » - les données – permettant à l'IA de progresser. Nourrie par la digitalisation, l'IA est une technologie qui va aider à repenser des activités globalement ; en ce sens, ce n'est pas un secteur et c'est totalement transversal... comme la digitalisation qui la nourrit !

Conclusion des cinq conclusions : optez pour la diversité !



Benoît Flamant  
[bflamant@finaltis.com](mailto:bflamant@finaltis.com)

Leslie Griffe de Malval  
[lgriffedemalval@finaltis.com](mailto:lgriffedemalval@finaltis.com)



Co-gérants du fonds Finaltis Funds Digital Leaders

<sup>i</sup> FAANG : acronyme pour Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google ; on utilise en France plutôt le terme GAFA (Google, Apple, Facebook, Amazon).  
<sup>ii</sup> A fin 2017