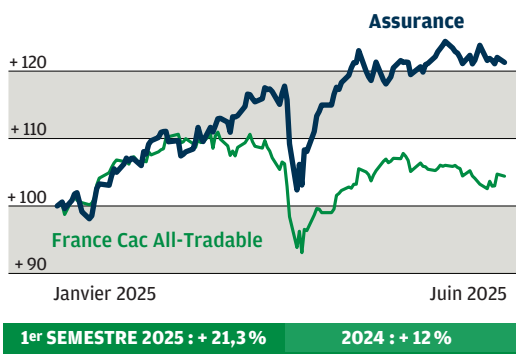


ASSURANCE

Un besoin accru de protection



**LES FAITS MARQUANTS DU SEMESTRE ET L'ÉVOLUTION BOURSIÈRE**

Les valeurs du secteur se sont bien comportées. Le coût des incendies de Los Angeles, début janvier, a été très limité pour Axa (100 millions d'euros), absent de l'assurance des particuliers aux Etats-Unis. Et il s'est avéré modéré pour le réassureur Scor (148 millions). Ce dernier applique désormais une politique de souscription plus prudente et constitue des réserves. Pour sa part, Axa s'est renforcé en Italie, en rachetant la compagnie Nobis, pour 423 millions d'euros. L'assureur-crédit Coface a acquis Cedar Rose, pour muscler son pôle fourniture d'informations, bien valorisé en Bourse.

| HAUSSES |          |
|---------|----------|
| AXA     | + 21,4 % |
| SCOR    | + 18,5 % |
| COFACE  | + 13,3 % |

**ATOUTS ET FAIBLESSES**

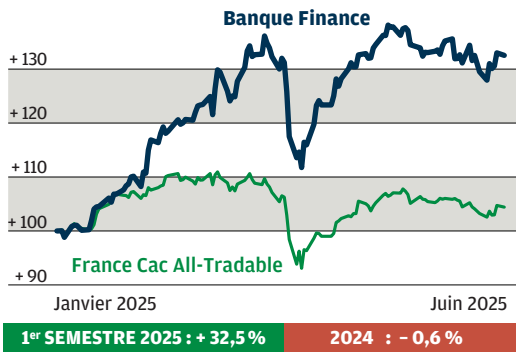
L'activité est portée par des besoins accrus de sécurité, dans un contexte marqué par les incertitudes géopolitiques et climatiques. Toutefois, les dividendes pourraient être coupés en cas de chute des ratios de solvabilité. Ils sont, certes, confortables mais liés en partie à la valeur des emprunts d'Etat en portefeuille, bien qu'ils soient en principe conservés jusqu'à leur échéance.

**NOTRE FAVORITE**

Axa (CS) est une valeur de fonds de portefeuille, au bilan solide et au rendement sûr. La vente, effective le 1<sup>er</sup> juillet, d'Axa IM, libère des capitaux pour investir. **Viser 49 €.** – J.-L. C.

BANQUE-FINANCE

Les taux d'intérêt en soutien



**LES FAITS MARQUANTS DU SEMESTRE ET L'ÉVOLUTION BOURSIÈRE**

L'évolution boursière a été très favorable, surtout pour Société Générale, qui revient de loin. La valeur a fait une pause dans ses cessions d'actifs et a relevé à 50 % au lieu de 40 % à 50 % le retour aux actionnaires (dont la moitié en numéraire). Crédit Agricole, dont Olivier Gavalda a pris la direction depuis l'assemblée générale du 14 mai, a accru sa participation chez Banco BPM en Italie, pour sécuriser son accord de distribution. BNP Paribas a décidé d'accorder désormais un acompte semestriel sur dividende et a finalisé le rachat d'Axa IM. Le 1<sup>er</sup> février, le groupe a décalé d'un an, à 2026, son objectif de rentabilité de 12 % et a engagé de nouvelles mesures d'économies.

| HAUSSES          |          |
|------------------|----------|
| SOCIÉTÉ GÉNÉRALE | + 78,8 % |
| EURONEXT         | + 34 %   |
| ABC ARBITRAGE    | + 32,4 % |
| BNP PARIBAS      | + 28,9 % |
| CRÉDIT AGRICOLE  | + 20,9 % |
| BAISSE           |          |
| WORLDLINE        | - 57,7 % |

**ATOUTS ET FAIBLESSES**

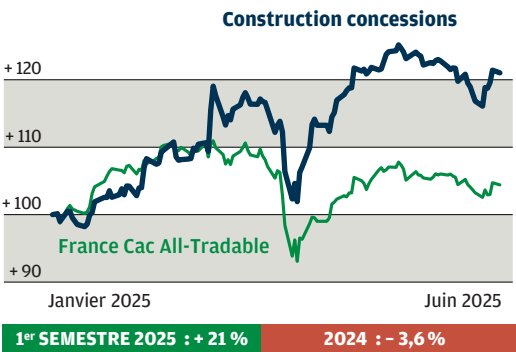
Le redressement de la courbe des taux restaure les marges. Le retour de la volatilité stimule les opérations sur les marchés. Elle est aussi bénéfique à l'opérateur boursier Euronext et à ABC Arbitrage. Les créances douteuses restent faibles chez Société Générale (2,8 % des encours), Crédit Agricole (2,3 %) et BNP Paribas (1,6 %). La surtaxe sur les bénéfices en France pèse un peu cette année.

**NOTRE FAVORITE**

Notre préférence va à **BNP Paribas** (BNP) qui offre encore une décote sur son actif net tangible (91 € dividende détaché) et dont la rentabilité va s'améliorer. **Objectif : 90 €.** – J.-L. C.

CONSTRUCTION-CONCESSIONS

Un espoir de reprise en Europe



**LES FAITS MARQUANTS DU SEMESTRE ET L'ÉVOLUTION BOURSIÈRE**

De négatif à nettement positif, le secteur boucle le semestre sur une note très encourageante. Les majors ont surpris, avec des ventes qui ont résisté ou qui n'ont subi qu'un léger recul dans les travaux, grâce aux infrastructures et à l'international. Vinci affiche un carnet de commandes en progression de 9 % sur un an, qui représente quatorze mois d'activité. Celui de Bouygues est à un niveau record. Le groupe poursuit, par ailleurs, avec succès, son travail d'amélioration des marges de sa filiale de services à l'énergie, Equans. Saint-Gobain s'est attelé, de son côté, à parfaire son adaptation à la démondialisation en confiant désormais à chaque pays la responsabilité de l'intégralité de ses produits, y

| HAUSSES            |          |
|--------------------|----------|
| VICAT              | + 60,4 % |
| EIFFAGE            | + 40,8 % |
| BOUYGUES           | + 34,5 % |
| VINCI              | + 25,4 % |
| SAINT-GOBAIN       | + 16,3 % |
| GETLINK            | + 6,4 %  |
| SERGEFERRARI GROUP | + 4 %    |
| SMTPC              | + 1,4 %  |
| BAISSES            |          |
| IMERYS             | - 0,9 %  |
| ADP                | - 4,7 %  |

compris donc l'offre en chimie de la construction et les solutions industrielles.

**ATOUTS ET FAIBLESSES**

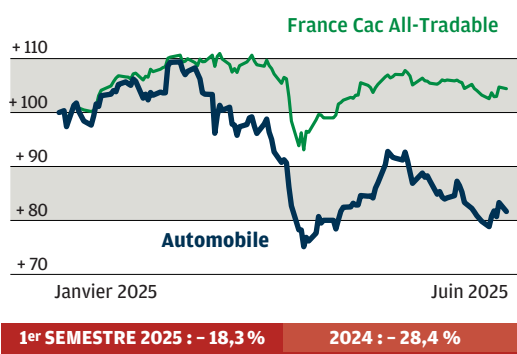
La construction résidentielle en Europe reste le problème majeur du secteur malgré des signes de reprise. Le changement de perspective aux Etats-Unis, où les investissements sont perturbés par les politiques imprévisibles de l'administration Trump, n'arrange rien. Il reste une incertitude sur l'évolution des taux d'intérêt.

**NOTRE FAVORITE**

Notre préférence va à **Saint-Gobain** (SGO), qui continue à affûter son profil de rentabilité, ce qui mérite une meilleure valorisation. **Objectif : 120 €.** – J. V.-S.

AUTOMOBILE

Les constructeurs au tapis



**LES FAITS MARQUANTS DU SEMESTRE ET L'ÉVOLUTION BOURSIÈRE**

Amorcée au second semestre 2024, la dégringolade du secteur s'est amplifiée. Aux problèmes structurels (passage compliqué aux véhicules électriques, concurrence chinoise, demande en berne...), qui touchent tous les constructeurs occidentaux, se sont ajoutées des difficultés spécifiques aux deux « Français » : la descente aux enfers de Stellantis, à cause d'une stratégie américaine désastreuse, et la baisse de Renault, secoué par l'annonce surprise, en juin, du départ de son directeur général. Les équipementiers, pourtant frappés de plein fouet par la crise du secteur, ont mieux résisté... mais ils avaient déjà plongé en 2024.

| HAUSSES       |          |
|---------------|----------|
| OPMOBILITY    | + 8,3 %  |
| AKWEL         | + 2,2 %  |
| BAISSES       |          |
| VALEO         | - 0,2 %  |
| FORVIA        | - 0,8 %  |
| MICHELIN      | - 0,8 %  |
| PLASTIVALOIRE | - 2,3 %  |
| ARAMIS        | - 4,6 %  |
| RENAULT       | - 16,8 % |
| STELLANTIS    | - 32,7 % |

**ATOUTS ET FAIBLESSES**

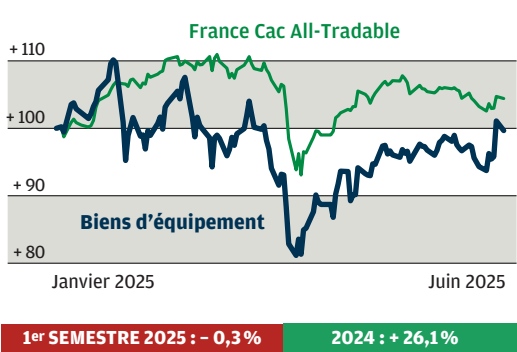
Le seul atout réside dans la faible valorisation qui pourrait entraîner une remontée en cas de petite amélioration de la conjoncture... qui nous semble peu probable à court terme.

**NOTRE FAVORITE**

Nous avions retenu Renault, en début d'année, mais la démission de Luca de Meo, son emblématique patron recruté par Kering, a brisé la dynamique. Nous choisissons cette fois **Michelin** (ML), le pneumaticien étant moins sensible que les autres valeurs du secteur à la conjoncture automobile. **Objectif : 40 €.** – R. L. B.

BIENS D'ÉQUIPEMENT

La montée du risque américain



**LES FAITS MARQUANTS DU SEMESTRE ET L'ÉVOLUTION BOURSIÈRE**

Les grands fournisseurs de biens d'équipement ont misé sur les Etats-Unis. La valse des droits de douane a pesé logiquement sur ce groupe de valeurs qui fabrique en Asie et en Chine de l'ordre d'un cinquième de la production vendue outre-Atlantique. Deux figures du secteur, Legrand et Schneider Electric, qui y réalisent chacune de 36 % à 37 % de leurs ventes, ont cependant bénéficié de la forte dynamique des data centers. La contre-performance de Schneider Electric, l'une des plus fortes baisses, s'explique par le trou d'air de la demande de l'industrie pour les automatismes proposés par le groupe. A noter aussi le parcours décevant d'Alstom.

| HAUSSES            |          |
|--------------------|----------|
| SPIE               | + 58,8 % |
| MANITOU            | + 24,6 % |
| LEGRAND            | + 20,7 % |
| MERSEN             | + 7,3 %  |
| NEXANS             | + 6,4 %  |
| REXEL              | + 6,3 %  |
| BAISSES            |          |
| SCHNEIDER ELECTRIC | - 6,3 %  |
| ALSTOM             | - 8,2 %  |
| LACROIX GROUP      | - 10,6 % |
| QUADIENT           | - 15,2 % |

**ATOUTS ET FAIBLESSES**

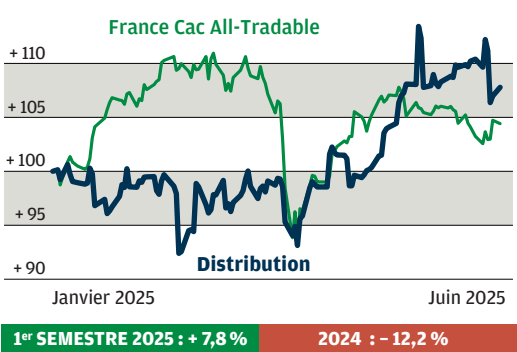
La demande en Chine rebondit, en particulier dans les automatismes discrets (pour les industries manufacturières) qui avaient fait l'objet de surstockage. L'impact indirect des droits de douane, via un report d'investissement des entreprises, ne devrait épargner personne. Les acteurs à carnet de commandes long, comme Alstom, peuvent cependant espérer un lissage.

**NOTRE FAVORITE**

Notre préférence va à **Schneider Electric** (SU), pour son triple positionnement sur la demande de numérisation des processus industriels, sur la gestion de l'énergie et sur le débouché des data centers. **Viser 275 €.** – J. V.-S.

DISTRIBUTION

Une concurrence exacerbée



**LES FAITS MARQUANTS DU SEMESTRE ET L'ÉVOLUTION BOURSIÈRE**

Après une inflation record en 2023 et en 2024, les prix ont certes fini de grimper, mais ils sont beaucoup plus hauts qu'il y a deux ans. Or les salaires n'ont pas suivi au même rythme, d'où une baisse du pouvoir d'achat des consommateurs. Les volumes en magasins s'en ressentent. Parallèlement, la concurrence demeure intense quel que soit le secteur (alimentaire, ameublement, électronique, etc.). Peu d'enseignes tirent leur épingle du jeu. D'un côté, VusionGroup, le roi des étiquettes électroniques, s'envole en Bourse, grâce à un carnet de commandes plein, de l'autre, Carrefour, dont le titre ne cesse de s'infléchir depuis dix ans, a plongé il y a huit jours, après une note négative de JPMorgan.

| HAUSSES          |          |
|------------------|----------|
| VUSIONGROUP      | + 54,3 % |
| FNAC DARTY       | + 17,7 % |
| MR BRICOLAGE     | + 12,8 % |
| CAFOM            | + 7,4 %  |
| THERMADOR        | + 2,2 %  |
| BAISSES          |          |
| CARREFOUR        | - 12,8 % |
| GROUPE LDLC      | - 23,7 % |
| MAISONS DU MONDE | - 47,6 % |
| AVENIR TELECOM   | - 53,3 % |
| CASINO           | - 62 %   |

**ATOUTS ET FAIBLESSES**

Le second semestre, la période la plus importante pour les distributeurs (rentrée scolaire, Black Friday, fêtes de fin d'année), ne se présente pas très bien. Les consommateurs regardent à la dépense, surtout dans le domaine discrétionnaire. La baisse des taux n'a pas encore produit ses effets.

**NOTRE FAVORITE**

Nous retenons **Thermador** (THEP), le distributeur de produits de robinetterie, de sanitaire et de chauffage. La crise dans l'immobilier a encore pénalisé la société au premier semestre, mais le pire semble passé et elle pourrait connaître un second semestre moins négatif et une meilleure année 2026. La société est bien gérée. **Viser 84 €.** – S. A.