

La valorisation, principal facteur de performance

La période de publication des résultats semestriels des entreprises s'est ouverte au mois de juillet. Les premiers résultats confirment la vigueur des indicateurs macroéconomiques européens, notamment par les progressions des carnets de commandes, des chiffres d'affaires et marges des sociétés. On constate surtout des performances boursières très contrastées entre les différents métiers. Au-delà des déceptions ou des bonnes surprises suscitées par les résultats, les écarts de performance s'expliquent aussi par le retour de la problématique de la valorisation des entreprises sur les marchés actions. C'est un changement majeur très favorable au style d'investissement « Value ».

A fin juillet, 60% des entreprises ont publié leurs résultats. Ils ont souvent dépassé les prévisions des analystes. Poursuivant la tendance observée lors des précédents trimestres, les entreprises ont affiché une croissance moyenne des bénéfices de 13% au second trimestre. Ils confirment avant tout le très net redressement des économies européennes déjà visible au niveau des grands agrégats statistiques. À titre d'exemples, le groupe industriel suédois **Alfa Laval**, détenu dans le compartiment METROPOLE Sélection, a publié des commandes en progression de 14% au deuxième trimestre. Dans le secteur technologique, **Ingenico**, présent dans le compartiment METROPOLE Avenir Europe a vu son activité progresser de +5% sur le premier semestre. **Schneider Electric**, a pour sa part affiché un chiffre d'affaires en hausse de 2,7% avec une marge opérationnelle en progression de 13,5% à 14,1% au premier semestre qui marque une inflexion suite à 2 années de contraction de l'activité. De manière générale, les niveaux de rentabilité, les marges, s'améliorent. Les entreprises bénéficient en premier lieu de l'effet de levier opérationnel positif lié au rebond de l'activité. Ce levier opérationnel est amplifié par les programmes de réduction de coûts réalisés au cours des dernières années.

Le point le plus important qui se dégage de cette période de publication est le retour de la prise en compte des niveaux de valorisation des entreprises sur les marchés. Les écarts par rapport à leur valeur industrielle sont souvent injustifiés. Elle explique notamment la chute, en juillet, des secteurs des biens de consommation non-cycliques et de la pharmacie dont les résultats ne peuvent plus justifier leur valorisations généralement excessives. Les résultats des entreprises du secteur des biens de consommation non-cycliques ont généralement déçu les marchés avec une croissance moyenne des bénéfices de 4% au second trimestre. Nestlé a ainsi publié une baisse de sa marge opérationnelle

au premier semestre de 15,3% à 15,0%, une hausse des charges de restructuration et annonce un ralentissement de sa croissance organique prévue pour l'année qui sera proche de 2% contre +3,3% en 2016. De même, le titre Sodexo affiche l'une des plus fortes baisses du marché après avoir publié une croissance organique pourtant en rebond à +1,5% mais qui ne permet pas de justifier une valorisation élevée avec un PER supérieur à 20. Il en est de même de plusieurs valeurs du secteur pharmaceutique pour lesquelles le marché attribue une valeur qui peut être exagérée et sans fondement au « pipeline » des médicaments en cours de développement. On peut citer AstraZeneca dont le titre a chuté de plus de 10% après l'annonce de l'échec des essais cliniques d'un médicament à fort potentiel.

L'effet valorisation explique également le rebond des valeurs télécoms en juillet qui sont largement représentées dans notre sélection de valeurs. Le secteur présente des niveaux de valorisation faibles et des attentes de progression des résultats modestes. Le consensus publié par Bloomberg anticipe en effet une baisse du niveau d'activité (-0,3%) et d'EBITDA (-2%) des sociétés du Stoxx 600 Télécommunications sur l'année à venir. Les performances des opérateurs européens sont pourtant en amélioration. **Vodafone** a ainsi confirmé la progression de son activité dans ses différents marchés européens (Italie +3,2%, Espagne +1,6%, Allemagne +0,8%). L'amélioration de la rentabilité est en outre soutenue par des plans de réductions de coûts importants : **Orange** a vu son EBITDA France progresser de +3,2% au deuxième trimestre du fait de l'optimisation de sa structure de coûts. Enfin le rythme d'investissement des opérateurs dans les infrastructures ralentit après plusieurs années à des niveaux élevés. La génération de trésorerie va donc s'améliorer, favoriser le désendettement et sécuriser le paiement de dividendes déjà élevés. L'amélioration tangible des performances opérationnelles des opérateurs n'est pourtant pas encore prise en compte dans leur valorisation qui affiche un ratio de 6,5x EV/EBITDA en moyenne, qui se compare à un multiple de 8x pour la moyenne historique des opérations de fusion et acquisition au sein du secteur.

Nous sommes ainsi convaincus que le redressement tangible des économies européennes et le retour de la prise en compte de la valorisation des entreprises en bourse constituent un cadre favorable au style d'investissement « Value » pour les prochains mois.

PERFORMANCES	2017	2016	2015	2014	2013	2012	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	Depuis l'origine	Volatilité Vol. indice VL
ACTIONS EUROPE ET ZONE EURO												
METROPOLE SELECTION A												
FR0007078811	5,49%	-0,53%	9,19%	-0,02%	28,44%	23,33%	17,78%	19,86%	61,50%	24,45%	210,86%	10,99%
STOXX Europe Large 200 NR	5,67%	1,88%	7,70%	7,09%	19,68%	17,19%	12,56%	18,84%	59,51%	27,78%	131,93%	9,89%
Ecart de performance	-0,18	-2,41	1,49	-7,11	8,76	6,14	5,22	1,02	1,99	-3,33	78,93	621,72
METROPOLE SELECTION EUROPE USD HEDGE												
FR0012068492	5,81%	0,24%	7,15%	-0,57%	-	-	18,51%	-	-	-	13,00%	10,99%
STOXX Europe Large 200 NR	5,67%	1,88%	7,70%	-0,47%	-	-	12,56%	-	-	-	15,40%	9,89%
Ecart de performance	0,14	-1,64	-0,55	-0,10	-	-	5,95	-	-	-	-2,40	1 129,98
METROPOLE EURO A												
FR0007078753	5,46%	3,76%	6,87%	3,25%	26,73%	21,34%	20,47%	19,91%	67,73%	14,37%	157,57%	12,01%
Euro STOXX Large NR	7,90%	3,97%	8,66%	4,30%	22,69%	19,21%	17,98%	24,82%	76,06%	13,40%	116,07%	11,47%
Ecart de performance	-2,44	-0,21	-1,79	-1,05	4,04	2,13	2,49	-4,91	-8,33	0,97	41,50	515,14
METROPOLE AVENIR EUROPE A												
FR0007078829	9,46%	3,64%	9,49%	-1,70%	28,99%	25,57%	20,12%	25,99%	69,59%	51,33%	252,88%	10,34%
STOXX Europe Small 200 NR	11,54%	0,52%	15,68%	4,93%	26,73%	23,47%	18,37%	33,25%	90,26%	58,02%	329,48%	9,67%
Ecart de performance	-2,08	3,12	-6,19	-6,63	2,26	2,10	1,75	-7,26	-20,67	-6,69	-76,60	705,76
METROPOLE FRONTIERE EUROPE A												
FR0007085808	13,78%	0,89%	6,19%	-1,86%	18,97%	13,78%	25,05%	20,05%	52,92%	-22,80%	108,66%	8,92%
STOXX Europe Large 200 NR	5,67%	1,88%	7,70%	7,09%	19,68%	17,19%	12,56%	18,84%	59,51%	27,78%	146,69%	9,89%
Ecart de performance	8,11	-0,99	-1,51	-8,95	-0,71	-3,41	12,49	1,21	-6,59	-50,58	-38,03	417,33
METROPOLE VALUE SRI A												
FR0010632364	4,08%	2,93%	6,73%	1,24%	27,74%	24,01%	18,66%	19,28%	64,77%	-	63,85%	12,43%
Euro STOXX Large NR	7,90%	3,97%	8,66%	4,30%	22,69%	19,21%	17,98%	24,82%	76,06%	-	45,27%	11,47%
Ecart de performance	-3,82	-1,04	-1,93	-3,06	5,05	4,80	0,68	-5,54	-11,29	-	18,58	327,70
OBLIGATIONS ET CONVERTIBLES												
METROPOLE CONVERTIBLES A												
FR0007083332	-0,24%	1,98%	2,88%	0,71%	7,22%	13,91%	4,19%	5,89%	17,86%	26,15%	71,18%	3,93%
ECI-EURO	3,89%	-0,21%	6,08%	3,06%	9,81%	18,19%	4,90%	11,64%	32,83%	28,76%	83,43%	3,63%
Ecart de performance	-4,13	2,19	-3,20	-2,35	-2,59	-4,28	-0,71	-5,75	-14,97	-2,61	-12,25	342,37
METROPOLE CORPORATE BONDS A												
FR0010695874	0,08%	0,51%	0,96%	3,78%	3,68%	11,92%	-0,00%	2,26%	14,03%	-	52,64%	1,00%
FTSE MTS 3-5 Y	-0,10%	1,46%	1,39%	5,93%	2,32%	8,66%	-0,32%	4,18%	16,02%	-	30,70%	1,37%
Ecart de performance	0,18	-0,95	-0,43	-2,15	1,36	3,26	0,32	-1,92	-1,99	-	21,94	305,28

Les performances et réalisations du passé ne constituent en rien une garantie pour des performances actuelles ou à venir.

*Données au 31 juillet 2017

Date de création : les FCP sont devenus des compartiments de la SICAV METROPOLE Funds par fusion absorption le 31/03/2017.

Les catégories d'actions ont été initialement créées aux dates suivantes : METROPOLE EURO A, METROPOLE SELECTION A, METROPOLE AVENIR EUROPE A : 29/11/2002, METROPOLE CONVERTIBLE A : 30/04/2003, METROPOLE FRONTIERE EUROPE : 08/08/2003, METROPOLE VALUE SRI A : 09/07/2008 et METROPOLE CORPORATE BONDS : 19/12/2008.

METROPOLE SELECTION EUROPE USD HEDGE : 23/12/2014.

Le présent document a un caractère purement informatif et ne constitue ni 1) une invitation ou une incitation à investir dans les instruments financiers qui y sont décrits, ou une proposition de vente desdits instruments financiers, 2) ni un quelconque conseil en placement. Il convient de lire attentivement la dernière version du prospectus (disponible auprès de METROPOLE Gestion et sur notre site Internet : www.metropolegestion.com) avant de décider d'investir dans les instruments financiers décrits dans le présent document. Les futurs investisseurs doivent prendre les dispositions nécessaires pour déterminer le montant qu'ils peuvent investir, en fonction des considérations légales, fiscales et comptables qui s'appliquent à leur situation particulière. La diffusion du présent document ou du prospectus pouvant être limitée par la loi dans certains territoires ou certains pays, les investisseurs sont tenus de s'informer des restrictions en question et de les respecter dans tout territoire ou pays concerné. Les opinions exprimées dans le présent document sont susceptibles d'être modifiées sans avis préalable. Les investisseurs doivent s'assurer qu'ils disposent de la dernière version disponible du présent document. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats actuels ou à venir. Les données sur la performance ne prennent pas en compte les commissions facturées pour l'émission ou le rachat de parts ou d'actions. La valeur des investissements et le revenu qui en découle peuvent évoluer à la hausse comme à la baisse et il est possible que les investisseurs ne récupèrent pas le montant investi. METROPOLE Gestion est agréée par l'Autorité des marchés financiers (AMF). Pour toute information complémentaire, veuillez nous contacter à l'adresse suivante : metropoleg@metropolegestion.fr. Ce document a été publié par la société de gestion de portefeuille : METROPOLE Gestion SA 9, rue des Filles Saint-Thomas, 75002 Paris, France – Tél. +33 (0) 1 58 71 17 00 – Fax : +33 (0) 1 58 71 17 93 - www.metropolegestion.com. METROPOLE Gestion SA a obtenu l'agrément de l'Autorité des marchés financiers, 17 place de la Bourse, 75082 Paris Cedex 2, France, sous la surveillance de laquelle elle est placée.