

Chute des marchés actions européens : quel scénario est intégré dans la valorisation des titres ?

Au cours des derniers mois, les marchés n'ont cessé de s'inquiéter d'un possible retournement du cycle économique mondial, jusqu'à présent non avéré, sous l'effet de la hausse des taux d'intérêts aux Etats Unis, des tensions commerciales et de l'instabilité politique en Europe. L'aversion pour le risque s'est considérablement amplifiée au cours du mois d'octobre, lors de la publication des résultats du troisième trimestre des entreprises qui ont systématiquement déclenché des réactions violentes et disproportionnées sur les marchés lorsque les résultats se sont écartés des prévisions des analystes.

Parmi les exemples les plus frappants, on peut citer la société américaine Caterpillar dont les résultats font traditionnellement figure de baromètre de l'activité économique mondiale. Le titre a chuté de plus de 20% au cours du mois sous prétexte que pour la première fois depuis les six derniers trimestres, la société n'a pas révisé à la hausse ses perspectives de croissance et que son carnet de commande a baissé de 2% par rapport au trimestre précédent. Caterpillar a pourtant affiché une croissance de son chiffre d'affaires de 18%, une hausse de sa marge opérationnelle de 200 points de base et ne mentionne aucun signe de ralentissement de son activité. L'action Caterpillar, dont la valorisation n'était pourtant pas excessive, affiche désormais un PER inférieur à 10.

Plus généralement, on constate que les valeurs cycliques européennes ont subi les plus fortes baisses au cours du mois indépendamment de leur niveau de valorisation. L'analyse de leurs résultats ne permet pourtant pas de déceler les signes d'un ralentissement de l'activité économique mondiale tant redouté, à l'exception de l'automobile dont le marché traverse une phase de turbulences. Le conglomérat industriel **ABB** a lourdement chuté en octobre (-12%) alors que la société affichait une décote de valorisation importante et délivre des performances opérationnelles en amélioration : les prises de commandes sont en hausse de 9% dans toutes ses divisions et dans toutes les zones géographiques, notamment en Chine à +17%. Le titre Schneider a également baissé de près de 8% alors que la société a publié une accélération de son activité avec un chiffre d'affaires en hausse de 7,2% dans toutes les géographies, qui a conduit le groupe à rehausser ses objectifs de croissance pour l'année. Le potentiel de progression de la marge opérationnelle du groupe qui se situe toujours sous le pic de 2008, n'est pas pris en compte dans la valorisation du titre.

En réalité, les difficultés rencontrées par les sociétés quel que soit le secteur d'activité concernent davantage une inflation des coûts (salaires, matières premières, logistique) qui peut dans

certain cas provoquer un petit pincement de marge lorsque l'environnement concurrentiel ne permet pas de répercuter la hausse des coûts au client final.

Dans ces conditions, la chute des titres apparaît alors déconnectée des fondamentaux des entreprises et intègre surtout des perspectives particulièrement pessimistes. L'équipementier automobile **Michelin** qui perçoit effectivement une baisse de la demande, affiche une valorisation qui anticipe une baisse du chiffre d'affaires de 6% et une contraction de sa marge opérationnelle qui retomberait à 11,0% contre 12,5% actuellement. Lors de la dernière récession de 2012 en Europe, le chiffre d'affaires du groupe avait enregistré une baisse de 5,4% étalée sur 4 ans mais la marge opérationnelle avait progressé, passant de 9,4% en 2011 à 12,2% au creux du cycle en 2014 grâce aux restructurations menées à l'époque.

Dans le secteur de la construction, la valorisation du cimentier HeidelbergCement intègre également une baisse implicite du chiffre d'affaires de 10% et une contraction de la marge EBITDA de 120 points de base en appliquant le multiple de valorisation EV / EBITDA historique moyen de 7,5 x.

La baisse des résultats qui est implicitement anticipée dans la valorisation des sociétés qui font face à une rupture technologique est encore plus marquée. **Atos**, dont le métier traditionnel d'infogérance qui représente plus de 50% du chiffre d'affaires du groupe a surpris les marchés avec une baisse de 4,6% de l'activité au 3^{ème} trimestre, affiche une valorisation qui suppose une baisse continue de cette activité de 5% tous les ans à perpétuité. De même, la valorisation de l'agence de publicité **WPP**, en pleine phase de restructuration, intègre une baisse du chiffre d'affaires de 25%, une baisse structurelle de la marge opérationnelle de 17% à 15% et un multiple de valorisation de 10 fois l'EBIT contre une moyenne historique long terme de 12 fois.

En bref, bon nombre de valeurs qui ont lourdement chuté au cours des dernières semaines affichent désormais des valorisations qui intègrent au minimum un scénario de récession, c'est-à-dire une baisse importante du chiffre d'affaires et une contraction des marges. Elles constituent par conséquent des opportunités d'investissement attractives avec un potentiel de baisse limité si le ralentissement économique devait se matérialiser.

Performances*

PERFORMANCES	2018	2017	2016	2015	2014	2013	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	Depuis l'origine	Volatilité Vol. indice VL
ACTIONS EUROPE ET ZONE EURO												
METROPOLE SELECTION A												
FR0007078811	-9,66%	8,03%	-0,53%	9,19%	-0,02%	28,44%	-11,33%	-6,11%	7,12%	89,11%	187,60%	11,35%
STOXX Europe Large 200 NR	-4,83%	8,92%	1,88%	7,70%	7,09%	19,68%	-6,32%	2,48%	24,10%	101,09%	127,51%	11,35%
Ecart de performance	-4,83	-0,89	-2,41	1,49	-7,11	8,76	-5,01	-8,59	-16,98	-11,98	60,09	575,19
METROPOLE EURO SRI A												
FR0010632364	-9,04%	4,27%	2,93%	6,73%	1,24%	27,74%	-12,26%	-5,10%	7,48%	77,84%	49,30%	11,87%
Euro STOXX Large NR	-6,74%	10,81%	3,97%	8,66%	4,30%	22,69%	-10,09%	3,97%	24,28%	82,71%	39,12%	12,27%
Ecart de performance	-2,30	-6,54	-1,04	-1,93	-3,06	5,05	-2,18	-9,07	-16,80	-4,86	10,18	298,60
METROPOLE AVENIR EUROPE A												
FR0007078829	-14,13%	13,26%	3,64%	9,49%	-1,70%	28,99%	-16,35%	0,14%	11,15%	156,38%	213,57%	11,91%
STOXX Europe Small 200 NR	-6,12%	18,10%	0,52%	15,68%	4,93%	26,73%	-5,54%	11,74%	39,85%	206,33%	326,88%	11,67%
Ecart de performance	-8,00	-4,84	3,12	-6,19	-6,63	2,26	-10,81	-11,59	-28,70	-49,95	-113,31	627,14
METROPOLE FRONTIERE EUROPE A												
FR0007085808	-7,69%	15,33%	0,89%	6,19%	-1,86%	18,97%	-8,00%	5,23%	12,02%	38,75%	95,24%	8,95%
STOXX Europe Large 200 NR	-4,83%	8,92%	1,88%	7,70%	7,09%	19,68%	-6,32%	2,48%	24,10%	101,09%	141,99%	11,35%
Ecart de performance	-2,85	6,41	-0,99	-1,51	-8,95	-0,71	-1,68	2,75	-12,08	-62,34	-46,75	390,49
OBLIGATIONS ET CONVERTIBLES												
METROPOLE CONVERTIBLES A												
FR0007083332	-5,34%	-0,67%	1,98%	2,88%	0,71%	7,22%	-6,35%	-5,59%	-0,88%	39,75%	61,34%	3,28%
ECl-EURO	-1,70%	6,99%	-0,21%	6,08%	3,06%	9,81%	-1,69%	3,76%	14,51%	82,54%	85,70%	4,47%
Ecart de performance	-3,64	-7,66	2,19	-3,20	-2,35	-2,59	-4,66	-9,35	-15,39	-42,79	-24,36	322,69
METROPOLE CORPORATE BONDS A												
FR0010695874	-3,16%	0,26%	0,51%	0,96%	3,78%	3,68%	-3,25%	-2,39%	2,79%	-	48,08%	2,78%
FTSE MTS 3-5 Y	-1,34%	0,14%	1,46%	1,39%	5,93%	2,32%	-1,72%	0,30%	7,73%	-	29,25%	2,26%
Ecart de performance	-1,82	0,12	-0,95	-0,43	-2,15	1,36	-1,54	-2,69	-4,94	-	18,83	296,16

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

*Données au 31 octobre 2018

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.