

## À la recherche de rendement

En injectant des liquidités de manière massive dans le système financier depuis bientôt 10 ans, les banques centrales ont précipité les taux long terme à des niveaux nuls, voire négatifs, et conduit les investisseurs à rechercher du rendement à tout prix. Attirées par la perspective de rendements élevés couplés à une faible volatilité, ces liquidités se sont donc accumulées dans des proportions inédites sur certains actifs comme les investissements non cotés ou les obligations à haut rendement. Les multiples de valorisation observés lors des opérations d'acquisitions par des acteurs du private equity ont ainsi connu une forte inflation. Ces actifs n'étant valorisés que de manière périodique, ils n'intègrent pas dans leur valorisation les soubresauts macroéconomiques et géopolitiques au jour le jour, ce qui explique leur faible volatilité. Le corollaire de cette faible volatilité est la faible liquidité de ces investissements qui représente un risque significatif en cas de retournement. Si l'investissement non coté a toute sa place dans une stratégie de diversification, nous considérons qu'il existe parmi les actifs cotés des opportunités tout aussi attractives en termes de rendement pour un risque moindre, offrant de surcroît une liquidité quotidienne.

De nombreuses sociétés cotées affichent aujourd'hui une décote de valorisation. Il convient cependant d'être sélectif dans le choix des sociétés tant les marchés actions connaissent eux-mêmes un niveau extrême de polarisation des valorisations entre les styles de gestion. La baisse continue des taux d'intérêt a en effet accru la valorisation du style de gestion croissance : le MSCI Europe Growth affiche aujourd'hui un PER (price-earnings ratio) de 19x vs 14,9x à son plus haut de 2007, alors que le MSCI Europe Value traite à 10,4x vs 11,8x en 2007. De même, les transactions opérées par les acteurs du private equity en 2018 se sont réalisées en moyenne à 11,2x valeur d'entreprise/EBITDA vs 9x en 2007. Dans ce contexte, il est essentiel de rester attentif aux niveaux de valorisations des opérations de fusions-acquisitions réalisées directement entre les entreprises, loin de cette surenchère financière. Nous constatons en effet que de nombreuses transactions annoncées récemment au sein de différents secteurs se réalisent à des niveaux en ligne avec leur valorisation industrielle. Dans les services informatiques, **Capgemini** a lancé une offre sur Altran à 10,8x EBIT ; dans les médias, **Publicis** a annoncé l'acquisition d'Epsilon aux Etats-Unis pour un multiple de 8,2x EBITDA ; en dehors des

sociétés détenues en portefeuille, Loxam a annoncé une offre sur le finlandais Ramirent dans la location d'équipements industriels à un multiple de 9,7x EBIT et TGS, acteur norvégien des services pétroliers, a fait une offre sur Spectrum à 6,8x EBIT. Ces multiples de transactions entre acteurs industriels sont conformes à ceux observés historiquement lors d'opérations comparables et attestent de ce que la valeur industrielle des sociétés évolue indépendamment des excès des investisseurs. Aussi nous continuons de concentrer notre analyse des sociétés sur leurs fondamentaux et l'évaluation de leur valeur industrielle.

En outre les sociétés cotées européennes affichent aujourd'hui des ratios d'endettement financiers très sains, nettement inférieurs à ceux observés dans le non coté. La moyenne au sein du MSCI Europe est ainsi de 1,4x dette nette/EBITDA et de seulement 1,2x dette nette/EBITDA pour les sociétés industrielles. Cela permet à de nombreuses entreprises d'investir dans le développement de leurs activités, de verser des rendements élevés et soutenables et de disposer de la flexibilité financière suffisante en cas de retournement. De nombreuses entreprises décotées affichent donc aujourd'hui des bilans solides et des rendements élevés et soutenables en raison de leur génération de cash-flow positive en tout point du cycle. C'est le cas notamment de sociétés comme **Rio Tinto** (4,7% de rendement), **Allianz** (4,2%), **Axa** (5,8%), **Enel** (4,6%), **Saint-Gobain** (3,9%) que nous détenons en portefeuille.

Les opérations réalisées dans l'investissement non coté affichent quant à elles des niveaux de levier financier autour de 6x dette nette/EBITDA. Ces sociétés disposent donc de peu de marges de manœuvre dans l'exécution de leur stratégie et sont également plus vulnérables en cas de détérioration de leur environnement.

L'annonce récente de la Banque centrale européenne de poursuivre sa politique monétaire accommodante n'augure pas d'une remontée des taux d'intérêt à court terme. Les investisseurs continueront donc de privilégier la recherche de rendement dans leurs décisions d'investissement et seront amenés à considérer le niveau de rendement élevé au sein de l'univers coté. Ces rendements sont aujourd'hui d'autant plus attractifs qu'ils sont soutenables et affichés par des sociétés décotées, disposant de bilans solides et offrant une liquidité quotidienne.

PERFORMANCES	2019	2018	2017	2016	2015	2014	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	Depuis l'origine	Volatilité Vol. indice VL
<b>ACTIONS EUROPE ET ZONE EURO</b>												
<b>METROPOLE SELECTION A</b>												
FR0007078811	10,82%	-18,25%	8,03%	-0,53%	9,19%	-0,02%	-8,56%	14,43%	6,26%	95,85%	188,42%	13,40%
STOXX Europe Large 200 NR	16,97%	-10,53%	8,92%	1,88%	7,70%	7,09%	5,95%	25,37%	26,32%	136,30%	150,17%	11,70%
Ecart de performance	-6,14	-7,71	-0,89	-2,42	1,50	-7,11	-14,50	-10,94	-20,06	-40,45	38,26	576,85
<b>METROPOLE EURO SRI A</b>												
FR0010632364	9,78%	-16,28%	4,27%	2,93%	6,73%	1,24%	-6,18%	15,52%	5,22%	83,33%	50,87%	13,57%
Euro STOXX Large NR	17,52%	-12,85%	10,81%	3,97%	8,66%	4,30%	3,07%	30,14%	26,84%	110,52%	52,79%	13,11%
Ecart de performance	-7,74	-3,43	-6,54	-1,04	-1,93	-3,06	-9,25	-14,62	-21,62	-27,19	-1,92	301,74
<b>METROPOLE AVENIR EUROPE A</b>												
FR0007078829	10,45%	-24,11%	13,26%	3,64%	9,49%	-1,70%	-12,09%	11,65%	4,97%	142,43%	206,06%	14,82%
STOXX Europe Small 200 NR	16,59%	-12,88%	18,10%	0,52%	15,68%	4,93%	0,07%	34,63%	39,28%	208,76%	361,87%	13,21%
Ecart de performance	-6,14	-11,23	-4,84	3,12	-6,20	-6,64	-12,16	-22,98	-34,30	-66,33	-155,81	612,13
<b>METROPOLE FRONTIERE EUROPE A</b>												
FR0007085808	11,09%	-10,14%	15,33%	0,89%	6,19%	-1,86%	6,15%	30,93%	17,40%	45,48%	111,12%	9,32%
STOXX Europe Large 200 NR	16,97%	-10,53%	8,92%	1,88%	7,70%	7,09%	5,95%	25,37%	26,32%	136,30%	166,10%	11,70%
Ecart de performance	-5,88	0,39	6,41	-0,99	-1,50	-8,95	0,21	5,56	-8,91	-90,82	-54,97	422,25
<b>OBLIGATIONS ET CONVERTIBLES</b>												
<b>METROPOLE CONVERTIBLES A</b>												
FR0007083332	2,84%	-7,98%	-0,67%	1,98%	2,88%	0,71%	-2,23%	-0,44%	-1,61%	34,26%	61,30%	3,52%
ECl-EURO	5,09%	-5,18%	6,99%	-0,21%	6,08%	3,06%	0,02%	10,26%	12,62%	58,20%	88,24%	3,96%
Ecart de performance	-2,25	-2,80	-7,66	2,18	-3,20	-2,34	-2,25	-10,71	-14,23	-23,94	-26,94	322,60
<b>METROPOLE CORPORATE BONDS A</b>												
FR0010695874	1,10%	-2,64%	0,26%	0,51%	0,96%	3,78%	0,35%	-1,17%	0,99%	37,07%	50,53%	1,76%
FTSE MTS 3-5 Y	1,55%	-0,24%	0,14%	1,46%	1,39%	5,93%	1,90%	1,41%	6,15%	28,12%	32,73%	1,42%
Ecart de performance	-0,45	-2,40	0,12	-0,95	-0,42	-2,15	-1,55	-2,58	-5,15	8,94	17,80	301,05

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

\*Données au 28 juin 2019

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](http://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](mailto: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](http://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.