

Global Equity Observer

Bénéfices et multiples : les deux risques qu'il nous faut maîtriser

ACTIVE FUNDAMENTAL EQUITY | INTERNATIONAL EQUITY TEAM | INVESTMENT INSIGHT | JUILLET 2019

Nous l'avons déjà dit, il n'y a que deux facteurs de perte qui peuvent affecter les marchés actions : la diminution des bénéfices et la baisse des multiples. Fin 2017, nous étions préoccupés par les multiples du marché. À la suite de la baisse des cours survenue en 2018, notre inquiétude principale s'est déplacée vers les bénéfices. D'une certaine manière, cette appréhension s'est révélée bienvenue, les prévisions 2019 relatives à l'indice MSCI World Index ayant reculé de 7 % depuis le début de l'année. D'un autre côté cependant, et c'est ici ce qui importe, nous avons eu tort de nous inquiéter car les marchés ont fait fi du recul des bénéfices et ont repris de leur vigueur. Le multiple des bénéfices 2019 de l'indice MSCI World Index a ainsi grimpé de 13,4x à 16,5x, stimulé par la posture accommodante de la Réserve fédérale américaine et de celle de M. Draghi à la Banque Centrale Européenne. Ce multiple est probablement soutenu par l'hypothèse pérenne d'une croissance future des bénéfices, une hausse de 10 % étant attendue pour ceux de 2020 par rapport à ceux de 2019, une estimation qui est toutefois certainement exagérée.

Nos portefeuilles internationaux ont affiché une belle performance au sein de cet environnement, avec une progression de plus de 20 % à date pour 2019, une performance supérieure à celle de l'indice. Cela tient en partie au fait que les bénéfices ont mieux résisté que le marché, mais une réappréciation a également eu lieu. Nos portefeuilles internationaux se négocient désormais

AUTEUR



WILLIAM LOCK
Head of International Equity Team

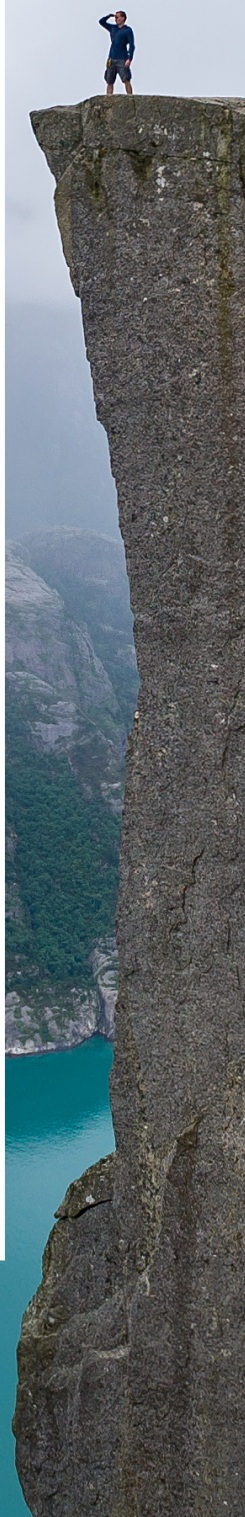


BRUNO PAULSON
Managing Director



DIRK HOFFMANN-BECKING
Executive Director

« Nos portefeuilles sont moins sujets à la fatalité des bénéfices "ajustés", c'est-à-dire des "bénéfices avant difficultés", que le marché dans son ensemble »



sur la base de 20 à 21 fois les bénéfices des 12 prochains mois et, sur cette base, affichent une prime de 28 % à 36 % par rapport à l'indice MSCI World Index, contre une prime moyenne de 19 % à 35 % depuis la crise financière mondiale (CFM) ou, pour ceux lancés plus récemment, depuis leurs dates de création.

Notre priorité, ce sont naturellement les valorisations absolues mais, si nous raisonnons en termes de position relative, nous estimons que nos portefeuilles devraient se négocier avec une prime significative par rapport au marché en général. La combinaison de revenus récurrents et de pouvoir de fixation des prix dont bénéficient les entreprises que nous détenons devrait protéger les revenus et les marges, et donc les bénéfices, en cas de ralentissement (et, en effet, les bénéfices de notre principal portefeuille international ont augmenté durant la CFM). En outre, les bénéfices de nos portefeuilles sont moins sujets à la fatalité des bénéfices "ajustés", c'est-à-dire des "bénéfices avant difficultés", que ne l'est le marché dans son ensemble - qu'il s'agisse d'avoir oublié la rémunération en actions versée aux salariés, omis des charges de restructuration ou ignoré des pertes. Rien qu'aux États-Unis, 600 Md USD, soit 21 % du total, ont disparu entre les chiffres "ajustés" et les comptes de résultat réels des trois dernières années. Le dernier point est que les performances élevées du capital des entreprises en portefeuille entraînent une conversion des flux de trésorerie disponibles nettement plus forte que celle du marché ; en conséquence, toute prime s'avère notablement inférieure en termes de flux de trésorerie disponibles.

En outre, il nous paraît compréhensible que les primes des portefeuilles soient en ce moment plus élevées qu'à l'habitude, puisqu'elles sont moins affectées que le marché dans son ensemble par nombre d'inquiétudes actuelles qui l'animent, qu'il s'agisse de la dégradation des prévisions de bénéfices, des conséquences de la baisse des taux d'intérêt sur les valeurs financières, des effets possibles d'une aggravation de la guerre commerciale ou même de la fin de ce cycle économique qui s'étire en longueur. Si l'un ou l'autre de ces scénarios venait à se concrétiser, les attentes du marché quant à une croissance des bénéfices proche de deux chiffres à l'horizon 2020 se révéleraient alors très optimistes, tandis que l'histoire nous enseigne que la solidité des bénéfices de nos portefeuilles aurait des chances de se renforcer.

Il convient de noter que la réappréciation relative ne semble pas s'être produite de manière généralisée ; elle s'est en fait plutôt concentrée dans la partie "à orientation croissance" des portefeuilles. Nous ne sommes pas des investisseurs de croissance : au travers de cette expression "à orientation croissance", nous entendons des entreprises qui affichent des perspectives de croissance de leurs bénéfices situées entre 5 % et 10 % à moyen terme, par opposition aux 3 % à 5 % de certains acteurs "à orientation stabilité" des portefeuilles, ou bien à la croissance à deux chiffres recherchée par les investisseurs de croissance. Le secteur de la consommation de base, qui représente entre 20 % et 40 % de nos portefeuilles internationaux, peut servir d'indicateur approximatif de la partie "à orientation stabilité" qui les compose. Le secteur dans son ensemble se négocie actuellement avec une prime de 21 % par rapport à l'indice MSCI World Index sur la base des bénéfices des 12 prochains mois, ce qui est très proche de sa moyenne de 22 % post-CFM. Les actions du secteur de la consommation de base que nous détenons en portefeuille se négocient pour leur part légèrement au-dessous de cette surcote.

Ratio cours/bénéfices du secteur de la consommation non-cyclique de l'indice MSCI World par rapport à l'indice MSCI World



Source: Morgan Stanley Investment Management and FactSet.

« Grâce à la croissance des revenus récurrents générés par les logiciels en Cloud, les entreprises du secteur devraient se montrer plus résistantes en période de ralentissement »

Le sous-secteur des logiciels et services au sein des technologies de l'information, qui représente environ 30 % à 32 % de nos portefeuilles internationaux, peut servir d'indicateur approximatif de la partie "à orientation croissance" de ces derniers. Ce sous-secteur s'est réapprécié, dégageant une prime de 58 % par rapport à l'indice MSCI World Index, retrouvant le niveau qui était le sien juste avant la CFM. Bien que nos positions en portefeuille se négocient avec une légère décote par rapport au sous-secteur dans son ensemble, elles se sont également réappréciées. Si nous considérons ces positions, nous dirions que leur réappréciation est raisonnable et que les multiples actuels sont justifiés. Avec la croissance du Cloud, l'ensemble du secteur des logiciels a opéré une transition majeure. Cette transformation a supprimé les multiples pendant quelque temps, en raison de doutes bien compréhensibles sur la capacité des entreprises à gérer cette transition, doutes encore aggravés par la pression que subissaient leurs marges alors qu'elles élaboraient leurs nouvelles offres. Au fur et à mesure qu'elles sont sorties de cette phase de changement, il est devenu évident qu'elles étaient bien positionnées dans le nouvel environnement ; en parallèle, leurs marges ont commencé à se redresser alors que les offres liées au Cloud arrivaient à maturité, et ce tout particulièrement chez une multinationale technologique américaine que nous détenons. De plus, la croissance des revenus tirés du logiciel en tant que service (Software as a Service, ou SaaS) dans le Cloud, alors que déclinent les ventes plus irrégulières de logiciels classiques, oriente les entreprises vers la génération de revenus de plus en plus récurrents, ce qui devrait les rendre plus résistantes en période de ralentissement. La part de revenus récurrents d'une multinationale allemande de logiciels que nous détenons est ainsi passée de 43 % à 65 % entre 2008 et 2018, un

pourcentage qui continue de croître alors que le Cloud poursuit sa forte croissance.

Ratio cours/bénéfices du secteur des logiciels et des services informatiques de l'indice MSCI World par rapport à l'indice MSCI World



Source: Morgan Stanley Investment Management and FactSet.

Bien que nous nous sentions généralement à l'aise avec les valorisations absolues des valeurs "à orientation croissance" que nous possédons, tant dans les logiciels et services que dans d'autres secteurs, nous avons réagi à leur nouvelle réappréciation. Depuis le début de 2018, nous avons réalisé au sein de nos portefeuilles internationaux des augmentations nettes dans les secteurs de la consommation de base et des soins de santé, ainsi

que des réductions dans les secteurs "à orientation croissance" des logiciels et services et de la consommation discrétionnaire. Dans tous les secteurs, des ventes nettes d'actions "à orientation croissance" ont eu lieu, portant sur les valeurs dont la croissance des ventes à moyen terme est estimée à plus de 6 %, les liquidités générées étant ensuite transférées vers la partie "à orientation stabilité" des portefeuilles.

« Nous restons confiants dans la résilience des bénéfices générés par nos positions et dans leur capacité à croître »

Comme nous l'avons mentionné au début de cet article, il existe deux facteurs de perte sur les marchés actions : la diminution des bénéfices et la baisse des multiples. Si nous considérons le marché dans son ensemble, l'un et l'autre facteur nous préoccupent car ils sont tous les deux élevés, les bénéfices paraissant vulnérables et la combinaison actuelle de bénéfices en baisse et de multiples en hausse ne paraissant pas tenable à terme. Les multiples semblent également avoir atteint leur maximum dans les portefeuilles, du moins en termes absolus, et nous ne pouvons évidemment pas exclure la possibilité de pertes provoquées par les multiples. Nous restons toutefois confiants dans la résilience des bénéfices générés par nos participations et dans leur capacité à croître. À moyen terme, cette croissance devrait pouvoir compenser une éventuelle érosion des multiples.

CONSIDÉRATIONS SUR LES RISQUES

Il ne peut être garanti qu'un portefeuille atteindra son objectif d'investissement. Les portefeuilles sont sujets au risque de marché, c'est-à-dire à la possibilité que la valeur de marché des titres en portefeuille baisse. En conséquence, cette stratégie expose l'investisseur à des pertes potentielles. Nous attirons votre attention sur le fait que cette stratégie peut contenir d'autres types de risques. L'évolution de l'économie mondiale, des dépenses et des préférences de consommation, de la concurrence, de la démographie, des réglementations gouvernementales et des conditions économiques peuvent pénaliser des **sociétés de taille mondiale** et peuvent influencer négativement la stratégie de façon plus marquée que si elle était investie sur un éventail de titres plus large. En général, la valeur des **actions** varie également en fonction des activités spécifiques d'une entreprise. Les investissements sur les **marchés étrangers** s'accompagnent de risques particuliers, notamment les risques de change, politiques, économiques et de marché. Les actions de **sociétés à petites capitalisations** présentent des risques spécifiques, tels que des gammes de produits, des marchés et des ressources financières limitées, et une volatilité supérieure à celles des entreprises de grandes capitalisations plus solidement établies. Les risques

associés aux investissements dans les **pays émergents** sont plus élevés que sur les marchés développés étrangers. Les **portefeuilles peu diversifiés** investissent dans un nombre plus restreint d'émetteurs. De ce fait, toute évolution de la situation financière ou de la valeur de marché d'un émetteur donné est susceptible d'entraîner une volatilité accrue.

Stratégie de vente d'options. La vente d'options d'achat implique le risque que le Portefeuille soit obligé de vendre le titre ou l'instrument sous-jacent (ou de régler en espèces un montant d'une valeur égale) à un prix défavorable ou inférieur au cours du marché de ce titre ou instrument sous-jacent, au moment où l'option est exercée. En tant que vendeur d'une option d'achat, le Portefeuille renonce, pendant la durée de vie de l'option, à profiter des hausses de la valeur de marché du titre ou de l'instrument sous-jacent couvrant l'option au-delà de la somme de la prime et du prix d'exercice, mais conserve le risque de perte correspondant à la baisse du cours du titre ou de l'instrument sous-jacent. De plus, la stratégie de vente d'options d'achat pourrait ne pas protéger le portefeuille entièrement contre les baisses de la valeur du marché. La vente d'options non couvertes comporte des risques particuliers qui exposent le Portefeuille à des pertes potentiellement importantes.

INFORMATION SUR L'INDICE

L'indice MSCI World est un indice pondéré par la capitalisation boursière, conçu pour mesurer la performance des marchés boursiers mondiaux. Le terme « flottant » représente la part des actions en circulation qui sont considérées comme disponibles à l'achat sur les marchés d'actions publics par les investisseurs. La performance de l'indice est cotée en dollars américains et sous-entend le réinvestissement des dividendes nets. Les indices ne sont pas gérés et ne comprennent ni frais, ni droits, ni commissions de vente. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice

DISTRIBUTION

Le présent document s'adresse et ne doit être distribué exclusivement qu'aux personnes résidant dans des pays ou territoires où une telle distribution ou mise à disposition n'est pas contraire aux lois et réglementations locales en vigueur.

Irlande : Morgan Stanley Investment Management (Ireland) Limited. Siège Social : The Observatory, 7-11 Sir John Rogerson's, Quay, Dublin 2, Irlande. Société enregistrée en Irlande sous le numéro 616662, et réglementée par la Banque centrale d'Irlande.

Royaume-Uni : Morgan Stanley Investment Management Limited est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre. Numéro d'enregistrement : 1981121. Siège social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA. **Dubai :** Morgan Stanley Investment Management Limited (Bureau de représentation, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 et 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Émirats arabes unis. Téléphone : +97 (0)14 709 7158. **Allemagne :** Morgan Stanley Investment Management Limited Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 60311 Frankfurt Allemagne (Catégorie : Branch Office (FDI) selon § 53b KWG). **Italie :** Morgan Stanley Investment Management Limited, succursale de Milan (Sede Secondaria di Milano) est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited, une société enregistrée au Royaume-Uni, agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority (FCA), dont le siège social est au 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londres, E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited succursale de Milan (Sede Secondaria di Milano) dont le siège est situé à Palazzo Serbelloni Corso Venezia, 16 20121 Milano, Italie, est enregistré en Italie avec le numéro d'entreprise et le numéro de TVA 08829360968. **Pays-Bas :** Morgan Stanley Investment Management, Tour Rembrandt, 11e étage Amstelplein 1 1096HA, Pays-Bas. Téléphone : 31 2-0462-1300. Morgan Stanley Investment Management est une succursale de Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited est agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority au Royaume-Uni. **Suisse :** Morgan Stanley & Co. International plc, succursale de Londres, Zurich Autorisée et réglementée par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (« FINMA »). Enregistrée au registre du commerce de Zurich sous le numéro CHE-115.415.770. Siège social : Beethovenstrasse 33, 8002 Zurich, Suisse, Téléphone : +41 (0) 44 588 1000. Fax : +41(0) 44 588 1074.

États-Unis
Les comptes dédiés gérés séparément peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les comptes dédiés gérés conformément à la Stratégie comprennent un certain nombre de titres et ne reproduisent pas nécessairement la performance d'un indice. Les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, les risques et les frais associés à la stratégie avant d'investir. Un niveau d'investissement minimum est requis. Vous trouverez des informations importantes sur le gestionnaire financier dans la partie 2 du formulaire ADV.

États-Unis

Les comptes dédiés gérés séparément peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les comptes dédiés gérés conformément à la Stratégie comprennent un certain nombre de titres et ne reproduisent pas nécessairement la performance d'un indice. Les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, les risques et les frais associés à la stratégie avant d'investir. Un niveau d'investissement minimum est requis. Vous trouverez des informations importantes sur le gestionnaire financier dans la partie 2 du formulaire ADV.

Veuillez examiner attentivement les objectifs de placement, les risques, les frais et les dépenses des fonds avant d'investir. Les prospectus contiennent cette information ainsi que d'autres renseignements sur les fonds. Pour obtenir un prospectus, téléchargez-en un sur morganstanley.com/im ou appelez le 1-800-548-7786. Veuillez lire attentivement le prospectus avant d'investir.

Morgan Stanley Distribution, Inc. est le distributeur des fonds Morgan Stanley.

NON ASSURÉ PAR LE FDIC | ABSENCE DE GARANTIE BANCAIRE | POSSIBLE PERTE DE VALEUR | NON ASSURÉ PAR DES AGENCES GOUVERNEMENTALES FÉDÉRALES | NE CONSTITUE PAS UN DÉPÔT

Hong Kong : Le présent document est publié par Morgan Stanley Asia Limited aux fins d'utilisation à Hong Kong et ne peut être diffusé qu'après d'investisseurs professionnels » au sens du Securities and Futures Ordinance (décret sur les valeurs mobilières et les contrats à terme) de Hong Kong (Cap 571). Le contenu du présent document n'a été révisé ni approuvé par aucune autorité de réglementation, y compris la Securities and Futures Commission de Hong Kong. En conséquence, à moins que la loi en vigueur ne prévoit des exceptions, ce document ne devra pas être publié, diffusé, distribué ni adressé aux particuliers résidant à Hong Kong, ni mis à leur disposition. **Singapour :** Ce document ne doit pas être considéré comme faisant l'objet d'une invitation à souscrire ou à acheter, directement ou indirectement, au public ou à tout membre du public à Singapour autre que (i) un investisseur institutionnel en vertu de l'article 304 des Futures Act, chapitre 289 de Singapour (« SFA »); (ii) une « personne concernée » (qui comprend un investisseur qualifié) en vertu de l'article 305 de la LFT, et cette distribution est conforme aux conditions précisées à l'article 305 de la LFT; ou (iii) conformément aux conditions de toute autre disposition applicable de la SFA. Ce document n'a pas été vérifié par l'Autorité monétaire de Singapour. **Australie :** La présente publication est diffusée en Australie par Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN : 122040037, licence AFS n° 314182, qui accepte la responsabilité de son contenu. La présente publication, ainsi que l'accès à celle-ci, est réservée aux « clients wholesale » selon l'acceptation de ce terme dans la loi sur les sociétés en vigueur en Australie. **Japon :** Pour les investisseurs professionnels, ce document est

distribué à titre informatif seulement. Pour ceux qui ne sont pas des investisseurs professionnels, ce document est fourni par Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. (« MSIM ») dans le cadre de conventions de gestion de placements discrétionnaires (« IMA ») et de conventions de conseils en placement (« AAI »). Il ne s'agit pas d'une recommandation ni d'une sollicitation de transactions ou offre d'instruments financiers particuliers. En vertu d'une convention IMA, en ce qui concerne la gestion des actifs d'un client, le client prescrit à l'avance les politiques de gestion de base et charge MSIM de prendre toutes les décisions d'investissement en fonction de l'analyse de la valeur des titres et MSIM accepte cette mission. Le client doit déléguer à MSIM les pouvoirs nécessaires à l'investissement. MSIM exerce les pouvoirs délégués en fonction des décisions d'investissement de MSIM, et le client s'interdit d'émettre des instructions individuelles. Tous les profits et pertes d'investissement reviennent aux clients ; le principal n'est pas garanti. Les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, la nature des risques et les frais associés à la stratégie avant d'investir. À titre de commission de conseils en investissement pour une gestion conseillée (IAA) ou une discrétionnaire (AMIMA), le montant des biens assujettis au contrat multiplié par un certain taux (la limite supérieure est de 2,16% par année (taxes comprises)) sera engagé proportionnellement à la durée du contrat. Pour certaines stratégies, des honoraires conditionnels peuvent être compris en plus des frais mentionnés ci-dessus. Des frais indirects peuvent également être supportés, tels que des commissions de courtage pour des titres émis par des personnes morales. Étant donné que ces frais et dépenses sont différents selon le contrat et d'autres facteurs, MSIM ne peut pas préciser les taux, les limites supérieures, etc. à l'avance. Tous les clients doivent lire attentivement les documents fournis avant la conclusion et l'exécution d'un contrat. Ce document est diffusé au Japon par MSIM, enregistrée sous le n° 410 (Directeur du Bureau des Finances Locales de Kanto (Entreprises d'Instruments Financiers)), membres : la Japan Securities Dealers Association, l'Investment Trusts Association, Japon, la Japan Investment Advisers Association et la Type II Financial Instruments Firms Association.

INFORMATION IMPORTANTE

EMEA : Cette communication promotionnelle a été publiée par Morgan Stanley Investment Management Limited (« MSIM »). Autorisée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Agréée et réglementée par la Financial Conduct Authority. Enregistrée en Angleterre sous le n°1981121. Siège Social : 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

Il n'y a aucune garantie qu'une stratégie d'investissement fonctionnera dans toutes les conditions du marché et il incombe à chaque investisseur d'évaluer sa capacité à investir à long terme, surtout pendant les périodes de détérioration du marché. Avant de réaliser un investissement, les investisseurs sont invités à lire attentivement le document d'offre relatif à la stratégie ou au produit. Les divers supports d'investissement présentent des différences importantes dans la mise en œuvre de la stratégie.

Les comptes dédiés gérés séparément peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs. Les comptes dédiés gérés conformément à la Stratégie comprennent un certain nombre de titres et ne reproduisent pas nécessairement la performance d'un indice. Les investisseurs doivent étudier attentivement les objectifs d'investissement, les risques et les frais associés à la stratégie avant d'investir.

Ce document constitue une communication générale, qui n'est pas impartiale et a été préparé uniquement à des fins d'information et d'éducation et ne constitue pas une offre ni une recommandation d'achat ni de vente d'un titre en particulier ni d'adoption d'une stratégie de placement particulière. Les informations contenues dans le présent document ne s'appuient pas sur la situation d'un client en particulier. Elles ne constituent pas un conseil d'investissement et ne doivent pas être interprétées comme constituant un conseil en matière fiscale, comptable, juridique ni réglementaire. Avant de prendre une décision d'investissement, les investisseurs doivent solliciter l'avis d'un conseiller juridique et financier indépendant, y compris s'agissant des conséquences fiscales.

Sauf indication contraire, les opinions exprimées dans ce document sont celles de l'équipe de gestion du portefeuille, elles sont fondées sur des faits telles qu'ils existent à la date de préparation et non à une quelconque date ultérieure, et ne seront pas mis à jour ni révisées pour tenir compte d'informations disponibles ou de circonstances, ou de changements survenant après la date de rédaction.

Les prévisions et/ou estimations fournies dans le présent document sont susceptibles de changer et pourraient ne pas se matérialiser. Les informations concernant les rendements attendus et les perspectives de marché sont basées sur la recherche, l'analyse et les opinions des auteurs. Ces conclusions sont de nature spéculative, peuvent ne pas se concrétiser et ne visent pas à prédire la performance future d'un produit de Morgan Stanley Investment Management en particulier.

MSIM n'a pas autorisé les intermédiaires financiers à utiliser ni à distribuer le présent document, à moins que cette utilisation et cette distribution ne soient effectuées conformément à la législation et à la réglementation en vigueur. De plus, les intermédiaires financiers sont tenus de s'assurer que les informations contenues dans ce document conviennent aux personnes à qui ils le fournissent, à leur situation et à leur objectif. MSIM ne peut être tenu responsable et rejette toute responsabilité en cas d'utilisation abusive de ce document par tout intermédiaire financier.

Tout ou partie de ce travail ne peut être reproduit, copié ou transmis, ni tout ou partie de son contenu, à des tiers sans l'autorisation écrite expresse de MSIM.

Toutes les informations contenues dans le présent document sont la propriété des auteurs et sont protégées par la loi sur les droits d'auteur.

Explore our site at www.morganstanley.com/im