

« VALUE » VS  
« CROISSANCE »

SOMMES-NOUS  
À LA VEILLE  
D'UN CHANGEMENT  
DE CYCLE?

---

**DNCA**  
INVESTMENTS

# SOMMES-NOUS À LA VEILLE D'UN CHANGEMENT DE CYCLE ?

Depuis la crise financière de 2008, les actions «value» affichent un niveau de sous-performance historique par rapport aux actions «croissance». L'incertitude géopolitique, une croissance économique molle et des rendements obligataires réels devenus négatifs expliquent en grande partie cette sous-performance. Pour autant, le long cycle «croissance» initié en 2007 n'a-t-il pas atteint un sommet? Faut-il s'attendre à un retour en grâce de la «value» à moyen terme?

## Un cycle « Croissance » d'une durée inédite a succédé au cycle « Value » du début des années 2000

Le cycle très favorable aux actions «value» qui a démarré en 2000 et s'est achevé en 2007 a été porté par la globalisation des échanges et un taux de croissance soutenue. Des secteurs sensibles aux cycles économiques comme les matières premières, l'industrie, la construction, les services financiers ont profité de ces catalyseurs positifs. Partant de valorisations extrêmement basses en début de période, ces secteurs ont opéré des retournements boursiers spectaculaires en quelques années.

Depuis la crise financière de 2008, le climat d'incertitude qui pèse sur l'économie mondiale, les crises successives de la zone euro, des taux bas et une croissance économique relativement atone ont favorisé les sociétés dites de «croissance» qui sont les principales bénéficiaires de la chute des taux d'intérêts.

**GRAPHIQUE 1**  
**CYCLES « CROISSANCE » ET « VALUE »**  
(MSCI Europe Value NR € / MSCI Europe Growth NR €)



Sources : DNCA Finance et Bloomberg au 30/09/2019

Le cycle «croissance» qui dure depuis 12 ans a été interrompu par trois rebonds des actions «value» portées par une amélioration des perspectives économiques :

- entre 2009 et 2010, un regain d'optimisme sur le climat économique a conduit à une forte contraction des primes de risque ;
- en 2012 et 2013, un deuxième rebond se produit à la faveur de la fin de la crise des dettes souveraines et d'une amélioration des anticipations sur la croissance européenne ;
- en 2016, un rallye s'opère au cours du deuxième semestre lié aux espoirs de reflation.

Ces données indiquent que les périodes caractérisées par une surestimation des risques de récession et de fortes incertitudes politiques constituent de bons points d'entrée sur les valeurs «value».

## La décote du style « Value » atteint un niveau historique

La différence de valorisation entre les actions «croissance» et «value» est historiquement élevée. Elle est proche du pic atteint lors de la bulle Internet de 2000 et présente un potentiel de rattrapage important.

**GRAPHIQUE 2**  
LES P/E ENTRE LA « VALUE » ET LA « CROISSANCE » SONT TENDUS...



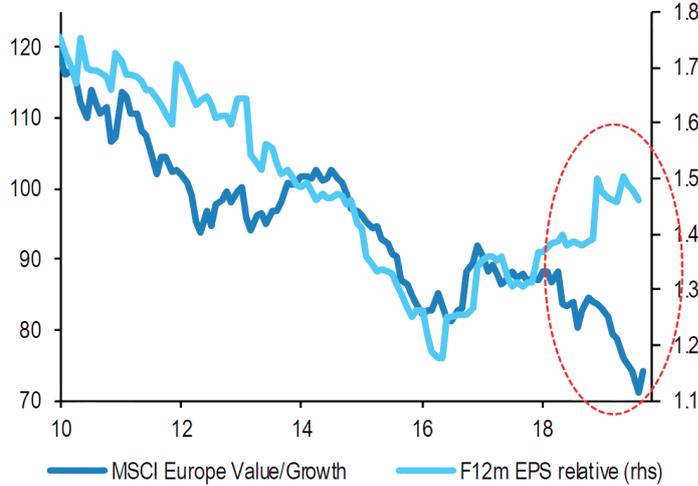
**GRAPHIQUE 3**  
... TOUT COMME LES P/BOOK



Sources : Barclays, Datastream et IBES au 18/09/2019

L'évolution relative des bénéfices par actions (BPA) affichent déjà une dynamique favorable au style « value », les BPA des titres « croissance » ayant été significativement révisés à la baisse pour rattraper ceux de la « value ».

**GRAPHIQUE 4**  
BÉNÉFICES PAR ACTION « VALUE » VS « CROISSANCE »



Source : Barclays au 28/06/2019

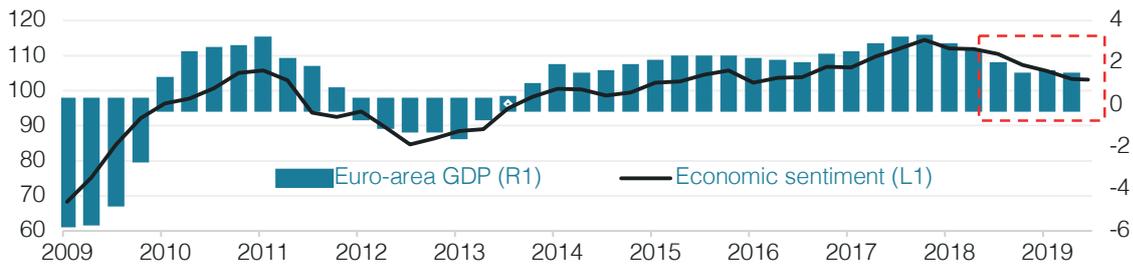
Les valeurs de « croissance » se traitent aujourd'hui à des multiples historiquement élevés (P/E 18,7x pour le MSCI Europe Growth NR au 24/10/2019) malgré un ralentissement de leur croissance bénéficiaire. Les investisseurs semblent donc payer cher des valeurs de « croissance » pour leur statut de valeur refuge plus que pour la croissance escomptée de leurs bénéfices futurs.

### Quels sont les éléments qui plaident en faveur d'un retournement de style ?

Même si les actions « value » sont aujourd'hui fortement sous-valorisées et affichent des P/E relativement bas (10,9x pour le MSCI Europe Value NR au 24/10/2019) et des rendements élevés, il est difficile de se prononcer sur l'émergence à court terme d'un nouveau cycle « value ». En revanche un certain nombre d'indicateurs militent en faveur d'un rebond à moyen terme de cette thématique.

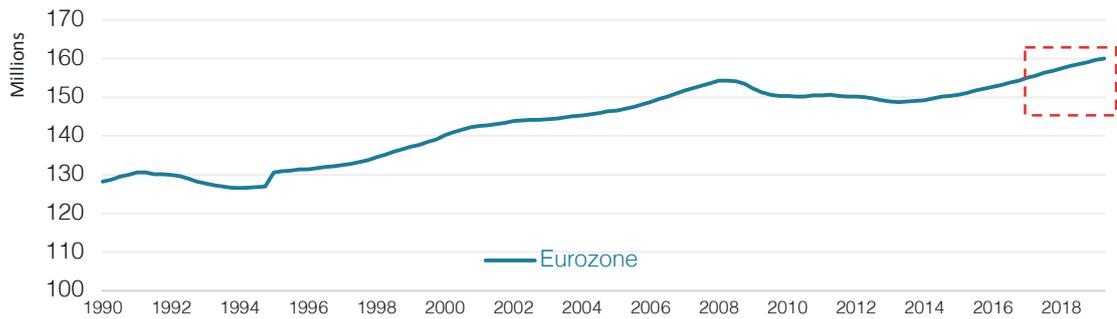
Au niveau macro-économique, la conjoncture semble moins dégradée que ne le laisse supposer le pessimisme des investisseurs. La croissance de la zone euro se stabilise proche de son potentiel de long terme malgré une dynamique internationale il est vrai moins porteuse.

**GRAPHIQUE 5**  
CROISSANCE ET SENTIMENT ÉCONOMIQUE EN ZONE EURO



Source : DNCA Finance 30/09/2019

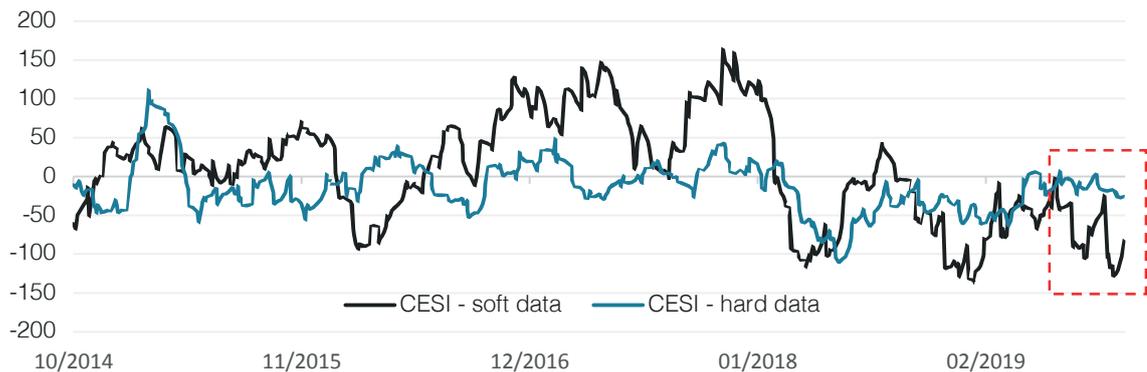
**GRAPHIQUE 6**  
ÉVOLUTION DU NOMBRE TOTAL D'EMPLOYÉS EN ZONE EURO



Source : DNCA Finance 30/09/2019

Sur le front de l'emploi, les données sont également rassurantes et ne corroborent pas un scénario de récession prochaine. Cette bonne santé du marché du travail pourrait amener à plus long terme un phénomène de retour de l'inflation pouvant avoir un impact négatif sur les valeurs de croissance et donc in fine participer au retour en grâce du style « value ».

**GRAPHIQUE 7**  
ÉVOLUTION DE L'INDICATEUR DE SURPRISE ÉCONOMIQUE EN ZONE EURO (CESI)



Source : indicateur de surprise économique de Citigroup (CESI) au 30/09/2019

L'indicateur de surprise économique pour la zone euro qui compare les statistiques macro-économiques<sup>(1)</sup> aux anticipations<sup>(2)</sup> des investisseurs montre un pessimisme sans réel fondement. Les indicateurs économiques révèlent plutôt une conjoncture en zone euro meilleure que celle anticipée par les investisseurs. Un « retour à la moyenne » pourrait être favorable au style « value ».

Peu présentes dans les portefeuilles, les actions « value » apparaissent donc aujourd'hui sous-valorisées. Elles pâtissent également du climat d'incertitudes géopolitiques qui pèse sur l'économie – Brexit « dur » ou pas, guerre commerciale sino-américaine, tensions entre Téhéran et Washington... – et des anticipations sur une possible récession mondiale. Même si ces valeurs peuvent encore souffrir à court terme, les risques sont largement intégrés dans les cours. L'investisseur qui dispose de temps devant lui a l'opportunité de réaliser de « bonnes affaires » compte tenu de la décote actuelle.

(1) CESI Hard Data

(2) CESI Soft Data

# POUR ALLER PLUS LOIN

## « Value » et « Croissance », une question de style ?

Un investisseur « value » recherche avant tout des entreprises jugées sous-évaluées par le marché et dont le cours de bourse ne reflète pas leur valeur intrinsèque<sup>(3)</sup> i.e. leur valeur réelle. Les raisons de cette sous-valorisation peuvent être multiples : controverses, résultats décevants, restructurations, environnement difficile, faible croissance... L'investisseur profite alors de l'opportunité pour investir à « bon prix » dans des entreprises qu'il juge de qualité mais malmenées à court terme par le marché. Les catalyseurs comme un changement du management, une réorganisation, un nouveau plan stratégique, l'entrée de nouveaux actionnaires au capital, pourront entraîner à terme le rebond de l'action.

Les entreprises « value » sont des entreprises généralement « établies » distribuant des dividendes généreux et réguliers ce qui est particulièrement appréciable dans les périodes de taux d'intérêt faibles voire négatifs. On les trouve dans les secteurs comme la finance, l'énergie, les matières premières, les télécoms, l'industrie et plus généralement dans les situations boursières caractérisées par des prix nettement inférieurs aux valeurs.

### ➤ Exemples de valeurs « Value »

Saint Gobain*	Bouygues*	Sanofi*
<p>Le groupe spécialisé dans la production et la distribution de matériaux de construction est en pleine transformation avec deux chantiers majeurs : la décentralisation au profit de ses business unit locales et la vente de ses actifs les moins rentables qui pèsent sur les comptes du groupe. Le management est en passe de réussir cette transformation et à moins de 10x les résultats 2020 avec des marchés de la rénovation dynamiques, le potentiel haussier sur Saint Gobain nous paraît significatif.</p>	<p>Le groupe est présent dans trois activités : la construction, les télécoms avec Bouygues Telecom et les médias à travers TF1. L'activité télécom nous paraît être celle ayant le plus de potentiel. Après 7 ans de déflation, aucun acteur n'est mort et tous les acteurs doivent augmenter leur génération de cash pour faire face aux investissements à venir (fibre, 5G, spectre). Le prix des abonnements mobile progressent enfin tant sur l'entrée de gamme que sur le marché premium. Cela devrait se traduire à terme par une amélioration de l'ARPU et donc de la génération de trésorerie. Le titre Bouygues se traite à un P/E 2020 de 12.3x et un rendement du Free Cash-Flow de 7,2%.</p>	<p>Le laboratoire pharmaceutique rentre dans une nouvelle phase de croissance alors que le management vient d'être totalement renouvelé. Cette croissance va s'appuyer sur plusieurs divisions : les vaccins, les maladies rares, les pays émergents ainsi que le médicament Dupixent. De plus, la nouvelle direction va s'exprimer en décembre lors d'un CMD sur la maximisation des lancements nouveaux produits, la trajectoire des coûts et sur le périmètre futur du groupe. Les perspectives du groupe (moyen et long terme) nous semblent mal reflétées dans la valorisation : le groupe se traite à un P/E 2020 de 13,1x et un rendement du Free Cash-Flow de 6,2%.</p>

\*Valeurs présentes dans les portefeuilles de DNCA Finance au 28/10/2019

L'investisseur « croissance » s'intéresse à des entreprises dont le développement – mesuré par le chiffre d'affaires ou les résultats – est supérieur à la moyenne. Ces entreprises se traitent généralement à un prix élevé qui reflète leur potentiel de développement futur. Elles réinvestissent généralement une part importante de leurs profits pour financer leur croissance.

La technologie, les biotechs et la santé sont les secteurs « croissance » par excellence.

En résumé, l'investisseur « croissance » s'intéresse au potentiel de développement d'une entreprise alors que l'investisseur « value » recherche des sociétés sous valorisées par le marché.

(3) Valeur actualisée de ses cash-flow futurs

	Actions « Value »	Actions « Croissance »
Caractéristiques	Entreprises dont la croissance du chiffre d'affaire et des résultats est inférieure à la moyenne et se reflète dans la valorisation <sup>(4)</sup> . Ces sociétés distribuent généralement des dividendes importants.	Entreprises dont la croissance du chiffre d'affaire et des résultats est supérieure à la moyenne et se reflète dans une valorisation plus élevée <sup>(5)</sup> .
Risques	L'activité de l'entreprise est structurellement déclinante et son cours de bourse ne reflètera jamais sa valeur intrinsèque.	La croissance anticipée par le marché est survalorisée et le moindre accident fait chuter le cours de bourse.

## « Value » et « Croissance », une question de cycle ?

### En général :

#### 🕒 Le style « Croissance » surperforme :

- quand la croissance économique est faible ;
- quand les taux d'intérêt sont bas ;
- durant des périodes de forte innovation.

Dans les phases de hausse des marchés actions, les valeurs de croissance ont tendance à amplifier la hausse des marchés.

#### 🕒 Le style « Value » surperforme :

- quand la croissance économique est forte et la progression des bénéfices importante ;
- quand l'inflation redémarre (reflation) ;
- quand les taux réels remontent.

Dans les phases de hausse des marchés actions, les valeurs «value» ont tendance à profiter de la hausse mais moins que d'autres catégories d'actions. En revanche dans les phases de baisse, compte tenu de la décote, elles offrent le plus souvent un effet d'amortisseur.

*(4 et 5) Mesurée par le price-to-earnings (P/E) et le price-to-sales (P/S) ratio*



#### – DNCA Finance

19 place Vendôme – 75001 Paris  
Tél. : +33 (0)1 58 62 55 00  
Contact : dnca@dnca-investments.com

Société de gestion agréée par l'Autorité des Marchés Financiers  
sous le numéro GP 00-030 en date du 18 août 2000  
SCS au capital de 1 508 488,04 €  
Conseiller en investissement financier non indépendant  
au sens de la Directive MIFID II

(DNCA Investments est une marque commerciale de DNCA Finance)

#### – DNCA Finance Luxembourg

1 place d'Armes – L-1136 Luxembourg  
Tél. : +352 28 48 01 55 23

#### – DNCA Finance Italie

Via Dante, 9 – 20123 Milano  
Tél. : +39 02 00 62 281

[www.dnca-investments.com](http://www.dnca-investments.com)



Document strictement réservé aux investisseurs professionnels et n'ayant pas vocation à être remis à une clientèle non professionnelle. Ce document promotionnel ne constitue ni une offre de souscription ni un conseil en investissement. Ce document ne peut être reproduit, diffusé, communiqué, en tout ou partie, sans autorisation préalable de la société de gestion. L'accès aux produits et services présentés peut faire l'objet de restrictions à l'égard de certaines personnes ou de certains pays.



Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

**En France :** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social : 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

**En Suisse :** Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur(s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.