

## Les valeurs EfficientBeta™ sont-elles chères ?

Cette lettre de recherche analyse la « cherté » des portefeuilles de la gestion *Finaltis EfficientBeta™* de type *Minimum Variance* au regard des métriques usuelles (*PER*, *Price/Book*, *Price/Sales*) au sein de l'univers des actions de la zone Euro sur la période 2003-2016

### AUTEURS :



RÉMY CROISILLE  
Responsable recherche  
Gérant sénior



CHRISTOPHE OLIVIER  
Directeur  
des investissements



NICOLAS RENAUD  
Contrôleur  
des risques



LEWIS MEREDITH SMITH  
Gérant sénior

### L'ESSENTIEL

Les portefeuilles *Finaltis EfficientBeta™* sont construits par une optimisation de type *Minimum Variance* sans contraintes sectorielles ou pays à partir d'estimations propriétaires des volatilités et des corrélations. Après ajustement de la volatilité à celle du marché, la gestion mise en œuvre dans le FCP *Finaltis EfficientBeta™ Euro* surpasse nettement son indice de référence, l'*Euro Stoxx NR* (+6.7% annualisé depuis décembre 2013). Certains analystes s'inquiètent actuellement de la « cherté » des valeurs robustes à faible volatilité que cette gestion privilégie. Il ressort de notre analyse sur la zone Euro entre 2003 et 2016 que :

1. Sur une moyenne des métriques *PER*, *Price/Book* et *Price/Sales*, les actions à faible volatilité et les portefeuilles *Finaltis EfficientBeta™* sont structurellement plus chers que l'indice depuis 2003.
2. En août 2016, le *PER* du portefeuille *Finaltis EfficientBeta™* est moins élevé que celui des actions de faible volatilité et proche de son niveau moyen de « cherté » historique.

Plus généralement on observe que :

3. La métrique de « cherté » la plus classique, le *PER*, n'est pas prédictive de la performance d'une action sur l'année à venir.
4. La cherté d'un portefeuille au sens du *PER* n'a pas de valeur explicative de sa performance à venir.

## INTRODUCTION

« *Aujourd'hui les gens connaissent le prix de tout et la valeur de rien* », Oscar Wilde, *Le Portrait de Dorian Gray*.

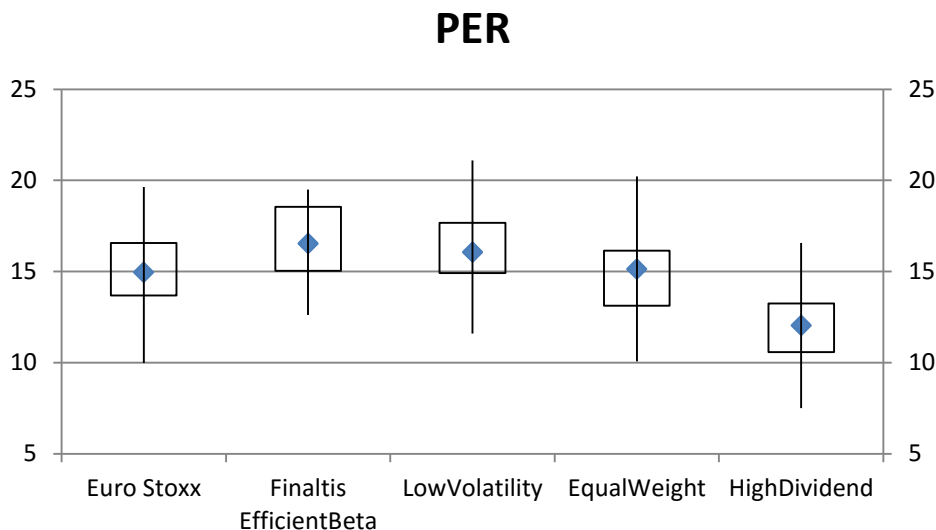
Nous avons entendu des gérants ou des analystes affirmer ces derniers mois que les titres à faible volatilité sont devenus trop chers pour être attractifs. La notion de cherté renvoie à celle de valeur. Connaître le prix d'une action nécessite simplement une source de données de marché. Apprécier sa valeur est un défi autrement plus délicat. De manière classique, les analystes valorisent les sociétés en rapportant les cours des actions à des éléments de bilan ou de compte de résultats.

Dans le cadre de notre analyse, nous avons retenu trois ratios parmi les plus courants (*PER*, *Price/Book*, *Price/Sales*) qui s'obtiennent par division de la capitalisation boursière respectivement par le résultat de l'année, l'actif net et les ventes annuelles. Nous utilisons des données historiques de source Bloomberg de 2003 à 2016. Nous effectuons une analyse par année à la fin du mois d'août sur l'univers des actions liquides de la zone Euro. Pour le *PER*, nous ne prenons pas en compte les sociétés qui réalisent des pertes.

Nous mesurons ces trois ratios de valorisation pour le portefeuille *Finaltis EfficientBeta™ Euro*, ainsi que pour son indice de référence (*Euro Stoxx Net Return*), pour un portefeuille iso-pondéré de l'univers (*EqualWeight*), pour un portefeuille iso-pondéré des 33% de titres les moins volatils (*MinVolatility*) ainsi que pour un portefeuille iso-pondéré des 25% de valeurs versant les plus forts dividendes (*HighDividend*).

## VALORISATION HISTORIQUE COMPARÉE SELON LE PER

Dans un premier temps, nous présentons pour l'indice et les styles de gestion un graphique figurant une barre verticale allant du *PER* minimum au *PER* maximum (de 10.0 à 19.6 pour l'indice), un rectangle regroupant les valeurs dans les 50% des cas centraux (de 13.7 à 16.6 pour l'indice) et enfin un losange pour la moyenne (14.9).



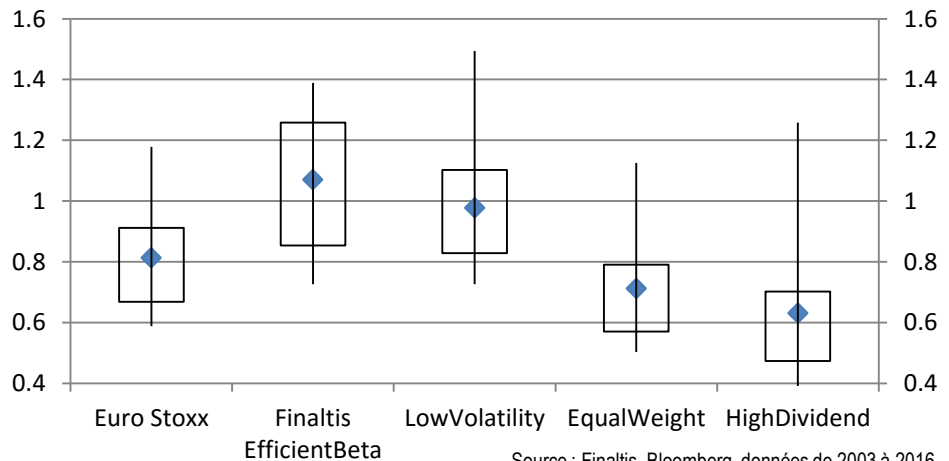
Source : Finaltis, Bloomberg, données de 2003 à 2016

Avec un *PER* historique moyen de 16.5, la gestion *Finaltis EfficientBeta™ Euro* apparaît structurellement un peu plus chère (+10.6%) que l'indice Euro Stoxx. La différence de *PER* entre *Finaltis EfficientBeta™ Euro* et la stratégie *LowVolatility* est faible. De même, l'indice et l'univers iso-pondéré se comportent de manière similaire. La gestion *HighDividend* sélectionne en revanche des portefeuilles au *PER* moins élevé que l'indice.

## VALORISATION HISTORIQUE COMPARÉE SELON PRICE/SALES ET PRICE/BOOK

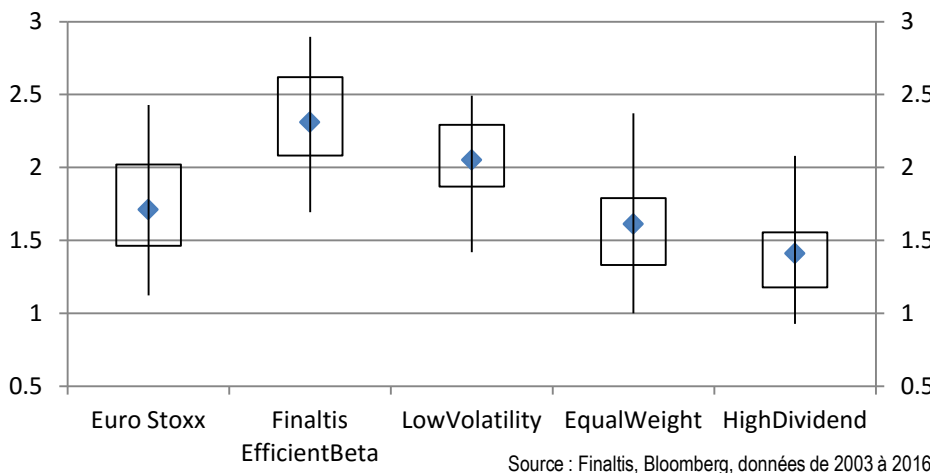
La cherté structurelle des actions de faible volatilité en général et des portefeuilles *Finaltis EfficientBeta™ Euro* en particulier est plus marquée sur les ratios *Price/Sales* et *Price/Book* avec respectivement un *Price/Sales* moyen de 1.07 contre 0.85 pour l'indice et un *Price/Book* de 2.31 contre 1.70.

### Price/Sales



Source : Finaltis, Bloomberg, données de 2003 à 2016

### Price/Book



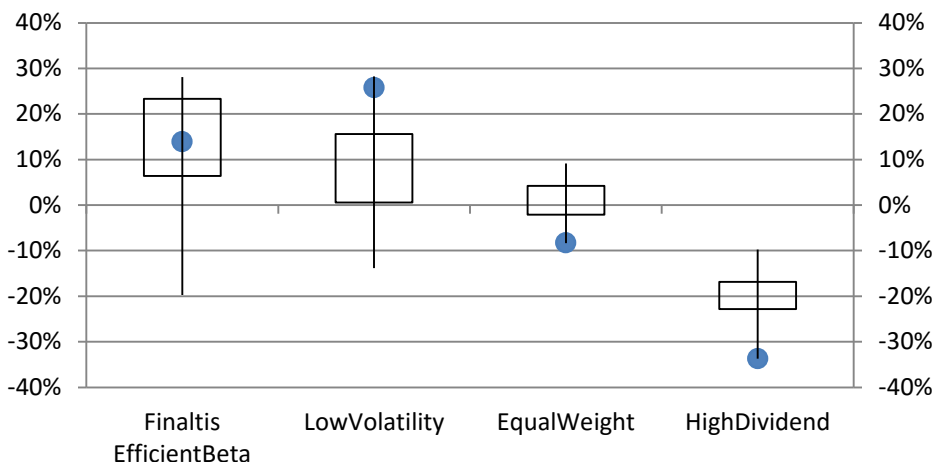
Source : Finaltis, Bloomberg, données de 2003 à 2016

Nous avons déjà identifié ces caractéristiques en dressant le portrait robot des actions récurrentes de *Finaltis EfficientBeta™ Euro* (lettre de recherche – Mai 2016). Il n'est en effet pas étonnant que des valeurs qui présentent des attributs de résilience (qualité, faible volatilité) soient appréciées structurellement par les investisseurs au point de voir leur valorisation moyenne excéder celle de l'indice.

## VALORISATION HISTORIQUE RELATIVE SELON LE PER

Nous présentons maintenant pour les styles de gestion un graphique des *PER* relatifs à l'indice (*PER* Style / *PER* Euro Stoxx) avec une barre verticale allant du minimum au maximum (de -14% à +28% pour *LowVolatility*), un rectangle regroupant les valeurs dans les 50% des cas centraux (de +1% à +16% pour *LowVolatility*) et enfin un point pour la valeur mensuelle la plus récente, celle d'Août 2016 (+26%).

## PER Style / PER Euro Stoxx



En moyenne, la gestion *Finaltis EfficientBeta™ Euro* et les titres de faible volatilité sont plus chers que l'indice. Cependant dans près de 20% des cas, leur *PER* est inférieur à celui de l'indice. Par opposition, la gestion *HighDividend* présente systématiquement un *PER* inférieur d'au moins 10% à l'indice. Enfin, on retrouve le fait que le *PER* d'une allocation iso-pondérée est très proche de celui de l'indice.

L'analyse du point correspondant à Août 2016 confirme que les actions à faible volatilité sont plus chères que leur moyenne historique, alimentant ainsi l'inquiétude des analystes attachés au concept de valorisation historique.

En revanche, de ce point de vue, la gestion *Finaltis EfficientBeta™ Euro* est conforme à sa moyenne historique. Le portefeuille *Finaltis EfficientBeta™ Euro* est 14% plus cher que l'indice alors que la moyenne historique est de 11%. La stratégie *LowVolatility* est en revanche plus chère aujourd'hui (+26%), ce qui est proche de son maximum historique. A l'autre extrémité du spectre, la gestion *HighDividend* est historiquement peu chère (-35% par rapport à l'indice).

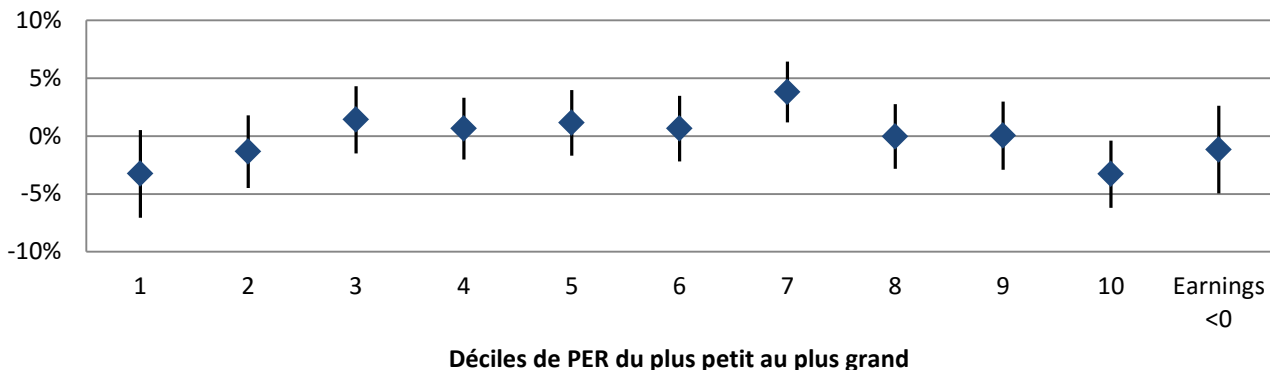
L'affirmation de cherté actuelle des actions à faible volatilité est donc justifiée au regard du *PER*, alors que la cherté de la gestion *Finaltis EfficientBeta™ Euro* est normale dans une perspective de moyenne historique.

### LA VALORISATION PAR LE PER EST-ELLE PRÉDICTIVE DU RENDEMENT FUTUR ?

L'objectif de la gestion *Finaltis EfficientBeta™ Euro* est de surperformer son indice de référence avec une volatilité similaire. Il est naturel de penser que, pour y arriver, il convient d'acheter des titres peu chers pour les revendre plus chers, ceci supposant que la métrique qui sert à mesurer la cherté soit prédictive du rendement futur des titres.

Nous nous sommes donc intéressés à la valeur prédictive du *PER*. Pour ce faire, nous avons pris tous les titres de l'univers et, chaque année, nous avons calculé le *PER* ainsi que le rendement sur les 12 mois à venir. Pour simplifier la présentation, nous avons classé chaque année les titres par décile du plus faible *PER* au *PER* le plus élevé (décile 1 = les 10% de *PER* les plus faibles). Nous isolons les titres réalisant des pertes. Pour chaque décile, nous avons calculé l'excès de rendement moyen sur les 12 mois à venir, par rapport à un portefeuille équipondéré, puis fait la moyenne de ces statistiques pour toutes les années, représentée par un losange. Enfin nous avons rajouté une barre verticale mesurant l'incertitude sur cette moyenne à un écart-type.

## Surperformance par rapport à un portefeuille équi pondéré en fonction du décile de PER



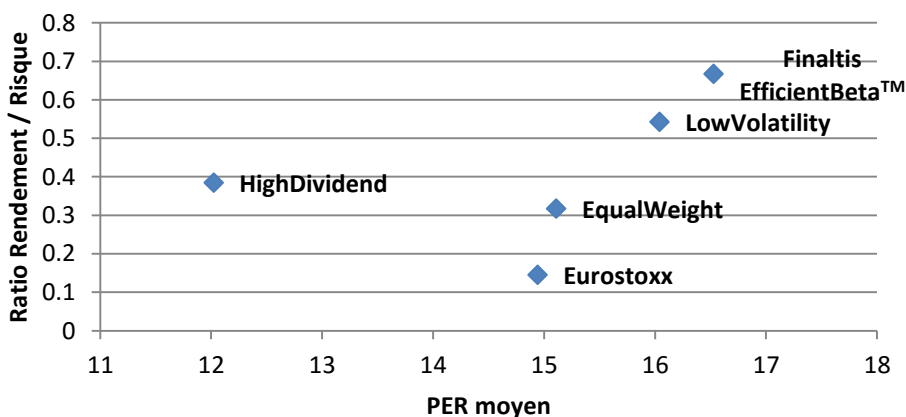
Il ressort de l'analyse que l'incertitude sur la moyenne de la surperformance pour chaque décile est très forte. Il n'y a pas de décroissance du rendement futur en fonction du décile de *PER*. Les sociétés en perte, celles ayant les *PER* les plus élevés (décile 10), comme celles affichant les *PER* les plus faibles (déciles 1 et 2) sous-performent. La valorisation par le *PER* ne présente pas de valeur prédictive du rendement futur à douze mois. Ce qui n'exclut pas que la conclusion puisse être différente sur un horizon plus long.

## PERFORMANCES DES STYLES DE GESTION PAR RAPPORT À LEUR PER

Nous avons enfin analysé la performance et la volatilité des différentes stratégies entre 2003 et 2016. Sur la période, le portefeuille *Finaltis EfficientBeta™ Euro* produit une performance moyenne de 9.4% pour une volatilité de 14.1%, soit un ratio rendement/risque de 0.67. En comparaison, l'indice réalise 3.2% pour 22.0% soit un ratio de 0.14.

Il n'y a aucune corrélation entre la cherté moyenne et la performance ajustée du risque pour les stratégies étudiées.

## Performance ajustée au risque en fonction du PER



Source : Finaltis, Bloomberg, données de 2003 à 2016

Sur la période 2003-2016, en zone Euro, la cherté structurelle des portefeuilles *Finaltis EfficientBeta™* au regard des métriques classiques n'est pas un frein à la performance. Contrairement aux actions de faible volatilité, la cherté actuelle de *Finaltis EfficientBeta™* est conforme aux moyennes historiques observées.

## CONTACTS



63, Avenue des Champs Elysées  
75008 Paris – France  
[www.finaltis.com](http://www.finaltis.com)

### **Denis Beaudoin**

Tél: +33 (0)1 55 27 27 01  
[dbeaudoin@finaltis.com](mailto:dbeaudoin@finaltis.com)

### **Thierry Rigoulet**

Tél: +33 (0)1 55 27 27 07  
[trigoulet@finaltis.com](mailto:trigoulet@finaltis.com)

### **Mark Grobien**

Tél: +33 (0)1 55 27 27 08  
[mgrobien@finaltis.com](mailto:mgrobien@finaltis.com)

## AVERTISSEMENT

Ce document ne constitue pas une proposition d'investissement. Il a été réalisé dans un but d'information uniquement. Il ne présente donc aucune valeur contractuelle. Aucune des informations apparaissant dans le présent document ne saurait être considérée comme une offre de services ou de produits émanant de FINALTIS, ni comme une offre ou la sollicitation d'une offre d'achat ou de vente de valeurs mobilières ou de tout autre produit d'investissement. FINALTIS décline en conséquence toute responsabilité quant à l'utilisation qui pourrait être faite par quiconque du contenu des présentes pages. L'accès au produit décrit dans cette présentation, Finaltis EfficientBeta™ Euro fait l'objet de restrictions à l'égard de certaines personnes et/ou dans certains pays.

Ce produit peut être amené à intervenir sur les marchés de gré à gré, à traiter des instruments volatils et, ce faisant, risqués. Le risque de défaut de contrepartie ne peut être écarté. Il n'offre par voie de conséquence ni garantie de restitution de capital, ni garantie de performance minimale, ni, plus généralement, aucune assurance que les objectifs ou caractéristiques indiqués seront atteints.

Le niveau de détail présenté ci-après et la terminologie employée requièrent des connaissances et une expérience des marchés financiers correspondant à celles des investisseurs professionnels au sens de la Directive MIF. En conséquence, la présente présentation est réservée aux investisseurs professionnels.