



Master 203
Industrie de la Gestion d'Actifs

François JUBIN

Scéance 5 : Gérer un portefeuille actions



Quelle gestion?

- Il y a plus de fonds actions qu'il n'y a de sociétés cotées. Les gestions actions peuvent se distinguer selon la typologie présentée en Séance 4
- Univers d'investissement
 - Size (mégacap, large, mid, small, micro)
 - Sector, Country
- Investment Philosophy
 - Style (value/growth)...
- Methodologie de gestion
 - Techniques, outils, organisation



Evolution de l'offre de gestion en actions

- Marchés locaux puis internationalisation des portefeuilles
 - Gains de diversification...
 - ...atténués avec la globalisation
 - Seul perdure l'influence de la devise
- Années 2000-2003
 - Croissance vs value ou myopie vs réalisme
 - La bulle technologique
 - Développement des « boutiques » biais small cap
- 2005 les marchés émergents s'invitent au centre du débat
- Approches sectorielles / thématiques
 - Foncières
 - Environnement
 - Croissance domestique des émergents
 - 2008 Retournement?



Gestion active et inefficience des marchés

- La gestion active est indissociable de l'hypothèse d'inefficience des marchés

- Les 4 causes de l'inefficience - Walter (2005)
 - Cause matérielle : l'information
 - Avantage informationnel
 - Small cap - Emerging markets
 - Cause formelle
 - Avantage de modélisation
 - Gestion quantitative – value investing
 - Cause efficiente : l'arbitrage
 - catalysts
 - Cause finale : l'allocation
 - Justification de la valeur intrinsèque comme référence

○ WALTER (2005) Cahier JPM AM N°5 / Finance et Bien commun



La sélection des titres

- Les modèles assis sur le compte de résultats
 - Dividend Discount Model (DDM)
 - Analyse des cash flow, résultats, ventes, EBITDA
 - Critères marqués « Croissance »

- Les modèles assis sur le bilan
 - Gearing, Book Value, Embedded value ou Valeur d'entreprise (VE)
 - Critères marqués « Value »

- L'importance accordée à ces critères dépend :
 - Des secteurs
 - Les services informatiques moins consommateurs de capital que l'industrie pétrolière
 - Des styles de gestion
 - Value vs growth



DIVIDEND DISCOUNT MODEL (DDM)

- Adaptation aux actions des techniques actuarielles :
- Le prix d'un titre P est la somme actualisée au taux de rendement du capital (tri ou WACC) des dividendes futurs Dt

$$P = \text{Somme} (Dt / (1+ tri) ^t)$$

- P = somme actualisee des dividendes futurs
- R = TRI = taux de rentabilite interne
- Dt = Dividendes futurs
- WACC = Weighted average cost of capital



Modèle Gordon Shapiro

- **Gordon Shapiro** is a variant of the DDM, it assumes
 - dividend D that grows at a constant rate g .
 - IRR (cost of equity) for the stock remains constant at k
 - $-1 < g < k$

 - $P = \text{Somme} [D (1 + g)^t / (1 + k)^t]$
 - $\Rightarrow P = D_1 / (k - g)$
- En pratique on assimile la croissance des dividendes a celle du bénéfice :
 - $D_{t+1} = D_t * (1 + g_t)$
- Limites
 - Le Prix est très sensible aux fluctuations des paramètres
 - Les hypothèses ne rendent pas compte de la réalité (cycles économiques, valeurs de croissance)

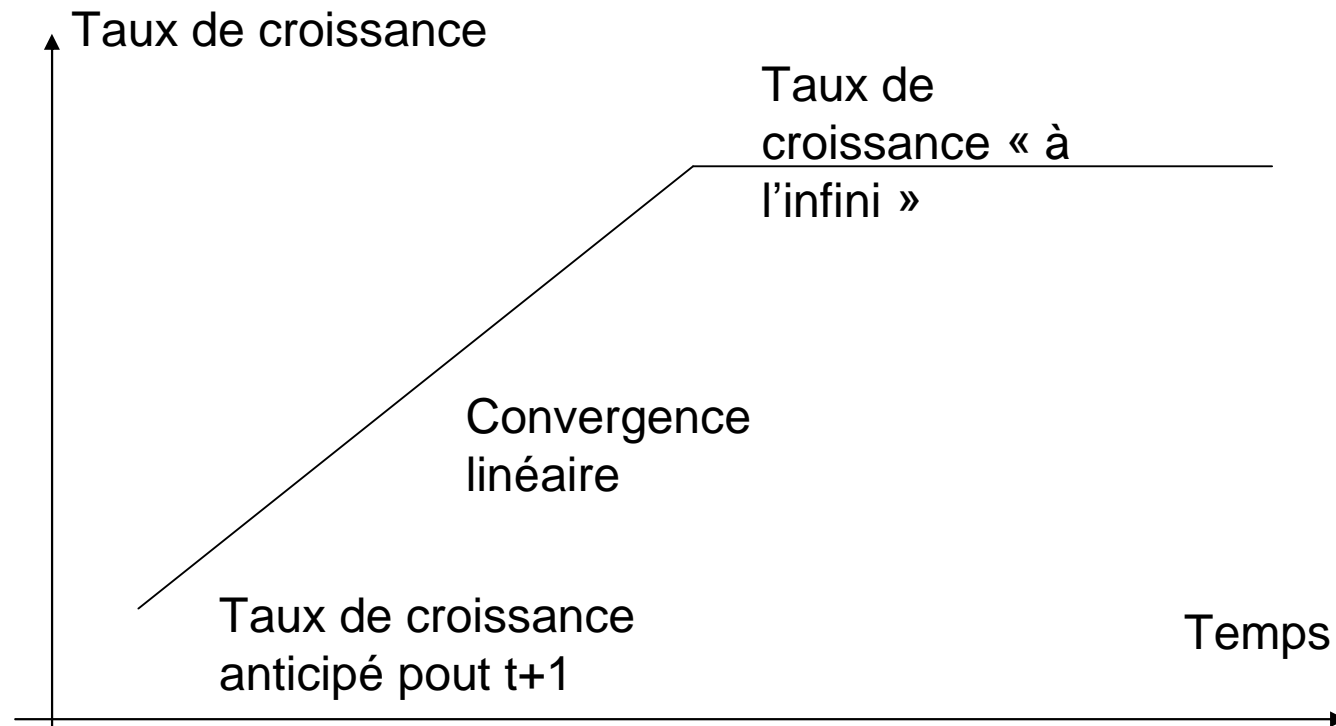


Modèle Discounted Cash Flow (DCF)

- 1. Les valeurs de croissance qui réinvestissent leurs résultats ne distribuent pas de dividendes.
- 2. Les projections des analystes concernent principalement les résultats et non les dividendes
- => assume that the Miller-Modigliani hypothesis of dividend irrelevance is true, and therefore replace the stocks's dividend D with E earnings per share.
- => on remplace les dividendes par les bénéfices

Modèle DCF dans la pratique

- **The high growth rate can be sustained for only a limited number of years. After that only a sustainable growth rate will be experienced.**

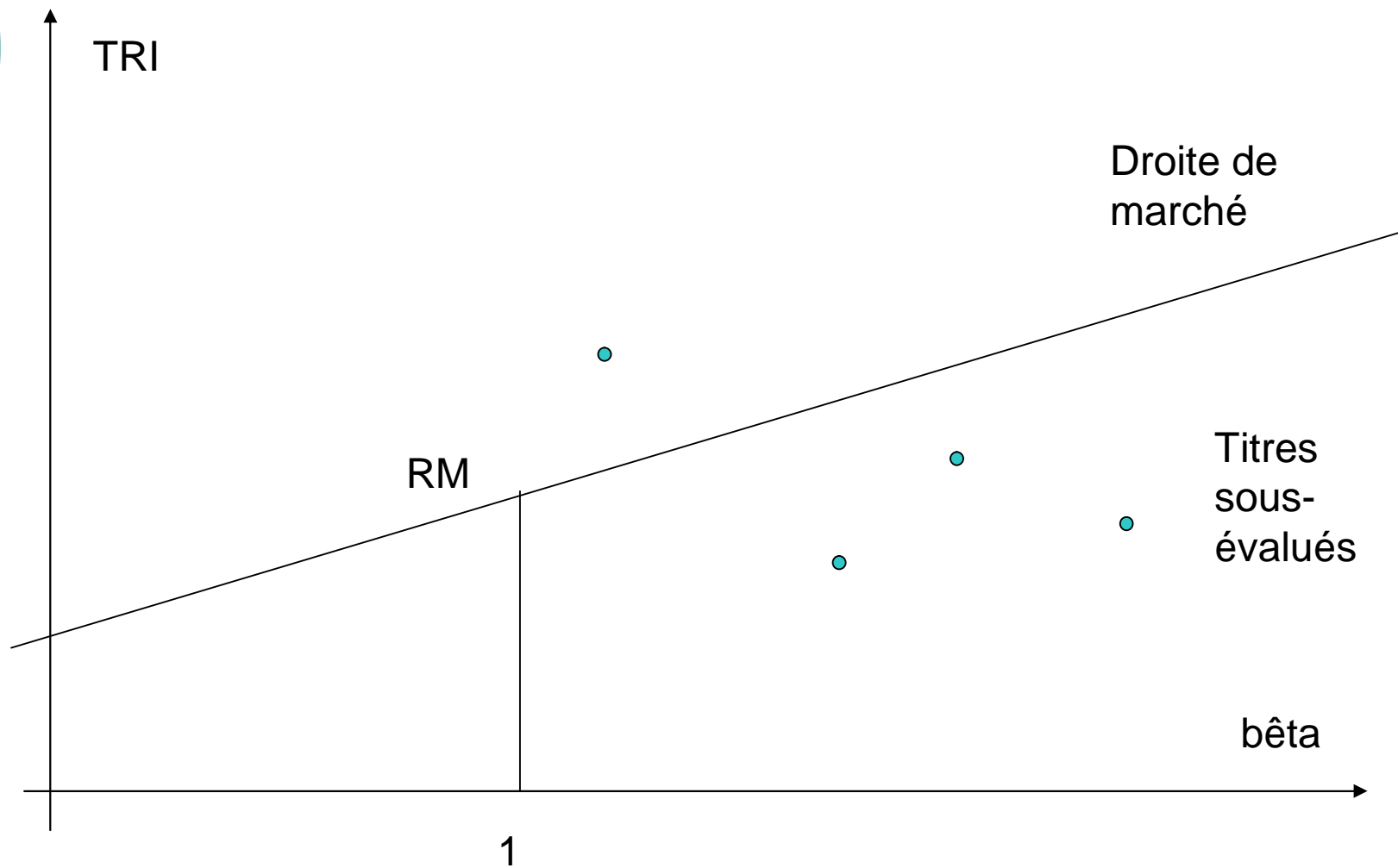


Evolution du potentiel de Sycomore France Cap

- La différence entre la valeur et le prix



DDM ET CAPM





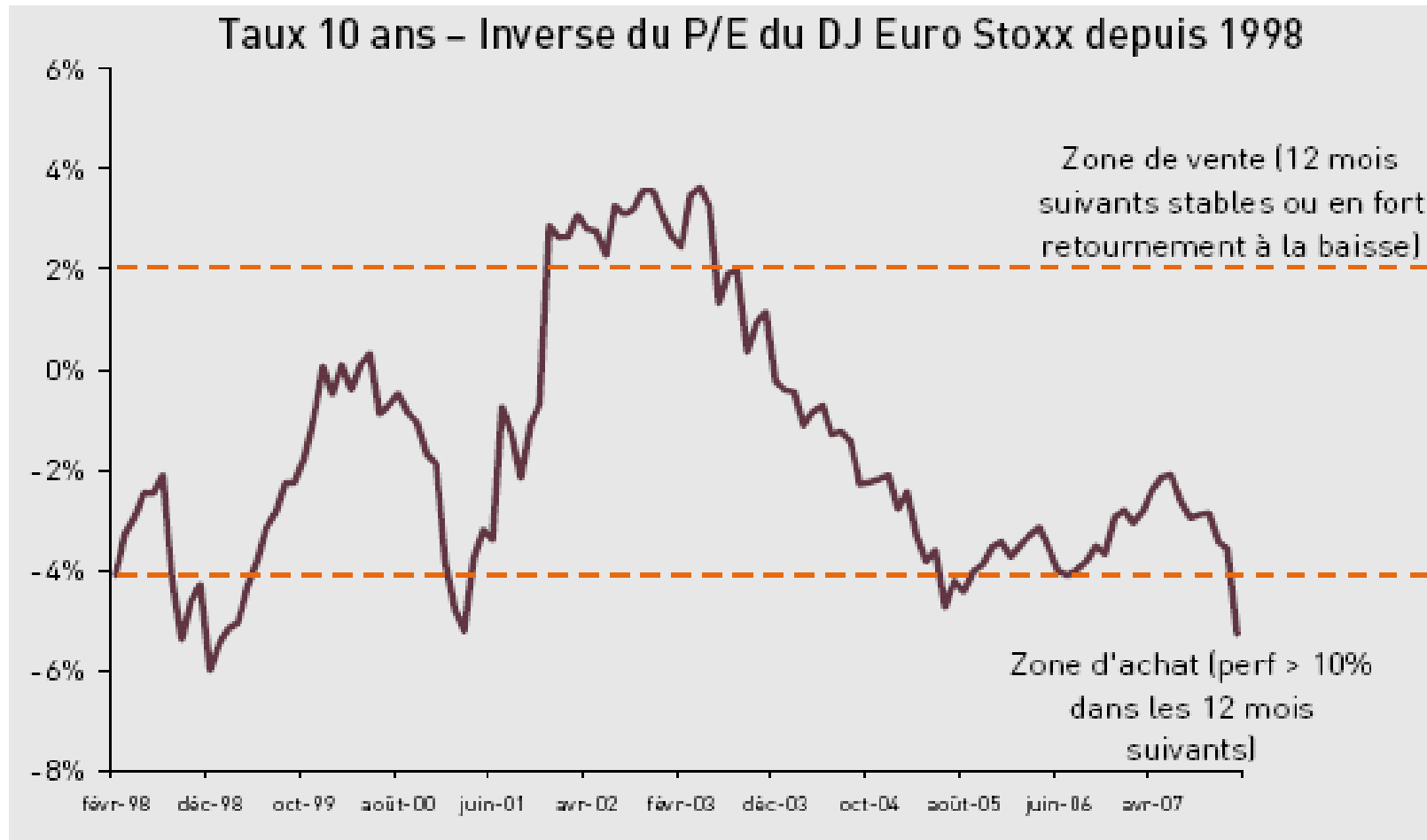
Applications des modèles d'actualisation

- Détermination de la valeur intrinsèque (gérant value)
 - Ce qui est important, ce n'est pas tant le résultat que les hypothèses utilisées
 - Taux de croissance à court terme et long terme
 - Taux d'actualisation

- Prime de risque des Marchés actions (Modèle de la FED)

$$\text{PRIME DE RISQUE} = 1/\text{PER} - \text{TAUX FIXE}$$

Modèle de la FED





Value investing paradigm

- Ben Graham & David Dodd (1934) *Security Analysis*.
 - Following unprecedented losses on Wall Street, the authors chided Wall Street for its myopic focus on a company's reported earnings per share, and were particularly harsh on the favored "earnings trends."
 - Market's tendency to irrationally under-value certain out-of-favor securities is as an opportunity
 - **Margin of Safety**: a well-disciplined investor can determine an **intrinsic value** for a company from all of its financial statements, make purchases when the market inevitably **under-prices** some of them, earn a satisfactory return, and never be in real danger of **permanent loss**.
 - Warren Buffett, the only student in Graham's investment seminar to earn an A+, made billions of dollars by methodically and rationally implementing the tenets of Graham and Dodd's book.
 - Graham later suggested the use of two simple criteria to the investor's entire portfolio, focusing on results of the group rather than on individual securities
 - P/E and P/B

Principaux ratios utilisés

- Objectif : rapporter le prix de l'action à des éléments comptables
 - Compte de résultats
 - Bilan

Critère	Définition	Commentaires
Earning	Résultats attendus par les analystes	FY0, FY1, FY2, LT + 12mth trailing
P/E	Cours/Bénéfices	
P/S	Cours/vente	
PEG	PE / Croissance des résultats	Permet d'éviter le paradoxe des faible PE pour les valeurs en haut de cycle
P/B		L'indicateur sans doute le plus robuste
VE/CA	Valeur d'entreprise / Chiffre d'affaire	
VE/EBIT	VE/cash flow générés par l'activité	
ROE	Return on Equity	

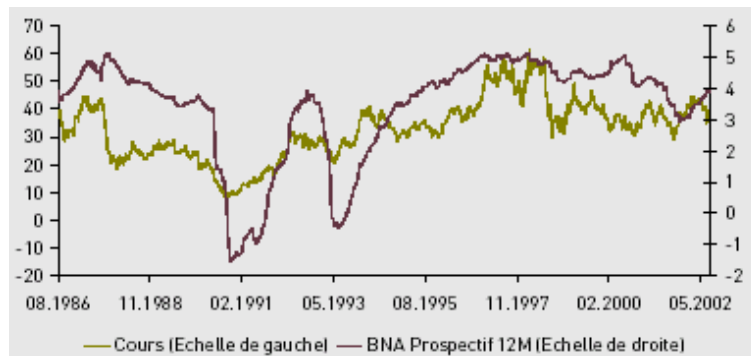
La croissance est nécessaire à la performance

Nous recherchons quelle que soit leur taille de capitalisation :

- Des sociétés affichant une croissance bénéficiaire à deux chiffres qu'elle soit d'origine organique ou externe
- Des valeurs de qualité (bon track-record du management, bilan solide, création de valeur)
- Des leaders (avantage compétitif, barrières à l'entrée, pricing power)

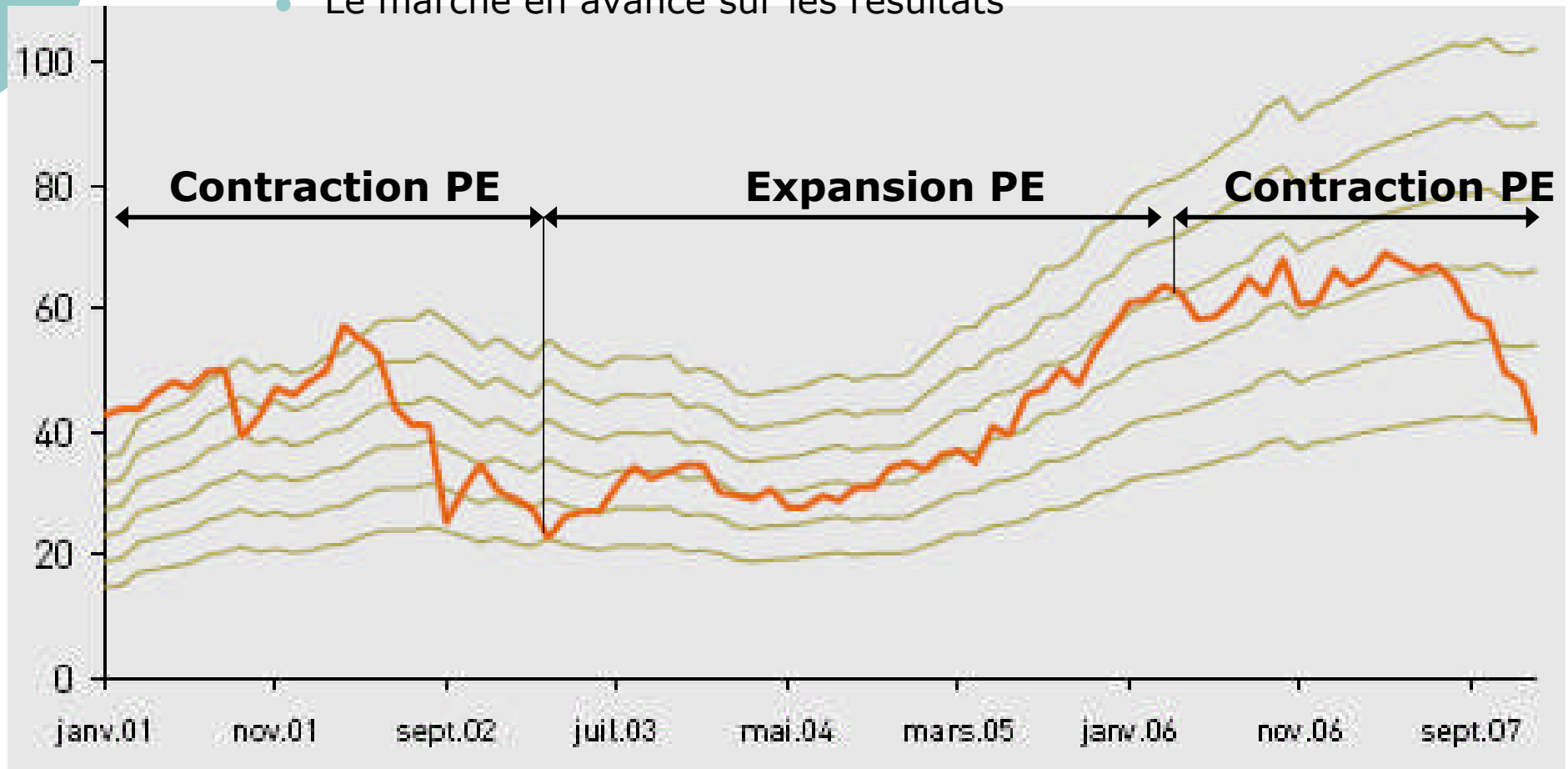
Nous écartons :

- Les valeurs cycliques dont la croissance court terme dépend d'un cycle qui par nature offre peu de visibilité
- Les valeurs en hyper croissance à un stade de développement peu avancé
- Les valeurs dont la croissance est déjà pleinement valorisée



Une valeur peut changer de statut

- « Il n'y a pas de société value mais des gérants value »
(Marc Renaud)
 - Cours de l'action et courbes iso PE
 - Le marché en avance sur les résultats



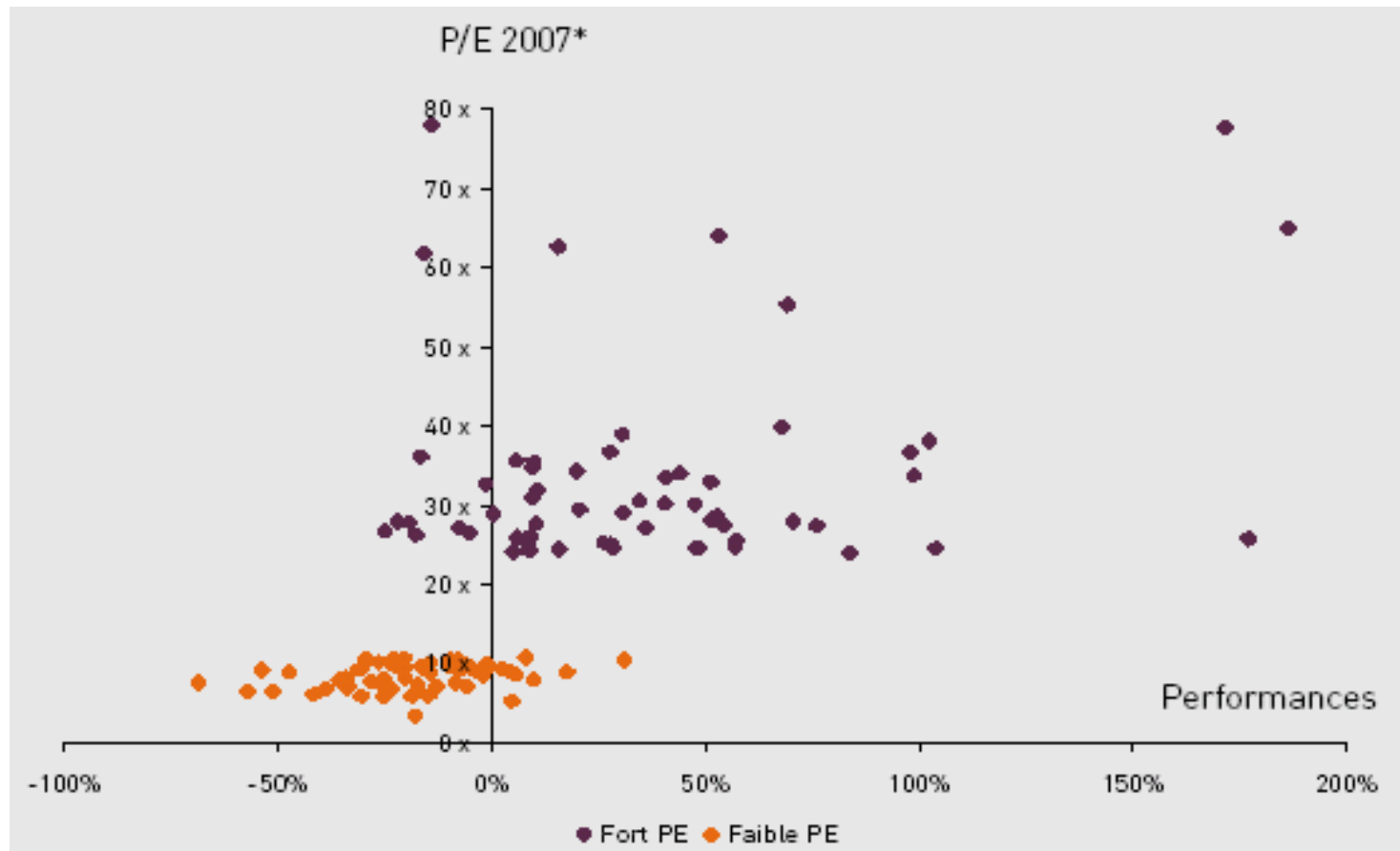


MSCI BARRA Value / Growth Index

- Value attribute for index construction is defined using:
 - Book value to price ratio
 - 12-months forward earnings to price ratio
 - Dividend yield.
- Growth attribute for index construction is defined using:
 - Long-term forward earnings per share (EPS) growth rate
 - Short-term forward EPS growth rate
 - Current internal growth rate
 - Long-term historical EPS growth trend
 - Long-term historical sales per share growth trend.

Le paradoxe des PE

- Attention aux lectures rapides sur les PE court terme
 - Une valeur en haut de cycle de ses résultats aura un PER faible et sera potentiellement risquée : cf les bancaires 2007, PER <8.
 - Inversement, une société en bas de cycle peut présenter un upside important : cf marchés actions en Mars 2003 PER ~10



APT avec facteurs « a priori »

- Fama-French : three factor model.
 - Market factor: Return on market index minus its mean
 - Size factor: Return on small stocks minus return on large stocks (SML)
 - Book-to-market factor: Return on high book-to-market stocks minus return on low book-to-market stocks (HML)
- $r - r_F = b_{Mkt}(5.2) + b_{SML}(3.2) + b_{HML}(5.4).$



DJ Stoxx Index Strong Style Index (31/12/2007)

- STOXX calcule des indices en croisant style et capitalisation
 - L'approche sur des indices globaux conduit à des biais sectoriels importants (qu'il conviendrait de retraiter)

	Price/Earnings Incl. Negative		Price/Earnings Excl. Negative		Price/ Book	Dividend Yield (%)	Price/ Sales	Price/ Cash Flow
	Trailing	Projected	Trailing	Projected				
DJ STOXX Strong Growth 20	27.35	21.85	24.96	20.1	6.6	0.75	3.13	17.96
DJ STOXX Strong Value 20	8.59	8.78	8.59	8.78	1.77	3.12	0.69	4.22
DJ STOXX Strong Style Composite 40	13.24	12.66	12.81	12.24	2.83	1.91	1.15	6.93
DJ EURO STOXX Strong Growth 20	19.13	17.97	19.13	17.97	5.22	0.77	2.7	11.55
DJ EURO STOXX Strong Value 20	9.22	9.36	9.22	9.36	1.58	2.69	0.72	3.99
DJ EURO STOXX Strong Style Composite 40	12.58	12.43	12.58	12.43	2.46	1.7	1.15	6.02

Strong 20 Value index = biais Finance

Company	Supersector	Weight in Index (%)	Composite 40 Index (%)
E.ON	Utilities	6.19	3.02
BNP PARIBAS	Banks	5.63	2.75
BASF	Chemicals	5.51	2.69
DEUTSCHE BANK	Banks	5.49	2.68
MUENCHENER RUECK	Insurance	5.25	2.56
BALOISE	Insurance	5.25	2.56
SWISS LIFE HLDG	Insurance	5.13	2.50
RENAULT	Automobiles & Parts	5.07	2.48
ALLIANZ	Insurance	5.07	2.47
TRYGVESTA	Insurance	5.04	2.46
ROYAL DUTCH SHELL B	Oil & Gas	4.91	2.40
HMV GRP	Retail	4.89	2.39
ZURICH FINANCIAL SERVICES	Insurance	4.87	2.38
SOLVAY	Chemicals	4.86	2.37
ANGLO AMERICAN	Basic Resources	4.76	2.32
GRP SOCIETE GENERALE	Banks	4.71	2.30
AKER A	Industrial Goods & Services	4.49	2.19
CIBA SPECIALTY CHEMICALS	Chemicals	4.44	2.17
EULER HERMES	Insurance	4.32	2.11
SWISS RE	Insurance	4.13	2.02

Strong 20 Growth index = biais technologie

Company	Supersector	Weight in Index (%)	Weight in DJ STOXX Composite 40 Index (%)
Q-CELLS	Industrial Goods & Services	8.31	4.25
SOLARWORLD	Utilities	6.27	3.21
ILIAD	Technology	5.96	3.05
LUXOTTICA	Personal & Household Goods	5.73	2.93
SONOVA	Health Care	5.69	2.91
EDF	Utilities	5.36	2.74
BARRY CALLEBAUT	Food & Beverage	5.10	2.61
ASML HLDG	Technology	4.97	2.54
STRAUMANN	Health Care	4.97	2.54
FLUGHAFEN ZURICH	Industrial Goods & Services	4.89	2.50
NOBEL BIOCARE HLDG	Health Care	4.70	2.41
TOM TOM	Technology	4.66	2.39
GEOX	Personal & Household Goods	4.55	2.33
MAN GRP	Financial Services	4.50	2.30
BRITISH SKY BROADCASTING	Media	4.38	2.24
PANALPINA	Industrial Goods & Services	4.34	2.22
ANGLO IRISH BANK	Banks	4.07	2.09
ACERGY	Oil & Gas	3.93	2.01
BASILEA PHARMACEUTICA	Health Care	3.88	1.99
ACTELIOR	Health Care	3.73	1.91



Consensus JCF

Un consensus est une synthèse des prévisions ou des recommandations faites par les analystes financiers. Il permet d'avoir un point de vue global du marché et de ne pas se fier uniquement à l'opinion d'un seul analyste.

Le consensus de recommandations JCF (Jacques Chahine Finance) est l'un des plus réputés au monde. Il est utilisé par la plupart des professionnels des marchés boursiers pour les analyses et les décisions d'investissement. Il est calculé à partir des analyses produites par les professionnels de **plus de 600 bureaux de recherche à travers le monde.**

Si l'on fait une étude de corrélation entre les performances boursières des indices sectoriels et les révisions à la baisse sur trois mois des estimations de bénéfice du consensus, le coefficient de corrélation qui exprime le lien entre les deux séries, est de 71%.

Ce ratio est particulièrement élevé cette année et confirme le bon usage qui peut être fait du consensus.

Les analystes à la traîne (Etude SGAM 2008/02)

- « il faudrait que les Etats-Unis et la zone euro soient en récession pour que ce scénario se réalise. D'autant plus que d'autres facteurs viennent en soutien à la croissance mondiale, tels que la poursuite de celle des pays d'Asie émergents, de la solidité des bilans des entreprises non financières et aussi la baisse des Fed funds. ».

Selon une étude SGIB (21/2/08), en cas de récession, les profits devraient baisser d'au moins 20%.

L'argument est basé sur la baisse observée des profits (-37% et -17%) lors des récessions de 1990 et 2002

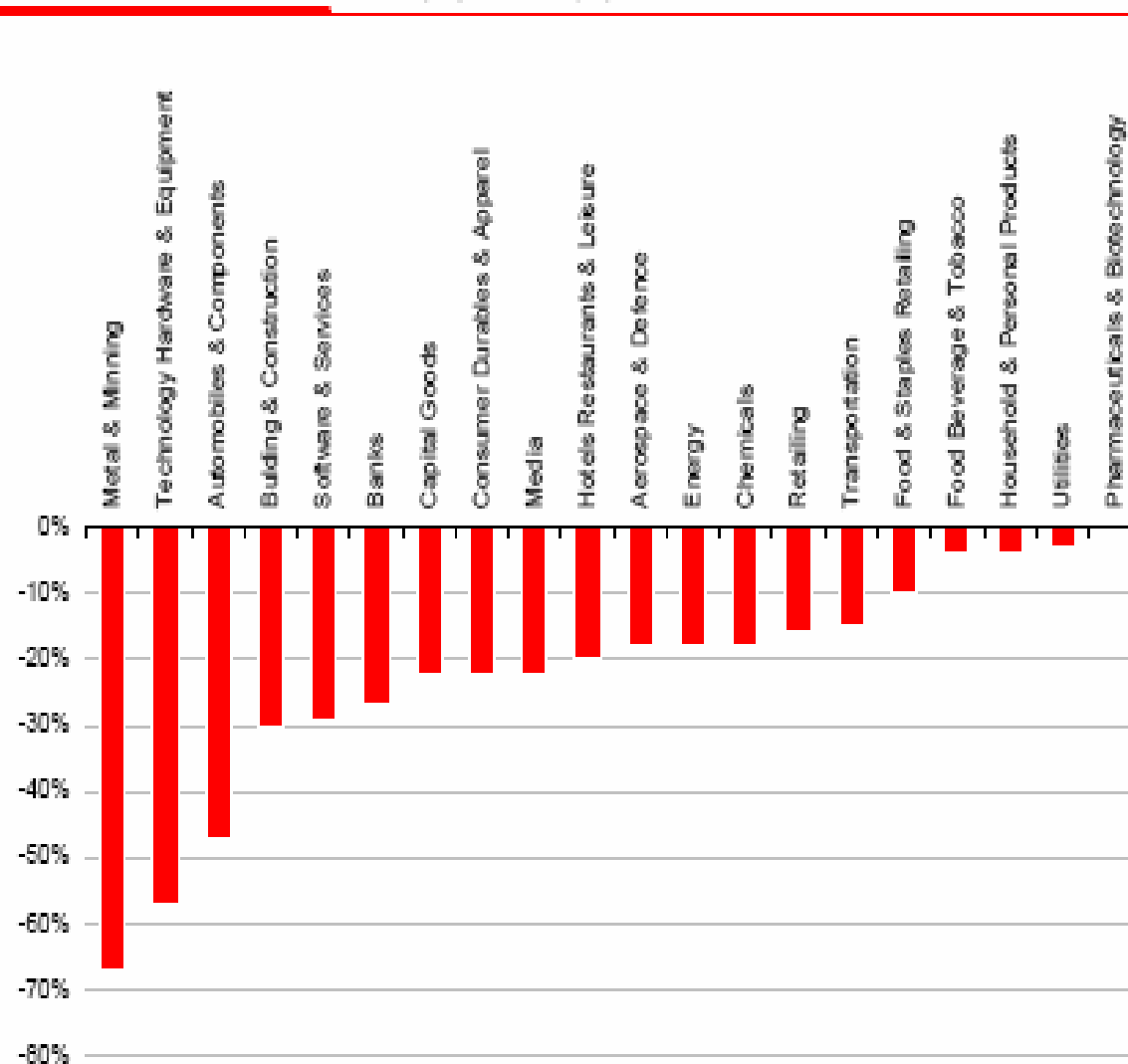
MCSI EMU	Variation sur 6 mois des prévisions du consensus		Variation sur 6 mois du P/E	Prévisions implicites de croissance des profits	Prévisions actuelles des analystes
	Bénéfice 2007	Bénéfice 2008		Bénéfices 2008/2007	Bénéfices 2008/2007
Indice	3%	1%	-16%	-11%	9%
Energie	-3%	1%	-13%	-13%	5%
Materiaux	2%	0%	-13%	-11%	4%
Industriel	-6%	-4%	-18%	-9%	20%
Conso. cyclique	6%	6%	-17%	-8%	19%
Conso. non cycl.	-3%	-3%	-10%	-4%	11%
Santé	-3%	-3%	-9%	-5%	8%
Financières	2%	-3%	-15%	-11%	3%
IT	-6%	1%	-20%	-10%	31%
Telecom	5%	5%	-9%	-3%	13%
Serv. Aux collectivités	-2%	1%	-14%	-9%	14%

Source: IBES, Datastream, Cours au 22/01/2008

Secteurs Cycliques versus Secteurs Défensifs

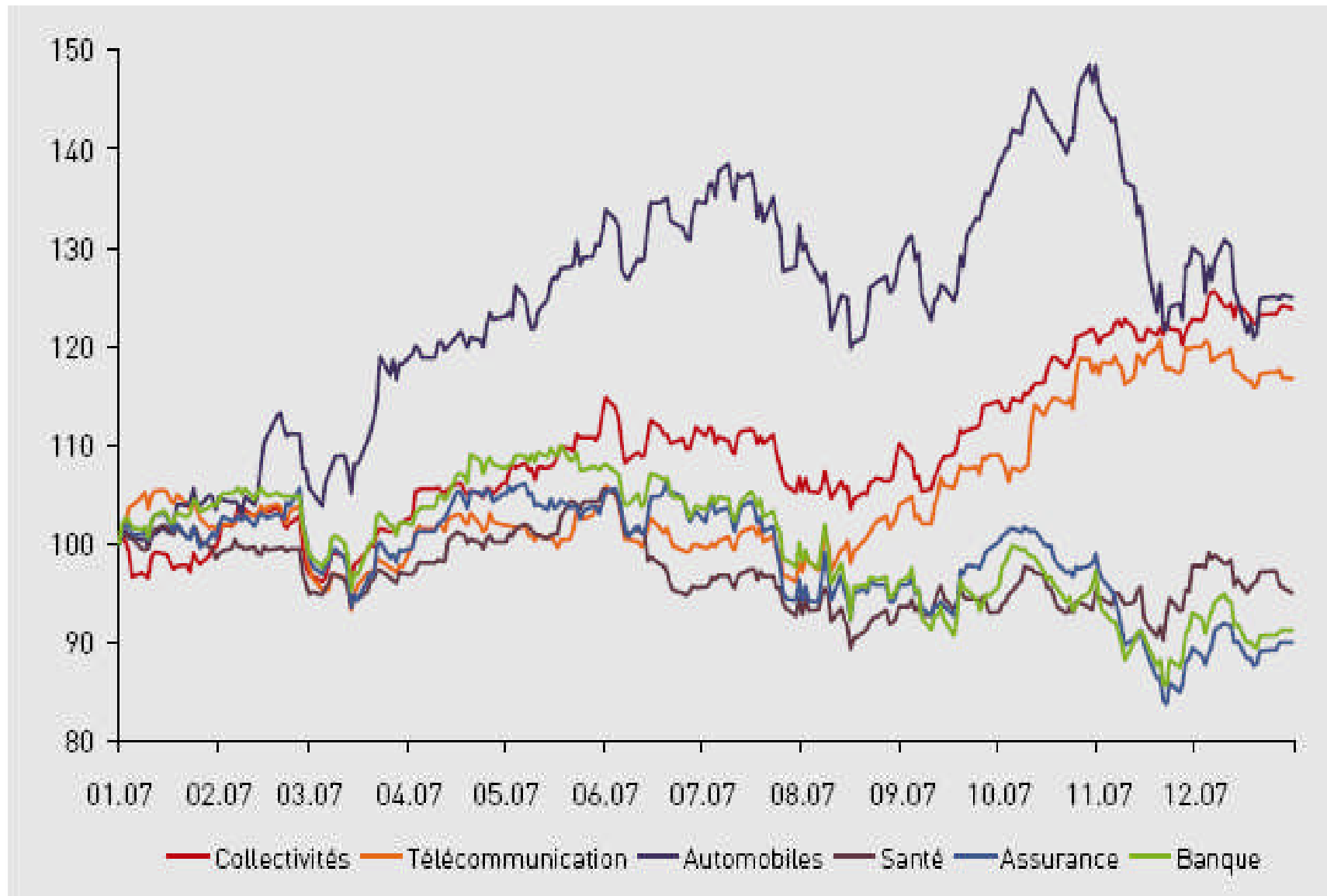
- L'incertitude sur les résultats induit un accroissement de la volatilité du prix des actions
- Ce mécanisme est conforme au fonctionnement des modèles DDM

Recession scenario: 2008e earnings potential (%)



Source: BQ Equity Research

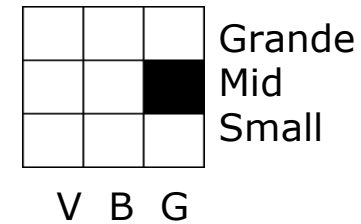
Disparité des performances sectorielles



Growth vs Value

- Quelles utilisations pratiques?

- La style Box de Morningstar ®
- Indices growth/value – Large/Small
 - MSCI
 - STOXX
- Les styles de gestion : Growth, Growth at reasonable price (GARP), Value, Deep Value, Distress.



- Un exemple : MSCI AC Far East Free ex Japan (Source JCF)

Fiscal Year	08	09
PER	15.4	13.0
Variations Earnings attendus	18.2	18.6
PBV	3.0	2.6



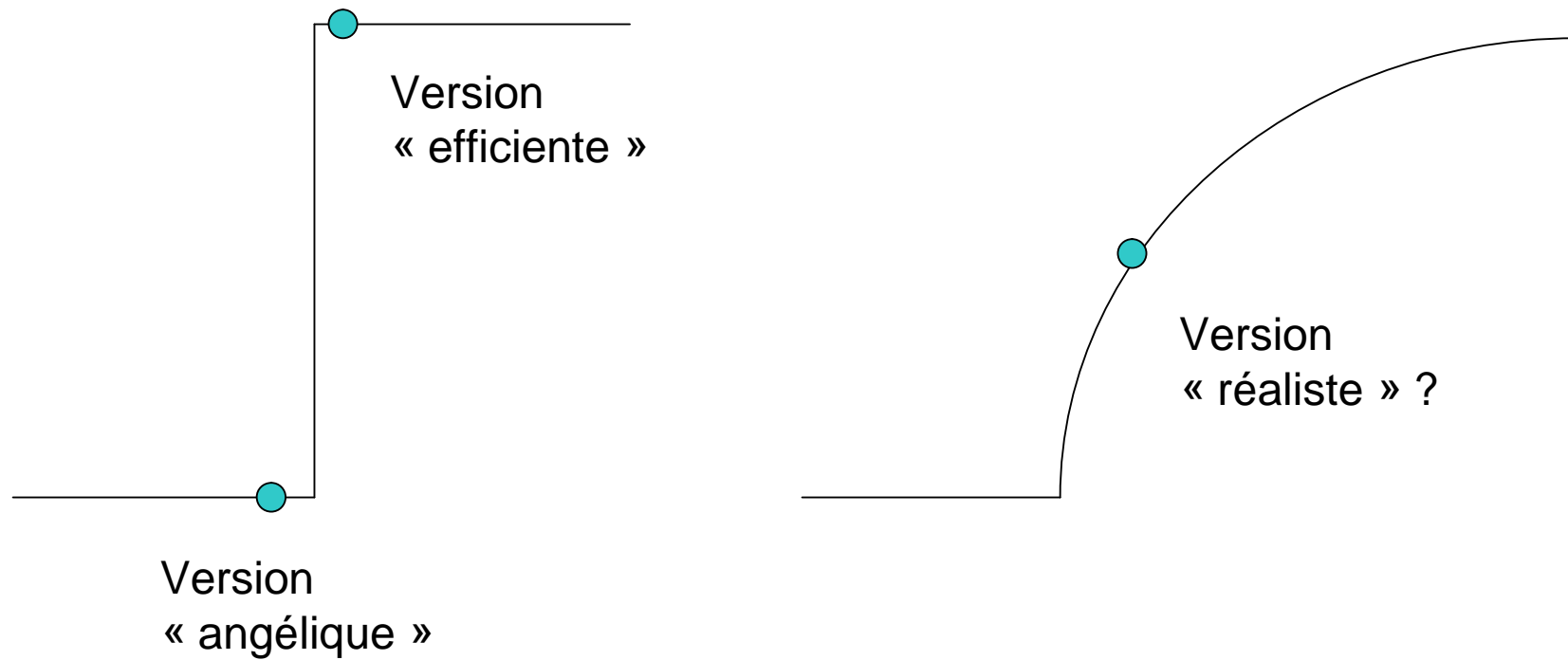
Le timing des opérations (achat ou vente)

- Catalyst :
 - Définition : Information qui serait de nature à attirer l'attention des investisseurs sur une valeur ou un secteur et créer ainsi un « momentum ».
 - Objectif : Eviter le « value trap » : titre décoté qui reste décoté sans jamais être reconnu par le marché.
 - Exemples :
 - Annonce de résultat
 - OPA/OPE
 - Analyse technique

- Discipline de vente
 - Est-ce important de se donner un objectif de cours ?
 - Value investors = plutôt oui (ddm)
 - Gestion orientée croissance = pas forcément, profiter du momentum
 - Comportement du gérant une fois atteint l'objectif de cours :
 - Réévaluer la valeur intrinsèque pour tenir compte de l'information
 - Céder au cours définis
 - Profiter de la tendance et attendre un retournement

IMPACT DES REVISIONS DE PREVISION

- IMPACT SUR LES PRIX DES REVISIONS DE PREVISION DES ANALYSTES (CONSENSUS)



Révisions du consensus et performances boursières

- Révisions à la baisse et faibles PE

	1995	1996	1998	2003
Révisions des BPA*	-44.9%	-19.7%	-2.4%	-15.3%
Perf. boursière	8.7%	21.2%	29.8%	18.1%
P/E début d'année	13.5x	14.7x	19.3x	12.1x

- Révisions à la baisse et PE élevés

	1994	2001	2002
Révisions des BPA*	-14.9%	-28.5%	-28.4%
Perf. boursière	-8.0%	-19.7%	-34.5%
P/E début d'année	20.5x	20.8x	18.5x

Confession Season (publication des résultats)

#<G0> ouvrir l'arborescence, <MENU> pour revenir

97) Export Excel

Analyse de résultats intermédiaires

Saison 01/15/2008 - 04/14/2008

Source Indice boursier

Nom SPX

BPA Résultat net Ventres

Région Amér. du Nord

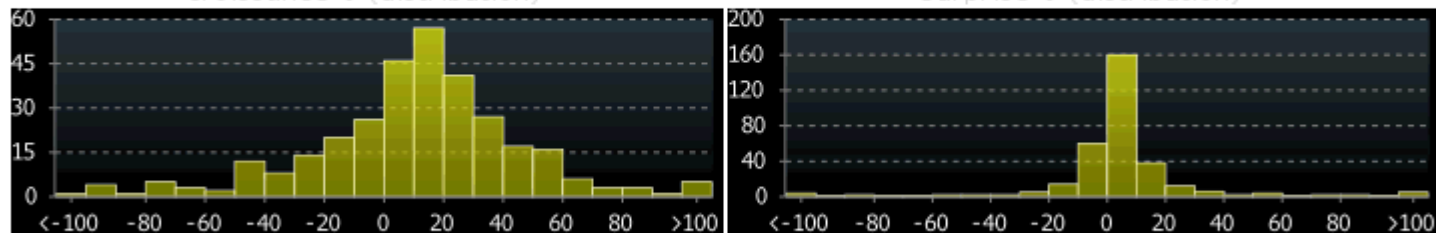
Pays U.S.

GICS

Secteur	Publié / Total	Croiss.	Cr pos.	Cr nég.	Surprise	Surp pos.	Surp nég.
Tous les titres	334 / 491	-15.58%	223	104	-5.08%	236	92
> Energy	26 / 35	19.85%	18	7	6.54%	15	11
> Materials	21 / 28	.31%	10	10	-1.19%	16	4
> Industrials	43 / 53	8.59%	39	3	2.35%	39	3
> Consumer Discretionary	41 / 87	39.63%	24	16	2.51%	26	14
> Consumer Staples	22 / 38	4.84%	18	4	2.03%	16	6
> Health Care	38 / 51	17.26%	36	1	5.09%	29	7
> Financials	72 / 89	N.S.	25	46	N.S.	37	35
> Information Technology	51 / 70	29.36%	38	13	5.68%	43	8
> Telecommunication Service	4 / 9	45.55%	3	0	1.64%	2	2
> Utilities	16 / 31	12.84%	12	4	5.94%	13	2

Croissance % (distribution)

Surprise % (distribution)



Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000
 Copyright 2008 Bloomberg Finance L.P.
 H241-431-6 11-Feb-2008 17:22:23

Confession Season (ventes)

#<GO> ouvrir l'arborescence, <MENU> pour revenir

97) Export Excel

Analyse de résultats intermédiaires

Saison 01/15/2008 - 04/14/2008

Source Indice boursier

Nom SPX

BPA Résultat net Ventas

Région Amér. du Nord

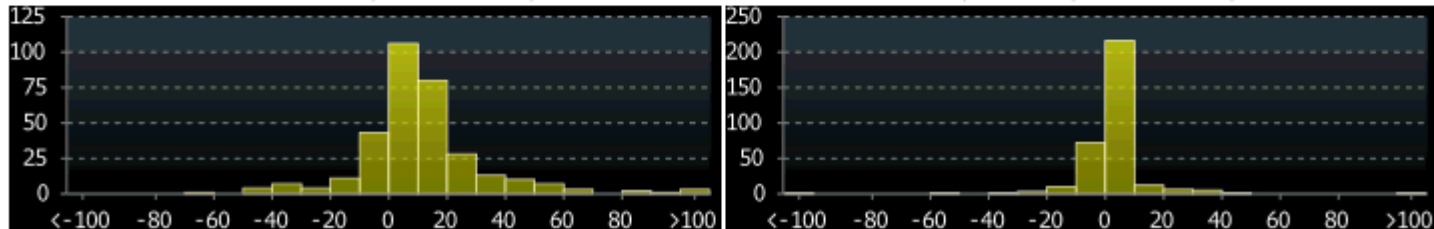
Pays U.S.

GICS

Secteur	Publié / Total	Croiss.	Cr pos.	Cr nég.	Surprise	Surp pos.	Surp nég.
Tous les titres	334 / 491	10.16%	253	73	2.06%	241	90
> Energy	26 / 35	32.78%	21	4	5.29%	17	8
> Materials	21 / 28	11.90%	18	3	2.80%	18	3
> Industrials	43 / 53	9.39%	39	3	2.22%	37	6
> Consumer Discretionary	41 / 87	3.40%	26	14	5.22%	32	9
> Consumer Staples	22 / 38	12.25%	21	1	4.66%	19	3
> Health Care	38 / 51	9.87%	36	2	2.24%	30	8
> Financials	72 / 89	-18.49%	39	29	-6.32%	41	30
> Information Technology	51 / 70	11.36%	38	13	1.20%	38	13
> Telecommunication Service	4 / 9	38.26%	3	1	-5.7%	1	3
> Utilities	16 / 31	4.69%	12	3	1.71%	8	7

Croissance % (distribution)

Surprise % (distribution)



Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000
 Copyright 2008 Bloomberg Finance L.P.
 H241-431-6 11-Feb-2008 17:23:35



Efficiency des marchés : ou en est-on?

- Le développement des outils de valorisation et leur diffusion de plus en plus large à différents niveaux de la communauté financière améliore l'efficacité des marchés
- Les free lunch sont de plus en plus rares
 - Les marchés émergents cotent une prime depuis 2006
 - Les small cap ne présentent plus de décote depuis 2005
 - La thématique dividende est épuisée (2007/05)
 - Les défensives deviennent risquées (2008)
- Mais les bulles persistent
 - Foncières (février 2007)
 - Marché du crédit (juin 2007)
 - Actions chinoises (?)
- Restent les situations de retournement



Et la dimension portefeuille?

- L'essentiel de l'énergie des SGP est concentré sur le recherche de la valeur.
 - Les analystes dominant sur les quants
- La notion de portefeuille reste embrillonnaire.
 - Contrôle sectoriel des position
 - Règles de dispersion par valeur
- Quelques avancées
 - Ratio de valorisations des portefeuilles
 - Les approches long short ou 130/30 ouvrent la voie
 - Béta « a priori », corrélations, facteurs
 - Approche factorielle intuitive
 - Valeurs sensibles au USD
 - Pétrole / compagnies aérienne



Les trackers ou Exchange Traded Funds (ETF)

- «La gestion active produit souvent des risques supplémentaires mais ne permet pas de battre durablement le marché».
 - Florin Aftalion "Trackers et ETF, de nouveaux instruments d'investissement", Edition Economica,
- Emergence de nouveaux modèles
 - indices RAFI dont la pondération tient compte de 4 facteurs fondamentaux des entreprises : les dividendes, le free cashflow, le chiffre d'affaires et l'ARN.
 - à effet de levier qui amplifient les mouvements de hausse ou de baisse de l'indice. ETF bear qui évoluent dans le sens inverse de l'indice.
- Trackers intelligents



La gestion quantitative action

- Principe : les algorithmes sont mieux à même de remplir le service de gestion :
 - Pas de biais comportemental
 - Stabilité de la méthode
 - Mais repose sur la validité du modèle

- Exemples :
 - Sycomore
 - Immobilier 21
 - AXA Rosenberg
 - Modèle factoriel
 - Approche ddm
 - REYL Gestion
 - SGAM Equisis
 - Critères dits « value » -> surpondération des financières en 2007



Conclusion sur la gestion active

- Un outil conceptuel simple (le DDM) pour des solutions infinies.
- => Se méfier des idées faciles, tester la robustesse du modèle, identifier les biais, maîtriser les hypothèses
- Les étapes incontournables :
 - Recherche de la valeur : croissance et/ou actif décoté
 - Construction de portefeuille