

Counterpoint Weekly 15–21 novembre 2021

Joost van Beek
Senior Portfolio
Manager Equities

Kenneth Warnock
Head of Direct Equities

Bill Street
Group Chief
Investment Officer

De solides résultats au T3 malgré les difficultés

Le troisième trimestre 2021 a été marqué par une hausse de l'inflation dans la plupart des pays et par la persistance des difficultés rencontrées par les chaînes d'approvisionnement à l'échelle mondiale. Malgré les préoccupations concernant l'impact de ces difficultés sur les bénéfices, les résultats sont meilleurs que prévu et les prévisions ont été revues à la hausse dans la plupart des secteurs.

Ce qu'il faut savoir

- L'inflation a poursuivi sa progression au T3 et plusieurs secteurs ont été confrontés à des pénuries et à des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement. Toutefois, les craintes concernant les répercussions négatives de ces difficultés sur les bénéfices des entreprises se sont révélées excessives.
- La croissance des bénéfices a été soutenue dans quasiment tous les domaines et le facteur surprise (proportion d'entreprises dépassant les estimations) a été élevé aux États-Unis et en Europe.
- Les prévisions en matière de bénéfices ont de nouveau été revues à la hausse.

L'inflation croissante des coûts et les perturbations affectant les chaînes d'approvisionnement ont freiné la croissance moyenne des bénéfices. Les résultats du T3 ont néanmoins été solides et ont de nouveau surpris à la hausse, quoique dans une moindre mesure par rapport aux trimestres précédents (figure 1). Dans l'ensemble, les prévisions en matière de bénéfices ont été relevées. Nous examinons les principaux chiffres issus de la saison de publication des résultats des entreprises aux États-Unis et en Europe, la répartition sectorielle et l'impact de l'inflation des coûts et des problèmes logistiques sur les secteurs et sur certaines entreprises spécifiques au sein du modèle Global Sustainable Equity de Quintet.

Figure 1 : Solide croissance des bénéfices au T3

De nombreuses entreprises ont dépassé les prévisions en matière de bénéfices aux États-Unis et en Europe

	US – S&P 500	Europe – Stoxx600
Companies reported	81%	70%
Companies beating EPS estimates	82%	64%
EPS growth year-on-year	41%	50%
EPS growth surprise vs expectation	10%	9%
EPS growth (excluding energy)	33%	28%
Sales growth	18%	13%

Source : Bloomberg, Quintet.
Au 5 novembre 2021

Même sans le redressement exceptionnel du secteur de l'énergie, la croissance des bénéfices a été impressionnante

La croissance absolue du BPA au T3 2021 par rapport au T3 2020 a de nouveau été très forte, à 41 % pour les entreprises américaines (S&P 500) et à 50 % pour les entreprises européennes (Stoxx 600). Toutefois, le chiffre absolu est amplifié par le fait que les bénéfices enregistrés dans le secteur de l'énergie se redressent par rapport aux niveaux très bas atteints en 2020. Hors énergie, la croissance moyenne des bénéfices s'est établie à 33 % aux États-Unis et à 28 % en Europe.

Ces résultats dépassent d'environ 10 points de pourcentage les prévisions de croissance consensuelles. Ce chiffre est élevé par rapport à la moyenne des cinq dernières années, mais inférieur à celui des trimestres précédents, lorsque l'épidémie de Covid-19 avait fortement perturbé les ventes et les bénéfices au premier semestre 2020.

% d'entreprises ayant déclaré

% d'entreprises dépassant les estimations de BPA

Croissance du BPA sur 12 mois

Croissance du BPA : surprises par rapport aux attentes

Croissance du BPA (hors énergie)

Croissance des ventes

Comme au trimestre précédent, la quasi-totalité des secteurs (9 sur 11) ont créé la surprise par rapport aux attentes en matière de bénéfices

Surprises en matière de bénéfices

Trois meilleures surprises (en nb d'entreprises)

Trois plus mauvaises surprises (en nb d'entreprises)

Énergie	Valeurs fin.
Valeurs fin.	Technologie
Santé	Matériaux
Services aux coll.	Services aux coll.
Matériaux	Communications
Immobilier	Immobilier

La proportion d'entreprises dépassant les attentes (facteur surprise) a atteint 82% aux États-Unis et 64% en Europe (figure 2). Lorsqu'on examine le niveau de croissance des bénéfices et le facteur surprise, il est important de tenir compte du fait que l'inflation des coûts a augmenté et que certaines chaînes d'approvisionnement ont été victimes de goulets d'étranglement. Toutefois, les entreprises ont globalement réussi à pallier ces difficultés en améliorant le levier d'exploitation, en augmentant les prix et en renforçant les mesures d'efficacité. La demande latente a joué un important rôle moteur, entraînant une croissance moyenne des ventes de 18% aux États-Unis et de 13% en Europe.

Figure 2 : Quels secteurs ont créé les plus grosses surprises ?

Les valeurs financières ont bénéficié d'éléments exceptionnels et l'immobilier est resté faible

Earnings surprises	US – S&P 500	Europe – Stoxx600
Top three surprises (by number of companies)	1. Energy	1. Financials
	2. Financials	2. Technology
	3. Health Care	3. Materials
Bottom three surprises (by number of companies)	1. Utilities	1. Utilities
	2. Materials	2. Communications
	3. Real estate	3. Real estate

Source : Quintet, Bloomberg

L'impact de l'inflation a varié selon les secteurs et la plupart d'entre eux ont pu compenser cette hausse

Comme au trimestre précédent, presque tous les secteurs (9 sur 11) ont créé la surprise par rapport aux attentes en matière de bénéfices, tant en Europe qu'aux États-Unis.

Valeurs financières : dans les deux régions, le secteur financier figure parmi les trois premiers, comme c'était le cas au trimestre précédent. Selon nous, le principal moteur pour les banques s'est révélé être un facteur comptable, à savoir la reprise des provisions pour pertes sur prêts qui avaient été constituées l'an passé au début de l'épidémie de Covid. Il semble désormais que les banques ne soient pas autant victimes qu'on le craignait de créances irrécouvrables significatives. Elles annulent donc une partie de ces provisions et améliorent ainsi leur bilan. De nombreuses banques ont déjà prévenu que les coûts risquaient d'augmenter en 2022, principalement au niveau des salaires et des technologies en raison de la concurrence croissante des FinTech.

Énergie : les grandes compagnies pétrolières ont vu leurs bénéfices augmenter considérablement, principalement en raison de la forte hausse des prix du pétrole et du gaz observée ces 12 derniers mois (environ 70 %). La reprise a concerné l'ensemble du secteur, y compris l'exploration, la production, le raffinage et la commercialisation. Elle a été amplifiée par une limitation des dépenses d'investissement dans l'exploration pétrolière liée au passage à l'énergie verte.

Matériaux : malgré la diversité du secteur des matériaux, la croissance des bénéfices a été soutenue dans tous les domaines. Les valeurs métallurgiques et minières ont dominé grâce à la hausse des prix des matières premières, laquelle a parfois nui aux fabricants de produits chimiques et de matériaux de construction. Toutefois, les carnets de commandes des entreprises du secteur de la construction sont si bien remplis que la hausse des volumes et des prix a plus que compensé celle du coût des intrants. De nombreuses entreprises ont augmenté leurs prix avec succès, et d'autres suivront, selon l'évolution de l'inflation des coûts. Les entreprises du secteur des ingrédients (comme Givaudan et DSM) ont été peu touchées par l'inflation des coûts et ont bénéficié de la hausse des volumes. Plusieurs entreprises ont fait état d'entrées de commandes étonnamment solides, lesquelles pourraient être dues aux perturbations (anticipées) des chaînes d'approvisionnement. Les entreprises veulent éviter qu'une pénurie de composants n'entraîne une baisse de la production.

Santé : du fait de sa nature, le secteur de la santé n'a pas été touché de manière significative par la hausse des coûts des intrants, tels que l'énergie et les matières premières. En outre, l'an passé, de nombreuses opérations chirurgicales non urgentes ont été reportées en raison de la présence de patients atteints du Covid dans les hôpitaux. La demande de médicaments s'en est trouvée provisoirement affectée au T3 2020.

Malgré la hausse de l'inflation, le nombre de révisions haussières a dépassé celui des révisions baissières

Technologies de l'information : dans le secteur de la technologie, le dépassement des attentes en matière de bénéfices a été généralisé. Premièrement, la flexibilité du travail étant appelée à se maintenir, l'utilisation de matériel informatique et de logiciels à domicile, ainsi que du cloud pour le stockage des données, continue d'augmenter. Deuxièmement, la pénurie de semi-conducteurs liée à une augmentation généralisée de la demande et des applications suscite une demande accrue en faveur d'équipements de production de semi-conducteurs et de prix plus compétitifs. De même, les fabricants de semi-conducteurs ont pu augmenter les prix dans la mesure où la demande est supérieure à l'offre. Apple est l'une des rares grandes entreprises technologiques à souffrir de contraintes d'approvisionnement en Grande Chine, zone de production importante pour ses produits.

Biens de consommation cyclique : aux États-Unis, deux entreprises ont eu un impact majeur sur le secteur : Amazon et Tesla. Leurs résultats ont divergé de manière significative au T3 2021, Amazon affichait une baisse de son bénéfice d'exploitation en raison d'une série de problèmes, tandis que Tesla enregistrait un volume de livraisons et des marges record. D'autres segments du secteur de la consommation cyclique ont affiché une croissance des bénéfices satisfaisante, comme la restauration et les produits de luxe. Dans le sous-secteur de l'automobile, la pénurie de semi-conducteurs a contraint le fabricant de composants OEM Automatic à procéder à de nouvelles baisses de production, ce qui a entraîné une révision à la baisse des bénéfices de l'entreprise et de ses fournisseurs.

Biens de consommation courante : d'ordinaire stable en raison de sa nature défensive, la croissance des bénéfices dans ce secteur a été relativement modeste au T3 2021, notamment aux États-Unis. L'an passé, les entreprises des secteurs de l'alimentation et des cosmétiques avaient bénéficié des mesures de confinement, la demande ayant augmenté dans les supermarchés. En outre, les fabricants de produits alimentaires et de cosmétiques ont ressenti l'impact de la hausse des prix des matières premières et des transports. La capacité à les répercuter sur leurs clients a varié suivant leur positionnement. Les entreprises des segments haut de gamme, comme L'Oréal et Estée Lauder, n'ont eu aucune difficulté à répercuter l'inflation sur leurs clients.

Figure 3 : La flambée du prix du pétrole et le Covid-19 accentuent la dispersion

Le T3 2020 s'est trouvé plongé au cœur de la pandémie, avec une chute des investissements

EPS growth	US – S&P 500	Europe – Stoxx600
Top three sectors	1. Energy	1. Energy
	2. Materials	2. Materials
	3. Industrials	3. Financials
Bottom three sectors	11. Consumer discretionary	11. Real estate
	10. Utilities	10. Utilities
	9. Consumer Staples	9. Communications

Source : Quintet, Bloomberg

Prévisions en matière de bénéfices : davantage de révisions à la hausse qu'à la baisse aux États-Unis et en Europe

Pour le marché américain, les estimations consensuelles absolues concernant le BPA en 2022 sont restées stables ces derniers mois, avec une croissance moyenne attendue à 11 % (figure 4). Malgré la hausse de l'inflation, le nombre de révisions haussières a dépassé celui des révisions baissières. L'une des raisons est la persistance des solides perspectives du secteur technologique, dont la pondération sectorielle est la plus élevée.

Croissance du BPA

Trois meilleurs secteurs

Trois plus mauvais secteurs

Énergie
Matériaux
Val. indus.

Énergie
Matériaux
Valeurs fin.

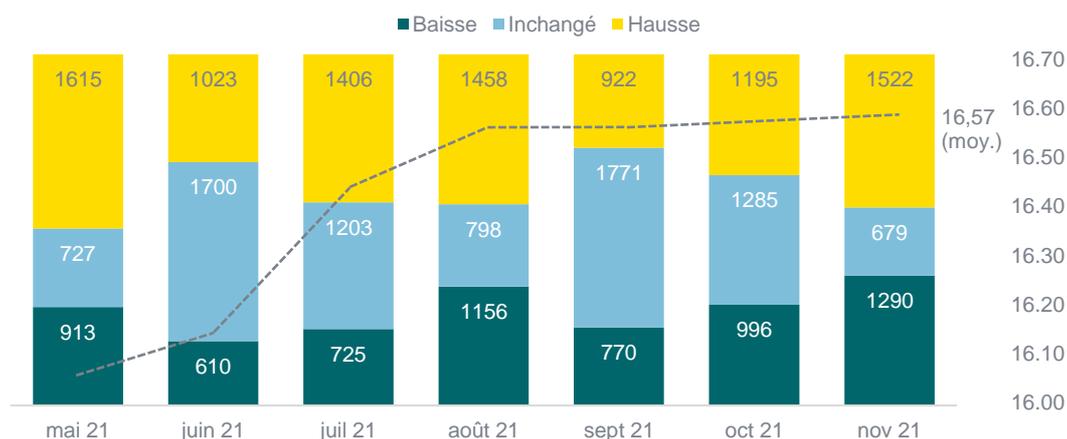
Biens de cons. cycl.
Services aux coll.
Biens de cons. cour.

Immobilier
Services aux coll.
Communications

Les deux principaux défis auxquels les entreprises ont été confrontées au T3 sont la hausse des coûts et les goulets d'étranglement dans les chaînes logistiques

Figure 4 : Estimations consensuelles en 2022 pour les États-Unis

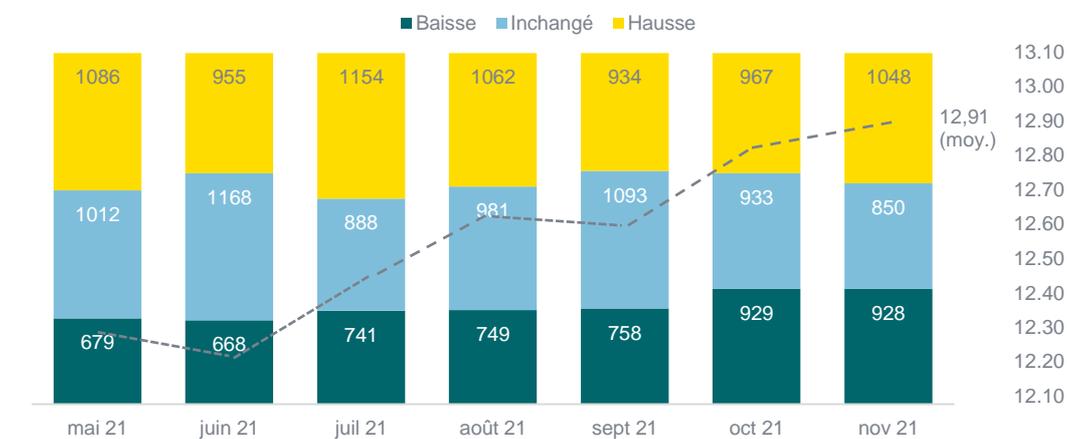
L'évolution est stable depuis quelques mois.



Source : Factset, 11 nov. 2021

Figure 5 : Estimations consensuelles en 2022 pour l'Europe

La tendance est à la hausse depuis quelque temps.



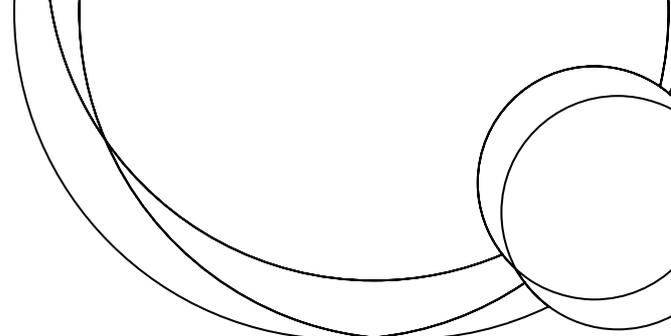
Source : Factset, 11 nov. 2021

Pour l'Europe, les estimations consensuelles absolues concernant le BPA en 2022 ont évolué à la hausse en octobre, la croissance moyenne du BPA étant attendue à 8 % (figure 5). Malgré la hausse de l'inflation, le nombre de révisions haussières a dépassé celui des révisions baissières.

Hausse de l'inflation des coûts et goulets d'étranglement dans les chaînes logistiques : impact sur les entreprises du modèle Global Sustainable Equity de Quintet

Les deux principaux défis auxquels les entreprises ont été confrontées au T3 sont la hausse des coûts et les goulets d'étranglement dans les chaînes logistiques. Quel a été l'impact sur les valeurs du modèle Global Sustainable Equity de Quintet ? Le pouvoir de fixation des prix est un élément clé et un facteur déterminant dans notre sélection de titres. Voici quelques points à noter :

Amazon : cette entreprise a été la plus touchée au sein de notre modèle Global Sustainable Equity. Elle a dû faire face à un certain nombre de difficultés, notamment la hausse des salaires, la pénurie de main-d'œuvre et les perturbations de la chaîne d'approvisionnement. Ces facteurs ont lourdement pesé sur les bénéfices et risquent de continuer à le faire au cours des prochains



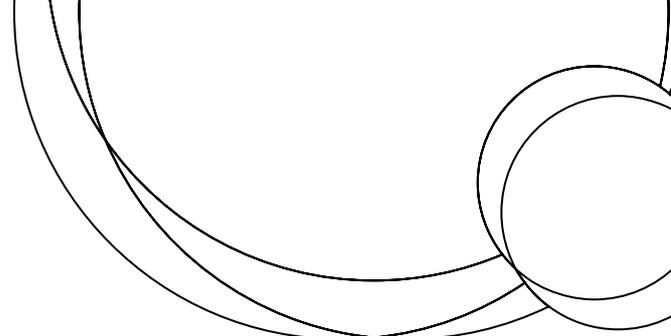
trimestres. Amazon a toutefois augmenté ses dépenses d'investissement, le groupe se disant confiant dans sa capacité à consolider sa position sur le marché de la vente en ligne. Amazon peut facilement se le permettre grâce à la hausse de ses bénéfices (qui ont doublé au T3), aux flux de trésorerie provenant de ses services Cloud et à son solide bilan.

Procter & Gamble : pour P&G, la hausse des prix des intrants, y compris du transport, n'a pas pu être compensée par une augmentation des prix de vente au dernier trimestre. Les prix moyens ont augmenté de 1 %, entraînant une baisse des marges brutes de 3,7 points de pourcentage à 49 %, un chiffre supérieur aux prévisions. Bien que sa position soit moins solide que celle de P&G au sein du segment haut de gamme, Unilever a procédé à des hausses de prix plus élevées en moyenne (+4 %) au T3. En revanche, la croissance en volume de P&G a été nettement supérieure, tandis qu'Unilever a essuyé une baisse et perdu des parts de marché. P&G s'est dit très confiant dans sa capacité à maintenir ses perspectives de croissance du BPA en procédant à des hausses de prix et en réalisant un certain nombre de gains de productivité. Sur la base des données actuelles, les deux entreprises estiment que la hausse de leurs coûts atteindra son sommet au T1 2022.

Michelin : la hausse des prix des intrants a été presque entièrement compensée par celle des prix de vente, avec une troisième augmentation en octobre. Malgré ces augmentations, Michelin a pu accroître sa part de marché dans le segment haut de gamme et a maintenu ses prévisions malgré la baisse de la demande de pneus de la part des constructeurs automobiles.

Estée Lauder : présente dans le segment inélastique aux prix des cosmétiques haut de gamme, cette entreprise a souffert de la hausse des coûts des intrants et du transport. Les marges brutes ont légèrement diminué, passant de 77 à 76 %, mais la croissance organique est restée solide à 18 %. Compte tenu du taux élevé de renouvellement des produits et d'innovation (30 %) et de la hausse annuelle moyenne des prix de 2,5 %, les marges brutes sont appelées à progresser.

Linde : cette entreprise de gaz industriel n'est pas touchée par la hausse des prix des intrants (principalement de l'énergie) dans la mesure où les contrats avec ses clients stipulent que les variations de prix peuvent être répercutées. Linde bénéficie de l'augmentation de la production industrielle pour laquelle ses gaz industriels sont nécessaires. La hausse des volumes, conjuguée aux augmentations de prix, permettent à l'entreprise de relever ses prévisions en matière de bénéfices.



Quintet Private Bank

Nous tirons une grande fierté du fait que notre envergure est à la fois suffisamment limitée pour conférer une dimension humaine aux relations que nous entretenons avec vous et votre famille, et suffisamment vaste pour vous permettre d'accéder à ce que le monde de la finance a de mieux à offrir. Quelles que soient vos exigences, nous vous apporterons un éclairage objectif, des conseils et des informations sur les produits et services répondant à vos objectifs personnels. Forts de notre présence dans 50 villes européennes, nous sommes toujours à votre disposition, où que vous soyez. Notre ambition est de gagner votre confiance et d'engager un dialogue sur ce qui compte réellement pour vous.

À propos de nous

Fondée en 1949, Quintet Private Bank (Europe) S.A., dont le siège se situe à Luxembourg, est implantée dans 50 villes d'Europe et emploie 2 000 professionnels. Largement reconnue comme leader de la banque privée, Quintet propose ses services aux particuliers fortunés et à leurs familles, ainsi qu'à une clientèle institutionnelle et professionnelle qui comprend family offices, fondations et tiers gérants. La famille de banques privées de Quintet se compose de Brown Shipley (Royaume-Uni), InsingerGilissen (Pays-Bas), Merck Finck (Allemagne), Puilaetco (Belgique), Puilaetco (Luxembourg), Quintet Danmark (Danemark), Quintet Luxembourg (Luxembourg), Quintet Suisse (Suisse). Pour de plus amples informations, consultez le site www.quintet.com.

Pour une vie plus enrichissante

Nous pensons que vivre une vie enrichissante et épanouie ne se résume pas au simple fait d'accumuler des richesses et des biens, et que la finalité, la passion et l'impact comptent réellement pour nos clients. Si, comme nous, vous êtes passionné(e) et curieux(se) de découvrir comment enrichir votre vie, nous vous invitons à participer à notre conversation mondiale consacrée à ce thème. Nous dialoguons régulièrement avec des personnes de tous horizons sur l'impact, la culture, l'éducation, le patrimoine et bien d'autres sujets encore, afin de proposer un point de vue différent sur certains des enjeux actuels les plus importants.

www.foraricherlife.com

Nos points de vue Counterpoint

Nous portons un regard différent sur le monde et publions régulièrement un large éventail de contenus qui examinent les derniers événements survenus au sein de l'économie mondiale et des marchés financiers. Outre nos éditions hebdomadaires, mensuelles et annuelles de Counterpoint, nous vous proposons des entretiens avec Bill Street, notre Chief Investment Officer, ainsi qu'avec nos économistes, analystes et spécialistes de l'allocation d'actifs.

www.quintet.com

Le présent document a été préparé par Quintet Private Bank (Europe) S.A. Les déclarations et opinions exprimées dans ce document (fondées sur des informations provenant de sources jugées fiables) sont celles de Quintet Private Bank (Europe) S.A. au 15 novembre 2021 et sont susceptibles d'être modifiées. Ce document est de nature générale et ne doit en aucun cas être assimilé à un conseil en investissement, d'ordre juridique, comptable ou fiscal. Il est rappelé aux investisseurs que les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs et que la valeur des investissements peut évoluer à la hausse comme à la baisse. La valeur des investissements sous-jacents peut également évoluer à la hausse comme à la baisse en raison des fluctuations de change. Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2021. Tous droits réservés.