

4 CAC 40 : des résultats au plus haut depuis 2010 et qui n'ont pas fini de surprendre !

IBRA WANE, *Stratégie et Recherche Économique*

Les résultats du CAC 40 au plus haut depuis 2010

En 2016, **les résultats nets cumulés du CAC 40 ont bondi de 38 %¹**. Avec un total de 73 Mds d'euros, ceux-ci ont retrouvé leur meilleur niveau depuis 2010 (cf. graphique 1). De même, **la structure financière du CAC 40 s'est nettement détendue**. Ainsi, hors secteur bancaire, le ratio de dettes nettes sur fonds propres est tombé à 30 % contre 36 % en 2015 ; un plus bas depuis dix ans ! (cf. graphique 2).

Parmi **les plus gros bénéficiaires**, on retrouve le même trio qu'en 2015, à savoir BNP-Paribas (7,5 Mds, +17 %), Axa (5,7 Mds, +7 %) et Total (5,6 Mds, +23 %). Du côté des **progressions les plus spectaculaires**, on relève des visages nouveaux comme ArcelorMittal, LafargeHolcim et Safran, tous trois sortis du rouge. Par ailleurs, Technip, Peugeot, Bouygues et Solvay connaissent des progressions de plus de 50 %. Enfin, **on ne compte plus que trois sociétés en perte** (Engie, Nokia, et Publicis) contre quatre en 2015 (ArcelorMittal, Engie, LafargeHolcim et Safran) et si Engie (ex GDF-Suez) demeure dans le rouge pour la seconde année consécutive, le gazier a néanmoins réduit ses pertes de près de 90 % d'une année sur l'autre.

Ces progrès spectaculaires doivent toutefois être relativisés car ils reposent largement sur une réduction des charges exceptionnelles, passées de 25 à 10 Mds d'un exercice sur l'autre. Rappelons qu'en 2015, ArcelorMittal, Engie et LafargeHolcim avaient passé, ensemble, pour près de 18 Mds de dépréciations d'actifs correspondant pour l'essentiel à des dépréciations d'actifs sur fond de chute des cours des métaux et de l'énergie.

De même, l'érosion du chiffre d'affaires 2016 du CAC 40 (-1,1 % en déclaré, -2,7 % à périmètre comparable) **relativise l'effet tant vanté de l'amélioration de la conjoncture en Europe**. À rebours du redressement cyclique du Vieux Continent, les valeurs du CAC 40 ont en effet souffert de la chute des devises émergentes ou de la baisse des taux d'intérêt, qui ont, selon les cas, pénalisé les valeurs internationales ou les financières.

S'il convient de relativiser les progrès réalisés en 2016, la tendance est toutefois clairement encourageante.

- On constate tout d'abord que **cette hausse des résultats a été plus largement partagée qu'à l'accoutumée**. Ainsi, sur les 40 sociétés de l'indice, seul 11 ont connu une baisse de leurs résultats en 2016 contre 15 l'année précédente et jusqu'à 26 en 2008 !

- Par ailleurs, **les vents contraires** qui ont pesé sur le chiffre d'affaires du CAC 40 **ont commencé à se résorber au second semestre** (S2). On note ainsi une nette amélioration au fil de l'année avec un CA comparable s'inscrivant à -0,5 % au S2 contre -4,9 % au S1.

- Enfin, **la forte baisse des charges exceptionnelles en 2016 n'est pas qu'un simple phénomène comptable** mais traduit aussi une amélioration réelle de l'environnement. Depuis début 2016, suite à la dissipation des inquiétudes sur la croissance chinoise, les cours des métaux et de l'énergie se sont en effet nettement repris. Ainsi, les cours du pétrole sont passés de 36 \$ fin 2015 à 57 \$ fin 2016. Idem pour l'acier et le gaz qui ont rebondi respectivement de 56 et 59 % en 2016 (cf. graphique 3).

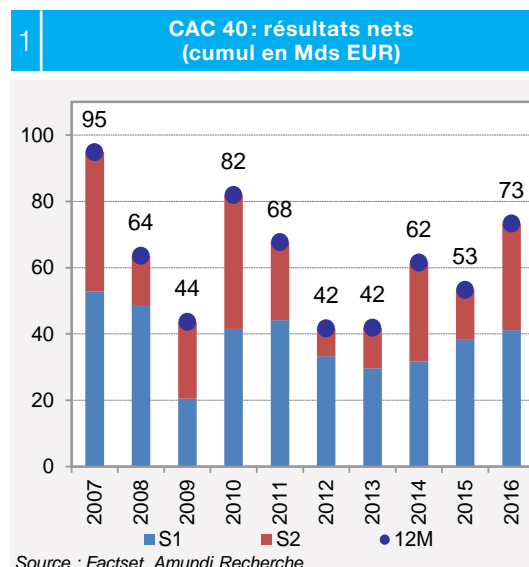
Au plan sectoriel, **le redressement de +20,1 Mds et +38 % des résultats du CAC 40 en 2016 s'explique avant tout par la sortie du rouge du pôle**

L'essentiel

En 2016, les résultats nets cumulés du CAC 40 ont bondi de 38 % et retrouvé leur meilleur niveau depuis 2010. Ce rebond doit encore beaucoup à la raréfaction des charges exceptionnelles qui avaient grevé 2015 mais la tendance est clairement encourageante. On note ainsi une nette amélioration de l'activité entre le premier et le second semestre. Par ailleurs, la poursuite de la normalisation des cours des matières premières devrait conduire à un nouveau tarissement des dépréciations.

Les résultats du CAC 40 devraient ainsi de nouveau surprendre positivement en 2017, d'autant que les attentes du consensus sont réduites (+5 % selon IBES). Entre l'accélération de la croissance nominale, un effet change moins défavorable, la poursuite de la normalisation des pôles Énergie & Matières premières et le redressement mécanique d'Airbus, Engie, Nokia et Publicis, une progression de +16 % des résultats du CAC 40 semble tout à fait plausible.

“ Des résultats 2016 au plus haut depuis 2010 ”



¹ +38 % en masse et +20 % en pondéré de la capitalisation

Avril 2017

Énergie & Matières premières ($\Delta +10,1$ Mds), la réduction des pertes des **Utilities** ($\Delta +4,1$ Mds) et la nette progression de **l'Industrie & Chimie** ($\Delta +5,1$ Mds et $+58\%$) et des **Biens de consommation** ($\Delta +3,2$ Mds et $+22\%$) (cf. graphique 4); ces différents secteurs représentant ensemble 58% de la capitalisation du CAC 40.

Pour juger de l'impact des matières premières, en 2016 le résultat cumulé d'ArcelorMittal, Total et Technip a progressé de **10 Mds** d'euros et contribué pour moitié à la hausse des résultats du CAC 40! De même, s'agissant des **Utilities**, la réduction des 90% des pertes de **Engie** doit largement à la baisse des provisions pour dépréciation, dont l'impact sur le résultat net est revenu de $-6,8$ Mds en 2015 à $-3,8$ Mds en 2016.

Les Biens de consommation (+22%) se sont également distingués du fait de l'Automobile. Porté par le rebond des immatriculations ($+6,5\%$) en Europe, ce sous-secteur a connu une hausse de $+2,1$ Mds de ses bénéfices, soit une progression moyenne de $+38\%$, dont $+21\%$ pour Renault $+27\%$ pour Valeo, $+43\%$ pour Michelin et $+92\%$ pour Peugeot! Parmi les autres valeurs du secteur Biens de Consommation, les résultats déclarés de l'Oréal ont baissé de 6% alors que ceux de LVMH, Pernod Ricard (exercice à fin juin) et Danone ont progressé respectivement de 11% , $+34\%$ et $+43\%$. En retraité de l'exceptionnel, les écarts se resserrent cependant. Ainsi, le résultat net retraité de Pernod Ricard aurait progressé de $+2\%$, celui de l'Oréal de $+5\%$ (dépréciation de deux filiales Magic et Clarisonic), de Danone de $+7\%$ et de LVMH de $+11\%$.

Le secteur Industrie & Chimie (+58%) est quant à lui parvenu à surmonter la stagnation de Saint-Gobain ($+1\%$) ou d'Air Liquide ($+5\%$) et, surtout, le plongeon d'Airbus (-63%), lié aux provisions massives ($2,2$ Mds) sur l'A400 M. Son **rebond** s'est appuyé sur la sortie du rouge de LafargeHolcim et de Safran, le redressement de Bouygues ($+81\%$) et de Solvay ($+53\%$) et la bonne lancée de Legrand ($+14\%$), Vinci ($+22\%$) et Schneider ($+24\%$).

À l'opposé des secteurs précédents, les Services aux consommateurs ($\Delta -2,3$ Mds, -41%) **et la Technologie** ($\Delta -2,1$ Mds, -78%) **ont connu des résultats à la baisse.** En dépit des progrès de Accor ($+9\%$) et de Kering ($+17\%$), les Services aux consommateurs ont pâti du recul simultané de Sodexo (-9%), Carrefour (-24%), Vivendi (-35%) et surtout **Publicis** (-158%); le publicitaire ayant dû passer une dépréciation d'actifs de $1,4$ Mds suite aux difficultés de sa filiale américaine spécialisée dans le numérique, Sapient, rachetée fin 2014 pour $3,0$ Mds. Concernant la Technologie, **Nokia** a fait pencher la balance avec une perte nette de $-0,9$ Mds contre un bénéfice de $+1,2$ Mds en 2015. Corrigé des charges exceptionnelles consécutives au rachat d'Alcatel Lucent, le résultat net déclaré (non IFRS) de l'équipementier télécom n'aurait toutefois baissé que de 10% .

Entre les secteurs en forte progression et ceux en repli, en milieu de peloton, on retrouve les Financières ($\Delta +1,3$ Mds, $+6\%$), la **Santé** ($\Delta +0,5$ Mds, $+9\%$) et les **Télécom** ($\Delta +0,3$ Mds, $+11\%$). S'agissant des Financières, celles-ci ont été pénalisées par un contexte de taux d'intérêt défavorable. Par ailleurs, leur base de comparaison était élevée; leurs résultats 2015 ayant doublé, après disparition de l'amende record de la **BNP** en 2014. Dans la Santé, le résultat net consolidé de **Sanofi** a progressé de 10% , à $4,3$ Mds. Ce résultat a toutefois été flatté du fait de moindres dépréciations qu'en 2015 ($\Delta -0,5$ Mds). La performance économique de Sanofi, pénalisé par des coûts de lancement élevés et un effet change défavorable, est donc moindre, avec un résultat retraité en baisse de 1% . S'agissant des Télécom, les résultats d'**Orange** ($+11\%$) ont amplifié les progrès réalisés en 2015 ($+187\%$) et s'inscrivent au plus haut depuis 2011.

Le redressement des résultats va s'amplifier en 2017

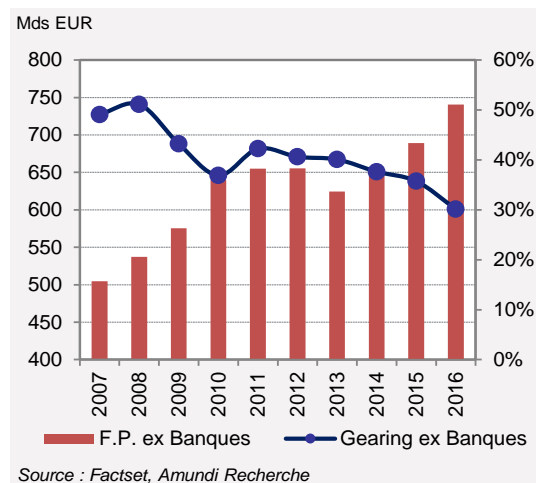
Après ce tour d'horizon des résultats du CAC 40 en 2016, sur quoi faut-il tabler en 2017? Le consensus IBES prévoit une nouvelle progression des BPA du CAC 40 de $+5\%$ contre $+13\%$ pour l'ensemble de la zone euro. Hors circonstances politiques exceptionnelles, comme le Brexit, qui pourraient



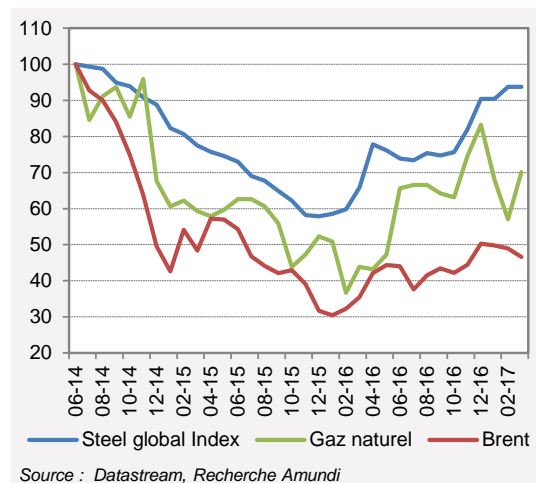
La normalisation des matières premières explique l'essentiel du rebond des résultats 2016



2 CAC 40: Fonds propres en Mds EUR et Gearing en % (Ech D, Dettes nettes/Fonds propres)



3 Cours des matières premières base 100 au 30 juin 2014



Avril 2017

effectivement changer la donne, **le consensus nous apparaît bien timoré**. En combinant les aspects macro et microéconomiques, **une nouvelle progression des résultats cumulés de l'ordre de +16 %²** nous apparaît à portée du CAC 40.

Au plan macroéconomique:

- **La croissance du PIB réel en 2017 devrait être un peu plus porteuse qu'en 2016**, tant en France (+1,3 % contre +1,1 %) que dans le Monde (+3,2 % contre +3,0 %). Ceci sera donc favorable pour le *top-line* des sociétés du CAC 40 et, partant, pour leurs marges.

- La croissance des ventes sera d'autant mieux orientée que, après +0,2 % en 2015 et +0,8 % en 2016, **l'inflation des pays développés devrait se rapprocher de 2 %** pour la première fois depuis cinq ans! Après des années de menaces déflationnistes et de chute des matières premières, cela redonnera du *pricing power* aux entreprises. Ceci est d'autant plus crucial que pour les résultats, l'effet d'une hausse des prix est plus important que celle des volumes.

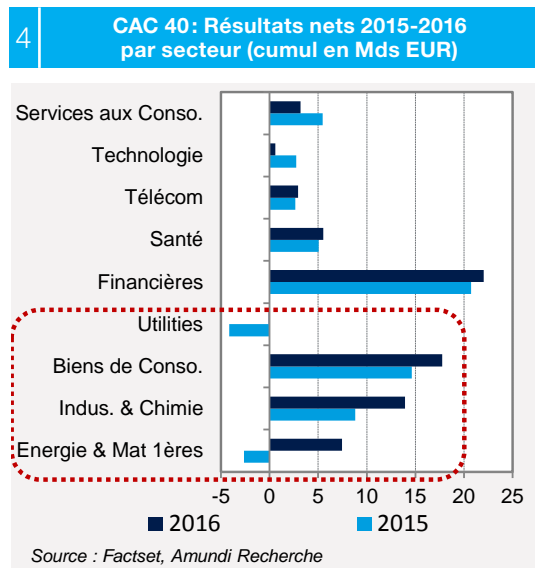
- Par ailleurs, **l'effet change 2017 devrait être un peu plus favorable que l'an dernier**. En 2016, si le dollar était demeuré stable contre euro, la baisse de la livre (12 % en année pleine) s'était conjuguée à celle des monnaies émergentes. Cette année, l'euro sera un peu plus faible contre dollar (1.08 contre 1.11) et, si la livre devait continuer de peser (-5 % en année pleine), les monnaies émergentes devraient – hors dérapage protectionniste – légèrement s'apprécier.

Enfin, au plan microéconomique, nous tablons (cf. graphique 5) sur:

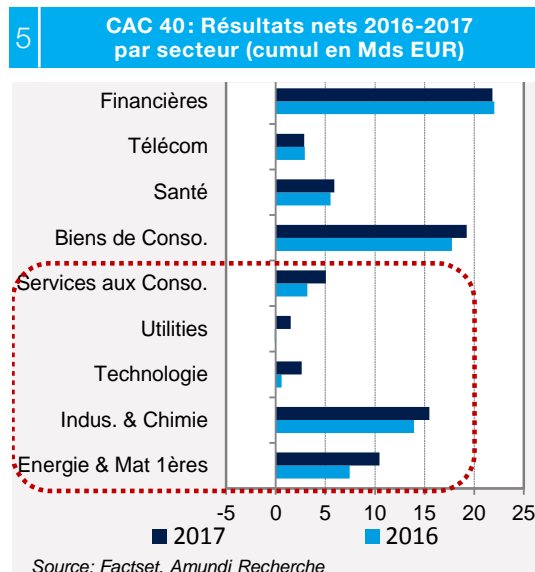
- la **poursuite du redressement des pôles Energie & Matières premières** (Δ +3,0 Mds, +40 %) **et Industrie & Chimie** (Δ +1,5 Mds, +11 %). Pour le premier, la stabilisation des cours du Brent, aux environs de 50 \$ contre 44 \$ en 2016, et de la croissance chinoise devrait autoriser une nouvelle baisse des dépréciations d'actifs. Par ailleurs, la base de comparaison du pôle Energie & Matières premières demeure aisée. Ainsi, à fin 2016, ses résultats cumulés ne représentaient que 36 % de ceux de 2007 (77 % pour le CAC 40). S'agissant du pôle Industrie Chimie, en sus de l'accélération de la croissance nominale, celui-ci sera porté par le redécollage d'Airbus. À propos de ce dernier, par mesure de prudence, nous avons intégré des hypothèses très en dessous du consensus (soit 1,6 Mds en 2017 contre 2,6 Mds selon le consensus et 1,0 Mds en 2016) compte tenu du manque de visibilité persistant de certains programmes.

- **la sortie du rouge de Nokia, Engie et Publicis** qui l'an dernier avait connu des charges exceptionnelles d'un montant cumulé de plus de 7 Mds. En retour, ceci devrait engendrer un puissant **rebond de la Technologie** (Δ +2,0 Mds, > 100 %), **des Utilities** (Δ +1,6 Mds, après des pertes de 0,1 Mds en 2016) **et des Services aux consommateurs** (Δ +1,9 Mds, +59 %). S'agissant de Engie, nos hypothèses 2017 sont là encore inférieures au consensus (1,0 Mds contre une fourchette de 2,1 à 2,4 Mds). À propos des Services aux consommateurs, si Vivendi devait demeurer sous pression, Accor, Carrefour et Kering devraient être en mesure d'améliorer leurs résultats. Plus généralement, on soulignera que la **base de comparaison** des résultats 2016 (versus 2007) de ces trois secteurs est très favorable, puisqu'elle est de 42 % pour les Services aux Consommateurs, voire 8 % pour la Technologie et -3 % pour les Utilities!

- **pour le reste, la croissance cumulée des autres secteurs ne serait que de +3 %**, dont +8 % pour les Biens de Consommation (contre +22 % en 2016), +7 % pour la Santé (+9 % en 2016), -1 % pour les Financières (+6 % en 2016) et -3 % pour les Télécom (+11 % en 2016). S'agissant des Financières, on est un peu surpris de les retrouver en bas de classement; la baisse attendue du nombre de prêts non performants et la pentification de la courbe des taux étant censées dynamiser les résultats des banques.



“Reflation, effets change, et nouvelles baisse des provisions devraient se conjuguer en 2017”



² +15 % pondéré des capitalisations

Avril 2017

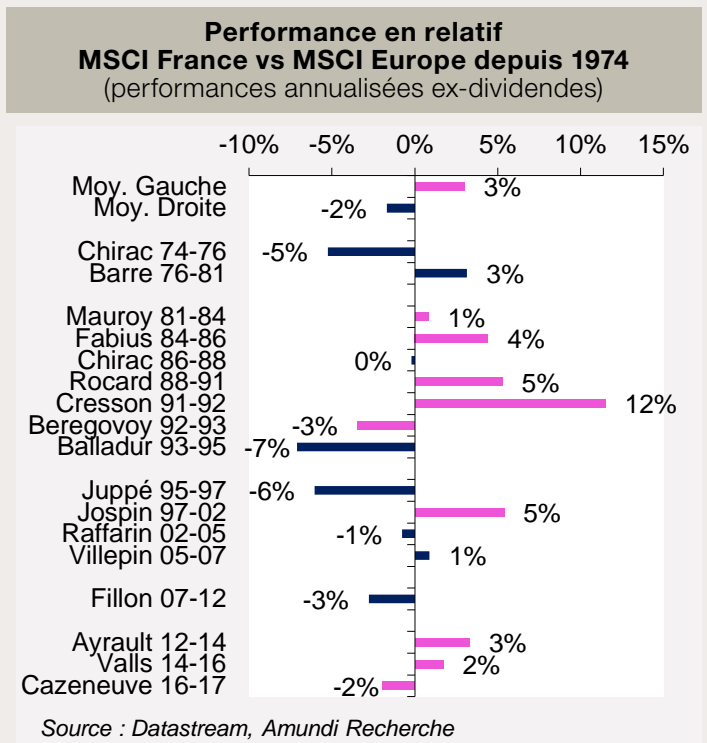
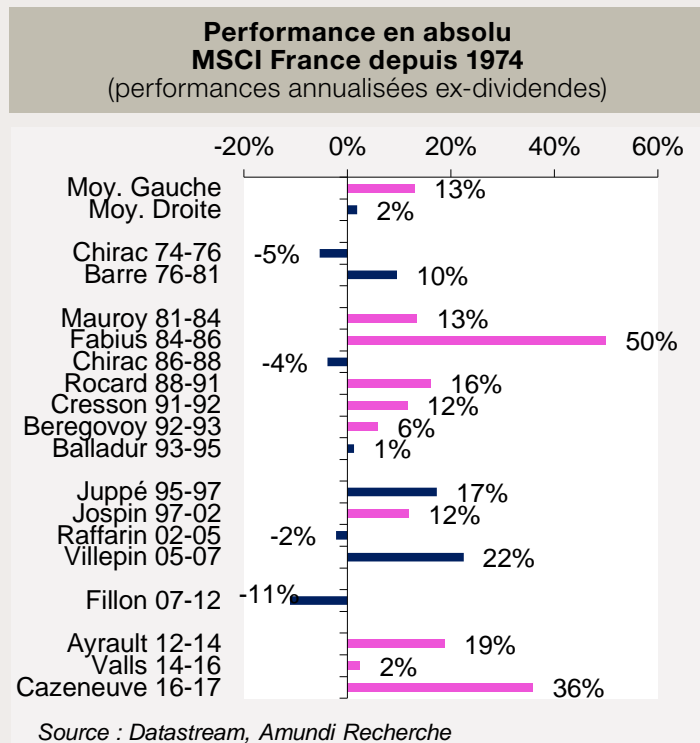
Est-ce la conséquence d'une base de comparaison assez difficile car, contrairement aux idées reçues, les Financières ont plutôt mieux résisté que la moyenne³? Ou bien, les analystes vont-ils continuer de revoir leurs prévisions à la hausse, comme ils le font depuis six mois? L'avenir tranchera!

Pour finir, en dépit des réserves que l'on peut émettre sur tel ou tel secteur, ce mouvement de rebond des résultats entamé en 2016 devrait s'amplifier en 2017. Étant donné la défiance à l'égard des marchés d'actions en général, et l'ombre qui pèse sur la France du fait des élections, il n'est pas indifférent que le CAC 40 puisse faire ainsi la preuve de sa bonne santé.

> Marché des actions françaises et régimes politiques

L'élection du prochain Président de la République française se déroulera du 23 avril au 7 mai prochain. Le second tour devrait vraisemblablement opposer Marine Le Pen (Front national) à Emmanuel Macron (En Marche) ou François Fillon (Les Républicains). Selon toute vraisemblance, celle-ci devrait être battue au second tour mais, après le référendum sur le Brexit puis l'élection de Donald Trump, les investisseurs demeurent sur leur garde. Alors que la question politique, habituellement secondaire, est redevenue d'actualité pour les marchés, il est intéressant d'observer comment les actions françaises se sont comportées sous les différentes majorités depuis 1974 (*). Empiriquement, on constate que le marché français performe généralement mieux sous des gouvernements de gauche, y compris en période de cohabitation, que de droite (cf. graphique). Et ce, aussi bien en valeur absolue qu'en relatif aux autres marchés européens. La disqualification de la gauche dès le premier tour et la possible victoire d'un candidat « de droite et de gauche » constituerait cependant un cas de figure inédit.

(*) Cours du 19 mai 1974 au 30 mars 2017.



³ Fin 2016, les résultats des Financières représentaient 115 % de leur point de départ 2007, voire 95 % ex-affaire Kerviel, contre 77 % pour le CAC 40





Amundi Research Center
Top-down
Asset Allocation
Bottom-up
Corporate Bonds
Fixed Income



Foreign Exchange
Money Markets
Equities

Retrouvez l'ensemble de notre expertise sur le site:
research-center.amundi.com

Monetary Policies
Forecasts
Investment Strategies
Quant
Emerging Markets
Sovereign Bonds
Private Equity
Real Estate
High Yield

Publications récentes

Working Papers

- **Portfolio optimisation in an uncertain world**
MARIELLE DE JONG — *Recherche Quantitative*
- **The Reactive Covariance Model and its implications in asset allocation**
EDUARDO ABI JABER — *Quantitative Analyst – ENSAE ParisTech* — DAVE BENICHO, *Portfolio Manager*, HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*
- **On the stationarity of dynamic conditional correlation models**
JEAN-DAVID FERMANIAN — *Professor of Finance & Statistics, CREST/ENSAE* — HASSAN MALONGO — *Recherche Quantitative*

Discussion Papers Series

- **Cycles et allocation d'actifs : les choix essentiels en matière de placement**
ÉRIC MIJOT — *Stratégie et Recherche Économique*
- **Droits de l'homme et entreprises. Comment évaluer la responsabilité des entreprises en matière de protection des droits de l'homme ?**
MARIE NAVARRE, ARNAUD PEYTHIEU — *Analyse ESG*
- **Extraction et exploitation du charbon. Vers une exclusion du secteur ou une plus grande sélectivité ?**
CATHERINE CROZAT — *Analyse ESG*

Éditions spéciales_ Élection présidentielle française 2017

- #5 Dette publique française : liquide et sûre**
BASTIEN DRUT — *Stratégie et Recherche Économique*
- #4 Les candidats et la politique budgétaire : une analyse des divergences**
VALERIE LETORT — *Stratégie et Recherche Économique*
- #3 Les problèmes structurels de l'économie française vus par les organisations internationales et les 4 principaux candidats**
TRISTAN PERRIER — *Stratégie et Recherche Économique*
- #2 Économie française : un état des lieux**
TRISTAN PERRIER — *Stratégie et Recherche Économique*
- #1 Élections françaises_ État des lieux et décryptage**
PHILIPPE ITHURBIDE — *Directeur Recherche, Stratégie et Analyse*

Correspondants

Rédacteur en chef

– PHILIPPE ITHURBIDE
Directeur Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

Rédacteurs en chef adjoints

– DIDIER BOROWSKI – *Paris*, RICHARD BUTLER – *Paris*, ÉRIC MIJOT – *Paris*, MO JI – *Hong-Kong*, STÉPHANE TAILLEPIED – *Paris*

Support

– PIA BERGER
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris
– BENOIT PONCET
Recherche, Stratégie et Analyse – Paris

AVERTISSEMENT

Directeur de la publication : Pascal Blanqué
Rédacteur en chef : Philippe Ithurbide

Les destinataires de ce document sont en ce qui concerne l'Union Européenne, les investisseurs « Professionnels » au sens de la Directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 « MIF », les prestataires de services d'investissements et professionnels du secteur financier, le cas échéant au sens de chaque réglementation locale et, dans la mesure où l'offre en Suisse est concernée, les « investisseurs qualifiés » au sens des dispositions de la Loi fédérale sur les placements collectifs (LPCC), de l'Ordonnance sur les placements collectifs du 22 novembre 2006 (OPCC) et de la Circulaire FINMA 08/8 au sens de la législation sur les placements collectifs du 20 novembre 2008. Ce document ne doit en aucun cas être remis dans l'Union Européenne à des investisseurs non « Professionnels » au sens de la MIF ou au sens de chaque réglementation locale, ou en Suisse à des investisseurs qui ne répondent pas à la définition d'« investisseurs qualifiés » au sens de la législation et de la réglementation applicable. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des États Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933.

Le présent document ne constitue en aucun cas une offre d'achat ou une sollicitation de vente et ne peut être assimilé ni à sollicitation pouvant être considérée comme illégale ni à un conseil en investissement.

Amundi n'accepte aucune responsabilité, directe ou indirecte, qui pourrait résulter de l'utilisation de toutes informations contenues dans ce document. Amundi ne peut en aucun cas être tenue responsable pour toute décision prise sur la base de ces informations. Les informations contenues dans ce document vous sont communiquées sur une base confidentielle et ne doivent être ni copiées, ni reproduites, ni modifiées, ni traduites, ni distribuées sans l'accord écrit préalable d'Amundi, à aucune personne tierce ou dans aucun pays où cette distribution ou cette utilisation serait contraire aux dispositions légales et réglementaires ou imposerait à Amundi ou à ses fonds de se conformer aux obligations d'enregistrement auprès des autorités de tutelle de ces pays.

Les informations contenues dans le présent document sont réputées exactes à la date de fin de rédaction indiquée en première page de ce document, elles peuvent être modifiées sans préavis. Conformément à la loi informatique et liberté, vous bénéficiez d'un droit d'accès, de rectification ou d'opposition sur les données vous concernant. Pour faire valoir ce droit, veuillez contacter le gestionnaire du site à l'adresse suivante : info@amundi.com

Amundi, Société anonyme au capital de 746262615 € – Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 04000036 – Siège social : 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris www.amundi.com

Crédit photo : iStock by Getty Images - TomasSereda