

Ceci est une communication publicitaire
et n'a pas vocation à constituer un conseil en investissement.



Banques et santé, deux secteurs sous-valorisés en Europe



Scander Bentchikou
Analyste-Gestionnaire
Spécialiste du secteur
bancaire



Héroïse Rabasse
Analyste-Gestionnaire
Spécialiste du secteur
pharmaceutique

Ces dernières années, les banques et les laboratoires pharmaceutiques ont sous-performé face à la moyenne des marchés européens. Pourtant, leurs fondamentaux et leurs perspectives pourraient justifier une importante revalorisation, inversant ainsi les tendances passées.

SOMMAIRE

Secteur bancaire : des progrès considérables

Santé : un cycle d'innovation mal intégré par les marchés



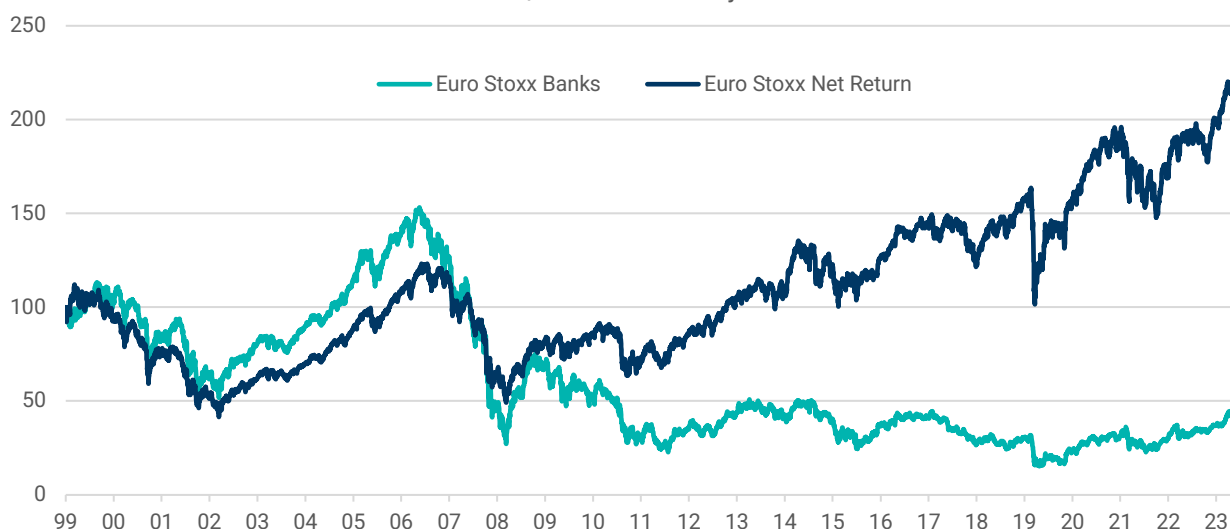
Secteur bancaire : des progrès considérables

Dans l'esprit de nombreux investisseurs, après une quinzaine d'années de sous-performance, le secteur bancaire européen reste synonyme de « value trap ». Autrement dit, malgré des valorisations attractives, ces investisseurs préfèrent rester à l'écart de ces valeurs, considérant que leur risque de sous-performance est encore trop élevé.

Pourtant, force est de constater que les banques européennes sont précisément en train de s'extraire de cette situation problématique. En 2023 par exemple, l'Euro Stoxx Banks a enregistré une performance de +23,5%, faisant mieux que la moyenne du marché (+18,5% pour l'Euro Stoxx Net Return)¹. Depuis le début de l'année 2024, cette surperformance des banques européennes s'est poursuivie, malgré un mois de juin agité en raison du retour du risque politique en Europe.

Le potentiel de rattrapage des banques européennes reste d'autant plus important que leur retard de performance est colossal. Depuis le 1er janvier 2000, l'Euro Stoxx Banks reste en repli de 55% (au 10 juin 2024), tandis que l'Euro Stoxx (dividendes réinvestis) a progressé de +124% sur la même période¹.

Euro Stoxx Net Return vs Euro Stoxx Banks | Base 100 au 1^{er} janvier 2000



Source : Bloomberg, au 31 mai 2024.

Les raisons de cette sous-performance passée sont multiples. L'une d'entre elles, et non des moindres, est liée à l'immense travail de transformation du secteur bancaire réalisé pour résoudre les failles révélées par la crise de 2008. La réglementation, la gestion des risques, la rationalisation des activités, la transparence des reportings ainsi que les sujets de conformité ont animé le quotidien du secteur au cours des 15 dernières années. Ce travail a constitué un investissement de long terme, certes coûteux en matière de performance boursière, mais permettant désormais de disposer d'établissements bancaires sains et solides, capables de faire face aux crises les plus sévères.

¹ Source : Bloomberg, au 10 juin 2024.

Autre facteur pénalisant pour le secteur bancaire au cours de cette longue « décennie perdue » : le maintien prolongé des taux sans risque à des niveaux négatifs, auquel s'est ajouté la généralisation de courbes de taux quasi-plates, limitant la capacité des banques à dégager des marges de crédit et tirer parti de leur activité de « transformation bancaire ».

Désormais, la situation a bien évolué. Le chantier réglementaire est en grande partie finalisé, les banques sont solidement capitalisées et le secteur semble moins exposés au risque de grands litiges, après des années d'amélioration de sa gouvernance et d'investissements dans une meilleure compliance (KYC, AML). De même, les taux sont désormais remontés et nous entrons dans un « sweet spot » avec des niveaux ni trop élevés (pénalisant les volumes), ni trop bas (pénalisant les marges), une situation relativement confortable pour les établissements bancaires. Dans cet environnement porteur, de nombreuses banques européennes ont ainsi réalisé en 2023 leurs meilleurs résultats des 20 dernières années, voire leurs meilleurs résultats historiques, même si les banques françaises n'ont pas toujours suivi cette tendance, pénalisées par une moindre sensibilité aux taux d'intérêt.

Depuis plus d'un an, les cours de bourse des sociétés du secteur ont ainsi été portés par la croissance des résultats, mais également par un léger redressement des multiples, malgré une décote toujours très forte. Nul doute, selon nous, que les niveaux de valorisation pourraient s'améliorer au cours des années à venir. D'autant plus que les banques européennes pourraient désormais disposer d'un solide avantage face aux banques américaines, qui restent quant à elles moins avancées dans leurs efforts de mise à niveau réglementaires et se traitent sur des multiples déjà nettement plus élevés.

Ratio P/E du secteur bancaire européen | Basé sur le consensus à N+2

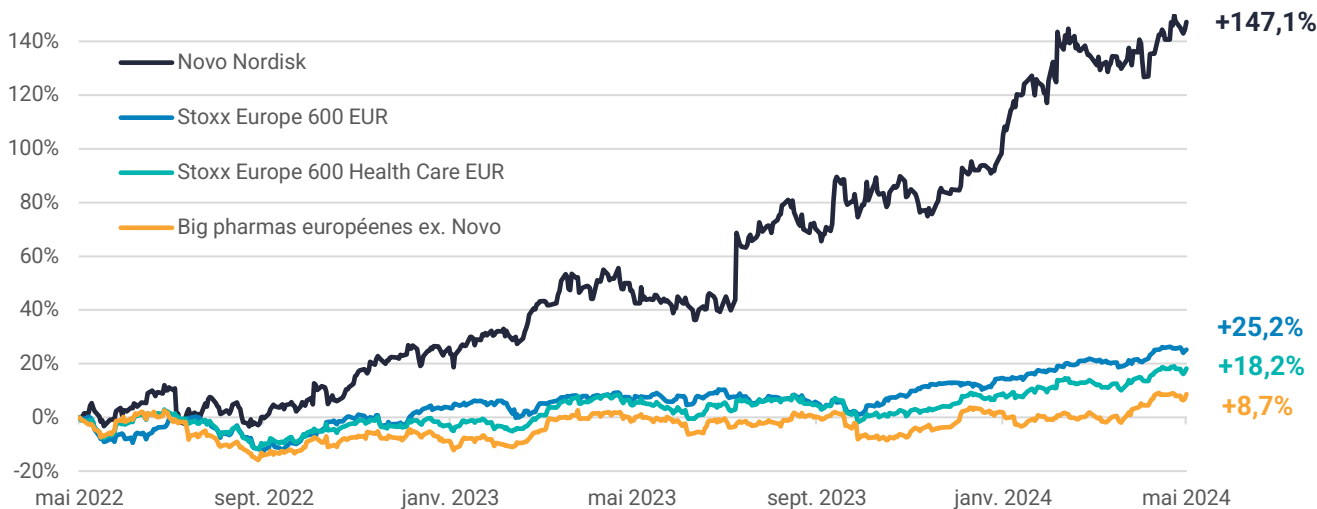


Source : JPMorgan, juin 2024.

Santé : un cycle d'innovation mal intégré par les marchés

Après avoir occupé les devants de la scène lors de la crise du Covid-19, le secteur pharmaceutique a été progressivement délaissé par les investisseurs, au point de connaître une désaffection excessive. Sur deux ans, le secteur affiche une sous-performance significative face au Stoxx Europe 600, qui est encore plus marquée lorsqu'on retire du secteur la performance phénoménale de Novo Nordisk.

Performances (Total Return) | Du 31 mai 2022 au 31 mai 2024



Source : Bloomberg, au 31 mai 2024.

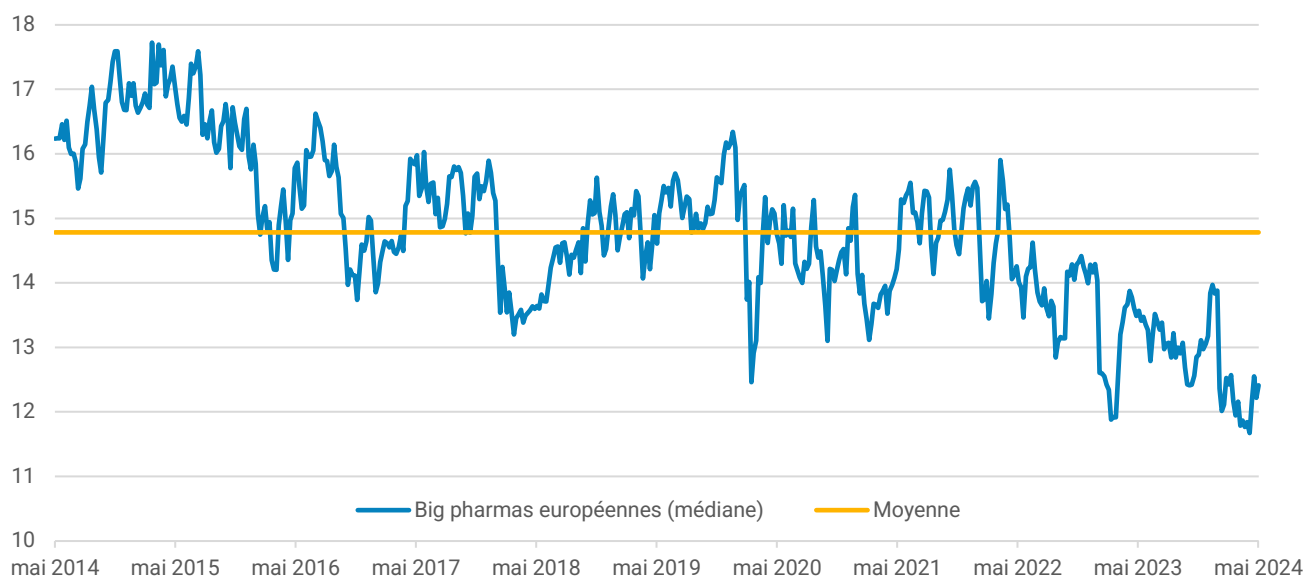
En cause : un financement des biotechs devenu plus difficile qu'auparavant en raison de la hausse des taux, mais aussi des craintes sur les prix aux États-Unis liées à l'approche de l'élection présidentielle et à l'implémentation d'une réforme des systèmes de santé dans le cadre de l'Inflation Reduction Act (IRA). On notera à ce sujet que ces craintes sont sans doute exagérées, puisque la plupart des mesures de cette réforme auront un impact presque neutre pour les laboratoires pharmaceutiques. En s'attaquant principalement aux prix des franchises en fin de vie et non à l'innovation, l'IRA ne cassera pas la forte dynamique de croissance du marché américain. Par ailleurs, l'entrée en application des mesures a lieu de manière très progressive et laisse ainsi le temps aux laboratoires de s'adapter.

En Europe, un autre sujet est venu perturber la trajectoire boursière du secteur pharmaceutique : le « cavalier seul » Novo Nordisk. Jusqu'alors connu pour sa position dominante dans le traitement du diabète, le laboratoire danois a monopolisé l'intérêt des investisseurs avec le succès de son nouveau traitement de l'obésité. Avec près d'un milliard de personnes en situation d'obésité dans le monde selon l'OMS, les débouchés commerciaux semblent en effet colossaux, non seulement comme traitement amaigrissant, mais également comme traitement des nombreuses comorbidités associées à l'obésité. Une redirection des flux dans le secteur s'est ainsi opérée sur Novo Nordisk au cours des deux dernières années, au détriment des autres laboratoires européens qui travaillent pourtant sur des traitements prometteurs.

L'innovation est en effet un moteur de croissance qui tourne à plein régime dans le secteur pharmaceutique. En 2023, la FDA a approuvé un nombre record de nouvelles molécules, et les besoins non satisfaits restent conséquents. Surtout, il est intéressant de noter que les grandes molécules, ou produits biologiques, représentent une proportion grandissante des portefeuilles produits et des essais cliniques des laboratoires pharmaceutiques. Ces grandes molécules sont réputées pour leur structure complexe et leur difficulté à être fabriquées et reproduites sous forme de génériques. Ainsi, pour les laboratoires à l'origine de ces découvertes, l'expiration des brevets ne sera pas associée à une chute des revenus aussi rapide que ce que l'on observe traditionnellement avec les petites molécules en raison d'une concurrence moindre des génériqueurs. Cela devrait constituer une forme de protection des revenus, un sujet jusqu'à présent mal pris en compte par les investisseurs dans la valorisation de certaines sociétés du secteur.

On notera que les valorisations des « Big Pharma » européennes se sont d'ailleurs globalement contractées depuis 10 ans (phénomène de « de-rating »), alors même que les perspectives de croissance des bénéfices par action de ces sociétés sont plus importantes que par le passé, et que le secteur offre un profil défensif et une bonne visibilité qui devraient être des atouts dans un contexte macro-économique incertain.

Secteur pharmaceutique | Valorisations (PE FY+2)



Source : FactSet, au 31 mai 2024.

Article rédigé en date du 20 juin 2024. Ce document n'a pas de valeur précontractuelle ou contractuelle. Il est remis à son destinataire à titre d'information. **Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.** Les analyses et/ou descriptions contenues dans ce document ne sauraient être interprétées comme des conseils ou recommandations de la part de Lazard Frères Gestion SAS. Ce document ne constitue ni une recommandation d'achat ou de vente, ni une incitation à l'investissement. Ce document est la propriété intellectuelle de Lazard Frères Gestion – S.A.S au capital de 14.487.500€ – 352 213 599 RCS Paris 25, RUE DE COURCELLES – 75008 PARIS. Numéro d'agrément AMF : GP-04000068.

A propos du groupe Lazard :

Fondée en 1848, **Lazard** est l'une des principales sociétés de conseil financier et de gestion d'actifs au monde, avec des activités en Amérique du Nord et du Sud, en Europe, au Moyen-Orient, en Asie et en Australie. Lazard offre ses conseils en matière de fusions et acquisitions, marchés de capitaux, restructuration/gestion du passif, géopolitique et autres questions stratégiques, ainsi que des solutions de gestion d'actifs et d'investissement aux institutions, aux entreprises, aux gouvernements, aux partenariats, aux family offices et aux particuliers fortunés. Pour plus d'informations, veuillez consulter le site www.lazard.com.

Lazard Frères Gestion est la société de gestion d'actifs du groupe Lazard en France, spécialisée dans l'investissement dans les valeurs cotées. Elle bénéficie, pour accompagner ses clients, de tous les savoir-faire d'une grande maison de gestion adossée à un puissant groupe international : présence sur toutes les grandes classes d'actifs, implantation sur les zones géographiques majeures, ainsi qu'une équipe de recherche mondiale composée de plus de 100 analystes dédiés à la gestion d'actifs. Pour plus d'informations sur Lazard Frères Gestion, veuillez consulter le site www.lazardfreresgestion.fr.

**SUIVEZ
& PARTAGEZ**
l'actualité de Lazard Frères Gestion



Site Internet
www.lazardfreresgestion.fr



Blog
latribune.lazardfreresgestion.fr



X
[@LazardGestion](https://twitter.com/LazardGestion)



LinkedIn
[Lazard Frères Gestion](https://www.linkedin.com/company/lazard-freres-gestion)