



# MCLEAN CAPITAL

## **Note sur le S&P 500**

Daniel Charron-Drolet

17 octobre 2024



## Note sur le S&P 500

Ce n'est un secret que les fonds négociés en bourse (FNB) qui suivent l'indice du S&P 500 ont obtenu de bons résultats au cours des 10 dernières années. Ce véhicule de placement est naturellement devenu très populaire. Est-ce aujourd'hui encore une bonne idée d'investir dans l'indice du S&P 500?

Le ratio cours/bénéfice (P/E) ajusté prévisionnel de l'indice du S&P 500 véhiculé par les entreprises de données financières est de 21,3. Ce ratio utilise un bénéfice ajusté à la hausse en enlevant des dépenses comme le *stock-based compensation* et même des dépenses corporatives comme celles liées aux acquisitions. Ce même ratio est 29,9 basé sur les bénéfices déclarés des douze derniers mois (DDM).

Que devons-nous faire de ces deux ratios ? Le S&P 500 est-il cher ou justement évalué?

### Croissance attendue

Dans un rapport publié par FactSet, les bénéfices ajustés du S&P 500 devraient croître à un rythme soutenu au cours des prochains trimestres, ce qui nécessite un bon environnement macroéconomique (baisse du coût du capital, hausse de la consommation, hausse de la masse monétaire, etc.) :

- Croissance du bénéfice par action (BPA) de 11 % entre 2023 et 2024;
- Croissance du BPA de 16 % entre l'année civile (AC) 2024 et l'AC 2025.

La croissance moyenne historique depuis 1988 des BPA est de 6,4 %. Avec beaucoup d'incertitudes dans l'économie, l'atterrissage en douceur ou abrupt, les changements dans les taux d'intérêt, l'inversion de la courbe des rendements, l'ampleur croissante des guerres, les élections aux États-Unis entre autres, il pourrait être sage d'avoir des attentes de croissance plus modérées.

Un article publié sur MarketWatch indique que, depuis 1954, les ventes par action du S&P 500 ont augmenté plus lentement que le PIB américain de 0,6 point de pourcentage annualisé. Au cours de la prochaine décennie, le PIB nominal devrait croître de 3,9 % par année, ce qui impliquerait un taux de croissance des ventes de 3,3 %. Si le taux d'imposition historiquement bas et les marges bénéficiaires nettes historiquement hautes restent les mêmes, les bénéfices augmenteront au même rythme que les ventes, soit à 3,3 %.

### Profits attendus

Dans le même rapport de FactSet, les analystes s'attendent à une croissance des revenus de 5,1 % pour l'année civile 2024 et de 5,9 % pour l'année civile 2025, tout en s'attendant à une croissance des bénéfices de 10 % et 15,1 % pour les mêmes années civiles respectives. Cela implique une expansion du bénéfice net de 4,7 % ( $1.10 / 1.051 - 1$ ) au cours de l'exercice 2024 et de 8,7 % ( $1.151 / 1.059 - 1$ ) au cours de l'exercice 2025.

La marge bénéficiaire nette moyenne depuis 1993 est de 7,61 %. Les marges bénéficiaires nettes des DDM sont de 10,45 %, soit 37 % supérieures ( $10.45 / 7.61 - 1$ ) à la moyenne historique. En utilisant les données du paragraphe précédent, à taux d'imposition constant, la marge opérationnelle devrait augmenter de  $\pm 14$  % ( $1.047 \times 1.087 - 1$ ). Est-ce que la tendance de la croissance des marges de profits est durable ?

### Ajustement au ratio P/E

L'objectif de l'analyse des données du S&P 500 réalisé dans cette note est d'essayer de normaliser le bénéfice par action afin de mieux appréhender les performances futures du S&P 500.



## Normalisation des marges bénéficiaires d'exploitation

La marge bénéficiaire moyenne ajustée entre 2014 et 2019 était de 8,90 %, ce qui pourrait sans doute être un meilleur comparable que la moyenne de 7,61 % qui remonte jusqu'à 1993. Pour ramener les marges bénéficiaires au niveau d'avant la Covid, l'ajustement des marges opérationnelles est de  $8,90 / 10,45 = 0,8517$ .

## Normalisation du taux d'imposition effectif

Le taux d'imposition effectif moyen depuis 1993 est de  $\pm 30$  %. Durant les DDM, il s'élève à 17,7 %. Pour ramener le taux d'imposition effectif au taux moyen, des changements réglementaires majeurs sont nécessaires. Même s'il ne serait pas justifiable de s'attendre à ce que le taux d'imposition des sociétés du S&P 500 double, il devrait être plus probable qu'une augmentation du taux de taxation se produise qu'une diminution, étant donné que le taux réel est bien inférieur à la moyenne à long terme.

Si elle est élue, Kamala Harris prévoit d'augmenter le taux d'imposition des sociétés de 21 % à 28 %. Disons que Harris est élue et que le taux d'imposition effectif augmente de 7 %, ce qui implique une moyenne de 25 % (18 % + 7 %) pour le S&P 500 dans les prochaines années. Pour en tenir compte, les bénéfices doivent être multipliés par le fardeau fiscal et divisés par l'ancien fardeau fiscal :  $(1 - 0,25) / (1 - 0,18) = 0,915$ . De futurs impôts plus élevés sous la présidence de Harris ou simplement un retour à la moyenne pourraient rendre cet ajustement une réalité. Après tout, le gouvernement des États-Unis est lourdement accablé par une dette nationale en pleine croissance et il pourrait, à un moment donné, être contraint de changer ses manières de procéder.

## Normalisation des bénéfices

Le bénéfice par action (BPA) ajusté des DDM est de 195,93 \$. En utilisant les ajustements calculés dans cette note, le BPA normalisé des DDM est :

$$195,93 \$ \times 0,915 \text{ (ajustement fiscal)} \times 0,8517 \text{ (marge bénéficiaire normalisée)} = 152,69 \$$$

En utilisant ces bénéfices, le ratio P/E des DDM du S&P 500 est :  $5862 / 152,69 = 38,4$ . Le P/E moyen non ajusté depuis 1988 est de 18,9. Le prix normalisé de l'indice du S&P 500 est de  $18,9 \times 152,69 \$ = 2886 \$$ , ce qui implique une baisse de près de 50 % par rapport au prix actuel.

## Rendre le S&P 500 attrayant

Les grandes sociétés qui sponsorisent le marché des FNB indiciels, comme BlackRock, Vanguard et State Street, souhaitent que les investisseurs continuent d'investir leurs économies dans leurs FNB. Comment parvenir de continuer à vendre des attentes de rendements futurs élevés pour le S&P 500 ? La réponse réside dans le choix du chiffre des gains et le choix de la chronologie de ces gains.

## Les bénéfices

Le ratio P/E est une mesure bien connue et comprise qui permet d'évaluer rapidement la valorisation d'un investissement. Comment est-il possible de manipuler un ratio aussi simple ? Vous ne pouvez pas modifier le prix, car il s'agit d'un chiffre facilement identifiable, mais vous pouvez manipuler les bénéfices.

Le ratio P/E est loin d'être une mesure financière parfaite pour valoriser les entreprises, car le chiffre des bénéfices ne donne pas toujours une bonne image de la capacité réelle d'une entreprise à générer des profits. Cependant, les chiffres des bénéfices selon les principes comptables généralement reconnus (GAAP) sont bien compris et largement utilisés dans la communauté des investisseurs. Quoi qu'il en soit, les entreprises de données financières choisissent plutôt d'utiliser le bénéfice d'exploitation défini comme « les revenus des produits (biens et services), excluant les



dépenses corporatives (fusions et acquisitions, financements, licenciements) et les éléments inhabituels » ainsi que les dépenses en lien avec la rémunération à base d'actions. Ces bénéfices sont en moyenne 14 % supérieurs aux bénéfices GAAP, ce qui se traduit en un ratio P/E inférieur de 14 % en moyenne.

Pourquoi devrions-nous utiliser des bénéfices manipulés pour comparer l'évaluation du S&P 500 ?

## Période des gains

Le ratio P/E du S&P 500 véhiculé dans les médias est généralement le P/E prévisionnel qui utilise les bénéfices des douze prochains mois (DPM) comme dénominateur. Les DPM sont eux-mêmes trompeurs, car les sociétés de données financières démarrent les DPM après la fin du trimestre en cours, même si les résultats du dernier trimestre n'ont pas encore été publiés. À l'heure actuelle, le ratio P/E du S&P 500 véhiculé de 21,3 est calculé en utilisant le bénéfice d'exploitation attendu pour l'année civile 2025 alors que nous venons d'entrer dans le quatrième trimestre 2024 depuis à peine 2 semaines. Notez que la plupart des résultats du dernier trimestre se terminant le 30 septembre ne sont pas encore disponibles.

Le ratio P/E des DDM est de 26,8 en utilisant les bénéfices opérationnels ajustés tel que défini plus tôt.

## Conclusion

Le prix de l'indice du S&P 500 est supporté par les attentes d'une forte croissance des bénéfices, par l'expansion de la marge bénéficiaire nette historiquement élevée et par de bas taux d'imposition effectifs. Ces attentes sont-elles justes et durables ?

Le ratio P/E du S&P 500 véhiculé par les entreprises de données financières peut donner une image trompeuse de l'évaluation relative réelle du S&P 500.

## Références:

Butters, John. (2024, September 27). Earnings Insight. FactSet. <https://www.factset.com/earningsinsight>

Silverblatt, Howard. (2024, September 30). SP 500 EPS EST. S&P Global. [\[https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/additional-material/sp-500-eps-est.xlsx\]](https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/additional-material/sp-500-eps-est.xlsx)

McBride, York, Watson, Garrett and Muresianu. (2024, September 10). Kamala Harris Tax Plan Ideas: Details and Analysis. Tax Foundation. [\[https://taxfoundation.org/research/all/federal/kamala-harris-tax-plan-2024/\]](https://taxfoundation.org/research/all/federal/kamala-harris-tax-plan-2024/)

Hulbert, Mark. (2024, September 28). Higher corporate taxes sinking the S&P 500 isn't your biggest stock market worry. MarketWatch. [\[https://www.marketwatch.com/story/why-a-corporate-tax-hike-wouldnt-sink-s-p-500-profits-and-stocks-e08ef7e7\]](https://www.marketwatch.com/story/why-a-corporate-tax-hike-wouldnt-sink-s-p-500-profits-and-stocks-e08ef7e7)

Congressional Budget Office, June 2024 Economic Projections. [\[https://www.cbo.gov/data/budget-economic-data#4\]](https://www.cbo.gov/data/budget-economic-data#4)