



Une conversation avec...

Steven Bleiberg

Directeur général et
gestionnaire de portefeuille,
TD Epoch

Spectre des styles d'actions

Les investisseurs voient souvent le marché boursier comme étant divisé en actions de valeur et en actions de croissance. Pouvez-vous décrire la différence entre les deux?

La valeur est essentiellement une caractérisation fondée sur le cours. Une action est considérée comme étant « de valeur » lorsque son cours est faible par rapport à sa valeur comptable, ses bénéfices annuels ou ses dividendes, par rapport à d'autres sociétés. Implicitement, ces trois mesures – la valeur comptable, les bénéfices et les dividendes – sont considérées comme représentatives de la valeur intrinsèque d'une société. Moins vous devez payer par dollar de valeur comptable (ou de bénéfices ou de dividendes), plus la « valeur » que vous obtenez est élevée. La croissance, quant à elle, n'a rien à voir avec les cours; elle concerne la rapidité avec laquelle

une société accroît ses revenus et ses bénéfices. Les actions de croissance sont simplement des actions dont les revenus ou les bénéfices augmentent fortement.

Arrive-t-il souvent que des actions passent d'une catégorie à l'autre?

Avant de répondre, je tiens à souligner que la croissance et la valeur, selon les définitions que je viens de donner, ne sont pas vraiment opposées. Une société peut enregistrer une croissance élevée de ses revenus tout en se négociant à un faible ratio de ses bénéfices, remplissant ainsi les critères des deux catégories à la fois. Elle peut aussi ne remplir aucun d'eux! Autrement dit, une société peut afficher un faible taux de croissance tout en se négociant à des ratios d'évaluation élevés. Il n'est donc pas tout à fait exact de penser que les actions se classent toujours dans une seule de ces catégories.

Les fournisseurs d'indices, comme MSCI et Russell, en sont bien conscients et attribuent parfois une action en partie à un indice et en partie à un autre, aussi étrange que cela puisse sembler. Dans ce contexte, oui, il arrive parfois qu'une action passe complètement d'une catégorie à l'autre. À d'autres moments, une action peut passer d'une situation où elle est entièrement incluse dans une seule catégorie à une situation où elle est incluse dans les deux, ou vice versa. Il arrive aussi qu'elle demeure dans les deux catégories simultanément, mais dans des proportions différentes. Un exemple célèbre de l'histoire récente est Meta. Entre septembre 2021 et octobre 2022, le titre a perdu 75 %. Bien que les bénéfices de Meta aient diminué en 2022, cette baisse a été bien moins marquée que celle du cours de l'action, ce qui a entraîné une réduction significative du ratio cours/bénéfice. Ainsi, à la mi-2022, la société a été ajoutée aux indices de valeur après avoir été classée purement comme une action de croissance pendant des années. Toutefois, au milieu de 2023, le titre avait triplé par rapport à son creux et était de nouveau inscrit dans le volet de croissance des indices. Il ne faut pas non plus oublier que les fournisseurs d'indices aiment maintenir sur un pied d'égalité les capitalisations boursières des sous-indices de croissance et de valeur au sein d'un indice plus large, ce qui aura également une incidence sur la façon dont ces décisions de pondération sont prises.

Cela modifie-t-il votre perception de ces sociétés lorsqu'elles passent d'une catégorie à une autre?

En un mot, non. Pensez à l'exemple de Meta que je viens de souligner. La société a-t-elle fondamentalement changé entre 2021 et 2022, ou entre 2022 et 2023? Pas vraiment. De nombreux investisseurs ont paniqué en 2022 face aux répercussions que les changements apportés aux paramètres de confidentialité de l'iPhone d'Apple pourraient avoir sur la capacité de Meta à vendre de la publicité, puis ont décidé en 2023 que cette panique était infondée. Autrement dit, les investisseurs se sont trompés, pourtant nous étions censés croire que Meta était passée d'une société de croissance à une société de valeur à cause de cette erreur. Cela souligne l'utilité limitée de ces deux catégories. Comme je l'ai indiqué plus tôt, croissance et valeur ne sont pas opposées, alors à quoi bon diviser le marché également entre ces deux catégories? Autre chose : on pourrait penser

que les actions bon marché devraient générer des rendements supérieurs au fil du temps, n'est-ce pas? Autrement dit, le fait d'être une action de valeur n'a aucune importance. Toutefois, comme nous l'avons souligné dans notre article intitulé **What Do We Mean When We Talk About Value [À quoi fait-on référence quand on parle de valeur?]**

il y a quelques années, les indices de valeur n'ont pas surpassé les indices de croissance à long terme. Qu'une action soit classée comme étant de valeur ou de croissance n'est donc pas un élément sur lequel nous nous concentrons.

Quelles sont les meilleures façons de classer les actions et de définir la valeur et la croissance?

Posez-vous la question : quel est le but d'une entreprise? L'objectif est de générer des rendements pour les propriétaires de l'entreprise. Le problème avec les indicateurs classiques d'évaluation et de croissance, c'est qu'ils ne donnent littéralement aucune indication sur le type de rendement du capital investi (RCI) que l'entreprise génère, alors qu'en fin de compte, c'est le seul élément qui devrait avoir de l'importance pour les personnes qui ont investi ce capital. Commençons par la croissance – une société est en croissance. Bonne nouvelle! Cela signifie-t-il nécessairement que l'entreprise crée de la richesse pour ses actionnaires? Peut-être, mais peut-être pas. La croissance ne tombe pas du ciel : les entreprises doivent investir pour en générer, en construisant des usines, en recrutant davantage de personnel, et ainsi de suite. Supposons qu'une société investit 1 milliard de dollars et augmente ses bénéfices de 40 millions de dollars. Cela représente un RCI de 4 %. Est-ce que cela a créé de la richesse pour les actionnaires? Si la direction avait remis le capital aux actionnaires au lieu de l'investir, les actionnaires auraient pu investir leur argent dans des obligations d'État sans risque et obtenir un rendement semblable ou supérieur. Le capital a un coût d'opportunité, et toute croissance ne crée pas nécessairement de valeur pour les actionnaires. Le fait de se concentrer uniquement sur la croissance ne permet pas d'avoir une vision complète de la réussite d'une entreprise. Il en va de même pour les indicateurs de valeur traditionnels. Si je vous dis qu'une société se négocie à 10 fois ses bénéfices et qu'une autre se négocie à 15 fois ses bénéfices, est-ce que cela signifie que la première société est moins chère que la deuxième? Encore une fois, peut-être ou peut-être pas.

Comme nous l'avons démontré dans un autre article **The P/E Ratio: A User's Manual [Le ratio cours/bénéfice : Manuel de l'utilisateur]**, le « bon » ratio cours/bénéfice (C/B) d'une société dépend du RCI qu'elle génère.

Une société qui se négocie à 15 fois ses bénéfices peut être sous-évaluée, et une société qui se négocie à 10 fois ses bénéfices peut être surévaluée, non pas en fonction de différences dans ses taux de croissance, mais en raison de différences dans son RCI. En fin de compte, nous croyons que le RCI est véritablement le meilleur indicateur pour comparer et catégoriser les actions.

Maintenant, si vous voulez toujours essayer de classer les actions en fonction d'un indicateur d'évaluation, nous dirions qu'il est essentiel d'utiliser un indicateur de valorisation qui a du sens et qui a fait ses preuves pour déterminer les actions qui surpassent ensuite les attentes. L'indicateur qui répond à ces critères, selon nous, est le rendement des flux de trésorerie disponibles, qui est en réalité lié au RCI de l'entreprise, ce qui en fait une fenêtre sur le RCI. Même si deux sociétés affichent le même bénéfice par action (BPA) et le même taux de croissance, si l'une d'elles a un RCI plus élevé que l'autre, elle peut réaliser cette croissance en réinvestissant moins et, par conséquent, générer plus de flux de trésorerie disponibles que l'autre société. Le livre blanc sur le ratio C/B montre pourquoi la société dont le RCI est plus élevé devrait se négocier à un ratio C/B plus élevé, ce qui signifie que le ratio C/B est d'une utilité limitée lorsqu'il s'agit de comparer les actions. Toutefois, si les deux actions étaient évaluées à leur juste valeur du point de vue des flux de trésorerie actualisés (c'est-à-dire si celle affichant le RCI le plus élevé se négociait à un ratio C/B plus élevé), elles présenteraient en réalité le même rendement des flux de trésorerie disponibles. C'est pourquoi le rendement des flux de trésorerie disponibles est une meilleure mesure de la valeur. Au fil du temps, les actions

affichant les rendements des flux de trésorerie disponibles plus élevés ont largement surpassé, de manière bien plus régulière, les indices de valeur populaires fondés sur les ratios C/B et cours/valeur comptable. (C'était le sujet d'un autre de nos livres blancs, intitulé **Free Cash Flow Works [Les flux de trésorerie disponibles, ça marche!]**)

En tant que gestionnaire de portefeuille, comment faites-vous pour éviter les déviations de style dans vos portefeuilles?

Notre stratégie repose sur quelques principes de base axés sur l'importance du RCI et sur une répartition judicieuse du capital par la direction. En fin de compte, l'intégration d'une action dans notre portefeuille repose sur un exercice de jugement de notre équipe concernant la durabilité de l'avantage concurrentiel de l'entreprise. Nous utilisons toutefois certains outils quantitatifs pour réduire l'univers de placement avant d'exercer notre jugement, des outils qui nous permettent de cibler les entreprises affichant un RCI élevé, des marges élevées et des occasions de réinvestir dans leurs activités. Les outils constituent en quelque sorte un mécanisme de filtrage rigoureux et contribuent à faire en sorte que le portefeuille maintienne toujours un profil de qualité uniforme. Si vous examinez les caractéristiques de style de notre portefeuille telles que mesurées par Style Analytics, vous constaterez que nous affichons, grâce à notre processus, un profil de style particulièrement constant dans le temps.



Solutions de placement mondiales TD représente Gestion de Placements TD Inc. (« GPTD ») et Epoch Investment Partners, Inc. (« TD Epoch »). GPTD exerce ses activités au Canada et TD Epoch, aux États-Unis. Ces deux entités sont des filiales en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. Les renseignements aux présentes ont été fournis par GPTD/TD Epoch à des fins d'information seulement. Ils proviennent de sources jugées fiables. Les graphiques et les tableaux sont utilisés uniquement à des fins d'illustration et ne reflètent pas les valeurs ou les rendements futurs des placements. Ces renseignements n'ont pas pour but de fournir des conseils financiers, juridiques, fiscaux ou de placement. Les stratégies fiscales, de placement ou de négociation devraient être étudiées en fonction des objectifs et de la tolérance au risque de chacun. Les produits de GPTD et d'Epoch TD sont également offerts par l'intermédiaire d'un réseau de distributeurs affiliés et non affiliés. Pour en savoir plus, veuillez communiquer avec nos partenaires de distribution. Le présent document ne constitue pas une offre destinée à une personne résidant dans un territoire où une telle offre est illégale ou n'est pas autorisée. Le présent document n'a été examiné par aucune autorité en valeurs mobilières ni aucun autre organisme de réglementation dans les territoires où nous exerçons nos activités et n'est pas enregistré auprès de ceux-ci. Toute discussion ou opinion générale contenue dans le présent document concernant les titres ou les conditions du marché représente notre point de vue ou celui de la source citée. Sauf indication contraire, il s'agit de points de vue exprimés à la date indiquée et ils pourraient changer. Les données sur les placements, la répartition de l'actif ou la diversification du portefeuille sont historiques et peuvent changer. Les titres mentionnés peuvent constituer ou non un placement actuel d'une stratégie. Toute référence à une société donnée indiquée aux présentes ne constitue pas une recommandation d'acheter, de vendre ou de conserver des titres d'une telle société, ni une recommandation d'investir directement dans une telle société. Le présent document peut contenir des énoncés prospectifs. Les énoncés prospectifs reflètent les attentes et les projections actuelles à l'égard d'événements ou de résultats futurs en fonction des données actuellement disponibles. Ces attentes et projections pourraient s'avérer inexactes à l'avenir, car des événements qui n'ont pas été prévus ou pris en compte dans leur formulation pourraient se produire et entraîner des résultats sensiblement différents de ceux exprimés ou implicites. Les énoncés prospectifs ne garantissent pas le rendement futur et il faut éviter de s'y fier. © Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.