



8 juillet 2020

Depuis l'écllosion de la pandémie de COVID-19, et dans une moindre mesure au cours de la dernière décennie, les actions négociées à de faibles multiples par rapport aux bénéfices, aux flux de trésorerie, au chiffre d'affaires ou à la valeur comptable, souvent appelées actions de valeur, ont eu tendance à sous-performer par rapport à l'ensemble du marché. Sans surprise, cela a conduit à se demander si l'investissement axé sur la valeur demeurerait une philosophie de gestion des portefeuilles efficace.

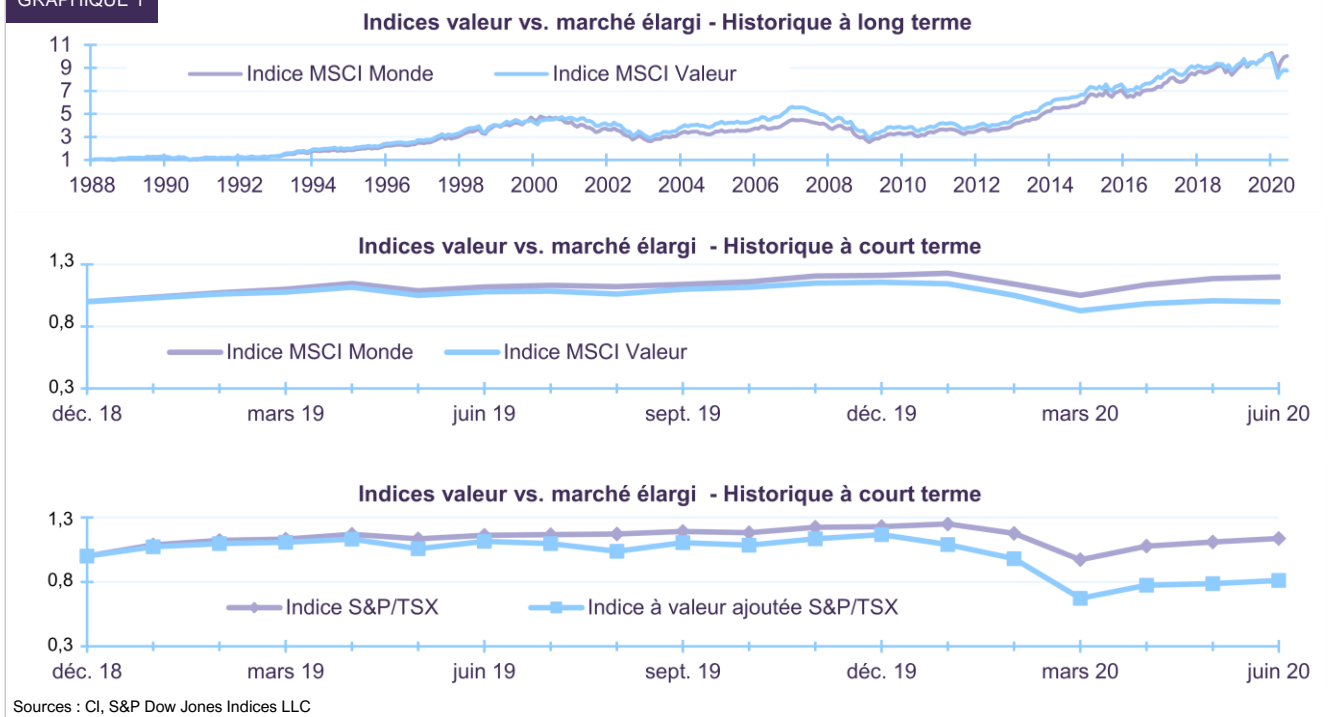
Letko Brosseau est un gestionnaire axé sur la valeur, mais pas au sens strict et classique du terme. Nous jugeons très important de bien connaître les sociétés, les secteurs et les économies dans lesquels nous investissons. Lorsque nous examinons des sociétés, nous nous attachons à déterminer la valeur de leurs activités en étant particulièrement attentifs à leur croissance, leurs concurrents, leurs marges, leur taux d'imposition, leur endettement, leur impact environnemental, leur gouvernance, leurs politiques de rémunération et bien d'autres facteurs fondamentaux. Après avoir ainsi établi la valeur d'une société, nous regardons le cours auquel ses actions se négocient sur le marché. Nous faisons attention au rapport entre la valeur et le cours, dans l'objectif d'investir à un prix justifiable.

Comme l'écrivait Warren Buffett, « lorsque vous magasinez des actions, choisissez-les comme si vous faisiez l'épicerie et non pas comme si vous achetiez du parfum ».

À notre avis, la sous-performance récente et temporaire des titres de valeur par rapport aux actions à multiples cours/bénéfices élevés s'explique par la convergence de plusieurs facteurs, à savoir le lien entre les actions de valeur et l'économie réelle, la baisse des taux d'intérêt et la croissance inhabituelle d'un petit groupe de grandes sociétés technologiques qui ont acquis un poids significatif dans l'indice. Bien qu'elles aient sous-performé depuis 18 à 24 mois, les actions de valeur affichent encore une progression remarquable sur la durée et elles n'ont pas été surclassées par l'ensemble du marché dans une perspective à long terme (voir le graphique 1).

L'investissement axé sur la valeur s'est révélé être une stratégie de placement judicieuse basée sur l'analyse fondamentale

GRAPHIQUE 1





Les actions de valeur ont tendance à être plus fortement associées à l'économie physique : des secteurs comme les matières premières, les finances, le secteur industriel, les transports, et la construction de logements. Au cours des 20 derniers mois, les tensions commerciales sino-américaines et la pandémie de COVID-19 ont eu un impact disproportionné sur ces industries, mais ce n'est que temporaire et elles se redresseront, grâce au rebond de l'économie mondiale suivant la pandémie.

Les taux d'intérêt ont également eu un impact sur la performance relative des actions de valeur. La baisse des taux d'intérêt a profité aux entreprises à croissance stable et à fort effet de levier, comme les services publics, les oléoducs, et l'immobilier. Les taux excessivement bas ont également conduit les investisseurs à accorder plus de valeur aux bénéficiaires lointains, comme ils l'ont fait avec les obligations à long terme, ce qui explique pourquoi certaines actions de croissance se négocient à des multiples très élevés.

GRAPHIQUE 2

Historique des taux d'intérêt américains à long terme



Sources : Bianco Research, Réserve fédérale américaine

Les taux d'intérêt touchent un plancher en 225 ans, proche de 0 % (voir le graphique 2). Bien qu'ils pourraient rester bas encore longtemps pour permettre au monde de se relever de la pandémie, ce ne serait ni bon ni mauvais pour le rapport entre les actions de valeur et de croissance, puisque c'est la variation des taux qui compte plutôt que leur niveau. Pour que l'expansion des multiples se poursuive, les taux devraient continuer de baisser. Les investisseurs qui présument que les taux d'intérêt demeureront très longtemps à leurs niveaux actuels s'exposent à de lourdes pertes lorsque les taux se normaliseront, tout comme les porteurs d'obligations à long terme. La remontée des taux d'intérêt renversera l'effet sur les valorisations.

Nous avons largement immunisé notre portefeuille contre le risque de taux d'intérêt en privilégiant les sociétés qui se négocient à un faible multiple par rapport à leurs bénéfices, flux de trésorerie et chiffre d'affaires et qui versent de bons dividendes.

Enfin, la dernière décennie a connu des bouleversements historiques du commerce de détail traditionnel, des médias et des entreprises informatiques vers des modèles commerciaux basés sur Internet. Les FAANMG (Facebook, Amazon, Apple, Microsoft, Netflix et Google) ont été les bénéficiaires de ces changements et sont aujourd'hui de véritables titans du marché. Ce déplacement des industries traditionnelles a alimenté une forte croissance pour les FAANMG qui se négocient aujourd'hui à un ratio cours/bénéfice (C/B) moyen de 33, une prime significative par rapport au multiple moyen du marché. Au Canada, Shopify, un facilitateur du commerce électronique, se négocie aujourd'hui à un C/B de plus de 2000.



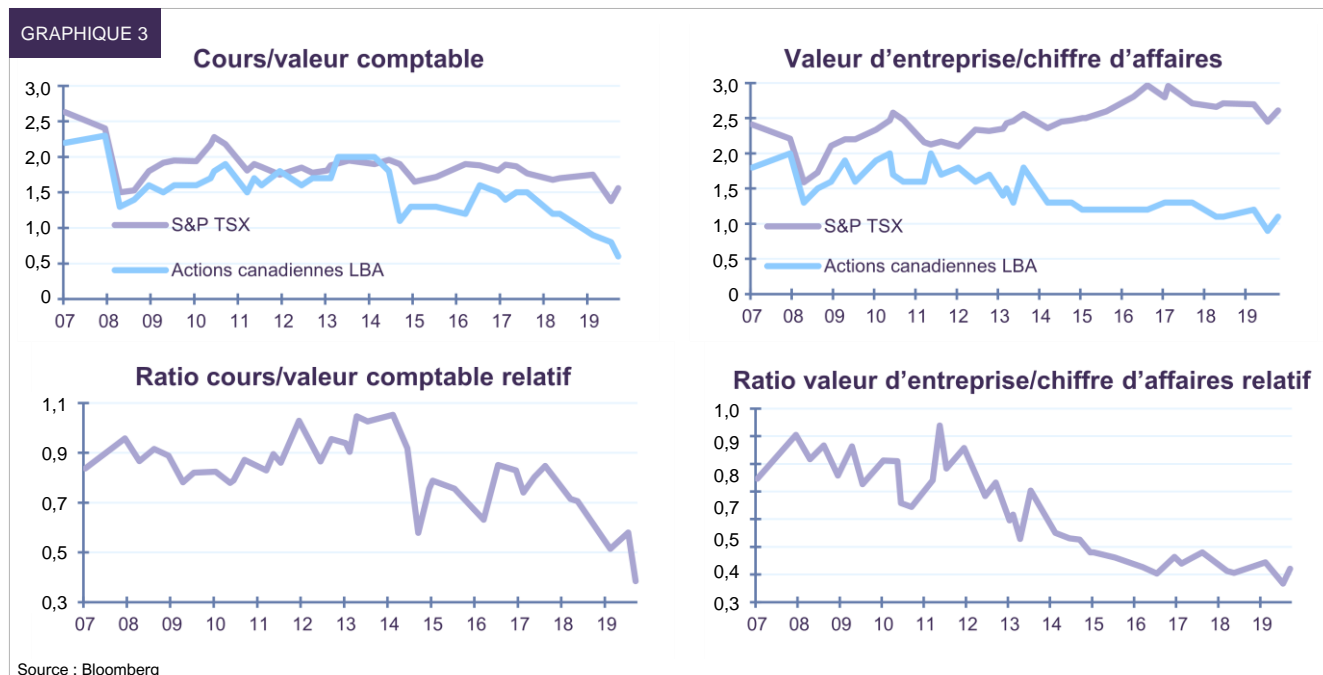
Il est tentant, avec le recul, vu le succès de ces entreprises, de croire que c'était une erreur de ne pas les détenir. Cependant, les valorisations élevées du passé présument une exécution presque parfaite et des parts de marché monopolistiques sur leur marché respectif, ce qui a été remarquablement réalisé. Cela étant dit, il existe d'innombrables exemples d'entreprises qui n'ont pas tenu la promesse d'une croissance soutenue et qui en ont souffert en conséquence. Il suffit de penser à des sociétés comme Nortel, Yahoo!, pets.com, Palm, BlackBerry, AltaVista, Enron ou WorldCom pour comprendre pourquoi nous nous sommes engagés à respecter la discipline consistant à acheter des actions à des prix raisonnables.

Bien que la croissance des FAANMG ait contribué à une grande partie des rendements du S&P 500 au cours de la dernière décennie, cette période a été exceptionnelle. La plupart des décennies ne présentent pas ce type de déplacement technologique et de rendements biaisés. Même aujourd'hui, alors que certaines des FAANMG ont réalisé des bénéfices, le cours de certaines de ces actions continue de refléter une présomption d'améliorations considérables de leurs résultats d'exploitation. Alors que nous sommes propriétaires de Facebook, Google et de nombreux fournisseurs d'Apple, des actions comme Amazon et Netflix se négocient à 78 et 54 fois les bénéfices anticipés de 2021 respectivement.

Les multiples ont souvent tendance à grimper lorsqu'un concept populaire fait de nombreux adeptes; c'est alors que les marchés deviennent risqués. Par exemple, Netflix est arrivée avec une merveilleuse innovation qui a attiré l'intérêt des investisseurs. Par conséquent, son multiple C/B actuel est de 54 fois le bénéfice par action estimé pour 2021, ou, dit autrement, son cours équivaut à 54 années de bénéfices. Nous pouvons nous demander si ce modèle d'affaires est durable et jusqu'à quel point il est à l'épreuve de la concurrence. La question se pose d'autant plus que Netflix est passée de l'achat de contenu au développement de son propre contenu, avec les coûts et les risques que cela entraîne. De nombreux concurrents se profilent à l'horizon, comme Amazon, Disney, HBO, Crave TV et plusieurs autres. À quoi le paysage ressemblera-t-il à l'avenir?

Des analystes justifient le cours de Netflix par la prévision selon laquelle le nombre d'abonnés passera de 183 à 350 millions en cinq ans. Une grande partie de cette croissance est attendue à l'extérieur de l'Amérique du Nord. Sur le marché américain et canadien, où Netflix compte 70 millions d'abonnés, la clientèle continue d'augmenter, mais à un rythme qui a déjà commencé à ralentir.

Un important courtier prévoit que, sans changement aux tarifs mensuels, les marges BAIIA (bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements) doubleront, passant de 20 % à 40 % d'ici cinq ans. Ce courtier estime que l'action se négocierait alors à 18 fois le BAIIA (plus du double de la moyenne du S&P 500), contre environ 50 fois le BAIIA aujourd'hui, d'où un cours de 800 \$. Cela représenterait une amélioration de 64 %, pour un rendement annuel composé de 10 %. Il est frappant de constater à quel point l'activité commerciale, et la rentabilité de la société devront augmenter, et à quel point la valorisation finale devra être relativement élevée, pour que l'action rapporte un rendement annualisé de 10 % sur cinq ans.





Ceci nous a amenés à porter une attention plus soutenue à la valeur dans nos portefeuilles. Par exemple, à 4 % en moyenne, le rendement en dividendes des titres détenus nous procure l'équivalent d'une bonne partie du rendement de Netflix sans dépendre de prévisions de croissance ambitieuses des bénéficiaires. La valeur relative et la valeur marchande totale de nos actions canadiennes a doublé depuis 2008, selon les ratios cours/valeur comptable ou valeur marchande/chiffre d'affaires (voir le graphique 3). En août 2008, les actions canadiennes détenues par LBA se négociaient à 2,3 fois la valeur comptable contre 2,4 fois pour le S&P/TSX, soit à 95 % du multiple du marché. En mai 2020, nos actions se négociaient à 0,6 fois la valeur comptable contre 1,6 fois pour le marché, soit à 40 % du multiple du marché. De même, pendant la même période, le ratio valeur d'entreprise/chiffre d'affaires est passé de 2,0 à 1,1 dans le cas de nos actions et de 2,2 à 2,6 dans le cas du marché, d'où une baisse de la valorisation relative qui est passée de 90 % à 42 %. Malgré le recul de ces multiples, nos actions en portefeuille ont produit un rendement global de 92 % contre 59 % pour le marché. La baisse de valorisation relative ne s'explique donc pas par une croissance plus lente de nos sociétés par rapport au marché, mais par le fait que leurs actions sont devenues moins dispendieuses.

L'importance de la discipline pour obtenir des rendements à long terme

Il est intéressant de noter que la réaction initiale des marchés à la pandémie de COVID-19 a créé une opportunité d'ajouter Facebook et Google à nos portefeuilles. La croissance a de la valeur et, comme nous l'avons déjà dit, nous nous intéressons à la relation entre la valeur et le prix. Notre objectif est d'investir à un prix justifiable.

Nous restons convaincus que notre approche est plus pertinente que jamais, notamment au vu des prix élevés que nous observons dans de nombreuses catégories d'actif, y compris les obligations et les actions. L'insistance sur la discipline des cours a toujours été cruciale pour éviter les bulles. En outre, l'attention que nous portons à la valeur a généré de meilleurs rendements que les investissements de croissance au fil du temps, sauf ces deux dernières années sur la plupart des marchés mondiaux et quelques années de plus aux États-Unis.

Les actions à faible multiple C/B présentent actuellement un escompte important et de fortes possibilités d'appréciation lorsque l'économie se normalisera. En matière de placement, le facteur temps représente toujours un défi, mais la patience a toujours été grandement récompensée. Il s'agit d'un moment et d'une opportunité historiques uniques.

Comme le disait Benjamin Graham, « investir ne consiste pas à battre les autres à leur jeu, mais à contrôler votre propre jeu ».

Le présent document a été préparé par Letko, Brousseau & Associés Inc. à titre indicatif seulement et ne vise pas à fournir des conseils d'ordre comptable, juridique ou fiscal ou des recommandations en matière de placement, et ne doit pas être utilisé comme tel. À moins d'indication contraire, les renseignements qu'il contient sont présentés aux dates indiquées. Bien que ces renseignements soient considérés comme exacts à la date où ils ont été préparés, Letko Brousseau ne peut garantir qu'ils sont exacts, complets et à jour en tout temps.

Lorsque les renseignements contenus dans le présent document proviennent ou sont dérivés de sources externes, les sources dont ils proviennent sont considérées comme étant fiables, mais la société n'en a pas effectué une vérification indépendante. Aucune représentation ou garantie n'est fournie quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou la fiabilité de ces renseignements. Les opinions ou estimations contenues dans le présent rapport constituent notre jugement à cette date et sont sujettes à changement sans préavis. Les rendements passés ne sont pas garants des résultats futurs.

Le présent document peut contenir certaines déclarations prospectives qui reflètent nos attentes actuelles ou prévisions quant à des événements futurs concernant l'économie, les changements du marché et ses tendances. De par leur nature, les énoncés prospectifs sont assujettis, entre autres, à des risques, des incertitudes et des hypothèses concernant les devises, la croissance économique, les conditions actuelles et prévues et d'autres facteurs appropriés dans les circonstances pouvant faire en sorte que les événements, résultats, performances ou perspectives réels diffèrent sensiblement de ceux exprimés dans, ou sous-entendus par, lesdits énoncés. Les lecteurs sont avisés de ne pas se fier indûment à ces énoncés prospectifs.

Les informations de MSCI ne peuvent être utilisées que pour votre usage interne, ne peuvent être reproduites ou rediffusées sous quelque forme que ce soit et ne peuvent être utilisées comme base ou composante d'instruments, produits ou indices financiers. Aucune des informations de MSCI ne vise à fournir des conseils en matière de placements ou une recommandation de prendre (ou de s'abstenir de prendre) une décision d'investissement et ne doivent pas être utilisés comme tel. Les données et analyses historiques ne doivent pas être considérées comme une indication ou une garantie d'une analyse, prévision ou prédiction de performance. Les informations MSCI sont fournies «telles quelles» et l'utilisateur de ces informations assume l'intégralité des risques liés à l'utilisation de ces informations. MSCI, chacune de ses sociétés affiliées et toute autre personne impliquée ou liée à la compilation, au calcul ou à la création d'informations MSCI (collectivement, les «parties MSCI») déclinent expressément toute garantie (y compris, notamment, toute garantie d'originalité, d'exactitude et d'exhaustivité, respect des délais, non-contrefaçon, commercialisation et de convenance à une fin particulière) en ce qui concerne ces informations. Sans limiter la portée de ce qui précède, en aucun cas une partie MSCI ne peut être tenue responsable pour un dommage direct, indirect, spécial, accessoire, punitif, consécutif (y compris, sans limitation, perte de profits) ou tout autre dommage. (www.msci.com).