

Le coin de l'équipe d'investissement

Entretien avec Mark Costa, CFA, membre du comité d'investissement dans les sociétés à petite capitalisation de Brandes et analyste au sein de l'équipe de recherche sur les produits industriels.



Compte tenu du surrendement observé récemment des sociétés américaines à grande capitalisation par rapport à celles à petite capitalisation, nous avons questionné Mark Costa, analyste financier agréé (CFA), pour comprendre les défis et les perspectives du marché des sociétés à petites capitalisations. Il s'intéresse aux tendances du rendement comparatif de ces deux types de sociétés et aux nuances de l'investissement sur les marchés mondiaux. Cet entretien donne un aperçu de l'approche de Brandes pour trouver de la valeur dans les sociétés américaines et mondiales à petite capitalisation. Fort de ses 24 années d'expérience, Mark travaille chez Brandes depuis 2000.

Alors que les actions de sociétés à petite capitalisation ont affiché des rendements à deux chiffres en 2023, celles de sociétés à grande capitalisation ont poursuivi sur leur lancée de plusieurs années avec un surrendement. S'agit-il d'une irrégularité, ou le surrendement des sociétés à grande capitalisation par rapport aux sociétés à petite capitalisation est-il devenu la nouvelle norme?

J'ai étudié l'histoire de l'investissement, je suis moi-même investisseur depuis près de 25 ans, et je suis toujours interpellé par des expressions telles que « la nouvelle norme ». Les sociétés à grande capitalisation ont connu un parcours étonnant, en particulier celles des États-Unis, mais une analyse du rendement du S&P 500 montre que le rendement est généré par les sept géants de la technologie (les Magnificent Seven). Bien qu'il soit impossible de prédire l'avenir, le surrendement des actions de sociétés à grande capitalisation au cours de la dernière décennie nous rappelle des schémas historiques, comme à l'époque des Nifty Fifty et avant la bulle Internet, où des tendances similaires ont été observées avant un retour vers les sociétés à petite capitalisation. Si l'on considère le profil risque-rendement, les actions de sociétés à petite capitalisation ont naturellement tendance à comporter plus de risques et devraient en théorie produire des rendements plus élevés que celles de sociétés à petite grande capitalisation. Cela se reflète dans les données historiques, qui montrent que les actions de sociétés à petite capitalisation ont un rendement supérieur à celles de sociétés à grande capitalisation sur de longues périodes¹.

La dynamique actuelle du marché renforce cet aspect. Sur la base d'indicateurs tels que les ratios valeur de l'entreprise/ventes, cours/bénéfices, cours/valeur comptable et le cours/flux de trésorerie, on observe que l'écart de l'évaluation relative entre les sociétés à grande et à petite capitalisation est proche des extrêmes historiques. En termes absolus, si l'on considère l'indice Russell 2000, ses ratios cours/bénéfice et cours/ventes sont proches de leurs niveaux les plus bas depuis trente ans, ce qui suggère une sous-évaluation significative des sociétés à petite capitalisation.

Il faut également tenir compte d'un aspect comportemental. Les marchés connaissent souvent des phases où les investisseurs démontrent un grand enthousiasme pour certaines classes d'actifs, ce qui entraîne le surrendement de ceux-ci. Cet enthousiasme, même s'il peut être justifié, tend à porter les évaluations à des niveaux tels que les rendements futurs sont anticipés. Par conséquent, un investissement prolongé dans ces classes d'actifs peut entraîner des périodes de sous-rendement lorsque les marchés retrouvent leur équilibre.

À l'inverse, lorsqu'une classe d'actifs n'a pas la cote, comme c'est le cas actuellement pour les sociétés à petite capitalisation, elle offre des occasions d'investissement. Lorsque les entreprises continuent à générer des revenus, des bénéfices et des flux de trésorerie et qu'elles croissent à un rythme plus rapide que celui de l'appréciation du cours de l'action, on peut observer des écarts de valeur que les investisseurs à long terme peuvent chercher à exploiter. En outre, plus la période où cette opinion des investisseurs dure longtemps, plus cet écart peut se creuser. Cette dynamique semble s'exprimer dans l'univers des sociétés à petite capitalisation, qui propose un environnement intéressant pour l'investissement de valeur, caractérisé par une abondance de ce que l'on considère comme des occasions sous-évaluées.

Nous nous concentrons sur l'attrait absolu des sociétés à petite capitalisation; nous ciblons celles qui, selon notre analyse, sont mal évaluées, et qui présentent des modèles d'affaires et des bilans solides pouvant résister aux incertitudes économiques, afin que le potentiel de rendement à long terme puisse s'exprimer.

« Nous nous concentrons sur l'attrait absolu des sociétés à petite capitalisation; nous ciblons celles qui, selon notre analyse, sont mal évaluées. »

Le comité d'investissement dans les sociétés à petite capitalisation de Brandes gère des portefeuilles d'actions de sociétés mondiales, internationales et américaines à petite capitalisation. Quelles sont les similitudes et les différences que vous observez entre les différentes régions géographiques?

Le paysage des sociétés à petite capitalisation varie considérablement d'une région et d'un secteur à l'autre, mais il existe des points communs sous-jacents découlant de l'opinion des investisseurs qui prévaut sur le marché (par exemple, en ce qui concerne les sociétés à grande ou à petite capitalisation, la valeur par rapport à la croissance). On trouve une multitude d'occasions potentielles dans les actions de sociétés à petite capitalisation tant aux États-Unis qu'à l'étranger, notamment des sociétés qui négocient selon des évaluations attrayantes et qui disposent de bilans solides et de modèles d'affaires durables.

Pour ce qui est des secteurs où Brandes trouve le meilleur potentiel de valeur, on trouve un ensemble d'occasions plus attrayantes à l'échelle mondiale, en partie en raison de l'ampleur de la classe d'actifs. En effet, cet ensemble comporte environ 10 000 sociétés à petite capitalisation, donc environ 7 000 en dehors des États-Unis. Depuis, peu d'analystes traitent de ces marchés. Par conséquent, on peut considérer les sociétés mondiales à petite capitalisation comme un très grand étang avec peu de pêcheurs, ce qui peut entraîner des inefficacités et des marges de sécurité plus importantes (la marge de sécurité d'un titre est la décote de son cours sur le marché par rapport à ce que la société estime être la valeur intrinsèque de ce titre).

Une autre différence avec l'univers des sociétés mondiales à petite capitalisation : on y retrouve un plus grand nombre d'entreprises principales – des leaders dans des secteurs importants. C'est particulièrement vrai dans les pays moins peuplés, où une entreprise peut mener sur un marché et être classée comme ayant une petite capitalisation en raison de la taille globale du marché.

Aux États-Unis, l'ensemble des occasions offertes par les sociétés à petite capitalisation est plus restreint (environ 3 000 entreprises) en raison de la taille du pays par rapport au produit intérieur brut mondial. La quantité d'entreprises secondaires y est également plus importante. Nous devons donc bien choisir nos investissements dans les sociétés américaines à petite capitalisation américaine, car plusieurs disposent de modèles d'affaires insuffisants (par exemple, elles fournissent ses produits ou services à un gros client, elles sont au stade de création d'entreprise, ou leur bilan comporte un niveau élevé d'endettement). Bien que l'univers de l'investissement ne soit pas aussi attrayant qu'à l'échelle internationale, nous sommes toujours en mesure de construire un portefeuille fiable avec des choix judicieux. Notre portefeuille d'actions américaines à petite capitalisation se concentre sur des sociétés dont les modèles d'affaires sont durables et les bilans solides, un facteur essentiel sur un marché où de nombreuses sociétés de l'indice Russell 2000 ont augmenté leur endettement et où une grande partie d'entre elles ne génèrent pas de bénéfices positifs. En fait, le ratio emprunt/capitaux propres de l'indice Russell 2000 est de 90 %, et 46 % des sociétés de cet indice ne génèrent pas de bénéfices positifs². Notre portefeuille est composé à 40 % de liquidités nettes, c'est-à-dire que la part de liquidités dans le bilan est supérieure à la part de dettes. Il a un ratio emprunt/capitaux propres de 8 % sur une base globale (à l'exclusion des sociétés financières), et 90 % génèrent des flux de trésorerie positifs.

En résumé, si le marché mondial des actions à petite capitalisation offre un ensemble d'occasions plus intéressantes en raison de sa taille plus importante et de ses inefficacités inhérentes, le marché américain, malgré ses risques, présente des perspectives appréciables pour un investisseur actif et avisé, en particulier compte tenu de la faible opinion qui règne autour des actions à petite capitalisation. Une chose s'applique à l'ensemble de nos portefeuilles d'actions de sociétés à petite capitalisation : nous tentons de découvrir des sociétés potentiellement sous-évaluées qui présentent des données fondamentales fiables.

¹ MSCI, par l'intermédiaire de FactSet. Rendement annualisé pour la période du 1^{er} janvier 2001 au 31 décembre 2023 (l'histoire commune des indices) : indice MSCI Monde : 6,74 %. Indice MSCI Monde des sociétés à petite capitalisation : 8,95 %. Cet exemple hypothétique ne représente aucun placement en particulier. Les résultats réels peuvent être différents des résultats présentés. Les actions des sociétés à petite capitalisation ont connu un rendement inférieur à ceux des sociétés à grande capitalisation sur de courtes périodes. Le rendement antérieur ne garantit aucunement les résultats futurs. Il n'est pas possible d'investir directement dans un indice.

² J.P. Morgan Asset Management, Guide des marchés, 30 juin 2023. Rentabilité au cours du premier trimestre de 2023.

Flux de trésorerie : différence entre la trésorerie qu'une entreprise génère et la trésorerie qu'elle utilise au cours d'une période donnée.

Ratio emprunt/capitaux propres : ratio obtenu en divisant le total des passifs par les capitaux propres.

Ratio valeur de l'entreprise/ventes : la capitalisation boursière plus la dette, la valeur des intérêts minoritaires et la valeur des actions privilégiées, moins le total de la trésorerie et des équivalents de trésorerie, le tout divisé par les ventes annuelles.

Nifty Fifty : nom qui était couramment utilisé dans les années 1960 et 1970 pour désigner un groupe rassemblant les plus grandes sociétés américaines.

Ratio cours/bénéfice : ratio résultant de la division du cours de l'action par le bénéfice par action.

Ratio cours/valeur comptable : ratio obtenu en divisant le cours de l'action par la valeur comptable par action.

Ratio cours/flux de trésorerie : ratio obtenu en divisant le cours de l'action par le flux de trésorerie par action.

Ratio cours/ventes : ratio obtenu en divisant le cours de l'action par les ventes annuelles par action.

L'indice MSCI Monde réunit les actions des sociétés à grande et à moyenne capitalisation des marchés développés.

L'indice MSCI Monde des sociétés à petite capitalisation réunit les actions des sociétés à petite capitalisation des marchés développés.

L'indice Russell 2000 mesure le rendement du segment des sociétés à petite capitalisation de l'univers des actions américaines.

L'indice S&P 500 avec dividendes bruts mesure le rendement des actions de 500 entreprises importantes issues de secteurs de premier plan de l'économie américaine.

MSCI n'a pas approuvé, passé en revue ni produit ce rapport, et n'est responsable d'aucune donnée qui y figure. En outre, MSCI ne fait aucune déclaration ni ne donne aucune garantie, expresse ou implicite, à l'égard de ce rapport. Il est interdit de distribuer les données de MSCI ou de les utiliser comme fondement d'autres indices ou produits financiers.

Les caractéristiques présentées reflètent la situation d'un compte considéré par Brandes comme étant généralement représentatif de la stratégie à la date indiquée. Les comptes ne présenteront pas tous ces caractéristiques en particulier. Les caractéristiques réelles d'un compte donné varieront en fonction de certains facteurs, notamment : i) la taille du compte; ii) les restrictions d'investissement applicables au compte, le cas échéant; iii) les exigences du marché au moment de l'investissement. Les données sont mises à jour sur une base trimestrielle.

Les renseignements contenus dans le présent document ne doivent pas être considérés comme une invitation à acheter ou à vendre des titres. Il ne faut pas présumer que les opérations sur titres, les actifs ou les secteurs mentionnés aux présentes ont été ou seront rentables, ni que les recommandations que nous formulerons, ou les décisions de placement que nous prendrons, dans l'avenir seront rentables ou généreront un rendement égal à celui décrit aux présentes. Les stratégies dont il est question dans le présent document peuvent être modifiées à tout moment, à la discrétion exclusive du gestionnaire de fonds, en fonction des conditions du marché ou des occasions d'investissement. En raison de leur stratégie d'investissement, les portefeuilles Brandes présentent souvent des différences importantes par rapport aux indices de référence en ce qui a trait à certaines caractéristiques comme le risque, la volatilité, la diversification et la concentration. Les investissements dans les marchés internationaux et dans les marchés émergents sont exposés à certains risques, comme la fluctuation monétaire et les changements sociaux et politiques; ces risques pourraient entraîner une volatilité accrue des cours des actions.

Le contenu qui précède reflète les pensées ou opinions de Les Associés en Placement Brandes^{MD} seulement, et peut être modifié sans préavis.

Les Associés en Placement Brandes^{MD} est une marque déposée de Brandes Investment Partners, L.P. au Canada et aux États-Unis.

États-Unis : Publié par Brandes Investment Partners, L.P., 4275 Executive Square, 5th Floor, La Jolla, CA 92037.

Singapour/Asie : DOCUMENT DESTINÉ À L'USAGE EXCLUSIF DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET DES INVESTISSEURS AGRÉÉS. Publié par Brandes Investment Partners (Asia) Pte. Ltd., The Gateway West, 150 Beach Road #35-51, Singapour 189720. Numéro d'enregistrement de la société : 201212812M. ARBN : 164 952 710. Ce document est destiné aux « investisseurs institutionnels » (institutional investors) et aux « investisseurs agréés » (accredited investors), comme définis au chapitre 289 de la Securities and Futures Act de Singapour; il ne doit être distribué à aucune autre personne. Ce document est fourni à titre informatif seulement.

Constituée en société à Singapour en 2012, Brandes Investment Partners (Asia) Pte. Ltd. (Brandes Asie) offre des services de gestion de portefeuille aux investisseurs en Asie (conformément à la législation locale). Brandes Investment Partners, L.P., un conseiller en placement enregistré aux États-Unis et une entité sœur de Brandes Asie, fournit des services de recherche, d'élaboration de portefeuilles, ainsi que d'autres formes de soutien à Brandes Asie.

Irlande/Europe : DOCUMENT DESTINÉ À L'USAGE EXCLUSIF DES INVESTISSEURS PROFESSIONNELS. Publié par Brandes Investment Partners (Europe) Limited, Alexandra House, The Sweepstakes, Ballsbridge, Dublin, D04 C7H2, Irlande. Numéro d'enregistrement en Irlande : 510203. Société autorisée et régie par la Banque centrale d'Irlande.

Canada : Distribué par Les Associés en Placement Brandes et Cie, 6, rue Adelaide Est, bureau 900, Toronto (Ontario) M5C 1H6. Cette communication est fournie à titre informatif seulement. Elle ne doit pas être considérée comme une communication publicitaire ni comme un conseil à l'égard de produits ou de services financiers.