



Trouver d'excellents placements

Introduction

Comment savoir si une entreprise est susceptible de croître de façon rentable au fil du temps? À notre avis, le rendement du capital investi (« RCI ») est un bon indicateur de croissance durable. Nous l'intégrons dans notre approche de placement ascendante rigoureuse, qui vise les sociétés affichant une croissance de leurs activités (c.-à-d. qui améliorent leur capacité à générer des bénéfices à long terme).

Dans le présent article, nous abordons le RCI et la façon dont nous l'utilisons pour repérer les occasions de placement.

Définition du RCI

La hausse du cours des actions et de bons résultats comptables n'indiquent pas nécessairement qu'une société est fondamentalement saine, c'est-à-dire qu'elle est en mesure de maintenir son rendement actuel et de rendre ses activités plus rentables dans l'avenir.

L'évaluation de la façon dont une entreprise améliore sa capacité à générer des bénéfices peut donner une meilleure idée de son potentiel de croissance durable.

Il est important d'aller droit au but, car, régulièrement, le marché évalue mal les cours des sociétés présentant une affectation judicieuse du capital pendant une courte période, créant ainsi une occasion pour les investisseurs rigoureux qui se concentrent sur le long terme.

Nous définissons le RCI comme étant le bénéfice net d'exploitation après impôts d'une société divisé par ses

actifs d'exploitation. Nous préférons le RCI à d'autres mesures comme le rendement de l'actif, qui peut être biaisé par les liquidités excédentaires inscrites au bilan d'une société, et le rendement des capitaux propres (« RCP »), qui est peu fiable lorsqu'on compare deux sociétés ayant des structures de capital différentes.

L'un des inconvénients du RCI est qu'il ne fonctionne généralement pas bien pour les entreprises du secteur des services financiers en raison du levier d'exploitation. Par conséquent, d'autres mesures de rentabilité devraient être utilisées conjointement avec le RCI lors de l'examen des actions liées aux services financiers.

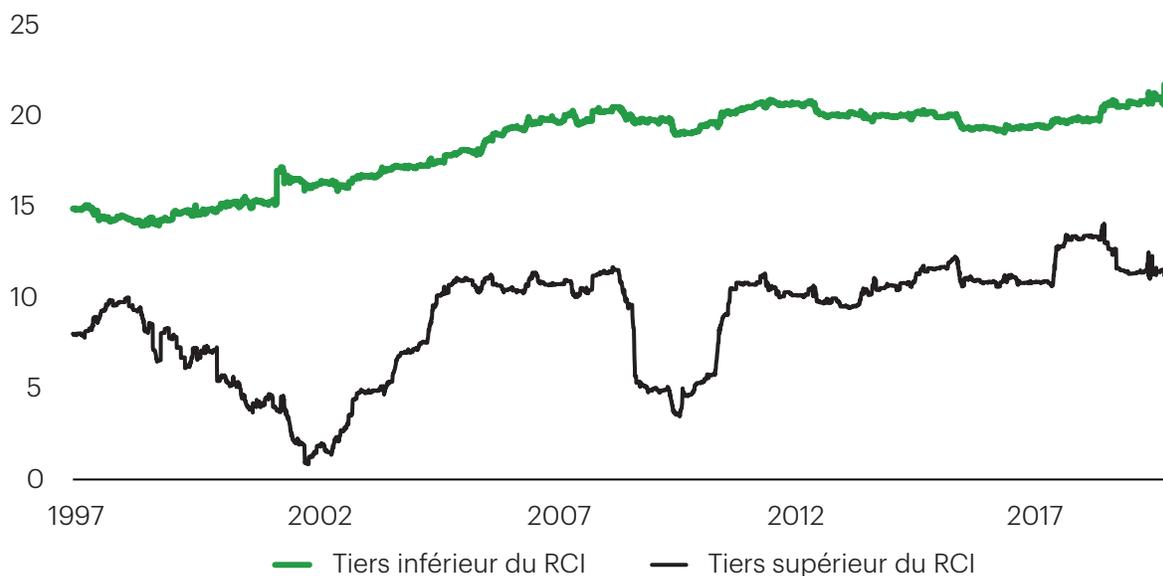
Néanmoins, le marché récompense généralement les sociétés capables d'augmenter régulièrement leur RCI.

Le lien entre le RCI et les forces des entreprises

Dans le passé, les actions de sociétés dont le RCI était plus élevé ont eu tendance à avoir des marges d'exploitation plus élevées et moins volatiles que les actions de sociétés dont le RCI était plus faible (la marge d'exploitation compare le bénéfice d'exploitation d'une société à ses ventes). Un titre dont la marge d'exploitation est plus élevée

offre généralement des avantages concurrentiels considérables, qui se traduisent par un écart important entre les produits et les charges d'exploitation. En règle générale, les variations des marges d'exploitation, positives ou négatives, sont directement liées aux décisions de la direction.

Figure 1 : Marge d'exploitation moyenne du bénéfice avant intérêts et impôts (BAII)

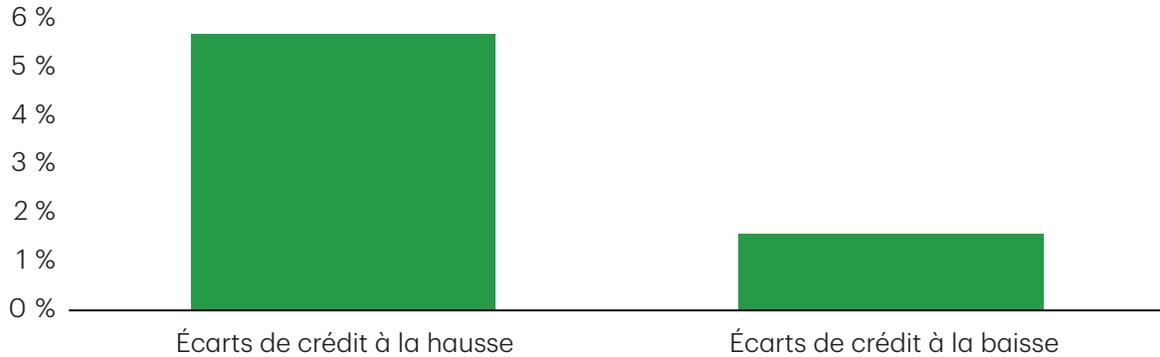


Cette analyse a segmenté l'indice MSCI Monde en trois groupes en fonction du RCI, en resélectionnant chaque mois les sociétés en fonction de leur rentabilité à ce moment. La marge du BAII moyenne a ensuite été calculée pour les 33% supérieurs et les 33% inférieurs de toutes les sociétés. La période examinée va du 1^{er} janvier 2001 au 31 août 2020. Sources : FactSet, Gestion de Placements TD.

En outre, les actions de sociétés dont le RCI est élevé sont généralement plus performantes lorsque les écarts de crédit augmentent par rapport aux faibles niveaux, en fin de cycle et pendant les phases

de récession du cycle économique, et éprouvent des difficultés pendant la phase initiale de la reprise économique (voir la **figure 2**).

Figure 2 : Rendement excédentaire moyen du RCI élevé par rapport à l'indice S&P 500

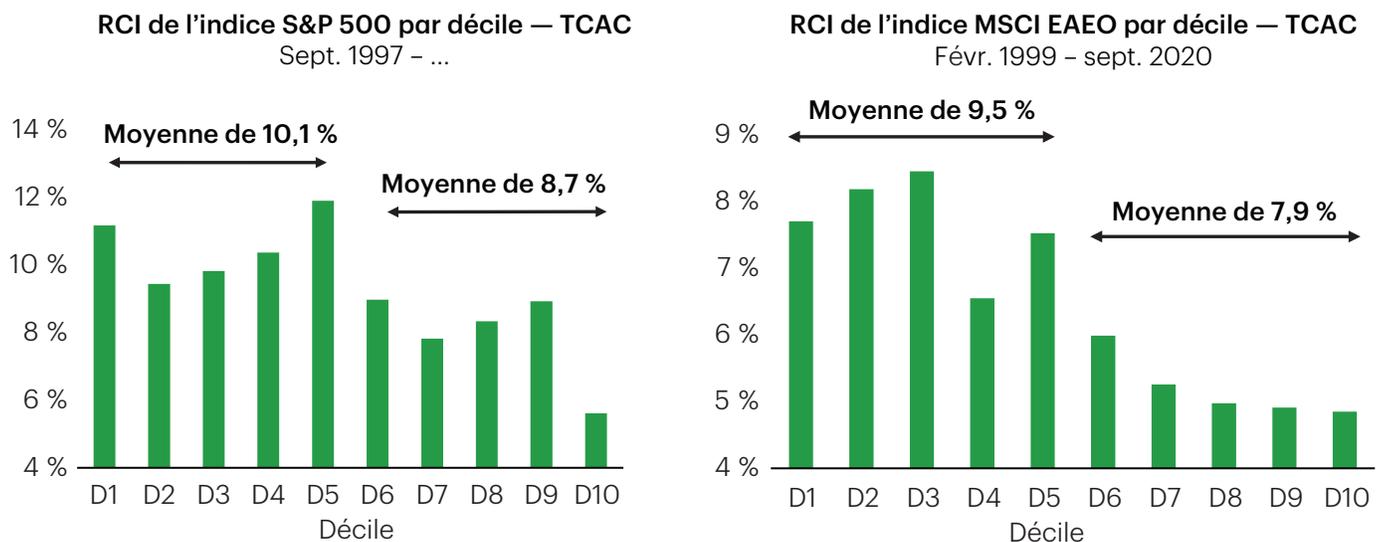


Cette analyse se concentre sur le comportement des sociétés à RCI élevé par rapport à l'indice S&P 500 pendant les périodes de hausse ou de baisse des écarts de crédit. Le portefeuille de sociétés à RCI élevé (détenant les 10% des entreprises les plus rentables de l'indice) a été resélectionné mensuellement, et les écarts de crédit ont été mesurés au moyen de la différence entre le taux des obligations de sociétés américaines notées AAA et le taux des obligations d'État à 10 ans. La période couverte va de septembre 1991 à septembre 2020. La moyenne du rendement dans chaque cas de hausse ou de baisse des écarts a ensuite été calculée. Sources : FactSet, Gestion de Placements TD.

En général, le rendement historique sur les marchés boursiers est plus élevé pour les actions de sociétés dont le RCI est supérieur. Lorsqu'on décompose le rendement du marché des indices de référence S&P 500 et MSCI EAEO en déciles selon le RCI et que l'on examine

les rendements historiques, on constate que les sociétés se situant dans les cinq premiers déciles ont dégagé un meilleur rendement que celles dans les cinq derniers déciles (voir la **figure 3**).

Figure 3 : Rendement du RCI

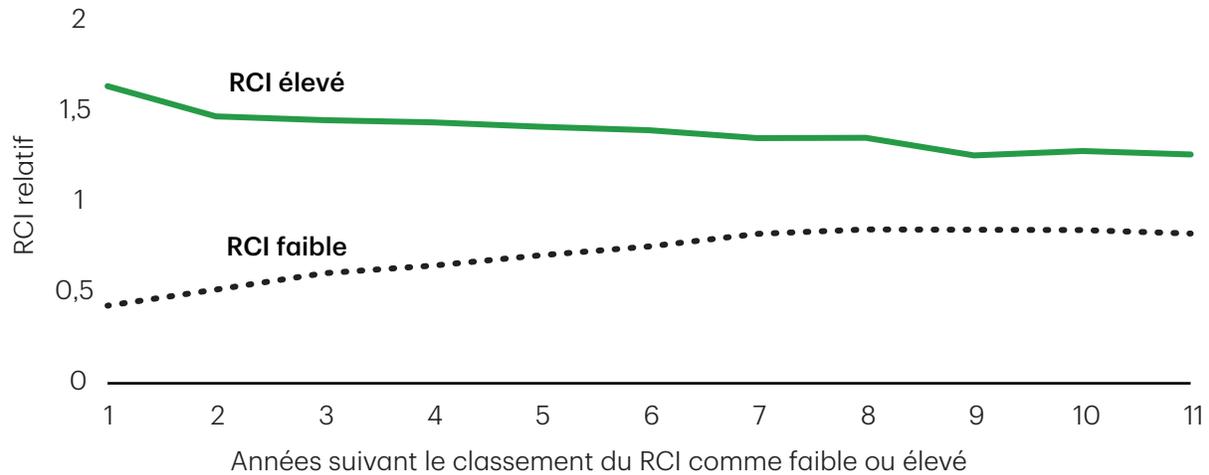


Cette analyse classe les titres de l'indice S&P 500 et de l'indice MSCI EAEO en déciles (10 segments) en fonction du RCI et examine la croissance annuelle composée de chaque décile. Indice S&P 500 de septembre 1997 à septembre 2020 et indice MSCI EAEO de février 1999 à septembre 2020. Sources : FactSet, Gestion de Placements TD.

Enfin, le profil du RCI d'une société est relativement stable dans le temps. Même s'il existe une tendance générale globale de retour à la moyenne du RCI au fil du temps, **les actions de sociétés dont le RCI est plus élevé ont fortement tendance à maintenir leur « prime de rentabilité » pendant au moins 5 à 10 ans par rapport aux actions dont le RCI est faible.** Une étude de Mckinsey & Company en témoigne au moyen de

l'indice S&P 500; elle montre que les sociétés les plus performantes ne reviennent pas à la médiane globale sur 15 ans, et sont en général clairement capables de maintenir un avantage concurrentiel au sein de leurs activités ou de trouver de nouvelles activités où elles maintiennent ou reconstruisent cet avantage¹. Ainsi, le RCI est un bon facteur de sélection pour un investisseur à long terme.

Figure 4 : Par rapport à l'année de référence



Pour cette analyse, deux portefeuilles ont été constitués en janvier de chaque année, de 1990 à 2013, qui détiennent les 10% des entreprises les plus rentables (RCI élevé) et les 10% des entreprises les moins rentables (RCI faible) de l'indice S&P500. Le RCI moyen de chaque panier a ensuite fait l'objet d'un suivi sur une période pouvant aller jusqu'à 10 ans pour évaluer l'évolution de la rentabilité par rapport à l'année de référence. Il en a découlé 23 graphiques de retour à la moyenne du RCI (un pour chaque année), dont la moyenne a ensuite été calculée pour produire le graphique ci-dessus. L'analyse se termine en 2013, faisant en sorte qu'au moins six années de données étaient disponibles pour évaluer le retour à la moyenne. FactSet, Gestion de Placements TD Inc.



Utilisation du RCI par Gestion de Placements TD Inc.

Les paragraphes qui précèdent expliquent pourquoi nous pensons que les actions de sociétés dont le RCI est plus élevé présentent des caractéristiques de résilience du rendement. Nous croyons que notre approche de placement rigoureuse permet de repérer les sociétés dont le positionnement concurrentiel futur est meilleur que ce que laisse entendre le cours actuel des actions. Nous mettons l'accent sur les sociétés affichant une croissance de leurs activités, laquelle peut provenir de tout facteur de croissance qui améliore leur capacité à générer des bénéfices à long terme. Parmi les facteurs de croissance, mentionnons la dynamique des ventes, les gains de parts de marché, les fusions et acquisitions relatives ou la cession d'actifs peu performants, l'amélioration du BAII ou des flux de trésorerie et une capacité accrue d'établissement des prix.

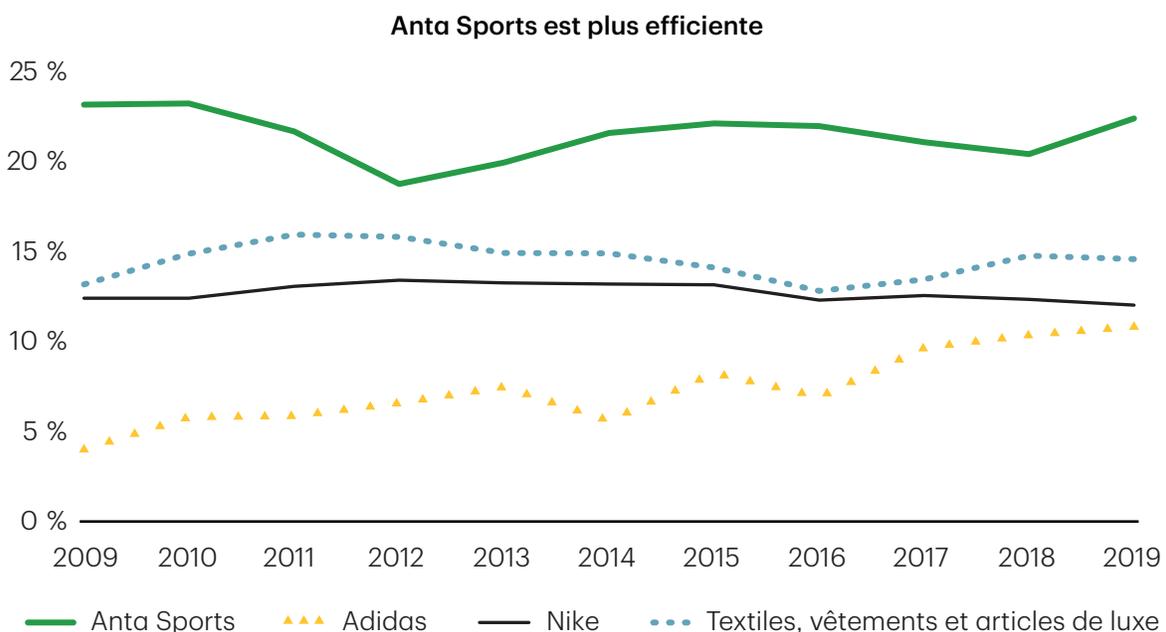
Nous examinons le RCI conjointement avec la croissance bénéficiaire passée, les révisions des bénéfices et les paramètres d'évaluation. Les sociétés dont le RCI est plus élevé ont généralement un avantage concurrentiel fondamental; c'est pourquoi nous utilisons des cadres comme le modèle des cinq forces de Michael Porter² pour évaluer pleinement la vigueur des avantages concurrentiels d'une entreprise. Nous évaluons le pouvoir des fournisseurs et des acheteurs, le niveau de concurrence dans le secteur ainsi que la menace des substituts et des nouveaux joueurs.

Il est essentiel de comprendre le positionnement concurrentiel qui permet une croissance durable, ainsi que d'évaluer la qualité de l'équipe de direction et sa capacité à prendre des décisions en matière de capital. Il est particulièrement utile de comparer les RCI d'entreprises similaires au sein d'un même secteur, car le fait que certains secteurs dégagent des rendements supérieurs à d'autres est pris en considération.

Voici un exemple pour illustrer notre processus. Anta Sports Products (« Anta »), dont le siège social est situé à Quanzhou, est la plus grande société chinoise de vêtements de sport et est entrée en bourse à Hong Kong en 2007. La société tire parti des facteurs macroéconomiques favorables de l'urbanisation massive et de la hausse des salaires des consommateurs chinois, ainsi que de leur adoption des loisirs et du conditionnement physique.

Les produits de base de la société sont fonctionnels, c'est-à-dire qu'il s'agit d'articles de sport à bon rapport qualité-prix, y compris des chaussures, des vêtements et des accessoires, pour le marché intérieur chinois. La société dispose également d'une gamme de produits pour enfants, qui profitera de la fin de la politique de l'enfant unique. L'échelle à laquelle Anta exerce ses activités lui confère un avantage par rapport à ses homologues nationaux; les coûts de publicité,

Figure 5 : Marge d'exploitation du BAII



Sources : FactSet. GPTD. Au 31 décembre 2019.

de recherche et de développement étant fixes, la société peut dépenser plus que ses concurrents pour développer sa marque et améliorer ses produits. La société a été la première au pays à résoudre le problème de niveau élevé des stocks dans son réseau de distribution, et Anta continue d'améliorer son efficacité opérationnelle en réduisant les délais de production et en investissant dans un centre de logistique (voir la **figure 5**).

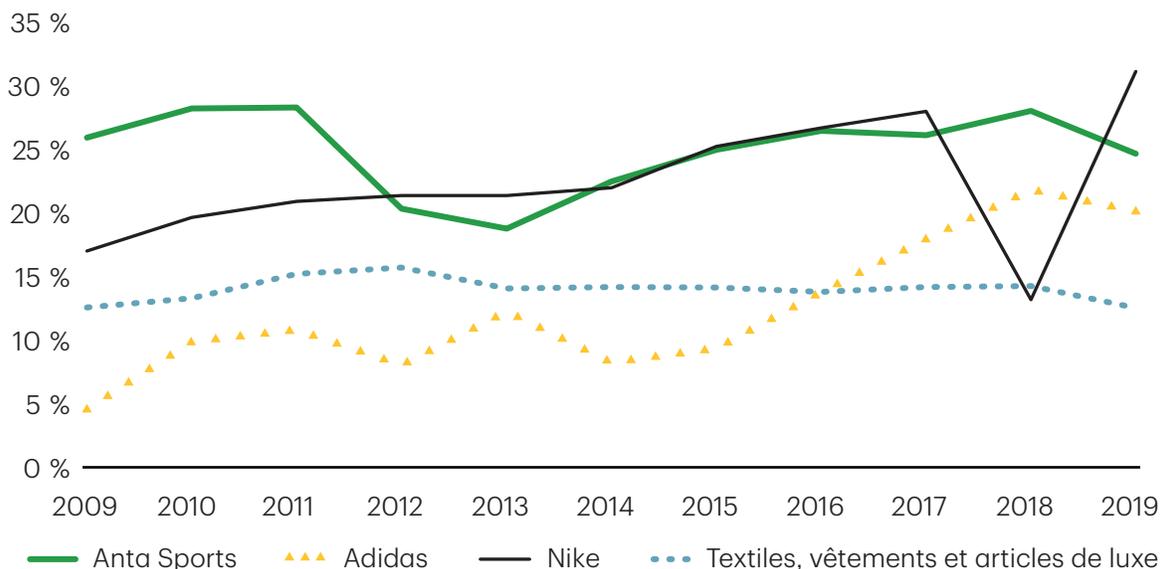
L'équipe de direction d'Anta possède une excellente feuille de route et a réussi à accroître sa part de marché grâce à sa stratégie « omnicanale et multimarque à but unique » et à lancer une stratégie de mondialisation en 2018. La société a élargi son offre de produits en ajoutant à sa gamme multimarques la licence de la marque FILA en 2009, des marques japonaises Descente et Itochu en 2016 et de la marque sud-coréenne Kolon Sport en 2017 et en acquérant en 2019 une participation de 58% découlant de la récente acquisition d'Amer Sports, une société finlandaise d'articles de sport offrant des marques haut de gamme comme Salomon et Arc'teryx. Cette dernière transaction avec Amer Sports

a eu un impact positif dès le départ. Depuis 2009, la part de marché d'Anta sur le marché chinois du sport est passée de 7,2% à 16%³. Il s'agit de la plus importante société nationale chinoise, et elle est au troisième rang en ce qui a trait à la part de marché en Chine, derrière ses concurrents mondiaux Nike et Adidas.

Nous croyons que, grâce aux stratégies prudentes et au positionnement efficace des produits de l'équipe de direction ainsi qu'à sa stratégie multimarques, Anta a effectivement maintenu un RCI de plus de 20% (voir la **figure 6**). Notre tri quantitatif s'est d'abord penché sur les caractéristiques de croissance élevée et sur d'autres facteurs de croissance intéressants, et nos analystes fondamentaux ont examiné en profondeur les moteurs de croissance des bénéfices et la compétitivité de la société dans le secteur avant de procéder à l'acquisition initiale en 2015. Depuis l'achat, la société a été en mesure de maintenir une croissance à deux chiffres de ses produits, et l'action a enregistré une solide performance au sein de nos stratégies d'actions étrangères.

Figure 6 : Rendement du capital investi

Anta Sports affecte le capital de façon plus efficace

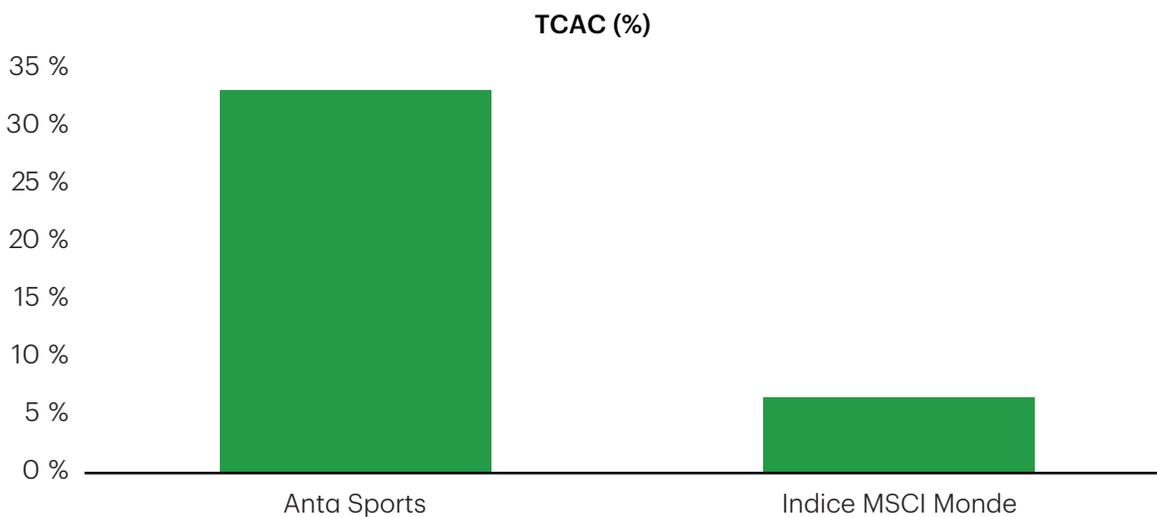


Sources : FactSet. GPTD. Au 31 décembre 2019.

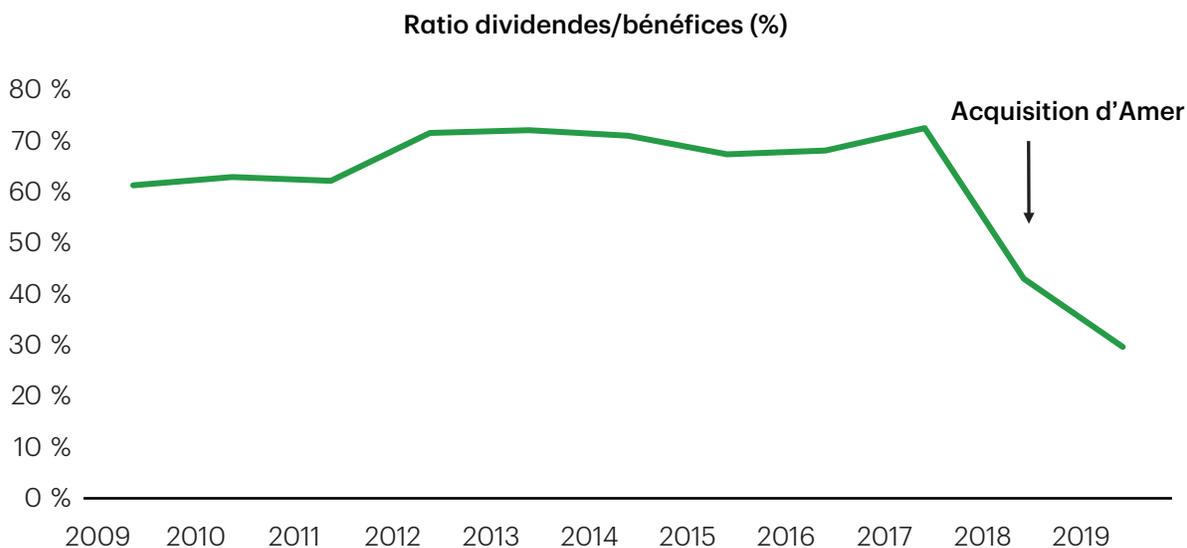
De plus, Anta dispose d'importants flux de trésorerie disponibles, et même si son ratio dividendes/bénéfice est en baisse (voir la **figure 7**), nous avons inclus le titre dans nos stratégies de revenu et de croissance à l'étranger. La société réaffecte son capital dans

Amer Sports pour saisir une occasion de croissance intéressante. La stratégie multimarque de la société est solide et devrait générer à l'avenir un rendement plus élevé pour les investisseurs, ce qui favorisera la croissance des dividendes.

Figure 7 : Anta Sports croît plus rapidement que l'indice MSCI Monde



Au 31 août 2020.



Au 31 décembre 2019.

Sources : FactSet. GPTD.

Conclusion

En conclusion, nous pensons que le RCI est un facteur de croissance important à prendre en considération, car il a une bonne justification économique et peut constituer un bon indicateur de croissance durable. Nous l'intégrons, avec d'autres facteurs, dans notre approche de placement ascendante rigoureuse, qui vise les sociétés qui affichent une croissance de leurs

activités et qui améliorent leur capacité à générer des bénéfices à long terme. Les sociétés dont le RCI est élevé ont généralement des avantages concurrentiels notables, sont en mesure de maintenir un RCI élevé pendant un certain temps et offrent aux investisseurs des rendements financiers durables. ■

Conclusion

Suivez Gestion de Placements TD



¹ Tim Koller, Marck Goedhart, David Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 6^e édition, John Wiley & Sons, 2015 pp. 104-105. L'étude est fondée sur des sociétés non financières américaines dont les produits ont dépassé 1 milliard de dollars (ajustés en fonction de l'inflation) de 1963 à 2013.

² Michael E. Porter, *Competitive Strategy Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, 1998, The Free Press.

³ Les données relatives à la part de marché des vêtements de sport chinois sont tirées de JP Morgan.

Les renseignements aux présentes ont été fournis par Gestion de Placements TD Inc. aux 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. Toutes les marques de commerce appartiennent à leurs propriétaires respectifs. ^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales. Le présent document peut contenir des déclarations prospectives qui sont de nature prévisionnelle et pouvant comprendre des termes comme « prévoir », « s'attendre à », « compter », « croire », « estimer » ainsi que les formes négatives de ces termes. Les déclarations prospectives sont fondées sur des prévisions et des projections à propos de facteurs généraux futurs concernant l'économie, la politique et les marchés, comme les taux d'intérêt, les taux de change, les marchés boursiers et financiers, et le contexte économique général; on suppose que les lois et règlements applicables en matière de fiscalité ou autres ne feront l'objet d'aucune modification et qu'aucune catastrophe ne surviendra. Les prévisions et les projections à l'égard d'événements futurs sont, de par leur nature, assujetties à des risques et à des incertitudes que nul ne peut prévoir. Les prévisions et les projections pourraient s'avérer inexactes dans l'avenir. Les déclarations prospectives ne garantissent pas les résultats futurs. Les événements réels peuvent différer grandement de ceux qui sont exprimés ou sous-entendus dans les déclarations prospectives. De nombreux facteurs importants, y compris ceux énumérés plus haut, peuvent contribuer à ces écarts. Vous ne devriez pas vous fier aux déclarations prospectives. Tous les produits comportent du risque. La notice d'offre contient des informations importantes sur les fonds en gestion commune et nous vous encourageons à la lire avant d'investir. Veuillez vous en procurer un exemplaire. Les taux de rendement indiqués sont les rendements composés annuels totaux historiques incluant les changements dans la valeur unitaire et le réinvestissement de toute distribution. Les taux, rendements et valeurs des parts varient pour tous les fonds. Les données fournies se rapportent aux rendements antérieurs et ne sont pas garantes du rendement futur. Les parts des fonds ne constituent pas des dépôts au sens de la Loi sur la Société d'assurance-dépôts du Canada ou toute autre société d'État d'assurance-dépôts et ne sont pas garanties par La Banque Toronto-Dominion. Les stratégies de placement et les titres en portefeuille peuvent varier. Les fonds en gestion commune de la TD sont gérés par Gestion de Placements TD Inc. Gestion de Placements TD Inc. est une filiale en propriété exclusive de La Banque Toronto-Dominion. ^{MD} Le logo TD et les autres marques de commerce sont la propriété de La Banque Toronto-Dominion ou de ses filiales.