

## Le style valeur est-il toujours pertinent ?

Depuis la crise du crédit, il y a plus de 10 ans, les titres de croissance ont mieux fait que les titres de valeur. L'ampleur et la persistance de la supériorité du style croissance face au style valeur durant cette période amènent plusieurs investisseurs à se questionner sur la pertinence actuelle et future de l'approche valeur. Pour répondre à cette question, on doit tout d'abord retourner à la définition des deux approches et regarder comment elles se sont comportées dans le passé et pourquoi.

### DÉFINITION DES STYLES DE GESTION

Les titres de styles valeur et croissance sont typiquement définis en fonction de leurs multiples d'évaluation (Cours/bénéfices, Cours/valeur comptable, Cours/flux de trésorerie, etc.). Les titres valeur sont ceux dont les multiples (prix) sont plus faibles alors qu'à l'inverse, les titres croissance ont des prix plus élevés. Toutes choses étant égales, on comprend qu'un investisseur rationnel sera prêt à payer plus cher pour une entreprise présentant de meilleures perspectives de croissance des bénéfices. Conséquemment, les titres ayant des multiples d'évaluation plus faibles sont typiquement ceux pour lesquels les attentes de croissance sont plus modestes.

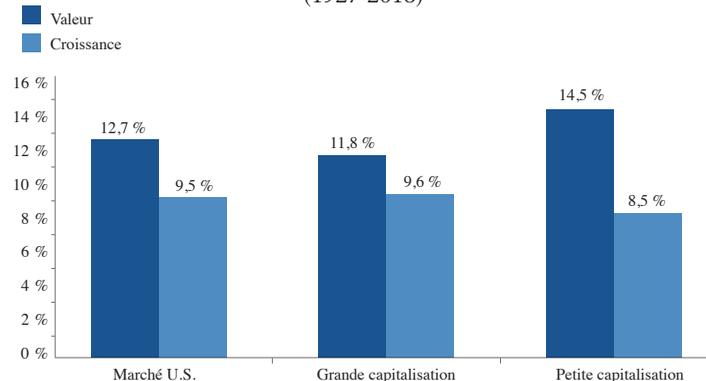
### RENDEMENTS HISTORIQUES DES APPROCHES

Pour la performance à très long terme, on se heurte à des données limitées puisque les indices de style sont relativement jeunes. Heureusement, les professeurs Eugene Fama et Ken French ont reconstruit des portefeuilles de style remontant aux années 1920 en divisant le marché selon les cours/valeur comptable. Ils l'ont notamment fait pour les actions américaines dans l'ensemble et par la taille de la capitalisation boursière.

On remarque que, depuis plus de 90 ans, le style valeur a mieux performé que le style croissance de 3,2 % par année et que pour les entreprises de plus petite capitalisation boursière, un écart de 6 % par année avantage le style valeur.

Comme l'illustre l'historique des 40 dernières années, le style croissance a surperformé récemment, mais ce fut plus souvent le contraire. On peut facilement conclure que sur des périodes plus courtes, les deux styles ont chacun eu leurs moments forts.

Rendements annuels moyens  
Fama-French Growth and Value Indices  
(1927-2018)



Source: Fama French Data  
[http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html)  
Top 30% to Market used for Value and Bottom 30% used for Growth

Rendements relatifs  
Moyennes mobiles 3 ans  
Croissance vs. valeur



Source: Fama French Data  
[http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html)  
Top 30% to Market used for Value and Bottom 30% used for Growth

## L'EFFET VALEUR

On réfère à la surperformance des titres valeur dans le temps comme l'effet valeur : c'est une des anomalies de marché les plus connues dont notre approche a grandement bénéficié.

Bien qu'il soit difficile d'expliquer ce phénomène, l'hypothèse la plus logique repose sur l'existence de biais comportementaux de la part des investisseurs face aux attentes de résultats futurs. L'être humain a tendance à extrapoler le passé récent dans le futur ce qui donne souvent lieu à des décisions irrationnelles.

En extrapolant ainsi, les investisseurs tendent à surestimer les bénéfices futurs des entreprises en forte croissance et à surestimer l'adversité qui attend les entreprises aux résultats décevants.

Ainsi, une approche valeur permet d'éviter d'investir dans des entreprises dont le prix est injustement gonflé par des attentes trop optimistes pour plutôt déployer le capital dans des titres d'entreprises dont le cours a été plombé par un pessimisme excessif.

«La prédiction est un exercice très compliqué, spécialement quand elle concerne le futur.»

Nils Bohr – prix Nobel de physique 1922

## PERSPECTIVES

Historiquement, sur la base du ratio cours-bénéfices, la prime moyenne payée pour les titres croissance relativement aux titres valeur a été de l'ordre de 25 %. Au paroxysme de la bulle technologique du tournant du millénaire, elle s'élevait à 56 %. Au cours de la dernière année, l'accélération de l'engouement pour les titres croissance a fait bondir la prime d'évaluation des titres croissance à des niveaux inégalés (70 %). Ce fort bond de la prime a propulsé le rendement des titres de croissance et, du fait, a contribué à faire mal paraître les stratégies de style valeur au cours de la dernière année relativement aux indices de marché.

Pour la suite, comme rien ne laisse entrevoir des améliorations importantes quant à la justesse des prévisions des investisseurs, nous pouvons présumer que les erreurs comportementales vont persister et que la prime payée pour les titres de croissance se normalisera. Il en résultera un retour du balancier et une surperformance du style valeur.

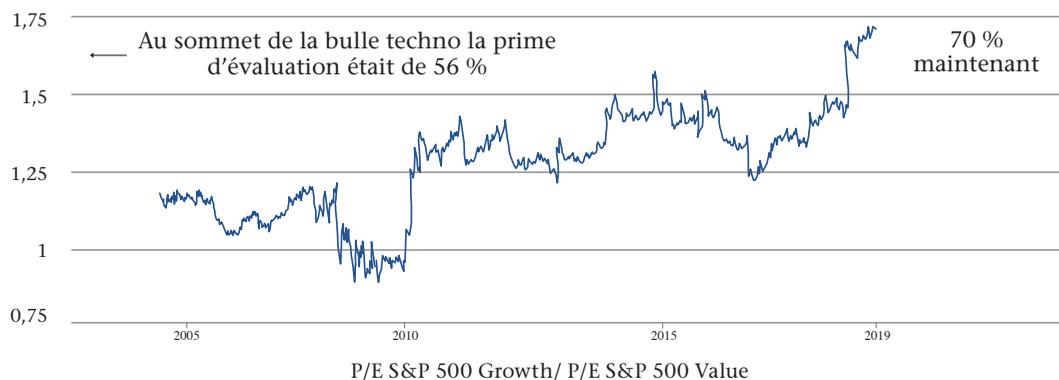
Depuis sa fondation il y a près de 25 ans, notre firme a toujours maintenu la même philosophie d'investissement de style valeur et, ce faisant, a obtenu des rendements

qui se comparent très favorablement aux indices de marchés. Notre philosophie consiste à investir de façon rigoureuse et disciplinée dans des titres se transigeant à des multiples d'évaluation attrayants d'entreprises profitables, solides financièrement et aux flux de trésorerie vigoureux.

C'est ainsi que nous avons maintenu nos convictions depuis nos tout débuts, et que nous nous sommes abstenus d'investir dans les titres de Nortel, Research In Motion et Valeant qui ont tour à tour connu une ascension euphorique et fulgurante jusqu'à devenir le titre ayant la plus grande capitalisation boursière au Canada pour ensuite connaître un recul tout aussi spectaculaire.

Les arbres ne poussent pas jusqu'au ciel et, comme la logique finit toujours par prévaloir sur de longues périodes, nous sommes persuadés que la meilleure stratégie à long terme est de continuer d'investir à juste prix dans des titres d'entreprises profitables, bien capitalisées et génératrices de forts flux de trésorerie. Nous sommes d'avis que le retour du gros bon sens entraînera une normalisation des primes d'évaluation pour les titres croissance et que notre approche valeur offrira éventuellement des rendements supérieurs.

### PRIME D'ÉVALUATION DES TITRES CROISSANCE



## Gestionnaires de portefeuille

[www.allard-allard.ca](http://www.allard-allard.ca)  
T 514 385.9001 F 514 385.9002

9001, boulevard de l'Acadie, bureau 401  
Montréal (Québec) H4N 3H5

  
ALLARD  
ALLARD  
& ASSOCIÉS