

« QUALITÉ ET CROISSANCE » : ANALYSE DE L'APPROCHE DE COMGEST

PAR PETER SHAPIRO, CFA

Peut-être connaissez-vous cette maxime, attribuée à Pablo Picasso, sur ce qui distingue un bon d'un excellent artiste : « Les bons artistes copient, les grands artistes volent ». Chez Comgest, nous pensons que notre style d'investissement crée de la valeur pour nos investisseurs grâce à l'adoption de différentes approches efficaces, dont nous intégrons les nuances à notre propre palette. Notre philosophie d'investissement, fondée sur la croissance de qualité à long terme, ne cadre donc pas exactement avec la classification traditionnelle séparant les valeurs de « croissance » des titres « value » - mais nous n'avons pas l'intention d'en changer.

Nous avons lancé il y a deux ans la publication d'une série de livres blancs détaillant les spécificités de notre philosophie d'investissement, depuis la qualité et la gestion du risque jusqu'à la croissance et la production de trésorerie. Cette édition tente d'établir une ligne directrice entre tous ces articles et de présenter l'argumentaire qui sous-tend notre philosophie.

Priorité à la création de valeur

Pour comprendre notre style d'investissement, commençons par notre objectif et procédons à rebours. Nous nous employons à créer de la valeur pour nos clients de manière pérenne. A cette fin, nous investissons dans des entreprises capables, selon nous, de créer de la valeur pour l'actionnaire de façon durable. En cela, nous ne sommes pas très différents de nombre d'autres investisseurs axés sur les fondamentaux à long terme (même si nous pourrions nous demander combien d'investisseurs procèdent réellement de cette manière). Si l'objectif que nous visons est assez commun, la voie que nous empruntons pour y parvenir, c'est-à-dire le type d'entreprises dans lesquelles nous investissons, l'est beaucoup moins

– tout comme la manière dont je présenterai les moteurs de la création de valeur dans les pages suivantes.

La qualité se fonde sur des avantages concurrentiels durables¹

Dans le domaine de l'investissement, la définition du terme de « croissance » ne fait guère débat (quelque chose croît ou ne croît pas) tandis que la qualité, bien que souvent citée, est un concept plus flou. La qualité des résultats peut ainsi renvoyer à l'accumulation des bénéfices et à la conversion des flux de trésorerie disponibles. La qualité du bilan se mesure généralement, pour les investisseurs, à l'aune du taux d'endettement ou du ratio de couverture de la dette. Le score² de Piotroski, qui couvre les trois types d'états financiers, permet de combiner le tout. Mais si vous interrogez un analyste quantitatif sur la qualité, il risque de faire une réponse autour de la stabilité du retour sur capitaux propres.

Nous pensons que ces divers paramètres reflètent certains aspects de la qualité mais ne constituent pas la qualité elle-même. Selon nous, ce sont les avantages concurrentiels durables d'une entreprise qui en font la qualité. Notre expérience nous montre que ces avantages relèvent d'un nombre restreint de catégories, si bien que la définition d'un avantage concurrentiel réel repose sur des caractéristiques communes à l'ensemble des secteurs et des entreprises. Ainsi, la taille et les économies d'échelle peuvent constituer l'avantage concurrentiel d'une entreprise qui est suffisamment puissante dans son secteur, et auprès de ses

1 Pour en savoir plus sur la qualité et la manière dont elle s'intègre à notre approche de la gestion du risque, lire *Une approche du risque, déclinée en termes biologiques et financiers* sur notre site Internet www.comgest.com.

2 L'article suivant en propose une définition : <http://www.chicagobooth.edu/~media/FE874EE65F624AAEBD0166B1974FD74D.pdf>

fournisseurs comme de ses clients, pour pouvoir exiger de meilleures conditions commerciales. Wal-Mart est en un bon exemple : fort d'un chiffre d'affaires annuel supérieur à 400 milliards de dollars, le distributeur peut requérir des baisses de prix auprès de ses fournisseurs du fait des volumes qu'il achète, tandis que sa taille lui permet de réduire ses coûts unitaires de distribution. De plus, il pratique envers ses fournisseurs des délais de paiements bien plus longs que ceux qu'il exige de ses débiteurs. De la même manière, le spécialiste de la fonderie de semi-conducteurs TSMC, est un excellent exemple de l'avantage qu'offre la taille dans son secteur, notamment lorsqu'elle se double de l'avance que possède TSMC en matière de propriété intellectuelle dans un processus de fabrication complexe, générateur de fortes barrières à l'entrée.

La marque représente un autre avantage concurrentiel qui, même s'il est parfois moins puissant que les autres, n'en joue pas moins un rôle considérable dans des secteurs allant du luxe (Hermès, Richemont) aux boissons (Heineken, Kweichow Moutai) en passant par la distribution (Whole Foods, Fast Retailing). La marque permet d'asseoir son statut vis-à-vis d'autrui ou peut servir de label de qualité orientant les décisions d'achat. Une marque n'est en soi pas toujours suffisante pour préserver un avantage concurrentiel et doit souvent être associée à d'autres sources d'avantages concurrentiels, comme un réseau de distribution difficile ou coûteux à reproduire. Les entreprises disposant de marques reconnues sont toutefois en mesure de les monétiser pour dégager des résultats financiers attractifs.

Un avantage concurrentiel peut bien sûr disparaître. Eastman Kodak jouissait d'une taille et d'économies d'échelle (et d'une marque) enviables à la grande époque de la photographie argentique. Nokia comme BlackBerry ont par le passé dominé le marché des téléphones portables. Aujourd'hui, chacune de ces entreprises n'est plus que l'ombre d'elle-même (quelques rares sociétés, IBM par exemple, parviennent à se réinventer après la perte de leur avantage concurrentiel).

Pour qu'une société soit réellement une entreprise de qualité, ses avantages concurrentiels doivent être durables. Nous consacrons beaucoup de temps à débattre du caractère durable des avantages concurrentiels et de ce qui pourrait leur porter atteinte parce que nous pensons qu'ils déterminent ce que sera une entreprise dans dix ans, et les résultats financiers qu'elle sera en mesure de générer.

La raison pour laquelle les avantages concurrentiels durables sont si importants est qu'ils permettent aux entreprises de continuer de tirer pendant longtemps – pour reprendre la terminologie habituelle de la finance d'entreprise – un rendement du capital investi supérieur au coût du capital. En l'absence d'avantages concurrentiels durables, ce surcroît de rendement serait rapidement rogné par de nouveaux concurrents à l'affût d'une opportunité porteuse (les investisseurs peuvent réussir à profiter au bon moment de ce surcroît temporaire de rendement, mais identifier l'apogée de ces brèves périodes de gloire est difficile). Pour détenir une fraction du capital d'une entreprise pendant longtemps (en suivant une approche « buy-and-hold »), il nous faut être très confiants dans la capacité de son activité à produire des performances solides sur le long terme. Les avantages concurrentiels durables en sont la seule garantie.

Toutes les croissances ne se valent pas³

La « croissance » à laquelle renvoie l'investissement axé sur la « croissance de qualité » est bien plus facile à expliquer de manière superficielle, dans la mesure où le concept de « croissance » est un concept bien mieux compris et largement débattu. Les entreprises parlent de vendre des activités à faible croissance pour se recentrer sur des marchés à plus forte croissance et les investisseurs tentent de prédire le taux de croissance de certaines lignes du compte de résultats.

³ Pour en savoir plus sur l'importance que revêt la croissance chez Comgest, lire l'article de Pierre Lamelin, *Gestion croissance : tout commence par le chiffre d'affaires*, sur notre site Internet www.comgest.com.

Vu la manière dont les investisseurs parlent de la croissance, il semble aller de soi, dans le monde de l'investissement, que la croissance est une bonne chose, et qu'une croissance plus forte encore ne peut pas nuire. En réalité, tout dépend de ce que « coûte » cette croissance, c'est-à-dire du montant du capital qu'il faut investir pour la maintenir. Cela revient à se demander dans quelle mesure cette croissance est « consommatrice de capital », et la manière classique de répondre à cette question est d'étudier le retour sur capitaux investis marginal (ROIIC) et de le comparer au coût moyen pondéré du capital (WACC).

Plus simplement, la croissance est une bonne chose si elle s'accompagne d'un ROIIC supérieur au WACC de l'entreprise ; en revanche, si le ROIIC est inférieur au WACC, alors la croissance détruit de la valeur. Dans ce dernier cas, plus une entreprise croît rapidement, plus elle détruit de valeur. À l'inverse, dans le cas où le ROIIC dépasse le WACC, plus la croissance est forte, plus la création de valeur est élevée.⁴ En termes de ROIIC, la croissance peut être conceptualisée d'une autre manière encore : « L'essence de la « croissance » n'est pas l'expansion, mais la possibilité d'investir des quantités importantes de capitaux à des taux de rendement supérieurs à la « normale » [c'est-à-dire, au coût du capital] ».⁵ J'apprécie cette formulation parce qu'elle reflète la réalité de la plupart des entreprises : la croissance est coûteuse en capital et comprendre comment les dirigeants vont utiliser l'argent des actionnaires vous donne une idée de l'avenir de l'entreprise. En définitive, toutes les croissances ne se valent pas.

Ainsi, j'envisage la croissance comme un agent accélérateur : une croissance plus rapide

4 Il existe d'autres manières d'appréhender la création de valeur. Lire par exemple, l'article d'Alistair Wittet, *Cash Is King et le roi n'a pas d'héritier*, sur notre site Internet www.comgest.com. Alistair aborde le concept d'une manière différente de la mienne, mais les deux approches parviennent à la même conclusion.

5 Miller, Merton and Franco Modigliani, *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, *Journal of Business*, Vol. 34, n° 4, octobre 1961, 411-433.

signifie une création de valeur plus rapide pour les actionnaires d'entreprises solides, mais une destruction de valeur plus rapide pour les actionnaires d'entreprises médiocres. C'est pourquoi associer la croissance à une préférence pour la qualité constitue une garantie quasiment universelle de « bonne » croissance, puisque, par définition (ou du moins selon la nôtre), la qualité renverra à un ROIIC supérieur – voire parfois très supérieur – au WACC. C'est pourquoi il est important de comprendre que la stratégie de Comgest associe croissance et qualité. Nous ne visons pas la croissance pour la croissance ; si nous visons la croissance c'est parce que lorsqu'elle se double d'un business model robuste et d'un retour sur capitaux investis marginal attrayant du surcroît de capital investi, elle doit normalement accélérer la création de valeur.

Citons quelques exemples en guise d'illustration. Essilor, le fabricant de verres ophtalmiques qui figure dans les portefeuilles de Comgest depuis la fin des années 1990, affiche depuis longtemps croissance rapide et création de valeur élevée. Sur les dix dernières années, il a régulièrement généré un retour sur capitaux investis (ROIC) de 10 à 20 %, doublé d'une croissance de 10 % (5 % en termes organiques) de son chiffre d'affaires et d'une hausse du BPA supérieure à 12 %. Ces excellentes performances reposent sur différents facteurs : Essilor est à la pointe de l'innovation dans son secteur ; il a cherché à se rapprocher de ses clients via l'intégration verticale ; il a précocement identifié les marchés émergents à forte croissance et en a tiré un avantage du premier entrant ; enfin, il s'est diversifié en ciblant des marchés contigus étroitement liés à son cœur de métier et présentant un risque relativement faible. À l'inverse, un groupe comme Tesco, le distributeur britannique, s'est aventuré hors de ses marchés stratégiques et a consacré énormément de capital à la quête de relais de croissance qui se sont finalement révélés décevants, ce qui a entraîné l'effondrement de la rentabilité de l'entreprise qui, pour compenser, s'est livrée à une

politique comptable de plus en plus agressive.

Mesurer la création de valeur d'une entreprise exige d'adopter une approche de long terme⁶

Une entreprise à croissance rapide dont la rentabilité du capital est attrayante présente un certain intérêt si elle peut se maintenir en l'état pendant une année, mais devient bien plus intéressante si elle peut le faire durant cinq ans. Sa valeur est encore beaucoup plus élevée si elle parvient à rester sur cette voie dix ans ou plus. Certains portefeuilles de Comgest conservent leurs investissements pendant des décennies. Il s'agit d'entreprises qui se sont révélées capables d'accumuler de la valeur pour leurs actionnaires de manière substantielle année après année, leurs avantages concurrentiels s'avérant bien plus durables que ce sur quoi le marché tablait.

L'investissement axé sur les fondamentaux – quel que soit le type retenu - peut avoir ceci de frustrant qu'à court terme, la force ou la faiblesse sous-jacente d'une entreprise peut être masquée par le cycle économique ou tout simplement, par la chance. En l'absence d'une évaluation dans la durée de la performance de l'entreprise, il est alors très difficile de saisir sa capacité d'accumulation de valeur commerciale.

Les entreprises qui ont prouvé qu'elles possédaient des avantages concurrentiels durables peuvent offrir aux actionnaires des bénéfices considérables sur le long terme. Ainsi, Coca-Cola, entreprise cotée, jouit depuis près d'un siècle d'un avantage concurrentiel durable, affichant un rendement bien supérieur au coût du capital, enregistrant depuis de nombreuses années une croissance rapide de son BPA et distribuant de plus en plus de dividendes. Mais seule une évaluation dans la durée de l'entreprise met au jour ces points forts. De fait, malgré un historique de performance excellent sur le long terme, Coca-Cola a connu des passages à vide, comme lors de l'introduction du « New Coke » au milieu des années 1980.

⁶ FoAu sujet de l'horizon d'investissement, lire *Investir sur le long terme à l'ère du court-termisme* sur notre site Internet www.comgest.com.

Se focaliser sur cet épisode empêcherait un investisseur de voir l'essentiel : le fait que l'entreprise crée de la valeur pour l'actionnaire à un rythme impressionnant depuis des décennies.⁷

Création de valeur par l'entreprise : qualité, croissance et long terme

Ces trois éléments – la qualité, la croissance et l'horizon temporel – constituent les axes naturels d'une philosophie d'investissement parce que nous pouvons lier directement la valeur d'une entreprise :

1. à l'écart entre le rendement du capital et le coût du capital (c'est-à-dire, à sa qualité) ;
2. au volume de capital qu'elle peut investir en offrant ce type de rendement attrayant et donc, à sa capacité à croître rapidement et efficacement (sa croissance) ; et
3. à la période durant laquelle elle peut conserver ce profil (son horizon temporel). Cette période peut être appréhendée comme la durée de l'avantage concurrentiel, parfois nommée la « période d'avantage concurrentiel » ou CAP (*competitive advantage period*)⁸

En fait, nous pensons que la création de valeur s'appuie sur un quatrième élément : les aspects environnementaux, sociaux, de gouvernance (ESG) mais aussi de culture de l'entreprise – nous ajouterions donc un « C » à l'acronyme. Les critères ESG affectent les trois premiers éléments de manière plus ou moins facile à déceler de prime abord, mais ils peuvent jouer un rôle déterminant (je ne les traiterai pas de façon approfondie ici car mon collègue Sébastien Théveux-Chabuel publiera bientôt une analyse détaillée de la manière dont ces critères s'intègrent à notre processus d'investissement).

⁷ Lire l'étude de cas sur la création de valeur chez Coca-Cola dans l'article d'Eric Voravong *L'énigme de la croissance à long terme* sur notre site Internet www.comgest.com.

⁸ Pour en savoir plus sur la période CAP, lire par exemple Mauboussin, Michael and Paul Johnson, *Competitive Advantage Period; The Neglected Value Driver*, Recherche Credit Suisse First Boston, 14 janvier 1997. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/eqnotes/cap.pdf>

Pour mieux comprendre ce cadre de la création de valeur, nous allons prendre un exemple générique, dans lequel la « valeur » de l'entreprise sera exprimée en termes de PER (ratio cours/bénéfice) « justifié » lequel, compte tenu des postulats en matière de flux de trésorerie futurs et de capital nécessaire à la production de ces flux (montant et calendrier des entrées et sorties de fonds), générera un rendement égal au taux d'actualisation. Nous pouvons bien sûr traduire ce PER justifié générique en un cours par action, en toutes circonstances, en multipliant le PER par un BPA donné. Observons de plus près les relations entre les deux premières variables, écart de rendement et taux de croissance, dans le cadre d'une période CAP stable, pour comprendre comment évolue le PER justifié lorsque ces variables augmentent ou diminuent (cet exemple se fonde sur un financement à 100 % en fonds propres, avec un coût du capital de 8 % et une période de prévision/CAP de 15 ans).

Croissance bénéficiaire	10%	NS	12.5x	22.4x	25.7x
	8%	NS	12.5x	19.4x	21.8x
	6%	3.3x	12.5x	17.1x	18.6x
	4%	7.1x	12.5x	15.2x	16.1x
		4%	8%	16%	24%
		Rendement du capital investi			

Graphique 1 : Le PER justifié dépend des rendements et de la croissance*

Source : Crédit Suisse. NS = Non Significatif

* Précision concernant le Graphique 1 et les Graphiques 2 et 3 dans l'annexe : la « croissance » désigne l'augmentation du résultat opérationnel net après impôt, qui équivaut à la croissance bénéficiaire en l'absence de bénéfices ou pertes non opérationnels, avec une structure capitalistique composée à 100% de fonds propres (correspondant à la croissance du BPA sur la base d'un nombre d'actions constant). Le « rendement du capital investi » renvoie ici au ROIC global et non au ROIC.

Dans le Graphique 1, l'axe des abscisses illustre le rendement du capital. Un écart de rendement nul (ROIC = WACC = 8 %) signifie que l'entreprise génère un rendement du capital investi égal au coût du capital, et le PER justifié (12,5x) est égal à l'inverse du coût du capital (8 %). C'est là notre point de départ.

Si l'écart de rendement est positif (ROIC > 8 %), alors le PER justifié sera plus élevé, mais s'il est négatif (ROIC < 8%), le PER justifié sera inférieur. Plus l'écart est élevé, plus l'impact est important, ce qui est logique puisqu'à taux de croissance constant, un rendement supérieur signifie que le besoin en capital est plus faible.

L'axe des ordonnées (graphique 1) illustre le taux de croissance. Lorsque l'écart de rendement est nul, l'évolution du taux de croissance est sans importance. En revanche, lorsqu'il n'est pas nul, l'évolution du taux de croissance importe : plus l'entreprise croît rapidement, plus l'impact sur le PER justifié est élevé. Lorsque l'écart de rendement est négatif, une croissance plus rapide signifie que la valeur de l'entreprise diminue plus vite – ce qui va de soi, puisque ce scénario revient à investir davantage de capital dans une entreprise qui en détruit. Dans le cas d'un écart de rendement positif, une croissance plus rapide signifie que la création de valeur s'accélère.

L'annexe propose une analyse plus détaillée des relations entre PER justifié, rendement, croissance et CAP.

Ignorée des spéculateurs, la valorisation est cruciale pour tout investisseur

Je n'ai pas encore abordé la question de la valorisation. Si nous ne mentionnons pas de manière explicite la valorisation dans notre description de la croissance de qualité, nous indiquons que nous achetons des actions « à un prix raisonnable », et la valorisation est une composante essentielle de notre approche⁹. En fait, la valorisation est, à nos yeux, le facteur essentiel de différenciation entre l'investissement et la spéculation. La différence entre l'investissement et la spéculation peut être abordée de diverses manières,¹⁰ mais ma préférence va aux définitions suivantes :

⁹ Un prix raisonnable pour une action pourra naturellement être totalement disproportionné pour une autre. Une entreprise au multiple élevé capable de produire beaucoup de valeur sur une très longue période pourra constituer une bonne affaire, tandis qu'une entreprise au faible multiple, incapable d'en faire autant, sera peut-être largement surévaluée.

¹⁰ Lire à ce sujet <http://blogs.cfainstitute.org/insideinvesting/2013/02/27/what-is-the-difference-between-investing-and-speculation-2/>



investir consiste à avoir une idée de la valeur de quelque chose, et à l'acquérir à un prix inférieur à cette valeur ; spéculer consiste à croire que quelqu'un d'autre sera prêt à vous acheter un actif à un prix plus élevé que celui que vous payez.

L'investissement repose sur l'analyse fondamentale de la valeur intrinsèque de l'actif, au moyen de la valeur actualisée des flux de trésorerie qu'il produira. Ce n'est pas le cas de la spéculation, qui nécessite seulement d'être convaincu de l'évolution future du prix d'un actif. Cette définition est conforme à celle de John Maynard Keynes qui, dans sa *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (1936) désigne « par le terme « spéculation », l'activité qui consiste à prévoir la psychologie du marché et par le terme « entreprise » [qu'il utilise en référence à l'investissement], celle qui consiste à prévoir le rendement escompté des capitaux pendant leur existence entière ». La différence entre la valeur intrinsèque d'un actif et le prix payé pour cet actif est la marge de sécurité de l'investissement. Il me semble regrettable que cette « marge de sécurité » paraisse uniquement associée à ceux qui se décrivent comme des investisseurs purement axés sur la valeur, dans la mesure où elle est en fait cruciale pour tout investisseur (par opposition aux spéculateurs), quelles que soient les caractéristiques de l'actif considéré.

La meilleure façon d'aborder la valorisation est de la voir comme la synthèse d'anticipations implicites du marché, dont la période CAP est un bon exemple. Nous pouvons décomposer ces anticipations pour comprendre ce que le marché attend d'une entreprise, qu'il s'agisse de l'entreprise de croissance la plus prisée des investisseurs ou de la dernière des entreprises en déclin. Il nous faut alors effectuer notre propre analyse pour évaluer quelle sont les chances qu'une entreprise dépasse ces attentes, et dans quelles proportions. L'autre volet de l'analyse – déterminer les risques que l'entreprise déçoive les attentes, et dans quelle mesure – est tout aussi important, et décisif pour notre capacité à gérer le risque du portefeuille. Une fois ces deux volets étudiés, la base d'un éventuel investissement est posée.

Il ne faut pas confondre « valeur » et « valorisation ». Pour reprendre le célèbre mot de Warren Buffett, « Le prix, c'est ce que vous payez, la valeur, c'est ce que vous obtenez ». Dans cette citation, la valeur résulte du degré de qualité, du niveau de la croissance et de la durée de la CAP. Elle n'existe qu'au niveau fondamental parce qu'elle détermine les flux de trésorerie que l'actif concerné produira. La combinaison des trois éléments est ce que confère la détention d'une participation dans une entreprise.

Le « prix », dans la citation de W. Buffett, renvoie quant à lui à la valorisation, c'est-à-dire au montant à payer pour acquérir cette participation. Il est proposé par un trader ou apparaît sur un écran Bloomberg. Identifier un écart entre les deux est aussi important pour Comgest que pour un fidèle disciple de Ben Graham, adepte de l'investissement « value ». La seule différence tient aux anticipations qu'intègre le cours de l'action. Les entreprises communément qualifiées « de croissance » tendent à susciter de plus fortes attentes, souvent à raison, tandis qu'une entreprise « value » typique tente en général de surperformer des anticipations moins élevées. Valeur et croissance sont simplement deux points distincts sur une même échelle.

J'ai dit que notre but est d'investir dans des entreprises capables de produire de la valeur pour l'actionnaire à un rythme rapide et sur une longue période. Cette approche a le mérite de compenser les faiblesses en termes de valorisation si l'analyse fondamentale est correcte. De fait, la valorisation est un exercice imprécis quels que soient les efforts déployés pour l'établir. Inévitablement, nous sommes appelés à commettre des erreurs. Si l'erreur porte sur une entreprise qui s'avère ne plus créer de valeur pour l'actionnaire, alors vous aurez perdu une partie du capital de vos investisseurs, et opter pour l'attentisme n'apportera rien de bon. En revanche, si vous avez fait preuve d'un optimisme excessif à l'égard d'une entreprise qui accroît la valeur pour l'actionnaire, alors votre erreur pourra se compenser au fil du temps, l'entreprise continuant de générer des bénéfices et conservant son avantage concurrentiel.

La performance de l'action sera certainement décevante dans ce cas mais le risque de dépréciation permanente du capital est faible. Il n'existe pas de garantie en la matière, mais notre style d'investissement peut de temps en temps nous aider à surmonter nos erreurs de valorisation.

Boucler la boucle

Quelles conclusions en tirer pour le style d'investissement de Comgest ? Sommes-nous des investisseurs axés sur la qualité ? Oui, dans le sens où nous investissons dans des entreprises qui nous semblent posséder des avantages concurrentiels durables, permettant un retour sur investissement régulièrement supérieur au coût du capital. Ciblons-nous uniquement les entreprises de la plus haute qualité, sans tenir compte d'autres critères et quel que soit leur prix ? Assurément non – et nous ne pensons pas non plus que la qualité importe seulement en période de tensions sur le marché. La qualité dicte la manière dont nous gérons nos portefeuilles en toutes circonstances.

Sommes-nous des investisseurs axés sur la croissance ? Oui, dans le sens où nous privilégions les entreprises en croissance en raison de l'opportunité de création de valeur qu'elles présentent, surtout lorsqu'elles répondent aussi à des critères de qualité. La croissance est une condition nécessaire (mais insuffisante) à la création de valeur pour l'actionnaire dans des proportions substantielles et sur le long terme, c'est pourquoi nos discussions internes sur une action intègrent toujours l'opportunité de croissance offerte par l'entreprise. Recherchons-nous pour autant la croissance à l'exclusion de toute autre chose ? Assurément non.

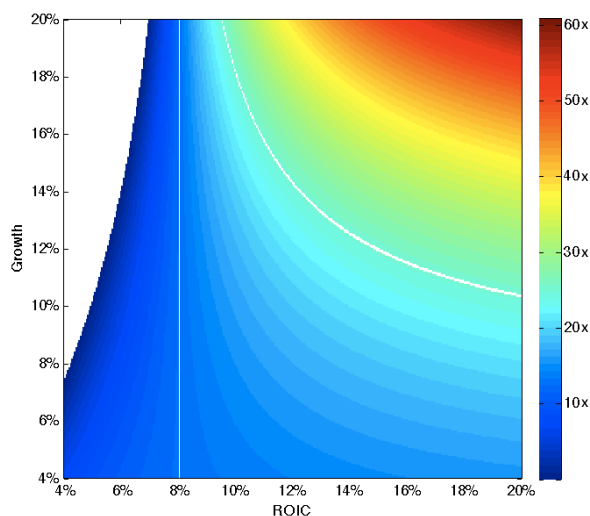
Sommes-nous des investisseurs axés sur la valeur ? Sans doute que oui, au sens où W. Buffett l'entend (« la valeur, c'est ce que vous obtenez »). Le fait que nous visions des entreprises qui se négocient à nos yeux en dessous de la valeur actualisée de leurs flux de trésorerie futurs pourrait constituer un autre argument dans ce sens.

Mais nous ne voyons pas là un critère de l'investissement « value » : nous pensons qu'il s'agit d'un critère d'investissement tout court (par opposition à la spéculation). Nous ne sommes pas des investisseurs axés sur la valeur au sens où nous verrions dans des multiples de résultats ou des multiples comptables médiocres un critère de sélection d'entreprises intéressantes. Nous commençons par évaluer les fondamentaux, puis nous regardons la valorisation boursière. Quand nous disons que notre style intègre une composante « value », nous créons en général une certaine surprise chez nos interlocuteurs, mais nous pensons qu'il est en fait *nécessaire* pour tout investisseur réellement axé sur le long terme d'intégrer d'une manière ou d'une autre la valeur dans leur approche.

Si je devais proposer un slogan permettant de mieux expliquer ce que fait Comgest – doublé d'une synthèse pour les investisseurs pour comprendre le schéma utilisé par ses gestionnaires dans la construction de leurs portefeuilles – j'opterais pour quelque chose comme : « Investir dans des entreprises dont le potentiel de création de valeur n'est pas pleinement reconnu par le marché, parce que nombre d'investisseurs ne sont pas prêts à intégrer la dynamique vertueuse entre la croissance et les avantages concurrentiels à long terme » (je ne risquais pas de faire carrière dans le marketing, et pour cause). Habituellement, Comgest est classé dans la catégorie « croissance » de la matrice de styles 3x3 de Morningstar, ce qui est correct, mais ne reflète pas notre approche dans son intégralité. Si vous prenez le temps d'analyser notre style, vous verrez que notre approche repose largement sur la création de valeur – autant dire, pour un investisseur de long terme, sur l'essentiel.

Annexe : Analyse détaillée des PER justifiés, du rendement et de la croissance

Nous pouvons réduire les intervalles de rendement et de croissance du Graphique 1 afin d'établir un graphique montrant plus en détail les interactions entre les deux (sauf mention contraire, tous les exemples se fondent sur un financement à 100 % en fonds propres, un coût du capital de 8 % et une période de prévision/CAP de 15 ans).



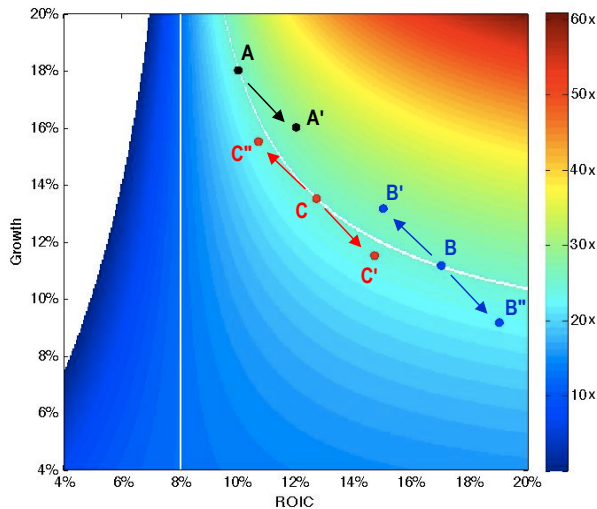
Graphique 2 : le PER justifié comme fonction de la croissance et du rendement

Source : Comgest, sur la base de la méthodologie de Crédit Suisse

Observons ce graphique. La zone blanche, dans le coin supérieur gauche, représente l'ensemble des PER négatifs (un investisseur rationnel n'achèterait donc pas une entreprise présentant ces caractéristiques). La couleur commence à apparaître là où le PER est nul, et l'échelle de droite fait correspondre les couleurs au niveau de PER justifié. L'évolution de gauche à droite (c'est-à-dire vers des niveaux de rendement de plus en plus élevés) illustre la croissance du PER justifié. Une ligne blanche verticale est tracée au niveau d'un ROIC de 8 %. Ces exemples se fondent sur un coût du capital de 8 %, de sorte que cette ligne matérialise l'égalité entre ROIC et WACC, et par conséquent un PER justifié constant, quel que soit le taux de croissance.

À gauche de cette ligne, l'évolution du bas vers le haut du graphique (augmentation du taux de croissance) fait apparaître une baisse du PER justifié : dans ce cas, une augmentation de la croissance est néfaste, notre entreprise fictive offrant un rendement inférieur au coût du capital et détruisant de la valeur à mesure qu'elle croît. À droite de la ligne blanche verticale, c'est l'inverse : l'évolution du bas vers le haut du graphique (augmentation du taux de croissance) entraîne une hausse du PER justifié : ici, une augmentation de la croissance est bénéfique. Enfin, la ligne blanche courbe dans la partie supérieure droite du graphique représente un PER justifié constant de 25x – nous y reviendrons.

Notons que les angles des lignes de niveau de PER justifié change selon la position où l'on se trouve, de même que l'écart entre ces lignes (techniquement, on pourrait dire que la pente de la fonction du PER justifié évolue tant en magnitude qu'en direction lorsque l'on change de position sur le graphique). Nous pouvons donc voir que des entreprises se trouvant dans des situations diverses et mettant en œuvre la même stratégie créent (ou détruisent) de la valeur pour l'actionnaire en quantité différente. Le Graphique 3 ci-dessous reproduit le Graphique 2 en y intégrant plusieurs scénarios d'entreprises hypothétiques, qui se situent en différents points de la ligne blanche courbe illustrant un PER justifié de 25x. Sur la base d'une même période CAP de 15 ans, un PER de 25x peut représenter la valorisation justifiée de 1) l'entreprise A, caractérisée par une très forte croissance mais un rendement modéré, 2), l'entreprise B, dont le rendement est très élevé mais la croissance est modérée, ou 3), l'entreprise C, qui associe croissance solides et rendement robuste. Selon la situation, la trajectoire d'augmentation de la création de valeur, et donc de hausse du PER justifié, n'est pas la même.



Graphique 3 : Ce qui est bon pour une entreprise ne l'est pas nécessairement pour une autre
 Source : Comgest, sur la base de la méthodologie de Crédit Suisse

Dans le cas de l'entreprise A (représentée par les points noirs sur le graphique 3), la solution consiste à échanger quelques centaines de points de base de croissance contre une augmentation de même ampleur de son rendement, par exemple en s'adressant à un nombre inférieur de clients mais en facturant davantage ses services. Renoncer à 200 pb de croissance en contrepartie d'une hausse de 200 pb du rendement lui permet de porter son PER justifié de 25x à 28,5x (point A du graphique). Pour l'entreprise B (points bleus sur le graphique), c'est l'inverse : il lui faut abandonner une partie de son rendement au profit d'une augmentation de sa croissance (par exemple, en récupérant les clients moins rémunérateurs abandonnés par l'entreprise A). Renoncer à 200 pb de rendement au profit de 200 pb supplémentaires de croissance lui permet de porter son PER justifié de 25x à 27,5x (point B). Si B adopte au contraire la solution préconisée pour A, en accroissant de 200 pb de plus son rendement tout en diminuant de 200 pb supplémentaires sa croissance, il s'ensuit une destruction de valeur, justifiant un PER de 23x seulement (point B). L'entreprise C (points rouges sur le graphique) est dans une situation plus délicate. En recourant à la même solution que A, elle ramènerait son PER justifié de 25x à 24x (point C) ; en suivant B, son PER justifié descendrait à 23,8x (point C) – dans les deux cas, elle détruirait de la valeur.

L'entreprise C doit donc s'abstenir d'arbitrer la croissance et le rendement ; en l'absence d'autres options, elle doit maintenir le statu quo.

Cet exercice vise simplement à montrer que l'arbitrage croissance/rendement dépend largement de la situation de chaque entreprise, ce qui fonctionne pour l'une n'étant pas nécessairement bénéfique à l'autre. Il n'existe pas de remède absolu. Tout dépend de la situation dans laquelle l'entreprise se trouve. En outre, les exemples que j'ai choisis sont assez anodins en termes de création ou destruction supplémentaire de valeur, la pente étant relativement modérée dans la zone où elles se situent. Si j'avais retenu l'exemple d'une entreprise affichant une croissance de 20 % et un rendement de 8 % (soit le sommet de la ligne blanche verticale), abandonner 200 points de base de rendement au profit de 2 points de pourcentage supplémentaires de croissance se serait traduit par une baisse en territoire négatif du PER justifié initial de 12,5x (il se situerait alors dans la partie blanche du coin supérieur gauche, mais au-delà des limites du graphique), tandis que viser une croissance de 18 % pour un rendement de 10 % aurait pour conséquence de doubler à peu près le PER justifié (qui se situerait alors près du point noir en haut à gauche sur la ligne blanche courbe représentant le PER justifié de 25x). La valorisation des entreprises à forte croissance peut être extrêmement sensible au rendement du capital.

Plaçons-nous maintenant dans l'hypothèse où rendement et croissance restent constants, mais où la CAP varie. Celle-ci désigne la durée pendant laquelle une entreprise peut générer un retour sur capitaux investis supérieur au coût du capital avant que son avantage concurrentiel ne disparaisse et que les opportunités d'investissement supérieures au coût ne soient épuisées. Lorsque la CAP arrive à son terme, le rendement est ramené au niveau du coût du capital. Cela ne dit rien du taux de croissance – l'entreprise peut continuer de croître exactement au même rythme, mais il lui faudrait investir davantage de capital pour y parvenir. Dans la plupart des cas réels, cependant, la fin de la CAP coïnciderait probablement avec une diminution du taux de croissance.

Prenons le cas hypothétique de deux entreprises, « C » (dont la CAP est courte) et « L » (dont la CAP est longue), qui sont en tous points identiques, à l'exception de la durée de leur CAP. Au début, les deux entreprises génèrent un rendement de leurs investissements supérieur au coût du capital. Au bout d'un certain temps, la CAP de C expire tandis que celle de L se maintient. Si la croissance reste constante chez C comme chez L, C devra désormais investir davantage de capital pour alimenter sa croissance que L. Cette situation perdurera durant un certain nombre d'années, à l'issue desquelles la CAP de L expirera également, et L devra elle aussi accroître le capital investi pour maintenir son taux de croissance constant. Dans ce cas, la valeur de L devrait dépasser celle de C dans des proportions correspondant à la valeur actuelle du capital supplémentaire qu'elle n'a pas besoin d'investir pour assurer sa croissance, durant la période intermédiaire pendant laquelle la CAP de C a expiré, mais celle de L perdure. Loin d'être un détail, cela peut revêtir une grande importance, d'autant plus si la différence de CAP est grande et

si les besoins en capital de l'entreprise sont élevés.

L'un des axes de la stratégie concurrentielle est de prolonger la durée de la CAP, ce à quoi la plupart des entreprises s'emploient continuellement. Si l'entreprise L arrive au terme de sa CAP initiale mais trouve un moyen de la prolonger, par exemple en lançant un nouveau produit ou un service innovant, la différence entre sa valorisation justifiée et celle de l'entreprise C pourra continuer de croître tant que cette CAP perdure.

Les CAP ne sont pas immuables, et les anticipations de CAP des investisseurs ne le sont pas non plus. Le cours d'une action intègre diverses anticipations et la CAP peut servir à soustraire la durée de l'avantage concurrentiel que le marché intègre à tout cours de bourse. Le cours fluctuant, la CAP implicite peut fluctuer aussi. L'utiliser pour comprendre comment le marché évalue les perspectives concurrentielles d'une entreprise soit par rapport à ses antécédents soit par rapport à ses pairs est une excellente manière d'aborder les anticipations intégrées dans le cours d'une action.



Peter SHAPIRO est diplômé de l'Université de Colby où il a obtenu une licence de physique. Il est titulaire d'un master en acoustique de l'Université d'État de Pennsylvanie, d'un master en mathématiques appliquées de l'Université Johns Hopkins et du CFA délivré par l'Institut CFA. Il a commencé sa carrière en tant qu'analyste chez Legg Mason Capital Management à Baltimore (Maryland) avant de rejoindre une société de gestion à Paris. Peter a rejoint Comgest en 2013 où il est gestionnaire au sein de l'équipe US.

POUR LES INVESTISSEURS PROFESSIONNELS UNIQUEMENT

Les données de ce document sont au 31 janvier 2015 sauf indication contraire.

Ce document est la propriété intellectuelle de Comgest. La reproduction ou la transmission à un tiers de tout ou partie de ce document est strictement interdite sans une autorisation écrite préalable de Comgest.

Ce document repose sur des informations obtenues auprès de sources considérées comme fiables mais ne saurait engager la responsabilité de Comgest. Comgest met tout en oeuvre pour vérifier les informations fournies mais aucune garantie ne peut être donnée quant à leur exactitude. Les opinions exprimées dans ce rapport sont celles du gestionnaire du fonds au moment de la préparation du document. Elles sont susceptibles d'évoluer et ne constituent

pas une recommandation d'investissement.

Ce document est publié à titre d'information uniquement. Le contenu de ce document ne constitue ni une recommandation, ni une offre d'achat, ni une proposition de vente, ni une incitation à l'investissement ou à l'arbitrage. Il ne constitue en aucun cas un élément contractuel.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La valeur des investissements peut fluctuer à la hausse comme à la baisse. Cela peut être partiellement dû aux fluctuations du taux de change des investissements ayant une exposition aux devises différente de celle de la devise de base du fonds. Les estimations peuvent ne pas se concrétiser.

Toutes références à un indice ou mesures de performances relatives sur une période de temps spécifiée sont fournis à titre indicatif uniquement. Les références à un indice n'impliquent pas que le portefeuille va réaliser des bénéfices ou avoir une volatilité similaire à celle de l'indice. La composition de l'indice ne reflète pas la composition du portefeuille.

Comgest ne fournit pas de conseils fiscaux ou légaux à ses clients et tous les investisseurs sont fortement incités à consulter leur conseiller fiscal ou légal personnel en ce qui concerne leurs investissements potentiels.

Avant de prendre une décision d'investissement, les investisseurs sont incités à se renseigner sur l'horizon d'investissement et la catégorie de risque du fonds en relation avec leurs propres objectifs et contraintes. Les investisseurs doivent lire le dernier prospectus concernant le fonds, les documents des investisseurs clef et les déclarations financières disponibles dans nos bureaux et sur notre site web www.comgest.com

