

PERSPECTIVES SUR LES CATÉGORIES D'ACTIF

Ce que le cours exige

Pourquoi la rigueur des évaluations est plus importante lorsque la confiance est la plus élevée

Principaux points à retenir

- Le cours est ce que le marché offre; la valeur est ce que l'entreprise peut justifier. L'évaluation est la discipline qui relie les deux.
- Les évaluations élevées alourdissent le fardeau de la preuve. Plus le cours est élevé, plus les investisseurs ont besoin de confiance dans la durabilité des flux de trésorerie futurs.
- Les évaluations maintiennent l'intérêt des investisseurs dans la propriété de l'entreprise. L'objectif n'est pas d'éviter la croissance ou l'innovation, mais de tester les paramètres fondamentaux qui peuvent justifier le cours et dont les messages supposent trop de choses.

L'évaluation est la discipline qui consiste à souscrire des flux de trésorerie futurs, évaluer la durabilité de l'entreprise et déterminer si le prix payé offre une rémunération adéquate pour la prise de risque. Dans les marchés façonnés par de puissants thèmes comme l'IA, nous croyons que la rigueur des évaluations devient plus importante, et non moins, car les attentes élevées laissent peu de marge d'erreur. Le risque consiste souvent à ne pas croire au mauvais thème, et de payer un prix qui suppose que le thème se déroulera parfaitement.

Le rôle durable de l'évaluation

Chaque cycle semble donner une raison pour laquelle les évaluations devraient avoir moins d'importance. À la fin des années 1990, c'était l'Internet. Au milieu des années 2000, c'était l'innovation financière et l'habitation. Aujourd'hui, il s'agit de l'intelligence artificielle, de l'abondance des liquidités, du soutien des politiques, des modèles d'affaires peu capitalistiques et des avantages à grande échelle des plateformes dominantes. Les détails diffèrent, mais la question est la même : lorsque les investisseurs paient un prix élevé pour un titre intéressant axé sur l'avenir, qu'est-ce qui doit bien se passer?

Le cours rend compte de ce que les investisseurs sont actuellement prêts à payer, influencé par la confiance, la liquidité, le positionnement et les attentes intégrées aux cours du marché. En revanche, la valeur reflète la réalité économique à long terme d'une entreprise, soit sa capacité à générer des flux de trésorerie durables, à réinvestir le capital à des taux relativement intéressants et à résister aux pressions concurrentielles et cycliques.

Sur de courtes périodes, le cours et la valeur peuvent diverger considérablement. Les cours boursiers peuvent évoluer beaucoup plus rapidement, et parfois beaucoup plus loin, que les données économiques sous-jacentes de l'entreprise. Cela ne rend pas le marché irrationnel. Cela signifie simplement que l'évolution des cours peut rendre compte de la liquidité, du positionnement, de l'appétit pour le risque et d'un changement de discours autant que des changements dans le rendement à long terme des entreprises. L'écart entre le cours et la valeur est donc à la fois l'occasion et le risque que les évaluations rigoureuses visent à évaluer.

AUTEURS

ROSS CARTWRIGHT
Stratège principal
Groupe des stratégies
et analyses

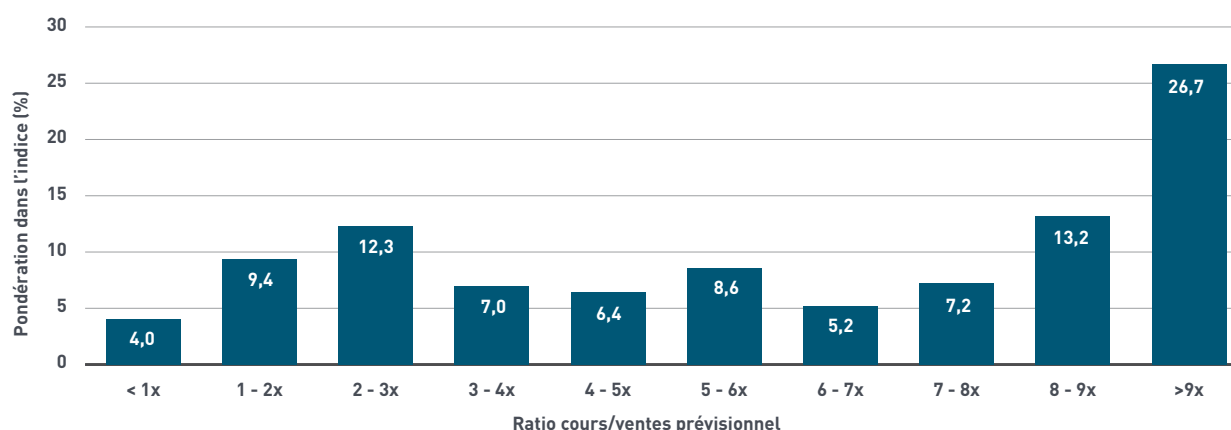
KELLY GARRETT
Analyste principale,
Groupe des stratégies
et analyses

L'évaluation révèle ce que le marché attend déjà

Une évaluation efficace exige de déterminer les hypothèses implicites du marché. La question pertinente n'est pas simplement de savoir si un actif semble cher ou bon marché sur un ratio conventionnel. Les ratios peuvent être utiles, mais ce sont des résultats, et non des conclusions. Ils deviennent significatifs uniquement lorsqu'ils sont comparés à la durabilité, à la croissance et au risque des flux de trésorerie futurs qu'ils impliquent. La question la plus appropriée est : qu'est-ce qui doit se produire pour justifier le cours actuel ?

L'objectif n'est pas d'atteindre le sommet d'un cycle. Il s'agit de comprendre ce que les cours actuels exigent des bénéfices de demain. Plus le cours est élevé par rapport aux données fondamentales, moins la déception est tolérée. En ce sens, l'évaluation transforme un récit sur l'avenir en un niveau requis de bénéfices, de flux de trésorerie et de rendement du capital.

Figure 1 : Les évaluations élevées augmentent le fardeau de la preuve



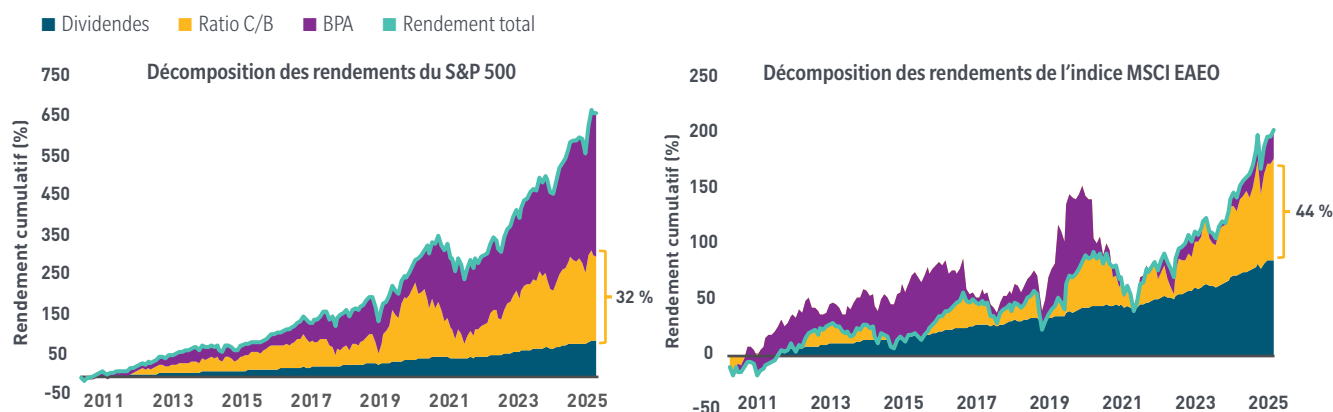
Source : FactSet, analyse de portefeuille. Au 30 juin 2026. Prévisionnel = 12 prochains mois selon la moyenne des prévisions consensuelles. Selon les composantes de l'indice S&P 500.

L'arithmétique des ratios de vente élevés est généralement impitoyable. Les investisseurs souscrivent à une croissance soutenue des revenus, une expansion importante des marges et des avantages concurrentiels durables pour de nombreuses années à venir. Plus l'évaluation est élevée, moins il y a de marge de manœuvre si ces hypothèses ne se concrétisent pas.

Comme l'avenir est incertain, l'évaluation devrait tester une gamme de résultats plausibles plutôt que de se fier à une seule prévision précise. Nous croyons que c'est là que la marge de sécurité devient essentielle : elle existe lorsque le cours payé est nettement inférieur à une estimation prudente de la valeur, ce qui aide à protéger les investisseurs contre les erreurs de prévision, les revers commerciaux et les changements dans le contexte du marché. L'objectif n'est pas la précision, mais la rigueur : évaluer si les rendements prospectifs compensent adéquatement les risques souscrits.

Un cadre d'évaluation n'est pas la même chose que de détenir des actions bon marché sur le plan statistique. Une société peut se négocier à un ratio élevé et être tout de même considérée comme intéressante si la production de liquidités, les occasions de réinvestissement et les avantages concurrentiels justifient le cours. De même, un faible ratio peut être considéré comme un piège à valeur si l'entreprise manque de capacité de poursuivre ses activités, fait face à une détérioration du rendement du capital ou ne peut pas défendre ses flux de trésorerie au cours d'un cycle. En ce sens, l'analyse des évaluations peut soutenir une grande confiance à l'égard des sociétés de croissance; elle n'exclut pas les actions à ratios élevés, mais exclut les cours qui supposent que l'entreprise peut raisonnablement offrir plus que ce qu'elle peut véritablement offrir. Une part importante des récents rendements des marchés boursiers ne provient pas seulement de la croissance des bénéfices ou de l'amélioration des flux de trésorerie, mais du fait que les investisseurs sont prêts à payer des ratios plus élevés pour ces paramètres fondamentaux.

Figure 2 : L'expansion des ratios a fortement favorisé les rendements futurs, tandis que les dividendes ont eu une incidence à l'extérieur des États-Unis



Source : FactSet, données agrégées sur les marchés. Données mensuelles du 31 juillet 2011 au 31 juillet 2026. Prévisionnel = 12 prochains mois. Le rendement total est en dollars américains et brut pour l'indice S&P 500, et net pour l'indice MSCI EAEO et l'indice MSCI Europe. Les répercussions fondamentales (BPA, ratio C/B, rendement total de l'indice et rendement du cours de l'indice) sont calculées selon le logarithme naturel de la division entre la valeur actuelle et la valeur au 31 juillet 2011. L'incidence des dividendes correspond à la différence entre l'incidence sur le rendement total sur 10 ans et l'incidence sur le rendement du cours sur 10 ans.

Évaluation et état d'esprit axé sur la prise de responsabilité

L'un des rôles les plus importants de l'évaluation est d'aider à cultiver un état d'esprit axé sur la prise de responsabilité : traiter les actions comme une propriété à participation fractionnaire dans des entreprises réelles, et non seulement comme des symboles qui s'affichent à l'écran. Cela signifie mettre l'accent sur les paramètres fondamentaux des entreprises, les avantages concurrentiels, la solidité du bilan, les occasions de réinvestissement et la répartition du capital de la direction.

En revanche, une optique de participation au marché accorde la priorité à la hausse des cours et à ce que les autres peuvent faire ensuite, transformant une action en un véhicule de confiance plutôt qu'un droit sur la production de liquidités à long terme.

Lorsqu'une action est uniquement considérée comme un cours, l'investisseur passe de l'évaluation d'une entreprise à la négociation d'un symbole. Le cours peut être observé instantanément, mais la valeur doit être analysée. Il faut faire preuve de diligence : examiner si une société peut maintenir le rendement du capital, défendre sa position concurrentielle, réinvestir de façon rentable et gérer les risques liés aux flux de trésorerie futurs.

Les changements de momentum ou d'humeur peuvent récompenser les négociateurs pendant un certain temps, mais les investisseurs à long terme dépendent ultimement du rendement des entreprises et du cours payé pour leurs actions. Même une société qui excelle peut décevoir si son cours suppose la perfection, tandis qu'une entreprise impopulaire ayant des flux de trésorerie durables peut récompenser les investisseurs lorsque les attentes sont trop faibles.

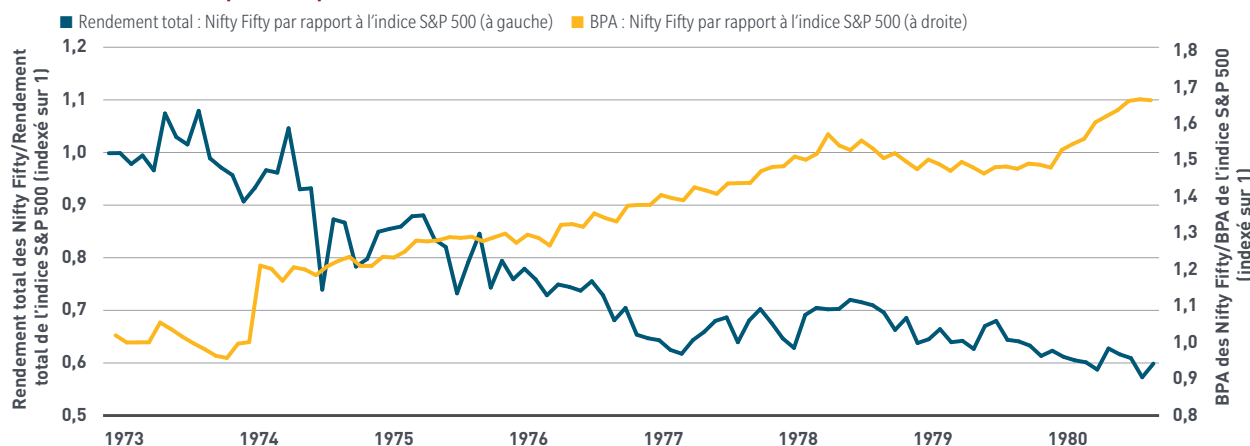
En associant les investisseurs à l'économie des affaires, les évaluations peuvent les aider à faire la distinction entre une excellente histoire et un excellent placement.

Rigueur dans les marchés faisant preuve d'optimisme

Les évaluations élevées ne constituent pas, à elles seules, une raison d'éviter un placement. Elles constituent une raison d'appliquer une norme plus élevée en matière de preuve. Plus les attentes à l'égard du cours sont optimistes, moins il y a de place pour la déception. Un investisseur discipliné peut admirer une entreprise, respecter sa direction, croire en ses produits et tout de même conclure que le cours de l'action reflète un trop grand optimisme. La qualité d'une entreprise et l'attrait du rendement de ses placements sont liés, mais ils doivent être distingués.

Prenons l'exemple des 50 valeurs vedettes (les « Nifty Fifty ») dans les années 1970. Ces sociétés de croissance américaines dominantes ont été largement considérées comme des actions à « décision unique » à acheter et à conserver indéfiniment, peu importe le cours. À mesure que l'enthousiasme s'intensifiait, bon nombre d'actions de ces sociétés se négociaient à des évaluations allant de 50 à 60 fois les bénéfices. Lorsque l'embargo pétrolier de 1973 a déclenché une hausse de l'inflation, une hausse des taux d'intérêt et un repli plus généralisé du marché, les cours ont fortement chuté. De nombreuses entreprises sont demeurées solides sur le plan opérationnel et ont poursuivi leur croissance; le problème résidait dans le fait que les évaluations et les attentes ne rendaient plus compte de rendements futurs réalistes.

Figure 3 : La vigueur des bénéfices des 50 valeurs vedettes (les « Nifty Fifty ») n'a pas empêché un rendement relatif inférieur



Source : BNP Paribas. Données mensuelles du 28 février 1973 au 31 décembre 1980.

Les évaluations sont plus importantes lorsque la confiance est la plus élevée, car selon notre expérience, c'est à ce moment que l'incertitude est la plus susceptible d'être sous-évaluée. La hausse des cours peut donner l'impression que le risque a diminué, même si les attentes deviennent de plus en plus exigeantes.

C'est pourquoi l'évaluation peut sembler moins utile lorsqu'elle est la plus nécessaire. Les marchés s'adaptent à ce qui fonctionne : les stratégies fructueuses attirent des capitaux, deviennent saturées et finissent par intégrer des attentes qui deviennent plus difficiles à satisfaire. La figure 4 illustre ce processus d'adaptation. À mesure que les investisseurs se tournent vers les gagnants perçus, la prime d'évaluation par rapport aux perdants perçus s'élargit, ce qui relève la barre des rendements futurs.

Figure 4 : Les investisseurs sont prêts à payer une prime importante pour les gagnants perçus



Source : FactSet, analyse de portefeuille. Données mensuelles de l'indice MSCI Monde du 31 juillet 2006 au 31 juillet 2026. Les séries de données montrent la différence (écart) entre le ratio cours/bénéfice (C/B) prévisionnel pour le quintile 1 (Q1 = le plus cher) et le quintile 5 (Q5 = le moins cher). Les quintiles ont été établis chaque mois à l'aide d'une moyenne harmonique pondérée du ratio C/B prévisionnel et en excluant les sociétés à bénéfices négatifs. Les quintiles sont fondés sur une pondération égale. Les prévisions de bénéfices sont présentées pour les 12 prochains mois selon les estimations moyennes des courtiers.

Plus l'écart d'évaluation entre les gagnants perçus et le reste du marché est important, plus le rendement futur dépend de l'exécution continue et de l'enthousiasme soutenu des investisseurs.

Application des critères liés à l'évaluation : un cadre de souscription

Du point de vue de la propriété, l'évaluation devient un cadre de souscription pratique pour tester les hypothèses sous-jacentes à un cours.

- Quels résultats le cours actuel suppose-t-il déjà?
- La société peut-elle maintenir des flux de trésorerie et des rendements du capital dans différentes conditions de marché?
- Les investisseurs sont-ils adéquatement rémunérés pour les risques souscrits?
- Le rendement est-il tributaire des paramètres fondamentaux des entreprises ou de l'expansion des ratios?

Un processus d'évaluation rigoureux aide les entreprises distinctes dont les paramètres fondamentaux soutiennent leurs évaluations par rapport à celles qui sont évaluées pour une exécution presque parfaite.

Conclusion

L'évaluation n'est pas un rejet de la croissance, de l'innovation ou du changement. C'est la discipline qui consiste à reconnaître que même les entreprises exceptionnelles peuvent constituer de mauvais placements lorsque l'escompte sur le cours est déjà trop important pour l'avenir. Sur les marchés dominés par des messages percutants, les évaluations permettent aux investisseurs de demeurer concentrés sur ce qu'ils possèdent réellement : un droit sur les flux de trésorerie futurs, et non simplement une exposition à une histoire. En définitive, nous croyons que cela distingue l'admiration pour une entreprise d'un placement judicieux dans celle-ci.

Les opinions exprimées dans le présent document sont celles du Groupe des stratégies et analyses de MFS au sein de l'unité de distribution de MFS et peuvent différer de celles des gestionnaires de portefeuille ainsi que des analystes de recherche de MFS. Ces opinions peuvent changer sans préavis et ne doivent pas être interprétées comme des conseils de placement, des recommandations de titres ou une indication d'intention de placement du conseiller au nom de MFS. Les prévisions ne sont pas garanties.

Aucun style de placement ne garantit un gain ou une protection contre les pertes. Le rendement passé n'est pas garant du rendement futur.

N'oubliez pas que tous les placements, y compris les fonds communs de placement, comportent certains risques, et notamment la possibilité de perdre le capital investi.

RENSEIGNEMENTS MONDIAUX

Sauf indication contraire, les logos ainsi que les noms des produits et services sont des marques de commerce de MFS^{MO} et de ses sociétés affiliées, qui peuvent être déposées dans certains pays.

Distribué par :

États-Unis – MFS Institutional Advisors, Inc. (« MFSI »), MFS Investment Management et MFS Fund Distributors, Inc., membre de la SIPC; Amérique latine – **MFS International Ltd.;** Canada – MFS Gestion de Placements Canada Limitée. **Note à l'intention des lecteurs du Royaume-Uni et de la Suisse :** Publié au Royaume-Uni et en Suisse par MFS International (UK) Limited (« MIL UK »), une société privée à responsabilité limitée inscrite en Angleterre et au pays de Galles sous le numéro 03062718, dont les activités de placement sont autorisées et réglementées par la UK Financial Conduct Authority. Le siège social de MIL UK, filiale indirecte de MFS^{MO}, se trouve au One Carter Lane, Londres (EC4V 5ER); **Note à l'intention des lecteurs européens (hors Royaume-Uni et Suisse) :** Publié en Europe par MFS Investment Management (Lux) s. à r. l. (MFS Lux), une entreprise autorisée en vertu des lois du Luxembourg en tant que société de gestion pour les fonds domiciliés au Luxembourg, qui offre des produits et des services de placement aux investisseurs institutionnels. Le siège social de cette société à responsabilité limitée se situe au 4, rue Albert Borschette, Luxembourg L-1246. Tél. : 352 2826 12800. Le présent document est réservé aux investisseurs professionnels (dans la mesure où les organismes de réglementation locaux le permettent). On ne doit pas s'y fier et il ne doit pas être distribué si cela contrevient à la réglementation locale; **Singapour –** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australie/ Nouvelle-Zélande –** MFS International Australia Pty Ltd (« MFS Australia ») (ABN 68 607 579 537) détient le permis numéro 485343 pour la prestation de services financiers en Australie. MFS Australia est régie par l'Australian Securities and Investments Commission; **Hong Kong –** MFS International (Hong Kong) Limited (« MIL HK »), entreprise privée à responsabilité limitée inscrite auprès de la Hong Kong Securities and Futures Commission (« SFC ») et réglementée par celle-ci. MIL HK est autorisée à exercer des activités réglementées de négociation de titres et de gestion d'actifs et peut fournir certains services de placement à des « investisseurs professionnels » au sens de la Securities and Futures Ordinance (« SFO »). **Pour les investisseurs professionnels en Chine –** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Chine, une société chinoise à responsabilité limitée réglementée pour fournir des services-conseils en gestion financière; **Japon –** MFS Investment Management K.K., est inscrite à titre d'opérateur d'instruments financiers, Kanto Local Finance Bureau (FIBO) N° 312, membre de l'Investment Trust Association du Japon et de la Japan Investment Advisers Association. Comme les frais assumés par les investisseurs varient selon les circonstances (produits, services, période de placement, conditions du marché, etc.), le montant total et les méthodes de calcul ne peuvent être indiqués à l'avance. Tous les placements comportent des risques, y compris les fluctuations de marché, et les investisseurs peuvent perdre le capital investi. Avant de faire des placements, les investisseurs devraient obtenir et lire attentivement le prospectus et les documents indiqués dans l'article 37-3 de la *Financial Instruments and Exchange Act*. **Pour les lecteurs en Arabie Saoudite, au Koweït, à Oman et aux Émirats arabes unis (à l'exclusion du centre financier international de Dubaï et du centre financier international d'Abou Dhabi). Au Qatar, réservé aux investisseurs avertis et aux particuliers fortunés. À Bahreïn, pour les investisseurs institutionnels seulement :** Les renseignements contenus dans le présent document sont strictement destinés aux investisseurs professionnels. Les renseignements contenus dans le présent document ne constituent pas et ne doivent pas être interprétés comme une offre, une invitation ou une proposition de faire une offre ou une recommandation de demander un produit, un service ou une stratégie de nature financière, ou un avis ou des conseils à cet égard. Même si nous avons pris grand soin de nous assurer que les renseignements contenus dans le présent document sont exacts, aucune responsabilité ne peut être assumée à l'égard de toute erreur ou omission ou de toute mesure prise sur la foi de ces renseignements. Vous ne pouvez reproduire, diffuser et utiliser le présent document (ou une partie de celui-ci) qu'avec le consentement de MFS international U.K. Ltd (« MIL UK »). Les renseignements contenus dans le présent document ne servent qu'à des fins d'information. Ils ne sont pas destinés au public et ne doivent pas être diffusés au public ni utilisés par celui-ci. Les renseignements contenus dans le présent document peuvent contenir des énoncés qui ne sont pas de nature purement historique, mais qui sont des énoncés prospectifs. Ceux-ci comprennent, entre autres, des projections, des prévisions ou des estimations de revenu. Ces énoncés prospectifs sont fondés sur des hypothèses, dont certaines sont décrites dans d'autres documents pertinents. Si vous ne comprenez pas le contenu du présent document, vous devriez consulter un conseiller financier autorisé. Veuillez noter que tous les documents envoyés par l'émetteur (MIL UK) ont été envoyés par voie électronique à partir de l'étranger. **Afrique du Sud –** Le présent document et les renseignements qu'il contient ne constituent pas une offre publique de titres en Afrique du Sud et, par conséquent, ne doivent pas être interprétés comme tels. Ce document ne doit pas être largement diffusé au public en Afrique du Sud. Le présent document n'a pas été approuvé par la Financial Sector Conduct Authority et ni MFS International (U.K.) Limited ni ses fonds ne sont enregistrés à des fins de vente au public en Afrique du Sud. Massachusetts Financial Services, Inc.*