

# La gestion value recèle-t-elle encore de la valeur ?

Par :

- Giles Parkinson, gérant actions internationales chez Aviva Investors

Juin 2021



**Value ou growth\* ? Selon Giles Parkinson, cet éternel débat n'en a pas moins perdu de sa pertinence en raison de l'évolution de la composition de l'économie et du découplage progressif entre la valeur intrinsèque et les états financiers.**

Le style de gestion *growth* a été très en vogue ces dix dernières années, du moins si l'on en juge par l'écart des performances relatives des indices *growth* et *value* Russell 1000. Les stratégestes de marché font remarquer qu'en 2020 le style *value* a enregistré l'une de ses pires performances historiques par rapport au style *growth*.<sup>1,2</sup> Mais son rebond au premier semestre 2021 suscite la curiosité des détracteurs du concept de retour à la moyenne : n'est-ce pas au tour de la gestion *value* de surperformer durablement la gestion *growth* ?

Toutefois, le fait de se référer simplement à ces deux styles de gestion ne permet pas de traiter la question de manière appropriée. Ils ont été cooptés par les universitaires, empruntés par les départements marketing et ont fini par perdre toute leur pertinence. Le style *value* recèle aujourd'hui un *potentiel de valeur*, puisque c'est toujours le cas, pour autant qu'il soit bien compris. En outre, les puristes de la gestion *value* doivent se réappropriier le langage de ce style d'investissement.

**Graphique 1 : « Les coups continueront à pleuvoir jusqu'à ce que le moral s'améliore » : Performance totale des indices Russell 1000 Value et Russell 1000 Growth (en %)³**



Source : Bloomberg, données du 20 mai 2021

### Renforcer les positions *value*

Commençons par un principe de base. Il n'existe que deux types de valeurs : celles qui sont bon marché et celles qui sont onéreuses. En effet, les actions ne peuvent surperformer que si elles sont achetées avec une décote par rapport à leur valeur intrinsèque<sup>4</sup>, à savoir la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs.

Cette surperformance correspond à la rémunération des investisseurs pour avoir contribué à l'inefficience du marché en corrigeant la sous-évaluation.<sup>5</sup> Les pères de la gestion *value*, Benjamin Graham et David Dodd, ont inventé l'expression « marge de sécurité » pour décrire l'écart entre le prix de marché et la valeur intrinsèque.<sup>6</sup>

Toutefois, au lendemain de la Grande Dépression et d'une guerre mondiale, la Graham-Newman Corporation a mis en application cette méthode en achetant de nombreuses actions se traitant à un prix inférieur à leur valeur comptable de liquidation.<sup>7</sup> Dans un discours prononcé à l'USC Marshall School of Business en 1994, Charlie Munger avait décrit le succès initial de cette démarche ainsi que ses lacunes ultérieures :

*« Les gens étaient tellement sous le choc par la suite que Ben Graham a pu passer son compteur Geiger sur les débris de la crise des années 30 et identifier des entreprises se vendant à un prix inférieur à leur valeur intrinsèque, etc. ... Quoi qu'il en soit, le problème avec ce que j'appelle le « concept classique » de Ben Graham, c'est que, petit à petit, le monde a pris conscience de la situation et ces vraies bonnes affaires ont fini par disparaître. Vous auriez alors pu passer votre propre compteur Geiger sur les décombres, et vous n'auriez rien trouvé ».*<sup>8</sup>

Par la suite, Ben Graham a publié plusieurs formules permettant de quantifier cette valeur intrinsèque plutôt confuse. Il y utilisait divers indicateurs tels qu'un faible ratio cours/bénéfice, un rendement élevé des dividendes et un faible ratio cours/valeur comptable, qui sont encore aujourd'hui considérés comme des facteurs *value*.<sup>9</sup> L'idée selon laquelle les titres *value* sont des aubaines statistiques est restée très prégnante, même si les premiers spécialistes de la question ont rapidement décidé de s'affranchir des contraintes les plus strictes de cette approche. Et Charlie Munger de continuer :

« Mais comme tous ceux qui possèdent un marteau et pour qui, comme je l'ai dit, chaque problème ressemble à un clou, les disciples de Ben Graham ont réagi en modifiant le calibrage de leurs compteurs Geiger. Ils ont en effet décidé de faire évoluer ce qu'ils considéraient comme une « bonne affaire ». Et ils n'ont cessé de changer la définition pour pouvoir continuer à faire ce qu'ils ont toujours fait. Et ça a plutôt bien marché. Le système intellectuel de Ben Graham était donc très bon ».<sup>10</sup>

Mais bon à quel point ?

Lorsqu'il rédigea la quatrième et dernière version de son ouvrage *The Intelligent Investor* en 1973, Ben Graham se sentit obligé d'admettre dans un post-scriptum que plus de la moitié des performances de ses investissements provenait non pas de l'approche qui l'a rendu célèbre, mais d'une seule action - GEICO - dont le titre avait progressé de 22 % lors des 25 années précédentes<sup>11</sup>. La société GEICO a connu un succès retentissant non pas parce qu'elle a été achetée en dessous de sa valeur comptable, mais parce qu'elle a pu faire croître le niveau de ses primes et le nombre de ses assurés à un rythme phénoménal grâce à la viabilité de son avantage concurrentiel à faible coût, comme l'a compris Warren Buffett, disciple de Graham, en 1951<sup>12,13</sup>.

Ainsi, même si l'achat des actions de Sanborn Map Company par Warren Buffett en 1958 peut être vu comme un exemple classique de la stratégie de Ben Graham (la société affichait alors un cours de bourse inférieur de moitié à sa valeur comptable et possédait essentiellement un portefeuille de titres négociables avec, en plus, une activité opérationnelle rentable), à la même époque, il investissait 20 % de son actif net dans Mid-Continent Tab Card Company, une jeune entreprise technologique concurrente d'IBM, pour une performance totale de 33 % sur dix-huit ans.<sup>14,15</sup> Conclusion de Charlie Munger :

« Et, d'ailleurs, la majeure partie des milliards engrangés par Berkshire Hathaway provient des investissements réalisés dans des entreprises de grande qualité. Les 200 ou 300 premiers millions de dollars ont effectivement été générés par les recherches effectuées avec notre compteur Geiger. Mais l'essentiel de l'argent gagné provient des investissements dans les meilleures entreprises ».<sup>16</sup>

### Une valeur intrinsèque insaisissable

Quels enseignements tirer de tout cela ?

Parfois, la valeur comptable est un indicateur approximatif de la valeur intrinsèque. Selon les normes comptables, le coût des projets identifiables - comme un champ pétrolifère ou une usine - passe du tableau des flux de trésorerie au bilan. La valeur d'actif nette était donc une approximation raisonnable du coût de remplacement, du potentiel de bénéfices et, par conséquent, de la valeur intrinsèque.

Les investisseurs prudents ont attendu que le pessimisme du marché fasse tomber les prix en-deçà de la valeur comptable, ont acheté les titres et ont attendu une éventuelle normalisation. Au pire des cas, ils pouvaient reprendre le contrôle de la société au conseil d'administration et liquider l'entreprise. En revanche, les investissements moins clairement définis, comme la publicité pour une marque ou la recherche et le développement de génériques, sont passés en charges dans le compte de résultat en tant que coûts encourus et ne concernent jamais le bilan.

Pour comprendre l'impact concret de cette distorsion, prenons une entreprise hypothétique, par exemple dans le secteur des produits de consommation de marque qui, selon la plupart des intervenants de marché, compte des entreprises très rentables mais dont les valorisations sont élevées.

La valeur comptable est de 100, le rendement des capitaux propres est de 15 %, les bénéfices sont donc de 15 ; le cours de l'action est de 300 et elle se négocie à 20 fois les bénéfices et 3 fois la valeur comptable. Pourtant, si l'on considère les investissements publicitaires historiques dans la marque comme des dépenses d'investissement traditionnelles amorties sur trente ans, le bilan gonfle, les bénéfices augmentent et les chiffres mentionnés passent à 250, 8 %, 12 fois et 0,8 fois, respectivement.<sup>17</sup>

L'activité n'a pas changé, seule notre perspective a évolué. Ce titre ne serait pas conforme aux critères « faible ratio cours/bénéfices » et « faible ratio cours/valeur comptable » de l'outil

de filtrage traditionnel d'un investisseur *value*. Mais vu sous un angle différent, plus proche de la réalité économique, il pourrait être intéressant pour les vrais investisseurs *value*, qui comprennent le concept de valeur intrinsèque et cherchent à acheter des actions sous-évaluées avec une marge de sécurité.

En 1984, Warren Buffett a rédigé un article intitulé « *The Superinvestors of Graham-and-Doddsville* » pour réfuter l'hypothèse de l'efficacité des marchés en identifiant un groupe de personnes issues d'une « famille intellectuelle commune » dont les performances exceptionnelles ne pouvaient être considérées comme une simple chance statistique.

Commençant par « un groupe de quatre d'entre nous qui ont travaillé pour la Graham-Newman Corporation de 1954 à 1956 », il cite également Charlie Munger (que « j'ai rencontré...vers 1960 »), Rick Guerin (« Après avoir convaincu Charlie, Charlie l'a convaincu ») et Stan Perlmeter (« Il se trouve que nous étions dans le même immeuble à Omaha en 1965...il a fallu cinq minutes à Stan pour adopter l'approche *value* »).<sup>18</sup>

Cet ouvrage est aussi une description involontaire de la façon dont le flambeau intellectuel de la gestion *value* s'est propagé, presque comme une « bonne » infection, non pas d'une maladie contagieuse, mais d'idées, capables de traverser le temps et l'espace par l'écrit.

Prenez Peter Cundill, par exemple, qui eut une révélation à bord d'un avion en lisant les écrits de Ben Graham et Warren Buffett en 1973. En l'espace d'un an, il a racheté le All Canadian Venture Fund et rédigé une lettre aux investisseurs, comprenant une liste de contrôle digne des préceptes de Ben Graham (« le cours de l'action doit être inférieur à la valeur comptable » ... « le multiple cours/bénéfice doit être inférieur à dix », etc.). Cependant, peu de temps après, il a racheté Tiffany, ayant pris conscience de la faiblesse des éléments incorporels de la marque inscrits au bilan, en appliquant le cadre d'analyse de la valeur intrinsèque de Ben Graham.<sup>19</sup>

Cela ne s'est pas seulement vérifié pour Tiffany ou l'entreprise de biens de consommation de marque de notre exemple précédent. Bon nombre de grandes entreprises technologiques d'aujourd'hui, comme Alphabet, investissent de manière excessive via leur compte de résultat.<sup>20</sup>

### Pour comprendre le changement, il faut regarder au-delà du bilan

Étant donné que la valeur intrinsèque actuelle dépend de la génération future de flux de trésorerie, dont la trajectoire et l'ampleur ne peuvent être estimées qu'à partir d'indicateurs quantitatifs imparfaits et déduites de critères qualitatifs, les entreprises, par définition, seront toujours valorisées de manière incorrecte en raison de l'incertitude qui entoure leur avenir. Au-delà d'un certain point, la boule de cristal finit toujours par s'obscurcir. Ce constat s'explique notamment par l'évolution des secteurs d'activité au fil du temps et par la moindre capacité des états financiers à refléter la véritable valeur des entreprises.

À mesure que le poids des actifs réels dans l'économie diminue, les actifs non-inscrits au bilan (comme la relation clients, le savoir-faire en matière de recherche et la notoriété des marques) vont encore gagner en importance. La faiblesse des multiples de valorisation étant souvent une indication de prix bon marché, les investisseurs qui s'intéressent uniquement à ce facteur (sur la base des valeurs comptables) et attendent des inversions de tendance « qui tardent à venir » risquent d'être déçus.

Comme un découplage progressif s'opère entre la valeur intrinsèque et les états financiers, les critères traditionnels de « valeur » et de « croissance » servant à décrire et à évaluer une approche d'investissement perdent petite à petit leur pertinence. Mais, pour ceux qui cherchent à exploiter l'écart entre le prix de marché d'une entreprise et sa valeur intrinsèque, ce style *value* recèle toujours de la *valeur*. Le principal enseignement des biens incorporels a été très bien résumé par Albert Einstein : « Ce qui compte ne peut pas toujours être compté, et ce qui peut être compté ne compte pas forcément ».<sup>21</sup>

### Références

\*La gestion Value consiste à sélectionner les actions d'un portefeuille en retenant principalement les sociétés dont la valorisation en bourse est jugée sous-estimée par les marchés (sociétés value). La gestion Growth consiste à cibler des titres qui sont qualifiés de

valeurs de croissance, c'est-à-dire disposant d'une forte visibilité sur leur activité et d'une régularité de leurs performances financières.

1. « The underperformance of value relative to growth since 2007 is now approaching levels only seen during the 1930s and the dot com bubble ». Michael Bell, « What would it take for value to outperform again? », JP Morgan Asset Management, mars 2020.
2. Mikhail Samonov, « Value investing: Even deeper history', Two Centuries Investments, 11 mai 2020
3. Bloomberg
4. Pour une entreprise, la valeur intrinsèque est la valeur qui correspond à la différence entre l'actif brut et les dettes de l'entreprise.
5. Rupal J. Bhansali, « Non-consensus investing : achieving low risks and high returns », 2019, Ch 4. esp. pp. 48-51
6. Benjamin Graham et David Dodd, « Security analysis », 1934, passim
7. « Net-Current-Asset (or "Bargain") Issues »: L'idée était d'acquérir le plus grand nombre possible de titres à un coût inférieur à leur valeur comptable en termes de fonds de roulement net uniquement, c'est-à-dire n'accorder aucune valeur aux installations et aux autres actifs. En général, nous avons effectué nos achats à deux tiers ou moins de la valeur de ces actifs « démembrés ». La plupart des années, nous bénéficions d'une grande diversification, avec au moins 100 titres différents ». Benjamin Graham, « The intelligent investor », (4<sup>e</sup> édition révisée, 2006), p. 381
8. Charlie Munger, « A lesson on elementary, worldly wisdom as it relates to investment management & business », 1994
9. Janet Lowe, « Benjamin Graham on investing: Enduring lessons from the Dean of Wall Street », 1994. Cf. également les différentes éditions de « Security Analysis » et « The Intelligent Investor », passim
10. Munger, ibid.
11. Benjamin Graham, « The intelligent investor », 2006, pp. 532-533
12. Warren Buffett, « The security I like best », 1951
13. Alice Schroeder, « The Snowball: Warren Buffett and the business of life », 2008, pp. 147-153
14. Yeffei Lu, « Inside the investments of Warren Buffett », 2016, pp. 3-16
15. Alice Schroeder, « Talk to the Darden School of business at the University of Virginia », 2008. La société Mid-Continent Tab Card Company n'est mentionnée qu'à quelques reprises par Alice Schroeder dans « The Snowball », sous le nom « Data Documents », à la page 400
16. Munger, ibid.
17. D'autres hypothèses sont des revenus de 100, la publicité à 20% du chiffre d'affaires, des marges bénéficiaires nettes de 15 % et une croissance composée des revenus de 6 %
18. Warren Buffett, « The superinvestors of Graham-and-Doddsville », 1984
19. Christopher Riso-Gill, « There's always something to do: The Peter Cundill investment approach », 2011, pp. 23-24, pour Tiffany cf. pp. 36-37
20. Jonathan Haskel et Stian Westlake, « Capitalism Without Capital: The rise of the intangible economy », 2017

Contacts presse

**Marion Duchêne**

[marion.duchene@shan.fr](mailto:marion.duchene@shan.fr)

Tél : + 33 (0)6 46 47 09 79

**Anne-Marie Cravero**

Tél : +33 (0)6 11 19 20 68

#### **INFORMATION IMPORTANTE :**

Les informations et opinions reflétées dans le présent document sont exclusivement destinées à être utilisées par la presse et les médias financiers. Les informations ou opinions reflétées dans le présent document ne sauraient faire foi ou être considérées comme des conseils.

Ce communiqué de presse fourni par Aviva Investors Global Services Limited ne saurait représenter une quelconque promotion financière, conformément à la dispense du Financial Promotion Order, car Aviva Investors Global Services Limited n'exerce aucun contrôle sur les articles basés sur le présent communiqué de presse préparés et publiés par la presse et les médias financiers.

Sauf indication contraire, la source de toutes les informations est Aviva Investors Global Services Limited (« Aviva Investors ») au 21 juin 2021. Sauf indication contraire, les points de vue et les opinions exprimés dans le présent document sont ceux d'Aviva Investors. Leur contenu ne doit pas être considéré comme indiquant une garantie de rendement d'un placement géré par Aviva Investors, ni comme un conseil de quelque nature que ce soit. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. La valeur d'un investissement et des éventuels revenus attachés peut fluctuer à la hausse comme à la baisse et l'investisseur pourrait ne pas récupérer l'intégralité du capital investi.

#### **AVIVA INVESTORS**

Aviva Investors représente l'activité de gestion d'actifs internationale d'Aviva plc. La société offre des solutions et des services en gestion d'investissements et sa performance axée sur les clients répond aux attentes de ces derniers au niveau mondial. Aviva Investors est implanté dans 15 pays des régions Asie-Pacifique, Europe, Amérique du Nord et Royaume-Uni.

#### **AVIVA INVESTORS FRANCE**

Aviva Investors France, société de gestion de portefeuille de droit français agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous le n° GP 97-114, Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 18 608 050 euros, dont le siège social est sis 14 rue Roquépine, 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 335 133 229.

Aviva Investors est la dénomination commerciale de la branche de gestion d'actifs du groupe Aviva.

Aviva Investors Global Services Limited

St Helen's, 1 Undershaft, London, EC3P 3DQ Téléphone +44 (0)20 7809 6000

Fax +44 (0)20 7489 7940

Site internet [www.avivainvestors.com](http://www.avivainvestors.com)

Email [info@avivainvestors.com](mailto:info@avivainvestors.com)

Publié par Aviva Investors Global Services Limited, enregistré en Angleterre sous le n° 1151805. Siège social : St Helen's, 1 Undershaft, London EC3P 3DQ. Agréé et régi par la Financial Conduct Authority et membre de l'Investment Association.

Les appels téléphoniques à Aviva Investors peuvent être enregistrés à des fins de formation ou de suivi.