

Le HUB

POUR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Investir dans les valeurs de croissance n'est pas une course

Comment générer une croissance à long terme tout en bénéficiant d'une volatilité plus faible ?

En règle générale, le type de croissance qui crée une valeur significative dans un portefeuille n'est pas généré en seulement quelques mois.

Les entreprises capables de soutenir et d'accroître la valeur des portefeuilles pendant des années, voire des décennies, doivent pouvoir maintenir leur trajectoire de croissance pendant de très longues périodes. Pour cela, Aziz Hamzaogullari estime qu'elles doivent disposer d'avantages concurrentiels exceptionnellement persistants.

Seulement 1 % des entreprises parviennent à défendre leur pré carré

Seules des entreprises très rares et singulières peuvent créer et maintenir un avantage concurrentiel. D'un point de vue empirique, seules 1 % des entreprises sont en mesure de conserver leurs avantages concurrentiels au-delà d'une décennie, ce qui se traduit par une croissance durable et rentable à long terme.

Lorsqu'une entreprise génère des performances et une croissance supérieures à la moyenne, elle stimule la concurrence et les flux de capitaux. La plupart des entreprises ne parviennent pas à défendre leur « pré carré » car leur modèle économique peut être répliqué avec suffisamment de temps et de capital. « Nous cherchons à identifier des

entreprises capables de maintenir, et de préférence d'intensifier, leurs avantages concurrentiels à long terme », explique Aziz V. Hamzaogullari, directeur des investissements de l'équipe Growth Equity Strategies chez Loomis, Sayles & Company, un affilié de Natixis Investment Managers.

Qu'est-ce qu'une entreprise à « wide moat » ?

Les entreprises de grande qualité sont rares. « On recherche des avantages qui ne sont pas altérés en un jour, un trimestre ou même une décennie », explique Aziz V. Hamzaogullari.

Malgré les succès à long terme de Meta (Facebook) et d'Alphabet (Google), les investisseurs doutent régulièrement de la pérennité des avantages concurrentiels et des opportunités de croissance de ces deux entreprises de grande qualité.

Selon lui, ces entreprises possèdent des avantages clés qu'il est difficile, voire impossible, de reproduire et méritent donc d'être intégrées à un portefeuille de croissance de grande qualité, si leur valorisation est raisonnable.

Premièrement, il s'agit d'entreprises de réseaux. Par exemple, plus de 3,6 milliards de personnes utilisent les réseaux de Meta, soit 75 % des utilisateurs d'Internet dans le monde.



Aziz V. Hamzaogullari, CFA
Fondateur, Directeur des investissements et Gérant de portefeuille Growth Equity Strategies
Loomis Sayles



Hollie C. Briggs, CFA, CAIA
Responsable mondial de la gestion de produits Sakorum Growth Equity Strategies
Loomis Sayles



Richard E. Geller
Responsable mondial des investissements alternatifs Sakorum Growth Equity Strategies
Loomis Sayles

Points clés :

- Les entreprises possédant de solides avantages concurrentiels («wide-moats») sont rares, 1 % d'entre elles seulement étant capables de les maintenir plus de dix ans. Les entreprises générant une croissance rentable et durable sont également rares, seules quelques-unes parviennent à la maintenir pendant plus de 10 ans.
- Grâce aux éclairages offerts par son processus d'investissement axé sur la qualité, la croissance et la valorisation, l'équipe Growth Equities Strategies (GES) peut désormais chercher à créer de la valeur en vendant à découvert des valeurs de croissance surévaluées, structurellement déficientes et affichant une prime de valorisation, en plus d'acheter des entreprises de grande qualité qui se négocient à une décote.
- Lancées il y a plus de dix ans, les positions courtes de la stratégie Long/Short Growth Equity ont généré environ la moitié de l'alpha annualisé du portefeuille, et ont été une source de protection significative contre les baisses de valeur depuis sa création.

Son empreinte sur l'économie est inégalée, puisque près de 200 millions d'entreprises dans le monde entier utilisent ses plateformes. Ces entreprises cherchent à profiter de la rentabilité durablement élevée par dollar investi en marketing qui peut être obtenue sur les réseaux de Meta, et qui est difficile à reproduire via d'autres canaux publicitaires. « Que vous dépensiez 2 dollars ou 2 millions de dollars avec Facebook, vous pouvez mesurer avec précision vos coûts par rapport à votre rentabilité », explique Aziz V. Hamzaogullari.

Deuxième caractéristique de ces entreprises, leur envergure. L'investissement nécessaire en capital impose une barrière élevée à l'entrée pour les concurrents potentiels. Par exemple, rien qu'au cours des cinq dernières années, Meta a dépensé environ 75 milliards de dollars en R&D et 50 milliards de dollars en ventes et marketing.

Et même ce niveau de dépenses ne garantirait pas la même notoriété de marque qui a permis à Google, par exemple, d'avoir un quasi-monopole sur le segment de la recherche en ligne et d'entrer dans le langage courant (« googler »).

Il existe des sociétés de croissance à long terme de grande qualité dans divers secteurs d'activité. Ce qui importe à Aziz V. Hamzaogullari, c'est qu'une entreprise réponde à ses critères de qualité, de croissance et de valorisation. Prenons l'exemple de Boeing : ses activités principales, à savoir la construction d'avions à fuselage étroit et d'avions à fuselage large, présentent des barrières à l'entrée extrêmement élevées, et seul Airbus est en mesure de contester sa position dominante sur le marché. A elles deux, elles contrôlent 90 % du marché. Comme le fait remarquer Aziz V. Hamzaogullari, « si vous souhaitez prendre l'avion, vous n'avez pas vraiment d'autre choix que ces deux entreprises. » Même en tenant compte des annulations liées à la pandémie de Covid 19, le carnet de commandes de Boeing équivalait à près de cinq ans de production sur la base du taux de livraison de 2018 à son pic.

Visa dispose d'un avantage à long terme tout aussi défendable sur son vaste marché cible : elle a émis plus de 3 milliards de cartes de crédit et de débit en partenariat avec 16 000 banques émettrices de cartes, et opère dans plus de 200 pays où ses cartes

sont acceptées par 61 millions de commerçants. Malgré son envergure gigantesque, Aziz V. Hamzaogullari estime que la part de Visa ne représente qu'environ 18 % du marché mondial des dépenses personnelles de consommation. Son potentiel de croissance reste donc très important.

Selon lui, « ces entreprises sont essentielles aux échanges commerciaux. » « Il suffit de penser à ce qui s'est passé lorsque les services de Facebook se sont interrompus pendant quelques heures. » Un grand nombre d'entreprises en ont souffert en raison de leur dépendance élevée à Facebook pour diffuser leurs publicités.

Attendre patiemment l'apparition d'anomalies de valorisation

Les intervenants de marché ont une fâcheuse tendance à se mettre à l'abri à la moindre mauvaise nouvelle ou à prendre des positions justifiées par un optimisme inopportun. Les anomalies de valorisation qui en découlent offrent des opportunités aux investisseurs actifs, positionnés à long terme et soucieux des niveaux de valorisation, tels que notre équipe GES. En se fixant une marge de sécurité par rapport à ses propres estimations de la valeur intrinsèque, Aziz V. Hamzaogullari achète des entreprises à forte croissance qui présentent une décote de valorisation, et vend à découvert les valeurs de croissance surévaluées et structurellement déficientes dont les valorisations sont trop élevées. Après avoir mené des recherches largement en amont, Aziz V. Hamzaogullari attend alors patiemment que le marché lui offre ces opportunités.

Au 31 décembre 2022, la poche de positions longues de la stratégie affichait une décote de 49,4 % par rapport à la valeur intrinsèque estimée par l'équipe, tandis que la poche de positions courtes présentait une prime de 29,8 % par rapport à la valeur intrinsèque.

Bien souvent, le catalyseur des anomalies de valorisation apparaît lors des publications de résultats trimestriels inférieurs aux attentes du consensus. « Amazon est une entreprise formidable, mais de temps à autre, elle connaît ce que les investisseurs à court terme considèrent comme un « mauvais » trimestre, explique-t-il. Ces 16 dernières années, Amazon a publié des résultats trimestriels inférieurs aux anticipations 12 à 13 fois. À pas moins de 11 reprises, l'annonce a déclenché une baisse du

cours de l'action de 20 % voire plus, alors que les avantages structurels et la trajectoire de croissance à long terme d'Amazon demeuraient intacts.

Les chiffres décevants à court terme s'expliquent souvent par une raison stratégique évidente. Les dépenses d'investissement en sont une.

Lorsqu'Alphabet, par exemple, a acheté YouTube pour 1,65 milliard de dollars en 2006, de nombreux investisseurs se sont montrés sceptiques. Pourquoi payer autant pour des revenus aussi faibles ? Sauf que Google avait bien compris que la vidéo serait une composante essentielle de la publicité en ligne.

Facebook a également décidé de passer au format vidéo. Tout comme l'entreprise l'avait fait en passant de l'ordinateur à l'application mobile, puis du fil d'actualité aux articles. L'utilisation intensive de capitaux pour créer le format vidéo d'Instagram, « Reels », a notamment semé le doute. Aziz V. Hamzaogullari a profité de la baisse récente du cours de l'action pour renforcer sa position sur cette société de croissance séculaire de grande qualité.

Quant à Boeing, son titre se négocie toujours avec une décote de plus de 50 % par rapport à sa valeur intrinsèque, après la dégringolade de 90 % du trafic aérien en raison de la pandémie. « La pandémie a occasionné la plus forte anomalie de valorisation de cette entreprise depuis des décennies, offrant ainsi une opportunité historique », fait remarquer Aziz V. Hamzaogullari.

« Ce type d'opportunités d'arbitrage ne se produit que lorsque les investisseurs émettent des avis très différents sur l'avenir d'une entreprise. » Autrement dit, tout consensus tue la moindre opportunité d'investissement. Exploiter ces opportunités nécessite un processus discipliné et une grande patience. « Il faut être convaincu du bien-fondé de son positionnement quand les autres sont mal à l'aise avec le leur. »

Les investisseurs adeptes de la gestion passive affirment souvent que les valorisations des grandes capitalisations sont efficaces. Toutefois, les exemples mentionnés montrent que les inefficiences existent bel et bien, même pour les grandes capitalisations les plus connues. Aziz V. Hamzaogullari souligne que les distorsions entre le risque et la valorisation sont souvent plus importantes lorsque l'entreprise possède une grande notoriété et un actionnariat élargi.

Générer de l'alpha par des arbitrages ponctuels

Seule une vingtaine de positions longues composent le portefeuille Loomis Sayles Long/Short Growth Equity. Une fois intégrées, elles ont tendance à y rester. La rotation des positions longues au sein du portefeuille est d'environ 13 %, ce qui correspond à une durée moyenne de détention d'environ huit ans. De nombreuses entreprises font partie du portefeuille depuis plus de dix ans, notamment Amazon, qui y figure depuis la création de la stratégie long/short en 2012, et depuis plus de 16 ans dans la stratégie phare Large Cap Growth de GES. Le portefeuille peut aussi intégrer un nombre similaire de positions courtes. Leur rotation est proche de 24 %, ce qui implique une durée de détention moyenne de quatre ans.

Cela ne veut pas dire que l'équipe conserve sans rien faire les entreprises pendant de longues périodes. Elle conserve ses positions jusqu'à ce que le cours de leurs actions reflète pleinement leur potentiel de croissance, en ajustant les positions longues et courtes pour refléter l'évolution des ratios risque/rendement et des marges de sécurité, à mesure de l'évolution des cours de bourse.

En janvier 2015, par exemple, GES a acheté l'action Adidas. Les investisseurs à court terme avaient fait baisser le cours en raison de tendances que l'équipe GES avait jugées temporaires, comme la faiblesse de son activité golf et de sa filiale Reebok. Aziz V. Hamzaogullari a donc profité d'un point d'entrée nettement inférieur à l'estimation de la valeur intrinsèque d'Adidas faite par l'équipe. Le titre a été cédé deux ans plus tard, en décembre 2016, alors que le cours de l'action avait plus que doublé et s'approchait de sa valeur intrinsèque. « Malgré les inquiétudes suscitées par certaines activités peu performantes, nous avions alors acheté le titre d'une entreprise que nous considérons comme une grande marque et dotée d'excellentes capacités de distribution », explique Aziz V. Hamzaogullari.

Un seul moteur alpha permet d'identifier des opportunités à l'achat et à la vente

Lancée il y a plus de dix ans, la stratégie Loomis Sayles Long/Short Growth Equity avait pour objectif de créer de l'alpha via des positions courtes, lesquelles sont un résultat naturel de la philosophie et du processus d'investissement de GES.

La poche de positions courtes de la stratégie a une double fonction : fournir une couverture et générer de l'alpha. Concrètement, depuis le lancement de la stratégie en 2012, les positions courtes ont généré environ la moitié du total de l'alpha brut.

L'équipe GES de Loomis Sayles utilise deux types de positions courtes : structurelles et opportunistes. Les positions courtes structurelles sont initiées sur des entreprises qui sont le reflet inversé des champions de grande qualité. En d'autres termes, elles possèdent peu ou pas de caractéristiques différenciantes ou d'avantages concurrentiels, leurs opportunités de croissance ne cessent de s'amoindrir, et pourtant, elles présentent une prime de valorisation par rapport à la valeur intrinsèque calculée par l'équipe.

Les positions courtes opportunistes concernent des entreprises susceptibles de perdurer à long terme, mais dont les valorisations reposent sur des anticipations improbables. Cela s'explique parfois par le biais de « récence » des investisseurs.

« Beaucoup confondent les gains à court terme avec le succès à long terme », déclare Aziz V. Hamzaogullari. Le développement du télétravail, par exemple, a donné naissance à une multitude d'entreprises à la mode et fait émerger des opportunités de vente à découvert, à la fois structurelles et opportunistes. Lorsque l'impact de la pandémie a commencé à s'atténuer, GES a identifié quelque 200 entreprises qui présentaient un ratio cours/chiffre d'affaires de 40x et ratio cours/flux de trésorerie de 100 fois ou plus (lorsqu'elles en génèrent). « L'histoire montre que peu d'entreprises réussissent à répondre à de telles attentes », précise Aziz V. Hamzaogullari.

La poche de positions courtes peut considérablement réduire la volatilité du portefeuille, tout en protégeant le capital en cas de turbulences sur les marchés. Au quatrième trimestre 2018, lorsque le S&P 500 a corrigé de 13,5 %, la stratégie Loomis Sayles Long/Short Growth Equity n'a subi une baisse (brute) que de 1 %. Au premier trimestre 2020, lorsque la pandémie est apparue, l'indice S&P 500 a chuté de près de 20 %, tandis que la stratégie a gagné 3,2 % (brut). De même, la stratégie a traversé la correction des marchés au premier trimestre 2022 en s'adjugeant une progression brute de 3,12 %. Enfin, alors que le S&P 500 a cédé 18,11 % en 2022, la stratégie n'a perdu que 1,71 % (brut).

Savoir diversifier les moteurs d'activité des entreprises est une composante essentielle de la gestion du risque ou de la volatilité d'un portefeuille. L'équipe cherche donc à investir dans des moteurs de croissance imparfaitement corrélés - le principal moteur de croissance à long terme identifié par l'équipe GES pour chaque entreprise. Selon Aziz V. Hamzaogullari, la diversification des moteurs d'activité permet d'assurer une diversification efficace des risques. C'est ce dont témoignent le niveau historiquement faible - voire inexistant - du risque factoriel de cette stratégie, ainsi que sa grande capacité de protection contre le risque baissier.

Gagnants vs perdants : comment gagner à tous les coups

Lorsqu'un gagnant émerge, il provoque de nombreux perdants. La mise en œuvre de cette philosophie est au cœur de la génération d'alpha à long terme de l'équipe Growth Equity Strategies.

Et Aziz V. Hamzaogullari de conclure : « Pour créer de l'alpha, la recherche d'un plus grand potentiel de hausse et la gestion de niveaux de risque absolus sont des objectifs indissociables. »

Publié en mai 2023

MENTIONS LÉGALES

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Pour obtenir un résumé des droits des investisseurs dans la langue officielle de votre juridiction, veuillez consulter la section de documentation légale du site web (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)

En France : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès-France, 75013 Paris.

Au Luxembourg : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

En Suisse : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

Natixis investment managers peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable.

Loomis, Sayles & Company, L.P.

Affilié de Natixis Investment Managers,
Enregistrée auprès de la U.S. Securities and Exchange Commission (IARD N°105377)
One Financial Center,
Boston, MA 02111, USA
www.loomissayles.com

Natixis Investment Managers

RCS Paris 453 952 681
Capital : €178 251 690
43 avenue Pierre Mendès France
75013 Paris
www.im.natixis.com

HUBINTXXFR-0523

PERSPECTIVES DE MARCHÉ

DOCUMENT À DESTINATION DES CLIENTS PROFESSIONNELS AU SENS DE LA MIF