



Analyse des flux de trésorerie disponible durables : une meilleure mesure pour les actions des ressources

Auteurs :



Benoit Gervais, MSc., CFA
Vice-président principal,
gestionnaire de portefeuille
Équipe des
ressources Mackenzie



Onno Rutten, MSc., MBA
Vice-président,
gestionnaire de portefeuille
Équipe des
ressources Mackenzie



Asmaa Marrat, MSc., CFA
Analyste en
placement principale
Équipe des
ressources Mackenzie



Mary Mathers, MBA, CFA
Vice-présidente,
directrice principale
des placements
Actions

Sommaire

Au vu du contexte difficile que connaissent aujourd'hui les cours mondiaux des matières premières, les mesures de valorisation conventionnelles pourraient ne pas être les plus efficaces pour qui sélectionne des titres du secteur des ressources. Dans la présente étude, nous examinons l'application de l'analyse des flux de trésorerie disponible durables aux sociétés à forte intensité capitalistique. Notre modèle exclusif indique que, à la recherche de rendements supérieurs à ceux d'indices de référence, les flux de trésorerie disponible durables peuvent être un critère de placement plus instructif que le ratio cours-bénéfice, le ratio cours-flux de trésorerie ou la valeur liquidative. Notre étude fondée sur des échantillons sur cinq ans a révélé que les sociétés dégageant un flux de trésorerie disponible durable élevé ont tendance à procurer de meilleurs résultats.

Les prévisions macroéconomiques, les rotations sous-sectorielles et l'allocation des capitaux sont aussi des facteurs importants dont il convient de tenir compte dans le cadre de placements diversifiés en actions de ressources, et nous aborderons ces sujets dans de futures publications.

Table des matières

Sommaire

Introduction

Mesures traditionnelles

- 1.1 Mesures basées sur les bénéfices vs mesures basées sur les flux de trésorerie
- 1.2 Du flux de trésorerie d'exploitation au flux de trésorerie disponible

Une meilleure mesure

- 2.1 Du flux de trésorerie disponible au flux de trésorerie disponible durable
- 2.2 Investissements d'entretien vs investissements de maintien
- 2.3 Taux de saisie du flux de trésorerie disponible durable et niveau de risque d'une société

Ce qu'il faut rechercher

- 3.1 Gestion rigoureuse
- 3.2 Efficacité de l'analyse du flux de trésorerie disponible durable

Conclusion

« Notre modèle exclusif indique que, à la recherche de rendements supérieurs à ceux des indices, la durabilité du flux de trésorerie disponible durable peut être un critère de placement plus instructif que les mesures de valorisation conventionnelles. »

Introduction

Après avoir progressé pendant une bonne partie de la dernière décennie, les cours mondiaux des matières premières ont entamé une période prolongée de marasme et les investisseurs se voient aujourd'hui confrontés à un contexte difficile pour les actions des ressources. Face à l'atonie de la croissance mondiale et à l'évolution des modes de consommation, seules les sociétés de ressources dotées d'un modèle d'affaires durable et d'une approche rigoureuse en matière de répartition des capitaux seront en mesure de prospérer.

Les mesures couramment utilisées en matière de placement, telles que le ratio cours-bénéfice, le ratio cours-flux de trésorerie et la valeur liquidative, ne traduisent pas fidèlement la nature à haute intensité de capital des sociétés de ressources et ne permettent pas de bien évaluer la capacité de la direction à dégager des rendements futurs pour les actionnaires. En l'absence d'une hausse des prix des matières premières, les investisseurs pourraient à notre avis tirer profit de méthodes de valorisation propres à l'industrie des ressources.

Nos études ont fait ressortir de solides arguments justifiant l'emploi du taux de flux de trésorerie disponible durable pour identifier les actions des ressources susceptibles de dégager des rendements supérieurs à ceux de l'indice de référence¹. Dans les trois premières sections du présent document, nous examinons les lacunes de certaines mesures conventionnelles de valorisation des sociétés de ressources ainsi que les avantages comparatifs d'un recours au taux de flux de trésorerie disponible durable.

Mesures traditionnelles

1.1 Mesures basées sur les bénéfices vs mesures basées sur les flux de trésorerie

Plusieurs études démontrent que, comparativement aux mesures basées sur les bénéfices, les mesures basées sur les flux de trésorerie se révèlent plus précises en tant qu'indicateur du rendement futur des titres. En effet, nombreux sont les investisseurs qui méconnaissent le fait que les bénéfices adossés au flux de trésorerie ont tendance à être plus constants sur le long terme que les bénéfices adossés aux « accruals » (variable de régularisation comptable).²

La perte de valeur comptable et les accruals font en général l'objet d'estimations subjectives. Cela est particulièrement vrai pour le secteur des ressources, lequel se caractérise par des actifs productifs dont la durée de vie est généralement plus longue, une intensité capitalistique initiale élevée et des marges profondément cycliques. De ce fait, il est plus probable que les estimations relatives à la perte de valeur comptable soient inexactes. Qui plus est, les charges d'amortissement sont en général un mauvais indicateur des futurs besoins en capital des sociétés de ressources.

Les mesures basées sur le flux de trésorerie sont plus pertinentes pour les sociétés de ressources et les industries de base comme celles des produits chimiques et de l'acier, où la forte intensité capitalistique découlant de l'établissement et la préservation des

¹ L'indice de référence cité dans le présent document est un indice mixte composé de l'indice MSCI Monde secteur de l'énergie (16,5 %), de l'indice MSCI Monde secteur des matériaux (13,5 %), de l'indice composé S&P/TSX secteur de l'énergie (38,5 %) et de l'indice composé S&P/TSX secteur des matériaux (31,5 %) (rendement total, devise locale).

² Richard G. Sloan (1996) "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?" The Accounting Review 71(3): 289-315. M. Sloan constate que les bénéfices adossés aux flux de trésorerie sont plus constants que les bénéfices adossés aux accruals. Par conséquent, les titres de sociétés dont les niveaux d'accruals sont relativement élevés (faibles) affichent des rentabilités anormales négatives (positives).

actifs donne lieu à des charges d'amortissement plus élevées que celles que l'on peut observer sur le marché boursier dans son ensemble. Le tableau 1 illustre le fait que le ratio BAI/BAIIA est en général moins élevé pour les secteurs de l'énergie et des matériaux, comparativement aux moyennes de l'indice composé S&P/TSX et de l'indice S&P 500, ce qui met en relief les répercussions potentielles de charges d'amortissement mal définies sur les bénéfices d'exploitation. Bien que le ratio BAIIA donne une meilleure représentation du flux de trésorerie que le ratio BAII, il n'est pas aussi utile et fiable que les mesures basées sur le flux de trésorerie, lesquelles permettent de mieux tenir compte des réinvestissements.

Le tableau 1 illustre par ailleurs le fait que dans les secteurs de l'énergie et des matériaux les flux de trésorerie nécessaires aux (ré)investissements paraissent relativement élevés. Les dépenses continues en immobilisations peuvent par conséquent différer sensiblement des charges d'amortissement.

Tableau 1 : Charges d'amortissement élevées et taux de saisie des flux de trésorerie disponible peu élevé

Les charges d'amortissement sont généralement plus élevées dans le secteur des ressources, et les flux de trésorerie disponible sont réduits en raison des besoins conséquents de réinvestissement des capitaux.³

	S&P/TSX composé	S&P/TSX Énergie	S&P/TSX Matériaux	Indice S&P 500	S&P 500 Énergie	S&P 500 Matériaux
BAIIA	8 158 \$	2 153 \$	1 578 \$	924 \$	447 \$	161 \$
BAII	5 084 \$	1 053 \$	1 119 \$	647 \$	288 \$	111 \$
BAII/BAIIA	62 %	49 %	71 %	70 %	64 %	69 %
Flux de trésorerie d'exploitation	6 062 \$	1 838 \$	1 179 \$	845 \$	372 \$	116 \$
Trésorerie liée aux placements	(4 819 \$)	(2 031 \$)	(1 284 \$)	(312 \$)	(321 \$)	(60 \$)
Saisie des flux de trés. disponibles	21 %	-10 %	-9 %	63 %	14 %	48 %

Source : Analyse de Placements Mackenzie fondée sur des données de Bloomberg (dollars américains cumulatifs par action, 2009-2013).

1.2 Du flux de trésorerie d'exploitation au flux de trésorerie disponible

Bien que le flux de trésorerie d'exploitation soit aujourd'hui accepté comme mesure de la performance opérationnelle, il présente certaines insuffisances. Le tableau 1 ci-dessus illustre les problèmes inhérents à l'analyse cours/flux de trésorerie lorsqu'elle est appliquée au secteur des ressources. L'analyse cours/flux de trésorerie se concentre exclusivement sur le flux de trésorerie d'exploitation sans tenir compte du réinvestissement

des capitaux, chiffre significatif pour les sociétés au développement fortement capitalistique et dont les ressources limitées s'épuisent au fil du temps.

Pour illustrer ce point, considérons une société qui exploite un seul puits de pétrole de schiste. Sa production pourrait diminuer de 80 % au cours de la première année et un nouveau producteur de pétrole devrait intervenir pour réinvestir la majorité de son flux de trésorerie d'exploitation simplement pour pouvoir maintenir la production et le bénéfice d'exploitation. Au vu du niveau élevé de réinvestissement des capitaux requis pour maintenir le bénéfice d'exploitation, les investisseurs pourraient avoir intérêt à focaliser leur attention sur des mesures qui reflètent la capacité de la société à générer un flux de trésorerie disponible, et non pas un flux de trésorerie d'exploitation.

Le flux de trésorerie disponible est traditionnellement défini comme étant les flux nets de trésorerie liés aux opérations d'exploitation et pouvant être distribués aux actionnaires ou utilisés de façon à exploiter d'autres occasions d'affaires, au-delà du capital de croissance précédemment engagé.⁴ Il est habituellement évalué en prenant les flux nets de trésorerie et en soustrayant toutes les dépenses en capital.

Le taux de saisie du flux de trésorerie disponible est en général moins élevé dans le secteur des ressources qu'il ne l'est dans bien d'autres secteurs, là encore en raison de la forte intensité capitalistique, tel que l'illustre le tableau 1. Par ailleurs, l'analyse traditionnelle du flux de trésorerie disponible ne définit pas clairement le capital de croissance « réel » des sociétés de ressources. En fait, à notre avis, l'investisseur devrait distinguer les dépenses en capital qui ne font que maintenir la production des dépenses en capital qui contribuent à la croissance future.

Une meilleure mesure

2.1 Du flux de trésorerie disponible au flux de trésorerie disponible durable

Alors que selon la définition traditionnelle le flux de trésorerie disponible peut être simplement calculé à partir des états financiers de la société et répliqué moyennant un modèle quantitatif systématique, notre mesure exclusive du flux de trésorerie disponible durable comprend une analyse détaillée et rigoureuse des états financiers en reclassant les dépenses en immobilisations productives, et passe par une compréhension approfondie des possibilités supplémentaires de placement.

Fait à signaler, les dépenses en immobilisations utilisées pour calculer le flux de trésorerie disponible durable diffèrent de la

³ Le taux de saisie du flux de trésorerie correspond la part restante des flux de trésorerie d'exploitation, en pourcentage, après déduction de tous les investissements en immobilisations.

⁴ Kenneth S. Hackel, Joshua Livnat and Atul Rai (2000) "A Free Cash Flow Investment Anomaly," *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 15(1): 1-24.

définition étroite de « dépenses en capital affectées à l'entretien » puisque celles-ci comprennent non seulement les placements nécessaires au bon fonctionnement continu des installations de production mais aussi les investissements nécessaires pour conserver les atouts concurrentiels de la société. Ce type d'analyse nécessite une évaluation des forces concurrentielles au sein du secteur et une connaissance approfondie de chacune des sociétés.

Par ailleurs, nos analyses indiquent que les titres du secteur des ressources qui se sont illustrés par leur capacité à dégager un niveau élevé de flux de trésorerie disponible durable au cours d'un cycle économique ont tendance à procurer des résultats supérieurs à ceux de l'indice de référence.

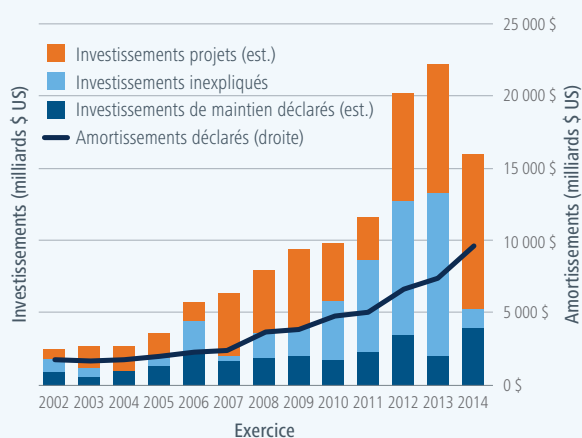
2.2 Investissements d'entretien vs investissements de maintien

Les investissements de maintien semblent certes un excellent critère de mesure pour évaluer le potentiel d'une société de ressources à réaliser une future valeur, mais il est difficile de les appréhender. En effet, la plupart des sociétés souscrivent à une définition étroite des investissements d'entretien et, de ce fait, elles tendent à sous-estimer leurs besoins en capitaux réels.

Nous avons examiné l'allocation du capital de BHP Billiton de 2002 à 2014, tel qu'illustré dans le graphique 1. Par le passé, BHP a affecté une faible part de ses investissements totaux aux investissements d'entretien. La société a par ailleurs fait état de capitaux mobilisés pour d'importants projets visant à accroître la production.

Graphique 1 : Allocation du capital de BHP Billiton (2002–2014)

L'écart entre les investissements totaux et les investissements d'entretien sous-entend la nécessité d'importants investissements de maintien pour soutenir les revenus de BHP.



Source : BHP Billiton et Redburn Partners LLP; analyse effectuée par Placements Mackenzie.

Les investissements inexpliqués qui sont impliqués dans le tableau des flux de trésorerie de BHP suggèrent que la définition que donne la société à « investissements de maintien » sous-évalue considérablement ses besoins de capital pour maintenir la production. Cet exemple démontre à quel point il est difficile d'évaluer les charges d'amortissement dans le secteur à forte intensité de capital et de longue durée qu'est celui des ressources. Surtout, il remet en question une fois encore la fiabilité des analyses basées sur les bénéfices.

Dans le contexte des sociétés de ressources, les investissements de maintien englobent un vaste nombre d'activités, dont :

- Le développement de réserves additionnelles pour compenser l'appauvrissement du minerai (usines de traitement du cuivre plus importantes pour traiter le minerai à teneur plus faible, par exemple)
- Forage de nouveaux puits pétroliers et gaziers afin de compenser la diminution du taux de production attribuable au vieillissement des puits dans une zone de ressources reconnue (schiste terrestre aux États-Unis, par exemple)
- Remplacement ou remise à neuf du matériel à la fin de sa durée d'utilité (hauts fourneaux dans l'industrie sidérurgique, par exemple)
- Introduction de nouvelles gammes de produits afin de préserver l'avantage concurrentiel de la société (recherche et dépenses en immobilisations connexes pour rééquiper une usine, par exemple)

2.3 Taux de saisie du flux de trésorerie disponible durable et niveau de risque d'une société

Les investisseurs peuvent évaluer le niveau de risque d'une société en se penchant sur son taux de saisie du flux de trésorerie disponible durable. Il s'agit du pourcentage du flux de trésorerie d'exploitation avant impôts, après déduction de tous les investissements en immobilisations de maintien nécessaires, et décrit tout simplement le flux de trésorerie dont dispose une entreprise après les réinvestissements. Les sociétés dont le taux de saisie est moins élevé sont très sensibles aux changements relatifs aux hypothèses, et elles comportent donc évidemment plus de risques que celles dont le taux de saisie est plus élevé.

Une société de ressources qui possède des actifs matures et qui peine à maintenir son flux de revenu dans le cadre de ses activités courantes aurait un taux de saisie peu élevé (entre 0 % et 25 %, selon nos estimations) ce qui revient à dire que la quasi-totalité de ses flux de revenu liés à l'exploitation servent uniquement à maintenir son flux de trésorerie d'exploitation. Cela laisse peu de marge à une croissance future et au rendement pour les actionnaires.

Nous pensons que les investisseurs devraient plutôt rechercher un taux de saisie du flux de trésorerie disponible durable plus élevé, lequel devrait à notre avis dépasser 50 % pour les sociétés de ressources de première qualité, indiquant qu'elles disposent d'une trésorerie bien plus importante leur permettant de réinvestir dans des occasions de croissance ou de récompenser les actionnaires. Identifier les sociétés qui génèrent un taux de saisie du flux de trésorerie disponible durable élevé n'est pas suffisant pour identifier les sociétés qui dégageront des rendements supérieurs à long terme. D'après nos analyses, les sociétés qui dégagent un flux de trésorerie disponible durable élevé offrent en général de meilleurs rendements.

Ce qu'il faut rechercher

3.1 Gestion rigoureuse

Un taux de saisie du flux de trésorerie disponible durable élevé est un critère utile, mais il soulève d'importantes questions : Comment l'excédent de trésorerie sera-t-il utilisé? Sera-t-il mis à bon escient? La capacité de la direction de créer de la valeur, ou de la détruire, moyennant les futurs flux de trésorerie excédentaires est un facteur fréquemment négligé par les méthodes traditionnelles de valorisation reposant sur la valeur liquidative. La somme des flux de trésorerie actualisés ne tient pas compte adéquatement du moment et de l'ampleur des réinvestissements nécessaires.

Quelle est la solution? Nous sommes d'avis que les investisseurs doivent bien prendre le temps nécessaire pour évaluer de façon critique les possibilités de réinvestissement dont dispose la direction, ainsi que sa discipline en ce qui a trait à l'allocation des capitaux excédentaires aux projets de croissance ou à la restitution du capital aux actionnaires. Alors que les entreprises moyennes du secteur de ressources peinent à faire face au coût du capital, on pourrait penser qu'un sens aigu des affaires permettrait de bien gérer les flux de trésorerie disponible au sein de ce secteur si fortement capitalistique. Pour cette raison, les sociétés dont le taux de saisie des flux de trésorerie disponible durable est relativement élevé, et celles qui sont gérées par des équipes de direction qui allouent le capital de façon efficiente, pourraient réaliser des rendements supérieurs.

3.2 Efficacité de l'analyse du flux de trésorerie disponible durable

Dans la présente section, nous présentons deux cas issus de notre analyse et qui démontrent que les sociétés dégagant un taux élevé de flux de trésorerie disponible durable par action au cours d'une année donnée tendent à faire mieux que l'indice de référence l'année suivante, tel qu'observé sur une base trimestrielle sur une période de cinq ans.

Dans la première étude de cas, nous comparons un portefeuille modèle de dix sociétés avec les dix principales sociétés de l'indice de référence. Nous utilisons uniquement les dix principaux titres pour chaque trimestre en raison de la complexité de l'analyse, de son interprétation, et de l'estimation des investissements de maintien « réels » pour la globalité de l'indice de référence moyennant cinq années de données.

Nous avons constaté que le portefeuille modèle équilibré affichait un taux de flux de trésorerie disponible durable plus élevé que les dix plus importantes pondérations de l'indice de référence, et ce 13 trimestres sur 20, soit 65 % du temps. Les rendements subséquents du portefeuille modèle sur un an correspondant à ces 13 trimestres étaient plus élevés que celui des dix principaux titres de l'indice de référence.

Étude de cas 1 : Le taux de flux de trésorerie disponible durable est un moteur de performance des actions

Portefeuille modèle par rapport au dix principaux titres du portefeuille, sur la base de données trimestrielles (2009-2013) pour des estimations prévisionnelles sur un an (2010-2014).

Cinq ans, sur la base de données trimestrielles (2009–2013)	Moyenne du taux de flux de trésorerie disponible « durable » excédentaire	Moyenne des Rendements totaux excédentaires subséquents sur un an	Nbre de périodes	% de périodes
Toutes les périodes	1,1 %	14,5 %	20	100 %
Périodes au cours desquelles le taux de flux de trésorerie disponible « durable » excédentaire est positif	2,5 %	16,1 %	13	65 %
Périodes au cours desquelles le taux de flux de trésorerie disponible « durable » excédentaire est négatif	-1,5 %	11,4 %	7	35 %

Moyenne des rendements excédentaires = moyenne des 10 principaux titres du fonds – moyenne des 10 principaux titres de l'indice.

Source : Factset et rapports d'entreprise; analyse effectuée par Placements Mackenzie

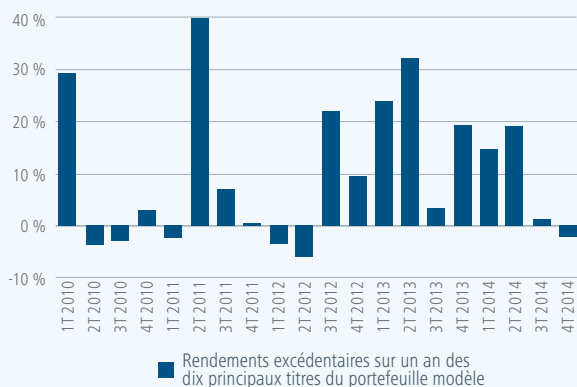
Le portefeuille modèle est un ensemble équilibré des cinq principaux titres du secteur de l'énergie et des cinq principaux titres du secteur des matériaux (en fonction de la pondération) du Fonds de ressources canadiennes Mackenzie; les dix principaux titres de l'indice de référence correspondent aux cinq principaux titres du secteur de l'énergie et des cinq principaux titres du secteur des matériaux pondérés de manière égale. Les taux de rendement indiqués sont des rendements totaux.

La surperformance s'élevait à 16,1 % au cours de ces périodes, comparativement à seulement 11,4 % pour les périodes au cours desquelles le taux de flux de trésorerie disponible durable était négatif, par rapport à l'indice de référence.

Dans la deuxième étude de cas, nous avons comparé la performance du portefeuille modèle de dix titres à la globalité de l'indice de référence. Nous avons constaté que le portefeuille modèle dégagait des rendements subséquents sur un an supérieurs à ceux de la globalité de l'indice de référence 70 % du temps, sur une période de cinq ans.

Étude de cas 2 : L'analyse des flux de trésorerie disponible apporte une valeur ajoutée

Rendements sur un an du portefeuille modèle (équi pondéré) comparativement à ceux de l'indice de référence.



Source: Analyse effectuée par Placements Mackenzie et fondée sur des données de Bloomberg.

Nota : « Excédentaire » par rapport à la globalité de l'indice de référence, et non pas uniquement à ses dix principaux titres (comme dans l'étude de cas 1 ci-dessus.).

Conclusion

Dans une conjoncture de croissance modérée de la demande en matières premières, les investisseurs dans le secteur des ressources pourraient avoir intérêt à miser sur la capacité des sociétés de ressources à maintenir leurs bénéfices d'exploitation et à générer un flux de trésorerie disponible durable. Ce flux de trésorerie disponible durable pourrait être redéployé au profit de projets de croissance ou être restitué aux actionnaires.

Les mesures d'évaluation fréquemment utilisées, dont le ratio cours-bénéfice, le ratio cours-flux ou la valeur liquidative, reflètent mal (ou pas du tout) le réinvestissement des capitaux, facteur important pour les sociétés de ressources en raison de la forte intensité capitalistique du développement des ressources et de l'épuisement intrinsèque de ressources limitées.

Nous pensons que les investisseurs dans le secteur des ressources devraient distinguer les dépenses en immobilisations productives des dépenses non productives nécessaires pour soutenir les bénéfices d'exploitation, lesquels sont souvent sous-estimés en tant qu'investissements d'entretien.

On a pu constater que la sélection d'actions dégagant un taux supérieur de flux de trésorerie disponible durable permet de réaliser des rendements supérieurs à la moyenne, à condition que les flux de trésorerie excédentaires soient redéployés de façon rigoureuse.

Consultez votre conseiller pour en savoir plus sur les occasions de placement dans les ressources grâce à Placements Mackenzie.

Les placements dans les fonds communs peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire. Le contenu de ce document (y compris les faits, les perspectives, les opinions, les recommandations, les descriptions de produits ou titres ou les références à des produits ou titres) ne doit pas être pris ni être interprété comme un conseil en matière de placement, ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'offre d'achat, ou une promotion, recommandation ou commandite de toute entité ou de tout titre cité. Bien que nous nous efforcions d'assurer son exactitude et son intégralité, nous ne sommes aucunement responsables de son utilisation. Ce document renferme des renseignements prospectifs reposant sur des prédictions pour l'avenir en date de septembre 2015. Corporation Financière Mackenzie ne mettra pas nécessairement à jour ces renseignements en fonction de changements parvenus après cette date. Les énoncés prospectifs ne garantissent en rien les rendements futurs, et les risques et incertitudes peuvent souvent amener les résultats réels à différer de manière importante des renseignements prospectifs ou des attentes. Parmi ces risques, notons entre autres des changements ou la volatilité dans les conditions économiques et politiques, les marchés des valeurs mobilières, les taux d'intérêt et de change, la concurrence, les marchés boursiers, la technologie, la loi ou lorsque des événements catastrophiques surviennent. Ne vous fiez pas indûment aux renseignements prospectifs. Par ailleurs, toute déclaration à l'égard de sociétés ne constitue pas une promotion ou une recommandation d'achat ou de vente d'un titre quelconque.

