

Processus de placement en sept étapes

Équipe Placements de base visant la croissance CIBC

Sandy Sanders, CFA – chef d'équipe



Résumé :

Le processus de placement fondamental en sept étapes est appliqué à chaque action évaluée par l'Équipe Placements de base visant la croissance CIBC, établie à Boston. Sandy Sanders, CFA, chef d'équipe, utilise ce cadre de placement depuis plus de 20 ans. Le processus prend environ quatre semaines par action et se termine par une présentation d'un analyste à l'ensemble de l'équipe de placements aux fins de commentaires et de questions.

Le processus est structuré autour de deux réunions clés : La réunion de suivi des travaux en cours sur les avantages concurrentiels (étape 1) et la réunion complète de suivi des travaux en cours. « Travaux en cours » traduit notre engagement à l'égard de l'analyse continue, car notre travail n'est jamais terminé! Après toute analyse de suivi requise, l'analyste fait une recommandation officielle et l'action est ajoutée à l'inventaire actif de l'équipe. Chaque jour, l'équipe peut voir toutes les actions couvertes classées en cents par dollar.

La pierre angulaire du processus est l'étape 6 : l'analyse de la fourchette de valeurs, dans laquelle quatre scénarios de flux de trésorerie actualisés (FTA) sont construits : le meilleur scénario, le scénario de base, le scénario baissier et le pire scénario. Ces valeurs sont mises à jour chaque trimestre pour s'assurer que l'inventaire actif demeure à jour et exploitable. Chaque analyste couvre environ 30 à 40 actions et agit à titre d'expert sectoriel dans ses domaines de couverture.

Ce processus de recherche fondamentale ascendant détaillé permet à l'équipe de mieux comprendre le portrait d'exploitation réel d'une société et sa marge de sécurité actuelle. L'équipe cherche généralement à acheter des actions de l'Inventaire actif se négociant à moins de 70 cents par dollar et cible une vente lorsqu'une action atteint sa juste valeur, ou 100 cents par dollar.

Processus de placement en sept étapes



Étape 1 : Avantages concurrentiels et durables

Le cycle de recherche commence par une analyse approfondie de la durabilité structurelle du modèle d'affaires et de son écosystème concurrentiel. Plutôt que de regarder la société en vase clos, nous appliquons le cadre **des cinq forces de Porter** pour déterminer exactement comment la valeur est saisie et conservée dans le secteur, ce qui confirme directement l'existence d'un avantage concurrentiel économique.

- **Menace de nouveaux participants** : Nous évaluons la facilité avec laquelle de nouveaux concurrents peuvent entrer sur le marché et nuire à la rentabilité, en recherchant des exigences élevées en matière de capital, des obstacles réglementaires stricts, une propriété intellectuelle importante ou d'importantes économies d'échelle qui protègent le titulaire.
- **Pouvoir de négociation des fournisseurs** : Nous évaluons la dépendance de la société à l'égard de sa chaîne d'approvisionnement, en déterminant si la concentration des fournisseurs, le caractère unique des matières premières ou les coûts de changement de fournisseurs confèrent à ces derniers la pression nécessaire pour réduire les marges d'exploitation.
- **Pouvoir de négociation des acheteurs** : Nous analysons la concentration de la clientèle et la sensibilité aux prix, en mettant à l'épreuve les pressions pour déterminer si les acheteurs peuvent exiger des prix plus bas ou si la société détient un pouvoir d'établissement des prix structurel en raison des coûts de changement élevés et de la valeur de la marque.
- **Menace de substitution** : Nous évaluons le risque de perturbation technologique ou de solutions de rechange à l'extérieur du groupe de pairs directs qui pourraient rendre l'offre de la société obsolète ou plafonner sa hausse de prix.
- **Intensité de la rivalité concurrentielle** : Nous dressons un état des lieux de la structure du secteur, allant des duopoles très rigoureux aux marchés fragmentés et sujets à des guerres de prix, en examinant les taux de croissance du secteur, les barrières à la sortie et les structures de coûts fixes qui déterminent l'intensité avec laquelle les concurrents se disputent les parts de marché.
- **Analyse des tendances relatives aux avantages concurrentiels** : Nous synthétisons ces forces pour déterminer la trajectoire du rendement du capital investi (RCI) de la société, en évaluant si l'avantage concurrentiel s'élargit, est stable ou se détériore structurellement.

Étape 2 : Analyse sectorielle

L'étape 2 consiste à prendre du recul pour évaluer le marché potentiel total et suivre de manière rigoureuse l'évolution historique du pouvoir de marché parmi les principaux acteurs du secteur.

- **Dissection du marché potentiel total** : Nous calculons les limites économiques estimées de l'occasion en cartographiant le marché potentiel total et en analysant les facteurs structurels de l'expansion (p. ex., facteurs favorables à long terme, croissance régionale et niveaux de tarification) par rapport aux hausses cycliques ou temporaires de la demande.
- **Trajectoires historiques des parts de marché** : Nous établissons une matrice des parts de marché mobiles des principaux concurrents sur un cycle économique complet (généralement de 5 à 10 ans). Cette analyse révèle les sociétés qui obtiennent des parts de marché structurelles, des titulaires en baisse à long terme et des changements dans la concentration sectorielle, ce qui nous permet de distinguer une société qui profite d'une marée montante d'une société qui prend activement des parts de marché.

- **Analyse comparative du rendement du capital investi dans le secteur** : Nous dressons la carte du rendement du capital investi historique et actuel de tous les principaux intervenants du secteur, généralement au moyen de l'analyse HOLT du rendement de flux de trésorerie sur le capital investi. Cela nous permet d'évaluer si le secteur est structurellement rentable, de déterminer où les bassins de bénéfices sont concentrés et de vérifier si notre société cible améliore l'efficacité du capital par rapport à ses concurrents directs.

Étape 3 : Analyse des facteurs de croissance

À l'étape 3, l'équipe isole les principaux facteurs de croissance structurelle propres à la société qui peuvent soutenir un taux de croissance des revenus sur un **horizon minimal de cinq ans ou plus**. Pour éviter de trop compter sur les prévisions de gestion à court terme, nous utilisons des méthodes de recherche créatives et non consensuelles pour mettre à l'épreuve les occasions de croissance à long terme.

- **Repérer les facteurs de croissance à long terme sur 5 ans, voire plus, les plus prometteurs** : Nous éliminons les facteurs favorables transitoires et cycliques pour isoler les facteurs structurels qui alimenteront l'expansion à long terme, classés selon trois vecteurs opérationnels distincts :
 - *Effet cumulatif sur la rentabilité unitaire* : Déploiements régionaux soutenus, ajout de capacité ou expansion récurrente de la cohorte de clients.
 - *Hiérarchisation et monétisation des produits* : Des stratégies de pénétration et d'expansion sur plusieurs produits, une réorientation de la gamme de produits vers des offres haut de gamme, ou une capacité avérée à fixer les prix, démontrée au fil du temps.
 - *Expansion dans des secteurs adjacents* : Migration à faible risque vers des segments régionaux ou des segments de marché adjacents où les infrastructures ou les canaux de distribution existants peuvent offrir un avantage concurrentiel.

Étape 4 : Analyse des états financiers

L'étape 4 marque la transition vers la comptabilité quantitative et judiciaire. Nous effectuons une évaluation complète des trois états financiers interconnectés pour évaluer la qualité des bénéfices, cartographier le risque lié au bilan et analyser l'efficacité du fonds de roulement. Cette étape repose sur trois piliers analytiques principaux :

- **Analyse de l'effet de levier du bilan et de la solvabilité** : Nous analysons la structure du capital pour évaluer le risque structurel en situation de crise. L'équipe de placements calcule les tendances pour le ratio net dette/bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement (BAIIDA), les mesures de couverture des intérêts et le ratio emprunts/capitaux propres. Ce qui est crucial, c'est que nous inspectons le calendrier d'échéance des dettes, les expositions à des taux d'intérêt fixes par rapport à des taux d'intérêt variables et les clauses financières restrictives pour découvrir les risques de liquidité cachés. Nous évaluons également les passifs hors-bilan et capitalisons les contrats de location afin de déterminer le véritable effet de levier économique.
- **Décomposition du rendement du capital investi (RCI)** : Nous calculons un RCI détaillé, pluriannuel, historique et prospectif pour mesurer la rentabilité structurelle et les capacités de création de richesse de l'entreprise. L'équipe de placements procède à l'analyse HOLT de l'historique du rendement de flux de trésorerie sur le capital investi pour déterminer si la société a constamment gagné plus que son coût en capital.
- **Analyse du cycle de conversion de l'encaisse** : Nous évaluons l'efficacité opérationnelle et la liquidité à court terme en mesurant la vitesse de rotation du fonds de roulement dans le bilan. Nous surveillons les tendances historiques du cycle de conversion de l'encaisse pour évaluer l'efficacité de la perception auprès des clients, les risques d'accumulation des stocks et le pouvoir de négociation en matière de paiement des fournisseurs. Un cycle de conversion de l'encaisse en contraction ou négatif signale une forte puissance de la chaîne d'approvisionnement et une forte production de liquidités, tandis qu'un cycle en expansion met en garde contre l'obsolescence des stocks ou la comptabilisation trop rapide des revenus.

Étape 5 : Évaluation de l'équipe de direction

L'équipe Placements de base visant la croissance CIBC ne se contente pas des présentations soignées destinées aux investisseurs pour évaluer les véritables dirigeants d'entreprise. Nous analysons l'équipe de direction au moyen d'une vérification pluriannuelle du déploiement réel du capital, des enjeux liés à la propriété et des incitatifs au rendement explicites, en mettant l'accent sur trois vecteurs essentiels :

- **Antécédents en matière de répartition du capital** : Nous évaluons mathématiquement les profils de rendement des choix de la direction pour les cinq options de capital : réinvestissement interne, fusion stratégique et exécution d'acquisitions, rachats d'actions opportunistes, tendances en matière de dividendes et gestion de la dette. Généralement, l'analyse HOLT de l'historique du rendement de flux de trésorerie sur le capital investi sert de baromètre clé pour évaluer la qualité globale de la répartition du capital. Pour les nouvelles équipes de direction, nous évaluons les antécédents en examinant les postes précédents.
- **Actionnariat des cadres supérieurs** : Nous examinons les déclarations de procuration actuelles afin de déterminer avec précision l'alignement des intérêts entre les dirigeants (chef de la direction, chef des services financiers, chef de l'exploitation et autres) et le capital, en recherchant une participation directe significative par rapport au salaire de base et en analysant les tendances historiques des opérations d'initiés.
- **Principaux indicateurs de rendement de la rémunération des cadres supérieurs** : Nous analysons les tableaux de rémunération dans la circulaire d'information de la direction pour déterminer les mesures de base qui favorisent les incitatifs à court terme (ICT) et les incitatifs à long terme (ILT). Nous privilégions fortement les structures ancrées dans des mesures d'efficacité du capital, comme le RCI, la valeur ajoutée économique, les flux de trésorerie disponibles (FTD) et la croissance de la part de marché, plutôt que les revenus bruts ou les bénéfices ajustés avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement (BAIIDA).

Étape 6 : Analyse de la fourchette de valeurs

À l'étape 6, l'équipe effectue une analyse de la fourchette de valeurs pour mieux comprendre la marge de sécurité et le risque/rendement. Notre cadre prescrit quatre scénarios distincts de flux de trésorerie actualisés : meilleur, de base, baissier et pire. Un taux d'actualisation uniforme de 10 % et un taux de croissance final de 3 % sont appliqués à tous les scénarios pour assurer l'uniformité et la comparabilité dans l'ensemble de l'inventaire actif. Le taux d'actualisation de 10 % est simplement notre seuil de rendement minimal, soit environ le rendement total à long terme de l'indice S&P 500 au cours des 100 dernières années. Le taux de croissance final de 3 % tient compte de l'inflation à long terme.

Le scénario de base repose sur notre estimation de la valeur intrinsèque, soit 100 cents par dollar. Nous ne combinons pas les scénarios, car cela diluerait notre estimation réelle de la valeur de la société. La valeur intrinsèque est l'évaluation indépendante par l'équipe de la valeur actuelle de la société, fondée sur des prévisions détaillées de ses paramètres fondamentaux sous-jacents futurs, entièrement indépendantes du cours du marché.

1. **Meilleur scénario** : Permet d'atteindre une efficacité opérationnelle maximale : croissance composée des revenus haut de gamme, gains de parts de marché supérieurs aux prévisions, augmentation potentielle des marges structurelles grâce à l'effet de levier opérationnel, optimisation du fonds de roulement et intensité minimale des dépenses en immobilisations. Ce scénario reflète un portrait d'exploitation fondamental beaucoup plus favorable que nos prévisions de base.
2. **Scénario de base (valeur intrinsèque/100 cents)** : Notre thèse de souscription de base et notre vision la plus réaliste de la trajectoire fondamentale de la société sur un horizon de prévision d'au moins cinq ans. Dans ce cas précis, nous n'allons pas adopter une approche prudente simplement pour le plaisir d'être prudents. En nous fondant sur un mois d'analyse rigoureuse à l'aide du processus de placement en sept étapes, nous exposons ce qui, selon nous, se produira pour l'évolution fondamentale future.
3. **Scénario baissier** : Modélise les frictions concurrentielles : décélération de la croissance sous le taux sectoriel, érosion du pouvoir d'établissement des prix, compression des marges brutes et inefficacités du fonds de roulement. Ce cas se situe souvent à peu près à mi-chemin entre le scénario de base et le pire scénario.
4. **Pire scénario** : Il s'agit de notre scénario de risque de perte extrême où tout semble aller mal pour la société – baisse des ventes, perte de part de marché, baisse des bénéfices, sinon des exigences structurelles de capital potentiellement élevées peuvent être nécessaires pour assurer sa survie.

Graphiques empilés des fourchettes de valorisation historiques : Pour vérifier nos fourchettes de valeur intrinsèque calculées selon la méthode des flux de trésorerie actualisés, nous établissons des graphiques empilés retraçant l'évolution historique des valorisations sur plus de 10 ans, en représentant les multiples absolus et non relatifs. Les méthodes de valorisation peuvent varier selon le secteur.

Étape 7 : Risques, sensibilités et facteurs ESG

La dernière étape porte sur la préservation du capital en déterminant ce qui pourrait briser la thèse de placement.

- **Risques et sensibilités** : Nous déterminons les principaux risques qui pourraient nuire à la valeur du scénario de base et les quantifions mathématiquement, en estimant l'incidence que des changements précis apportés à nos hypothèses (comme les facteurs de croissance ou les changements de marge) auraient sur notre valeur du scénario de base, toutes choses étant égales par ailleurs.
- **Points à examiner pour les facteurs ESG** : L'équipe évalue les risques environnementaux, sociaux et de gouvernance importants (p. ex., changements réglementaires, vulnérabilités de la chaîne d'approvisionnement, sécurité des données, gouvernance d'entreprise) qui pourraient nuire à la valeur finale à long terme. Cette analyse intègre des examens ESG effectués par des tiers et est complétée par la collaboration avec des experts ESG internes.

Pour en savoir plus sur l'équipe Placements de base visant la croissance CIBC, communiquez avec votre représentant de Gestion globale d'actifs CIBC.

Toutes les informations contenues dans ce document sont valables en date du 31 juillet 2026, sauf indication contraire, et sont susceptibles d'être modifiées.

Ce document vise à donner des renseignements généraux et ne constitue aucunement des conseils financiers, fiscaux, juridiques, comptables ou de placement. Il ne doit être considéré ni comme des prévisions sur le rendement futur des marchés ni comme une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente des titres mentionnés.

Le présent document et son contenu ne peuvent être reproduits sans le consentement écrit de Gestion globale d'actifs CIBC.

^{MD/MC} Le logo CIBC et « Gestion globale d'actifs CIBC » sont des marques de commerce de la Banque CIBC, utilisées sous licence. Gestion globale d'actifs CIBC est une marque sous laquelle Gestion d'actifs CIBC inc.(GACI) exerce ses activités et inclut les employés de GACI et d'autres entités affiliées.