
DOCUMENT DE
PRÉSENTATION

AVRIL 2026

Egor Rybakov

CFA

Gestionnaire de
portefeuille

Actions internationales

Montrusco Bolton

Montrusco Bolton

Actions

internationales

« Moteurs de croissance » :

Une approche différenciée de

l'investissement en actions internationales

“Ce n’est que lorsque nous sommes désireux d’acquérir l’intégralité d’une entreprise et de la détenir en permanence que nous trouvons réconfort à en détenir une part fractionnaire.” — Mentalité de propriétaire-exploitant

Avantages concurrentiels durables

Des avantages larges et défendables — et surtout, encore en expansion

RIC en expansion

La mesure de qualité la plus importante — son niveau, sa durabilité et sa direction

Direction alignée

Des dirigeants qui pensent et agissent en propriétaires, avec un horizon mesuré en décennies

CINQ PRINCIPES FONDAMENTAUX

1 Moteur de capitalisation

Entreprises à rendement du capital investi “RIC” élevé avec des avantages concurrentiels durables générant des flux de trésorerie en expansion

2 De la qualité à l’excellence

La qualité est dynamique — rechercher les entreprises qui améliorent leur RIC et élargissent leurs avantages concurrentiels tout au long de leur cycle de vie

3 Horizon long terme

Périodes de détention prolongées pour tirer parti de l’effet total de la capitalisation et des facteurs favorables structurels

4 Discipline de valorisation

Acheter avant la reconnaissance générale — bénéficier à la fois de la croissance des bénéfices et de l’expansion des multiples

5 Concentration

35–50 titres à forte conviction pour que chaque position compte et que les meilleures idées aient un poids significatif

Valorisation centrée sur le RIC : La valeur intrinsèque est considérée comme une fourchette et non comme un point précis. Les anticipations implicites dans les prix sont déduites à partir des cours actuels, ce qui permet de quantifier ce que le marché anticipe déjà et d’identifier les écarts de valorisation.

POURQUOI INVESTIR ICI

Un marché inefficent — par nature

Les marchés internationaux se négocient avec des décotes de valorisation significatives par rapport aux États-Unis et présentent une dispersion des rendements bien plus grande. Le capital orienté vers les indices de référence a concentré un ensemble étroit de titres, laissant une large part des opportunités mal évaluées et sous-analysées.

La culture comme avantage inexploité

La culture d’entreprise est l’un des moteurs les plus durables de la capitalisation — et parmi les moins quantifiés par le marché. Cette stratégie la traite comme un intrant de premier ordre, créant un avantage informationnel systématique par rapport à une analyse purement financière.

L’horizon long terme est l’avantage comportemental

La plupart des capitaux sont évalués trimestriellement. Détenir à travers des cycles complets de capitalisation permet de capter des rendements que les investisseurs à court terme ne peuvent structurellement pas obtenir — transformant la patience en source répétable d’alpha.

La qualité avant qu’elle ne soit valorisée

L’avantage réside dans l’identification des entreprises sur la voie de la qualité à l’excellence — avant que le marché ne réévalue leur puissance bénéficiaire en amélioration. L’expansion du RIC et l’élargissement des avantages concurrentiels créent une expansion des multiples qui s’ajoute à la croissance des bénéfices.

Notre philosophie d'investissement

Le fondement de notre philosophie d'investissement est notre **mentalité de propriétaire-exploitant**. Ce n'est que lorsque nous sommes désireux d'acquérir l'intégralité d'une entreprise et de la détenir en permanence que nous trouvons réconfort à en détenir une part fractionnaire à titre de placement dans nos portefeuilles. Cette conviction unique façonne les principes fondamentaux de notre approche.

Nous sommes des investisseurs axés sur la qualité et la croissance, avec un horizon analytique et de détention à long terme. Nous recherchons des entreprises internationales durables et en croissance, de moyenne et grande capitalisation, bien positionnées pour défendre et élargir leurs avantages concurrentiels et créer de la valeur pour les actionnaires à des taux de rendement élevés sur le long terme. Nous visons à acquérir ces entreprises avant que leur plein potentiel de bénéfices et de croissance ne soit largement reconnu. Notre processus est holistique : il combine une analyse ascendante des fondamentaux avec une recherche thématique descendante sur les facteurs de croissance, et une évaluation des actifs incorporels — culture, capital humain et direction — les actifs essentiels que les états financiers conventionnels ne parviennent pas à saisir. La discipline d'évaluation constitue le dernier filtre, nous aidant à améliorer les rendements des placements et à préserver une marge de sécurité¹.

¹La marge de sécurité est un concept popularisé par Seth A. Klarman, fondé sur la notion d'investissement dans des actifs à une remise substantielle par rapport à leur valeur complète. Nous avons intégré des composantes supplémentaires de marge de sécurité, notamment la fragilité et la prévisibilité du modèle d'affaires, la qualité opérationnelle et l'existence de caractéristiques de capitalisation.

Les cinq principes fondamentaux de notre philosophie

Notre philosophie repose sur cinq principes fondamentaux imbriqués qui, ensemble, définissent la qualité d'un moteur de croissance :

- **Moteur de capitalisation.** Nous recherchons des «moteurs de croissance» — des entreprises de haute qualité dotées d'avantages concurrentiels durables, d'un rendement du capital investi (RCI) appréciable et croissant, de cultures d'entreprise hautement fonctionnelles, et d'équipes de direction exceptionnelles alignées avec les actionnaires, capables de générer un flux durable de flux de trésorerie en expansion.
- **De la qualité à l'excellence.** Nous traitons la qualité comme une variable dynamique plutôt que statique. Nous recherchons une évolution positive des avantages concurrentiels et du rendement du capital à mesure que les entreprises traversent les stades de leur cycle de vie ou se soumettent à une transformation opérationnelle orchestrée par la direction, visant à mettre en valeur des actifs et des capacités uniques.
- **Horizon long terme.** Nous ciblons des périodes de détention prolongées afin de profiter des bénéfices de la capitalisation et de tirer pleinement parti des facteurs favorables structurels. Nous menons notre analyse d'entreprise sur un horizon analytique étendu afin de mieux comprendre les moteurs de rendement à long terme.
- **La valorisation est importante.** Notre objectif est d'acheter des entreprises supérieures avant qu'elles ne soient largement reconnues comme telles, afin de bénéficier d'une expansion des multiples en plus de la croissance des bénéfices.
- **Concentration.** Nous nous concentrons sur un nombre restreint de titres (35–50), de sorte que chaque position compte et que les meilleures idées reçoivent un poids significatif. Nous maintenons un niveau de concentration plus élevé pendant les phases haussières moins volatiles du cycle d'investissement, et nous augmentons la diversification lorsque l'ambiguïté causée par les risques géopolitiques, économiques et de valorisation générale est élevée.

35–50

Participations par portefeuille

**Long
terme**

Horizon de détention

5

Principes fondamentaux imbriqués

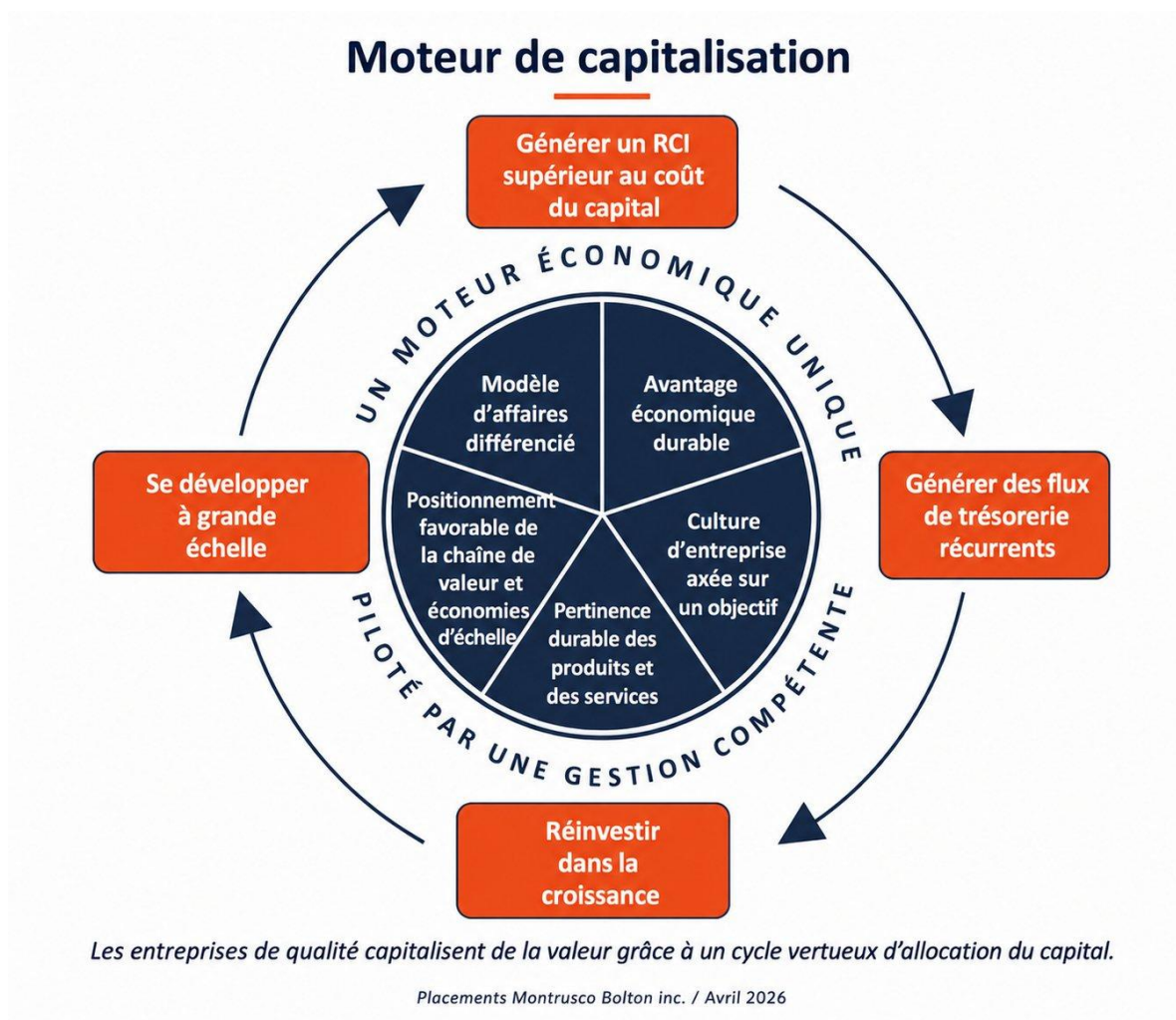
Capitalisation de qualité : un cycle auto-renforçant

LE CYCLE DE CAPITALISATION

RCI supérieur au coût du capital, réinvesti à des taux de rendement comparables ou supérieurs, soutenu dans le temps — le moteur auto-renforçant au cœur de notre credo d'investissement.

Au cœur de notre credo d'investissement se trouve une conviction simple : les grandes entreprises créent de la valeur pour les actionnaires grâce à un cycle auto-renforçant. La capitalisation des bénéfices est, dans son essence, le produit du rendement qu'une entreprise réalise sur son capital investi et de la part de ces bénéfices qu'elle peut réinvestir à un taux de rendement comparable ou supérieur. Lorsque ces deux paramètres sont élevés et durables, le résultat est un moteur économique qui, à l'image d'un gyroscope, maintient la vélocité de création de valeur et offre une immunité contre les ralentissements économiques et les chocs exogènes.

Le cercle intérieur représente cinq composantes de qualité. Sous la bonne direction d'un leadership avec un horizon long terme et un objectif de maximisation de la valeur de l'entreprise sur sa durée de vie, elles constituent les blocs de construction d'un moteur économique capable de générer un niveau de RCI qui enclenche un cycle auto-renforçant de génération de flux de trésorerie et de déploiement du capital. Ce cycle définit trois composantes essentielles des rendements des placements : la croissance du bénéfice par action, une expansion des multiples de valorisation et les effets des remises de capital excédentaires par le biais de dividendes et de rachats d'actions.



1. Modèle d'affaires différencié

Un modèle d'affaires est le plan fondateur qui explique la raison d'être d'une entreprise — comment elle crée, livre et capture de la valeur. Pour exceller sur le long terme, une entreprise doit offrir une proposition de valeur unique à un marché cible vaste mais clairement défini, doit développer un mécanisme de distribution efficace et maintenir une structure de revenus et de coûts cohérente. Nous investissons dans des modèles d'affaires compréhensibles, qui jouissent d'une volatilité opérationnelle relativement faible et qui offrent un degré raisonnable de confiance dans leur capacité à accroître la valeur de l'entreprise à un taux de rendement élevé. Nous détenons une gamme complète de différents types de modèles aux caractéristiques de capitalisation distinctes, notamment les services d'information par abonnement (RELX PLC et Experian PLC), les entreprises de marché et de plateforme (Sea Ltd et Tencent), ainsi que les intermédiaires financiers (Mizuho Financial Group et ING Group NV).

2. Avantages concurrentiels économiques durables

Mes avantages concurrentiels — économies d'échelle, avantage du premier entrant, propriété intellectuelle exclusive, barrières réglementaires, coûts de transfert, marques, culture d'entreprise — permettent à une entreprise de réaliser des rendements sur le capital investi supérieurs à son coût du capital sur une longue période. Les avantages solides — brevets, échelle, réglementation — tendent à être les plus facilement observables ; les avantages immatériels, ancrés dans la culture et les pratiques opérationnelles, sont souvent plus difficiles à reproduire et donc plus durables. À mesure qu'une entreprise évolue, ses avantages concurrentiels évoluent également. Nous valorisons particulièrement les avantages concurrentiels en expansion qui renforcent les rendements et les caractéristiques génératrices de flux de trésorerie, et nous considérons le sens du changement d'un avantage concurrentiel comme au moins aussi important que sa largeur actuelle.

3. Pertinence soutenue des produits et services

Les solutions qui s'attaquent à des problèmes structurels — vieillissement démographique, intersection entre ressources limitées et population croissante, outils et services qui améliorent la sécurité, la fiabilité et la productivité — génèrent une croissance de longue durée et des opportunités de réinvestissement du capital quasi-indéfinies. Nous utilisons l'analyse thématique pour identifier des facteurs de croissance à long terme, qui élargissent la taille des marchés potentiels, et visons à investir dans les entreprises les mieux positionnées pour répondre à ces besoins récurrents.

4. Positionnement favorable dans la chaîne de valeur

Toutes les couches d'une chaîne de valeur donnée ne partagent pas les mêmes caractéristiques économiques. Nous examinons les industries, les secteurs et les diverses chaînes de valeur pour déterminer où la majorité de la valeur économique est extraite, et nous recherchons des entreprises qui opèrent dans les couches les plus critiques et à valeur ajoutée, où l'économie unitaire et la rentabilité sont structurellement supérieures. Cette perspective est particulièrement utile en période de perturbation et de ralentissement économique, lorsque le capital, le pouvoir de fixation des prix et les gisements de profit quittent les couches les plus banalisées mais restent résilients au sein des parties les plus critiques d'une chaîne de valeur.

5. Culture d'entreprise

La culture est l'élément fédérateur qui optimise la combinaison de toutes les caractéristiques ci-dessus. Nous recherchons des entreprises dotées d'une culture conçue pour favoriser le capital

humain et promouvoir un horizon long terme dans la prise de décision ainsi qu'une mentalité de propriétaire-exploitant à tous les niveaux de l'organisation.

À mesure qu'une entreprise croît et mûrit, sa culture évolue avec elle. Les cultures performantes partagent les mêmes attributs — elles traitent les employés comme un capital humain et maximisent leur potentiel ; elles créent un environnement sûr dans lequel performer et innover ; et elles établissent des liens durables avec les fournisseurs, les clients et les communautés locales. Les entreprises dotées de cultures supérieures bénéficient fréquemment d'une rentabilité plus élevée et d'une croissance plus robuste que leurs pairs du secteur.

Nous évaluons la culture par des conversations directes avec la direction, les employés, les fournisseurs et les clients ; en analysant les communications de la direction ; et en surveillant des indicateurs tels que le taux de roulement du personnel, les taux d'accidents du travail et les pratiques d'embauche.

La formation et le maintien d'une culture optimale requièrent un effort coordonné et perpétuel de la direction et des employés. Différents modèles d'affaires nécessitent différents attributs culturels pour fonctionner au mieux. Cependant, les cultures performantes partagent les mêmes attributs fondamentaux — elles traitent les employés comme un capital humain et maximisent leur potentiel ; elles créent un environnement sûr dans lequel performer et innover ; et elles établissent des liens durables avec les fournisseurs, les clients et les communautés locales. Ainsi, les entreprises dotées de cultures supérieures bénéficient fréquemment d'une rentabilité plus élevée et d'une croissance plus robuste que leurs pairs du secteur. Pourtant, la culture reste l'un des moteurs les moins appréciés d'une capitalisation soutenue, précisément parce qu'elle n'apparaît pas dans les états financiers de l'entreprise et est notoirement difficile à quantifier.

En l'absence d'une taxonomie culturelle généralement acceptée, toute évaluation de la culture est nécessairement subjective. Nous évaluons la culture selon trois dimensions : i) par des conversations directes avec la direction, les employés, les fournisseurs et les clients de l'entreprise ; ii) en analysant les communications de la direction avec les investisseurs, les communautés locales et les gouvernements ; iii) et en surveillant des indicateurs tels que le taux de roulement du personnel, les taux d'accidents du travail et les pratiques d'embauche. Une question que nous trouvons particulièrement révélatrice : nous demandons à la direction une courte liste de conseils, sous forme de points, qu'elle donnerait à un nouvel employé pour réussir dans l'entreprise. La réponse révèle fréquemment si la culture est fondée sur la confiance et la communication ouverte, si elle récompense l'initiative ou la déférence, et si elle encourage la croissance personnelle et professionnelle.

Nous utilisons cette analyse pour évaluer la résilience des moteurs économiques et la durée des phases de croissance, et nous surveillons la dégradation culturelle comme un signal de vente déterminant.

PERSPECTIVE CLÉ

La culture reste l'un des moteurs les moins appréciés d'une capitalisation soutenue — précisément parce qu'elle n'apparaît pas dans les états financiers. — E. Rybakov, CFA

La direction comme allocateurs de capital et architectes de la culture

RCI

La lentille unique à travers laquelle nous évaluons chaque décision d'allocation de capital

Alignement

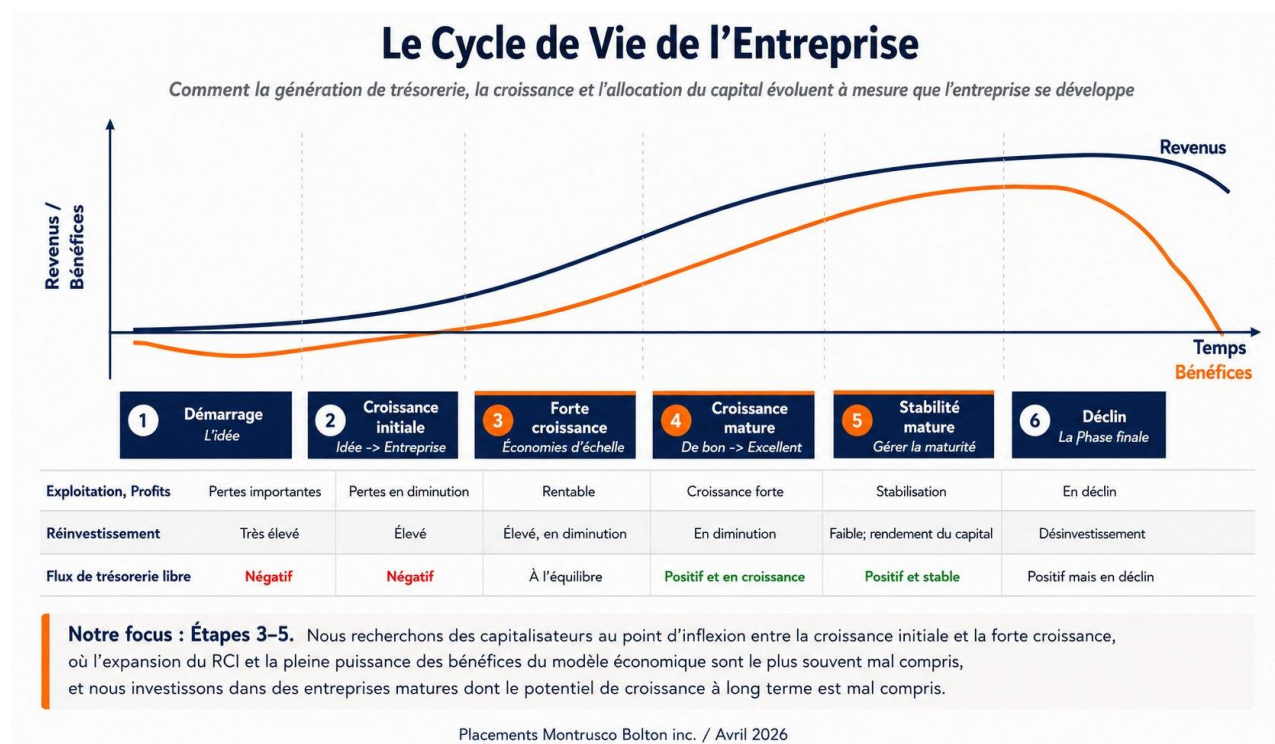
La participation de la direction au capital et les communications orientées actionnaires sont non négociables

La qualité d'une entreprise qui capitalise ses bénéfices dépend entièrement de la manière dont son capital est investi. À long terme, soit sur une période de dix à quinze ans, le rendement pour l'actionnaire est davantage déterminé par le rendement généré sur le capital réinvesti par l'équipe de direction que par la valorisation initiale.

Un leadership avec un horizon long terme, une priorité accordée aux rendements pour les actionnaires et une honnêteté intellectuelle peuvent influencer substantiellement le taux de croissance et le RCI au fil du temps en choisissant quand réinvestir les flux de trésorerie opérationnels dans l'entreprise sous forme de dépenses d'investissement, de dépenses de recherche et développement, de charges de ventes, générales et administratives, ou d'acquisitions, et quand restituer le capital aux actionnaires sous forme de dividendes et de rachats d'actions. Nous consacrons une part disproportionnée de notre temps à comprendre les valeurs et la philosophie opérationnelle de la direction, son adhésion à un cadre centré sur le RCI, à évaluer son bilan de réinvestissement et sa capacité à prioriser la croissance lorsqu'elle conduit à des rendements plus élevés sur le capital marginal, ainsi que sa capacité à résister à la tentation de créer des empires et de réaliser des acquisitions motivées par la vanité. Nous accordons une attention particulière à l'alignement de la direction avec les actionnaires et à leur ouverture à des communications claires et bilatérales.

Tout comme pour la culture, le type de talent managérial nécessaire pour optimiser la valeur d'une entreprise évolue avec le stade du cycle de vie de l'entreprise. En phase de croissance, une entreprise peut avoir besoin d'un bâtisseur, tandis qu'en phase de déclin, un liquidateur peut

s'avérer plus utile. Les grands gestionnaires savent reconnaître et agir selon l'âge de leur entreprise. Ils ne privent pas une jeune entreprise de croissance en restituant le capital trop tôt, et n'essaient pas d'orchestrer un taux d'expansion insoutenable dans une entreprise mature en surpayant des acquisitions. Nous sommes particulièrement attentifs aux premiers signes d'avertissement d'une allocation de capital mal alignée : les entreprises en croissance qui ne reconnaissent pas les opportunités de réinvestissement lorsque la croissance organique est à portée, et les entreprises matures dont les marges commencent à se détériorer à mesure qu'elles poursuivent la croissance du chiffre d'affaires à tout prix. Enfin, le leadership est l'architecte et le gardien central de la culture d'une entreprise. Il est directement responsable de l'entretien de saines habitudes d'entreprise, de l'encouragement des communications ouvertes au sein de l'organisation et de l'établissement d'un système de rémunération approprié pour maximiser la production et positionner l'entreprise pour une croissance rentable.



3 Aswath Damodaran, NYU Stern School of Business, a mené et publié des recherches approfondies sur la maximisation de la valeur de l'entreprise à travers les différentes étapes du cycle de vie de l'entreprise.

De la qualité à l'excellence – un cadre centré sur le RCI combiné avec un horizon long terme

RCI — RENDEMENT DU CAPITAL INVESTI

La mesure la plus importante de la qualité. Son niveau, sa durabilité et sa direction de changement définissent la capacité d'un moteur de croissance à créer une valeur durable.

RCI définit les flux de trésorerie libres de demain²

C'est une mesure directe du nombre de dollars qu'une entreprise gagne pour chaque dollar qui y est investi. Il combine la rentabilité (marges), l'intensité des actifs (rotation des actifs et besoins en fonds de roulement), et tient compte de toutes les sources de capital (dette et capitaux propres). Un RCI supérieur au coût du capital est un prérequis pour maintenir l'élan d'un volant de capitalisation. Un niveau de RCI élevé et durable est synonyme de qualité.

Pourtant, la notion de qualité dans notre cadre est dynamique plutôt que statique. Nous croyons que les résultats d'investissement les plus attrayants ne proviennent pas de l'achat d'entreprises déjà universellement reconnues comme excellentes, mais de l'identification d'entreprises sur la voie d'une amélioration de leurs rendements sur le capital, d'un élargissement de leurs avantages concurrentiels et d'un allongement de leur piste de croissance. Ce sont des entreprises en voyage du bon au meilleur, et du meilleur à l'excellent. Fréquemment, ces entreprises sont découvertes lorsque leur moteur économique à RCI historiquement élevé est temporairement perturbé et que leur cours boursier est affaibli. Dans d'autres circonstances, ce sont des entreprises qui évoluent à travers des stades de croissance et n'ont pas encore démontré la pleine puissance bénéficiaire de leur modèle d'affaires. Enfin, une entreprise bien établie, voire mature, réalisant un niveau appréciable de RCI pourrait se transformer et se défaire d'actifs et d'opérations non rentables, tout en réallouant le capital libéré pour développer ses segments à croissance plus rapide avec un RCI encore plus élevé.

Pour identifier un changement de RCI au fil du temps, nous accordons une attention particulière à l'évolution du rendement sur le capital marginal, car pour qu'un RCI au niveau de l'ensemble de l'entreprise s'améliore, celle-ci doit générer un rendement plus élevé sur les flux de trésorerie

²Michael J. Mauboussin, RCI and the Investment Process. Mauboussin emphasizes the importance of transformation of return on incremental capital within the investment framework by demonstrating how companies with improving RCI outperform companies with steady levels of RCI, even if the former start from a substantially lower quartile of RCI distribution compared to the latter.

marginaux réinvestis. Comprendre où une entreprise se situe dans son cycle de vie est central à cette évaluation. Les flux de trésorerie, les besoins de réinvestissement et les attentes de croissance changent de manière significative à mesure qu'une entreprise mûrit — et certaines des erreurs analytiques les plus coûteuses que nous observons sur le marché proviennent de l'application d'un mauvais modèle au mauvais stade³.

Investir dans l'expansion du RCI et l'accélération de la croissance génère généralement des rendements plus élevés parce que le marché réévalue l'entreprise à mesure que sa puissance bénéficiaire devient visible : les bénéfices capitalisent, et le multiple attaché à ces bénéfices s'élargit à mesure que la perception rattrape la réalité. La croissance des bénéfices non reconnue aujourd'hui devient un rendement excédentaire demain.

Le manque d'appréciation de la transformation du RCI, et le mauvais prix qui en résulte, provient souvent de la myopie et du biais de conservatisme — le marché extrapole à partir du présent plutôt que de la trajectoire, et ne parvient pas à apprécier les caractéristiques de capitalisation qui ne deviennent évidentes que sur de longues périodes. Notre horizon d'investissement long terme est notre avantage comportemental contre cette forme de court-termisme.

PERSPECTIVE IMPORTANTE

La croissance des bénéfices non reconnue aujourd'hui devient un rendement excédentaire demain. Notre horizon d'investissement long terme est notre avantage comportemental contre le court-termisme.

Sélectionner des Sources Mondiales de Croissance Structurale

Infrastructure avancée Accroître la fiabilité et l'efficacité, entretenir adéquatement, réduire les émissions et le gaspillage de ressources physiques, financières et liées aux infrastructures de transport 	Économie circulaire Maximiser l'utilisation des ressources, réduire les déchets, favoriser une production et une consommation responsables 	Fiabilité énergétique Promouvoir une énergie fiable, à faibles émissions, abordable et largement accessible. Optimiser la consommation d'énergie 	Sécurité alimentaire Favoriser un approvisionnement durable en aliments sains, nutritifs, abordables et largement disponibles. Encourager une consommation responsable et réduire le gaspillage alimentaire 	Santé Accroître la disponibilité, l'accessibilité et l'abordabilité des produits et services de santé; favoriser l'innovation et faire progresser la médecine 
Inclusion Accroître la productivité en permettant à chaque membre de la société de participer pleinement à la vie sociale, économique et politique 	Innovation et propriété intellectuelle Soutenir les innovations, la recherche et le développement qui permettent la transition vers une économie plus efficace et durable 	Sécurité et sûreté Atteindre un état de sûreté physique, sociale, émotionnelle et de souveraineté (défense) nécessaire pour favoriser des sociétés productives et inclusives 	Eau Préserver et utiliser de manière responsable les ressources en eau douce, et accroître l'intensité de leur usage dans les industries et les habitations. Assurer un accès universel à l'eau 	Bien-être et bonheur Améliorer la santé mentale et physique, le plaisir de vivre, l'expression artistique et culturelle et l'épanouissement personnel 

Source : Cadre MBI des flux de capitaux mondiaux ODD de l'ONU

Placements Montrusco Bolton inc. / Avril 2026

Vents porteurs de croissance récurrents : la réallocation du capital crée une croissance soutenue

Les marchés, comme les économies, sont façonnés par la manière dont le capital est réalloué. De nombreux vents porteurs de croissance durables proviennent de la nécessité de résoudre des problèmes complexes et récurrents qu'une économie mondiale plus efficace et plus durable devra traiter — la fiabilité énergétique, la rareté de l'eau, la santé et la sécurité des populations vieillissantes, et la fiabilité des infrastructures physiques et numériques.

Les vents porteurs récurrents sont de puissants catalyseurs de création de valeur d'entreprise élevée : ils élargissent les marchés adressables, élèvent le pouvoir de fixation des prix et élargissent fréquemment les avantages concurrentiels des acteurs les mieux positionnés. Beaucoup de nos investissements à plus haute conviction se trouvent à l'intersection d'un puissant moteur de capitalisation spécifique à l'entreprise et d'un vent porteur de croissance clairement identifié, d'une durée d'une décennie. Nous considérons cette intersection comme un terrain de chasse exceptionnellement riche en rendements excédentaires durables dans les actions internationales.

Notre cadre thématique évolue constamment et s'appuie actuellement sur dix vents porteurs soutenus⁴.

Évaluation : une histoire et des chiffres

Nous croyons en l'importance d'investir dans la qualité et la croissance lorsqu'elles ne sont pas pleinement reconnues. Nous recherchons des opportunités parmi les entreprises à croissance régulière de qualité où la puissance bénéficiaire à long terme et le potentiel de croissance sont mal valorisés, et où des rendements excédentaires peuvent être générés par l'expansion des multiples à mesure que la vraie croissance et la rentabilité deviennent plus visibles. Une « bonne valorisation » offre un potentiel de rendements d'investissement plus élevés et crée une marge de sécurité qui nous protège de la perte permanente de capital en cas de ralentissement économique prolongé ou d'un choc exogène inattendu sur les opérations de l'entreprise.

Une bonne valorisation est un pont entre l'histoire et les chiffres — chaque chiffre contribuant à la valorisation est façonné par le récit qui le sous-tend. Pour les entreprises en croissance où le moteur économique continue de prendre forme, c'est l'histoire qui définit la valorisation. Or, pour les entreprises plus établies et matures, ce sont les chiffres qui influencent le plus la valorisation.

E. RYBAKOV, CFA

La valeur intrinsèque n'est pas un point, mais un nuage. Notre approche la traite comme une gamme de résultats dérivés d'une analyse de scénarios plutôt que d'une estimation ponctuelle. L'endroit où le prix actuel se situe dans ce nuage signale dans quelle mesure la croissance future et l'expansion du RCI sont déjà intégrées dans le prix et dans quelle mesure elles restent méconnues. La même analyse de scénarios identifie également les variables ayant le plus grand impact sur la valeur intrinsèque, ce qui affine notre suivi post-investissement en nous indiquant exactement à quoi accorder le plus d'attention.

ÉTUDE DE CAS : EXPERIAN

Décrite comme un bureau de crédit mondial, le marché adressable total (MAT) d'Experian est d'environ 135 milliards de dollars. Recadrée comme une entreprise d'analyse de données et de technologie, son MAT s'élargit à près de 1 000 milliards de dollars — rendant la piste de capitalisation d'Experian presque indéfinie et justifiant une valorisation beaucoup plus élevée.

⁴Nous découvrons périodiquement des vents porteurs émergents plus attrayants qui prennent le dessus sur les autres. Au fil du temps, nous avons observé que nos vents porteurs de croissance se recoupent avec les Objectifs de développement durable (ODD) des Nations Unies. Cette découverte n'est pas surprenante, étant donné que les ODD de l'ONU sont issus d'un cadre mental d'allocation de capital conceptuellement similaire, mais indépendant.

Prenons Experian, un fournisseur mondial de solutions numériques basé au Royaume-Uni, évoluant d'un bureau de crédit vers l'analyse de données, l'évaluation des risques, la prévention de la fraude et les outils de santé/automobile/assurance. Décrite comme un bureau de crédit mondial, le marché adressable total (TAM) d'Experian est d'environ 135 milliards de dollars⁵ ; recadrée comme une entreprise d'analyse de données et de technologie, son MAT s'élargit à près de 1 000 milliards de dollars. Ce dernier rend la piste de capitalisation d'Experian presque indéfinie et justifie une valorisation beaucoup plus élevée.

Nous calculons les valeurs intrinsèques à l'aide d'un modèle centré sur le RCI limité à cinq hypothèses simples — taux de croissance des revenus, RCI, taux d'imposition, rotations des actifs et taux de rendement requis. La durée de la période de prévision explicite et la vitesse à laquelle le RCI et la croissance reviennent à la moyenne sectorielle au-delà sont étroitement liées à notre compréhension du modèle économique et de sa prévisibilité. Au lieu d'un CMPC (coût moyen pondéré du capital) spécifique à l'entreprise, nous employons un taux de rendement requis ajusté au risque comme taux d'actualisation, ce qui simplifie les comparaisons intersectorielles et transnationales.

Nous croyons qu'une telle approche est supérieure à un flux de trésorerie actualisé (FTA) traditionnel, qui s'appuie sur une longue liste d'intrants sensibles. Malgré le manque de précision, la nature détaillée du travail peut créer un faux sentiment de confiance dans le résultat dans son ensemble. Pourtant, même se fier à une gamme bien conçue d'estimations de valeur intrinsèque peut encore conduire à un excès de confiance. Pour atténuer ce biais, nous nous tournons vers une analyse des attentes implicites dans le prix⁶. Nous commençons par le cours actuel de l'action et remontons à rebours les hypothèses de croissance, de RCI et de réinvestissement du capital que le marché y intègre. Le recoupement des attentes implicites du marché avec les nôtres aide à quantifier l'ampleur de la hausse potentielle et à éviter les pièges de valeur et de croissance.

Construction et concentration du portefeuille

Nos portefeuilles d'actions internationales à grande capitalisation sont composés de 35 à 50 positions, construits de bas en haut, et sont agnostiques sur le plan géographique et sectoriel. Nous augmentons le degré de concentration pendant la phase haussière du cycle d'investissement et élargissons le nombre de positions pendant les périodes d'ambiguïté géopolitique et économique élevée.

⁵Rapport du marché des bureaux de crédit, 2026.

⁶Cette approche a été articulée par Michael Mauboussin dans « Expectations Investing: Reading Stock Prices for Better Returns ».

Bien que nos portefeuilles ciblent une part active élevée, nous visons à maintenir une exposition à au moins 7 des 21 pays et à au moins 10 des 46 pays dans nos stratégies EAEO (EAFE) et MSCI Monde Tous Pays hors États-Unis (ACWI ex USA), respectivement. Nous visons également à investir dans des titres d'émetteurs appartenant à au moins 7 des 11 secteurs GICS.

Les pondérations de nos positions sont déterminées par le rapport risque/rendement, la durabilité de la qualité et de la croissance sur de longues périodes, et par la contribution de chaque position à une diversification délibérée et multidimensionnelle du portefeuille : selon les types de modèles d'affaires, les stades du cycle de vie des entreprises, les types de vents porteurs de croissance récurrents, les secteurs et l'origine géographique des revenus et des flux de trésorerie. Nous privilégions l'origine géographique des revenus et des flux de trésorerie sur le pays de domicile — une distinction importante dans un monde de chaînes d'approvisionnement multinationales.

1,500+

Entreprises non américaines dans notre univers de départ EAFE

**300–
400**

Candidats de qualité après filtrage par notre liste de contrôle propriétaire

7+

Secteurs GICS représentés dans nos portefeuilles en tout temps

La puissance de la liste de contrôle

Notre point de départ est un univers d'investissement d'environ 1 500 entreprises non américaines avec une capitalisation boursière supérieure à 5 milliards de dollars pour les stratégies EAEO, et d'environ 2 500 entreprises pour les mandats « ACWI ex USA ». Il est réduit à un univers plus restreint d'environ 300–400 candidats de qualité et de qualité émergente à l'aide d'une liste de contrôle propriétaire qui guide la diligence raisonnable.

La liste de contrôle minimise l'impact des biais comportementaux, rationalise un processus itératif complexe, facilite les comparaisons intersectorielles et transnationales, favorise un dialogue transparent au sein de l'équipe et maximise le rendement du temps de l'équipe en rejetant tôt les idées inférieures. La liste de contrôle examine les caractéristiques fondamentales du modèle d'affaires, son économie unitaire et son potentiel de croissance, les avantages

concurrentiels et le RCI et leur sens du changement, l'exposition de l'entreprise aux vents porteurs de croissance favorables, le profil de durabilité, la qualité de l'équipe de direction, et l'adéquation de sa culture d'entreprise. Aux étapes finales du processus, la même liste de contrôle nous guide tout au long de l'exercice de valorisation.

Gestion des risques et contraintes d'investissement

Nous définissons le risque comme la probabilité et l'ampleur d'une perte permanente de capital. Notre recherche de caractéristiques de qualité supérieure et de capitalisation nous conduit naturellement vers des entreprises fondamentalement saines avec des bilans solides et une volatilité opérationnelle gérable, ce qui renforce la marge de sécurité. De plus, les entreprises ayant une meilleure visibilité des résultats opérationnels, ou un bêta opérationnel plus faible, jouissent généralement d'un bêta de prix moins élevé. Ainsi, le bêta historique de nos portefeuilles a été d'environ 1x sans effort orchestré pour gérer le bêta de prix au niveau de la construction du portefeuille.

Nous suivons une discipline de vente clairement définie. Une décision de vente est déclenchée lorsque : nous avons fait une erreur dans nos hypothèses ; les fondamentaux, la gouvernance ou la culture de l'entreprise altèrent de manière permanente ses caractéristiques de capitalisation ; un choc exogène substantiel survient ; ou le cours de l'action dépasse notre fourchette estimée de valeur intrinsèque.

Ces « interdits » sont les garde-fous qui protègent notre processus d'investissement :

- Nous ne plaçons pas le prix avant la qualité.
- Nous évitons les juridictions qui manquent de l'état de droit ou où un risque d'expropriation est présent.
- Nous n'investissons pas dans les matières premières ou dans des entreprises fortement cycliques – les flux de trésorerie de ces modèles comportent un degré élevé d'ambiguïté.
- Nous sommes peu enclins à détenir des entreprises avec un degré irresponsable de levier financier. Pour certains modèles économiques, comme les services publics et les intermédiaires financiers, la dette est une forme acceptable de capital moins cher nécessaire au maintien et au développement d'une opération à forte intensité d'actifs, mais uniquement si elle est soutenue par des flux de trésorerie durables et raisonnablement prévisibles. Cependant, un levier élevé dilue les avantages de la capitalisation en allouant une part disproportionnée des profits aux détenteurs de dettes, auxquels les propriétaires de capitaux propres sont subordonnés. De plus,

un levier excessif élève la fragilité de l'entreprise et son risque d'insolvabilité, ce qui compromet la marge de sécurité.

- Nous n'escomptons pas améliorer les rendements des placements par le synchronisation du marché.
- Nous n'acceptons pas la dérive de thèse d'investissement en substituant une qualité inférieure à une valorisation inférieure.

Pourquoi cette approche est différenciée

Ges marchés boursiers mondiaux sont de plus en plus façonnés par des stratégies d'investissement pilotées par les indices de référence — le capital est alloué en fonction de la taille plutôt que des développements fondamentaux sous-jacents, ce qui surpeuple un étroit ensemble de sociétés dominantes et déforme l'ensemble des opportunités pour les investisseurs à long terme. Les marchés américains de la dernière décennie sont devenus un épitôme de l'indexation et de l'investissement passif, les 10 plus grands noms représentant la part du lion des gains des principaux indices. Les marchés internationaux, en revanche, se négocient à des décotes de valorisation significatives et présentent une dispersion beaucoup plus grande, créant un environnement inhabituellement riche en inefficacités pour les gestionnaires actifs à forte conviction, disciplinés et axés sur la recherche.

Notre différenciation fondamentale repose sur quelques convictions clés:

- Premièrement, que la combinaison de l'analyse fondamentale, thématique et de la culture d'entreprise avec la discipline de valorisation identifie des modèles d'affaires uniques et des moteurs de croissance de haute qualité avant que le marché ne les apprécie comme tels.
- Deuxièmement, un concept de qualité dynamique guide notre recherche de rendements croissants sur le capital investi marginal et d'avantages concurrentiels en expansion, ce qui à son tour améliore les rendements des placements grâce à l'expansion des multiples à mesure que la qualité supérieure devient évidente.
- Troisièmement, la culture d'entreprise et le capital humain sont des éléments essentiels d'avantages concurrentiels durables, d'une rentabilité élevée et d'une croissance de longue durée — et parmi les sources les plus sous-exploitées de rendements excédentaires des placements.
- Et enfin, lorsqu'ils sont combinés avec une décote par rapport à la valeur intrinsèque complète, un horizon véritablement long et une concentration raisonnable se renforcent mutuellement : une forte conviction et un faible taux de roulement permettent à la capitalisation de prendre plein effet, tandis que la discipline de valorisation garantit que nous capturons, plutôt que de céder, les rendements excédentaires intégrés dans la croissance de longue durée.

Les marchés capitalisent. Les entreprises capitalisent. La discipline de posséder les bons titres, assez longtemps, au bon prix, capitalise également.
