



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

Sommaire

Le secteur des ressources présente des défis uniques pour les gestionnaires d'actifs et les propriétaires cherchant à investir dans cet univers. En raison de sa nature capitalistique, les mesures d'évaluation conventionnelles, comme le ratio cours-bénéfices, le ratio cours-flux de trésorerie ou la valeur de l'actif net sont moins efficaces pour la génération d'alpha. Nous sommes d'avis que les sociétés de ressources dotées de modèles d'affaires durables et d'une approche disciplinée à l'égard de l'attribution du capital offrent probablement un plus grand potentiel de rendement.



Introduction.

Dans ce document, nous examinerons les avantages de mettre l'accent sur le rendement des flux de trésorerie disponibles (FTD) durables — notre approche d'évaluation exclusive pour identifier les sociétés de ressources dont la valeur intrinsèque est élevée. Notre analyse décèle une relation statistique importante entre un rendement des FTD durables plus élevés et un rendement supérieur des portefeuilles.

Alors que dans ce document l'accent est mis sur la composante du rendement stimulée par le rendement des FTD durables, notre élaboration globale du portefeuille équilibre cette approche avec une gestion du risque solide et la prise en compte des cycles macroéconomiques et de l'incidence des facteurs ESG, afin d'assurer une stratégie de placement robuste.

Définir notre philosophie

La philosophie de placement de l'équipe des ressources Mackenzie repose sur trois piliers :

- 1. Rendement des placements :** met l'accent sur des flux de trésorerie disponibles durables robustes, à l'aide de notre approche d'évaluation exclusive.
- 2. Durabilité :** met l'accent sur les sociétés de premier ordre ainsi que sur celles qui améliorent activement leurs pratiques du point de vue des facteurs ESG.
- 3. Gestion des risques :** met l'accent sur la gestion du risque de volatilité à court terme et la gestion du risque d'affaires à long terme.

Approches d'évaluation courantes et supériorité des approches fondées sur les flux de trésorerie

Les analystes utilisent différentes approches d'évaluation dans le cadre des recommandations d'achat, de détention ou de vente. En pratique, les analystes utilisent fréquemment plus d'une approche pour estimer la valeur d'une société ou de ses actions ordinaires.¹ Cette section présente un aperçu des techniques d'évaluation couramment utilisées. Ces techniques comprennent l'évaluation relative (ratios du marché) ou des méthodes d'évaluation absolue comme la valeur de l'actif net, les approches fondées sur les bénéfices et celles fondées sur les flux de trésorerie.

Évaluation relative (ratios du marché)

Les ratios du cours (p. ex., cours-bénéfices ou cours-valeur comptable) ou les ratios d'entreprise (p. ex., valeur de l'entreprise par rapport au BAIIA) de l'action de la société envisagée sont comparés à ceux de sociétés

homologues ou de points de référence sectoriels, afin d'établir si elle est sous-évaluée ou surévaluée. Elle a l'avantage d'être simple, mais ignore la valeur intrinsèque, et il peut être difficile de trouver des sociétés véritablement comparables. Plus particulièrement, la haute intensité capitalistique du secteur des ressources augmente la difficulté de comparer des sociétés.

Évaluation fondée sur l'actif

Cette méthode est couramment utilisée dans le secteur des ressources. Une société est évaluée en fonction de la valeur de ses actifs comme ses réserves minérales, ses réserves de pétrole et de gaz et d'autres actifs physiques. Il peut être difficile d'évaluer correctement ces actifs. En outre, la valeur liquidative suppose qu'il n'y a aucun réinvestissement à long terme.

Approches fondées sur les bénéfices

Ces approches s'appuient sur l'utilisation des bénéfices de la société pour estimer sa valeur intrinsèque (p. ex., ratio C-B). Les bénéfices peuvent faire l'objet d'estimations inexactes ou de manipulations comptables. La dépréciation comptable et les cumuls sont habituellement assujettis à des estimations subjectives. Cela est particulièrement vrai dans le secteur des ressources, dans lequel les actifs productifs tendent à avoir des durées de vie plus longues, où l'intensité capitalistique initiale est élevée et où les marges sont extrêmement cycliques. Cela signifie qu'il existe un risque plus élevé que les estimations de dépréciation comptable soient inexactes. En outre, les charges de dépréciation tendent à être de mauvaises approximations des besoins futurs en capital des sociétés de ressources.²

Approches fondées sur les flux de trésorerie

Depuis l'article fondateur de 1974 de Stern « Earnings per Share Don't Count », en passant par de nombreuses études comme celles de Sloan (1996), Hackel et al. (2000), Richardson et al. (2005), et Foerster et al. (2017), jusqu'à la réflexion de 2024 « Earnings per Share Don't Count at 50 », des recherches approfondies ont constamment démontré que les mesures fondées sur les flux de trésorerie sont de meilleurs prédicateurs de rendement de l'action que celles fondées sur les bénéfices.

La composante en trésorerie des bénéfices est plus persistante dans l'avenir que les composantes de cumul. Par conséquent, les sociétés ayant des niveaux relativement élevés (peu élevés) de cumuls affichent des rendements de l'action négatifs (positifs) anormaux.³ Foerster et al. (2017) note qu'une société peut faire part d'un revenu positif pendant plusieurs années tout en ayant des flux de trésorerie négatifs, comme l'ont démontré les faillites d'Enron et de WorldCom. Les auteurs sont d'avis que les normes comptables actuelles confèrent trop de possibilités pour les directions de sociétés d'altérer les états financiers, rendant difficile pour les investisseurs de soupeser la véritable valeur économique d'une société. « The farther down the income statement one goes, the more 'polluted' profitability measures become. »⁴

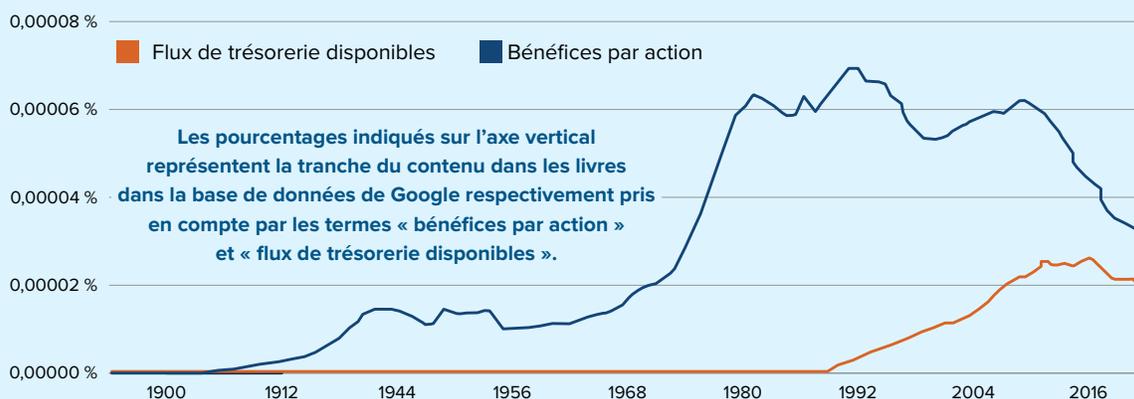
Dans le cadre de l'évaluation fondée sur les flux de trésorerie, la valeur de l'action d'une société est fondée sur la valeur actualisée de ses flux de trésorerie futurs attendus. Les flux de trésorerie peuvent être représentés par des dividendes, les flux de trésorerie d'exploitation (FTE) ou les flux de trésorerie disponibles. Les flux de trésorerie disponibles sont souvent jugés être supérieurs puisqu'ils reflètent plus exactement « les flux de trésorerie disponibles pour les détenteurs d'actions ordinaires de la société après le paiement de toutes les charges d'exploitation, d'intérêt et de capital et que les investissements nécessaires dans le fonds de roulement et le capital fixe ont été consentis. Les flux de trésorerie disponibles pour les détenteurs d'actions (FTDDA) correspondent aux flux de trésorerie d'exploitation moins les dépenses en immobilisations moins les paiements aux (sommes reçues des) prêteurs ».⁵

Cela a donné lieu à l'utilisation croissante de l'évaluation fondée sur les FTD. Pinto (2024) affirme que « l'analyse des flux de trésorerie disponibles est près d'une utilisation universelle ». Aussi : « Une étude d'analystes professionnels valide l'importance de l'évaluation des flux de trésorerie disponibles (Pinto, Robinson, Stowe 2019). Au moment d'évaluer des actions individuelles, 92,8 % des analystes utilisent des ratios du marché, et 78,8 %, une approche fondée sur les flux de trésorerie actualisés. Dans le cadre d'une analyse des flux de trésorerie actualisés, 20,5 % des analystes utilisent une approche fondée sur le revenu résiduel, 35,1 %, un modèle d'actualisation des dividendes, et 86,9 %, un modèle fondé sur les flux de trésorerie disponibles actualisés. » Fridson (2024) indique que « Au fil du temps, le nombre de références aux FTD dans les livres de la base de données de Google a augmenté par rapport aux références aux BPA. En 2019, l'année la plus récente pour laquelle ces statistiques sont disponibles, les FTD ont été mentionnés 63 % plus souvent que les BPA. Vingt ans auparavant, ce ratio n'était que de 24 %. »

Toutefois, prévoir les flux de trésorerie disponibles futurs est complexe, et nécessite une compréhension approfondie des états financiers, des activités d'une société et des dynamiques financières et sectorielles.⁶

FIGURE 1 : PRÉDOMINANCE GRANDISSANTE DES FTD PAR RAPPORT AUX BPA

Fréquence comparative des mentions



Source : Google N-

Approche des flux de trésorerie disponibles durables de Mackenzie

L'équipe des ressources de Mackenzie utilise un cadre de FTD durables qui intègre les états financiers, des indicateurs économiques et les tendances sectorielles, parallèlement à des facteurs qualitatifs comme la qualité de la gestion, et les risques liés à l'entreprise et aux réinvestissements. En outre, des analyses de sensibilité et de scénarios sont effectuées afin d'évaluer l'incidence de différentes hypothèses sur l'évaluation.

Définition des flux de trésorerie disponibles durables

Les FTD durables sont définis comme les FTE moins les dépenses en immobilisations de durabilité. Contrairement à la définition traditionnelle des FTD qui utilise seulement les dépenses en immobilisations, tirées des états financiers d'une société, notre mesure des FTD durables exclusive utilise les dépenses en immobilisations de durabilité. Elles diffèrent de l'étroite définition des dépenses en immobilisations de maintien puisqu'elles comprennent non seulement les investissements nécessaires pour conserver les installations de production en état de fonctionnement, mais également les investissements requis pour préserver le caractère concurrentiel des actifs d'une société.

Calcul des dépenses en immobilisations de durabilité

C'est une tâche complexe qui suppose une analyse détaillée et rigoureuse des états financiers avec le reclassement des dépenses en immobilisations productives, une compréhension approfondie des occasions d'investissements additionnels, une évaluation des forces concurrentielles au sein du secteur et une connaissance exhaustive de la société et de son traitement des actifs immobilisés. Dans le contexte d'une société de ressources, les dépenses en immobilisations de durabilité comprennent plusieurs activités. Celles-ci comprennent :

- Élaboration d'une réserve additionnelle pour contrebalancer les teneurs en minerai à la baisse (p. ex., des moulins de cuivre plus grands pour traiter le minerai à teneur plus faible)
- Forage de nouveaux puits pétroliers ou gaziers en réaction aux taux de production à la baisse de puits vieillissants dans une zone de ressource bien connue (p. ex., schiste continental américain)
- Remplacement ou reconstruction d'équipement à la fin de sa durée d'utilité (p. ex., hauts fourneaux dans

l'industrie de l'acier, chaudières dans les usines de papier)

- Génération de nouvelles gammes de produits afin de préserver l'avantage concurrentiel d'une société (p. ex., exploration, R et D et dépenses en immobilisations connexes pour rééquiper une usine)
- Dépenses en immobilisations pour conformité environnementale et investissements dans des stratégies de réduction des émissions, comme l'énergie renouvelable (éolienne, solaire, batteries) et électrification des transports (p. ex., camions) et des usines de traitement.

Dépenses en immobilisations de maintien c. dépenses en immobilisations de durabilité

Bien que les dépenses en immobilisations de maintien semblent être une mesure supérieure pour l'évaluation du potentiel d'une société de ressources de créer de la valeur future, elles sont difficiles à saisir. La raison est que la plupart des sociétés ne s'en tiennent qu'à une définition étroite des dépenses en immobilisations de maintien. Ce faisant, elles tendent à sous-déclarer les véritables besoins en immobilisations de l'entreprise.

Nous avons examiné l'historique de répartition des capitaux de BHP depuis 2016 à 2024, illustré à la Figure 2. Par le passé, BHP a attribué une petite tranche du total de ses dépenses en immobilisations comme étant de maintien. La société a également fait part de capital attribué pour d'importants projets ciblant une croissance de la production.

Les dépenses en immobilisations supposées dans les déclarations de BHP laissent entendre que la définition de capital de maintien de la société sous-déclare de manière importante ses besoins en immobilisations aux fins du soutien de sa production et de sa source de revenus : la société a fait part d'une croissance minimale de sa production (c.-à-d. moins de 1 % par année) pour ses produits de base que sont le cuivre et le minerai de fer pendant la période de 2018 à 2024 et un recul (et la cession) de la production de charbon et de pétrole. Par conséquent, les « dépenses en immobilisations d'amélioration » et les « dépenses en immobilisations de projets » déclarées semblent être nécessaires pour contrebalancer le recul naturel

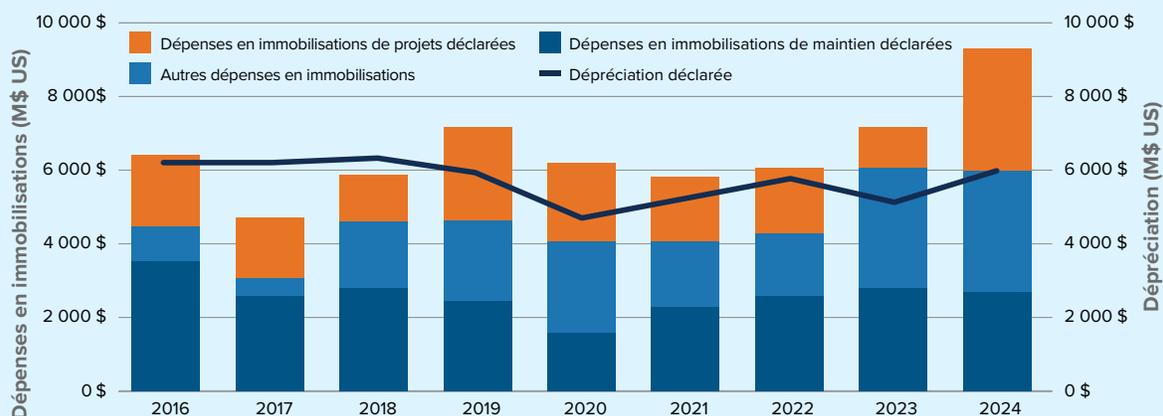
des actifs de base, et les dépenses en immobilisations totales se situent au-delà de la mesure de dépréciation comptable.

Cet exemple révèle également la difficulté d'établir des charges de dépréciation pertinentes dans le secteur des ressources capitalistique et à longue durée de vie. Une fois de plus, cela remet en question la fiabilité des analyses fondées sur les bénéfices.

De manière importante, les dépenses en immobilisations de réduction des émissions sont essentielles pour atteindre les cibles de décarbonation et seront nécessaires pour soutenir les sources de revenus futures. À titre d'exemple, les besoins en dépenses en immobilisations de BHP pourraient devoir augmenter de 10 % à 20 % de plus pour atteindre les cibles de réduction d'émissions de carbone à long terme et égaler la trajectoire d'intensité des émissions de producteurs comparables de minerai de fer.

FIGURE 2 : RÉPARTITION DU CAPITAL DE BHP (EXERCICES 2016–2024)

Une divergence entre le total des dépenses en immobilisations et les dépenses en immobilisations de maintien laisse entendre d'importants besoins en capitaux de durabilité au soutien des revenus de BHP.



Sources : rapports de la société BHP, estimations de Placements Mackenzie.

Taux de saisie des flux de trésorerie disponible durables et risque inhérent d'une société

Les investisseurs peuvent évaluer le risque inhérent des flux de trésorerie d'une société en examinant son taux de saisie des FTD durables. Cela correspond au pourcentage des FTE avant impôt après déduction de tous les investissements nécessaires en capital de durabilité. Il décrit simplement le montant des flux de trésorerie qu'une société conserve après les réinvestissements. Les sociétés ayant des taux de saisie moins élevés sont très sensibles aux changements d'hypothèses, les rendant de manière inhérente plus risquées que leurs contreparties ayant des taux de saisie plus élevés. Une société de ressources dotées d'actifs matures qui peine à maintenir sa source de revenus à même les activités courantes afficherait un faible taux de saisie (que nous estimons dans une fourchette de 0 % à 25 %), indiquant que la quasi-totalité des flux de trésorerie d'exploitation est utilisée uniquement pour soutenir les FTE de la société. Cela ne laisse que peu de place pour une croissance future ou des rendements pour les actionnaires. Nous sommes d'avis que les investisseurs devraient plutôt rechercher un taux de saisie des FTD durables plus élevé qui, pour des sociétés de ressources supérieures, devrait selon nous dépasser 50 %, indiquant qu'il y a beaucoup plus de trésorerie disponible aux fins de réinvestissement dans des occasions de croissance ou pour récompenser les

actionnaires. Identifier des sociétés ayant des taux de saisie des FTD durables élevés ne suffit pas à identifier les plus performantes à long terme. Notre analyse indique que les sociétés ayant des rendements des FTD durables élevés ont tendance à dégager de meilleurs rendements.

Discipline de la direction et réinvestissement

Un rendement élevé des FTD durables constitue un critère utile, mais soulève d'importantes questions : de quelle manière les flux de trésorerie disponibles excédentaires seront-ils dépensés, et seront-ils affectés de manière efficace? La capacité de la direction de créer ou de détruire de la valeur à partir de flux de trésorerie additionnels futurs est un facteur souvent ignoré dans les méthodes d'évaluation habituelles fondées sur la VL. La somme des flux de trésorerie futurs actualisés ne traite pas de manière appropriée le moment ou l'ampleur des réinvestissements nécessaires. Quelle est la solution? Nous sommes d'avis que les investisseurs dans les ressources doivent consacrer du temps à l'évaluation essentielle des occasions de réinvestissement par la direction, ainsi que de sa discipline dans la répartition de tout capital excédentaire à des projets de croissance ou pour rendre des capitaux aux actionnaires. Compte tenu des difficultés vécues par la société de ressources moyenne pour surmonter le coût du capital, l'on pourrait en déduire qu'une meilleure expertise financière devrait

être mise à profit pour traiter des FTD excédentaires dans ce secteur très capitalistique. Pour cette raison, l'on pourrait s'attendre à ce que les sociétés qui saisissent

des FTD durables relativement élevés, et celles dotées d'équipes de direction qui répartissent les capitaux de manière efficiente, dégagent un rendement supérieur.

Éléments probants empiriques

Dans cette section, nous présentons certains éléments probants empiriques tirés de nos travaux afin de démontrer que les sociétés présentes dans notre portefeuille de Ressources mondiales tendent à avoir des rendements des FTD durables plus élevés que l'indice de référence et qu'elles tendent à afficher un rendement supérieur à celui de l'indice de référence le trimestre suivant pendant une période de 11 ans.⁷

Notre analyse met l'accent sur les 10 principaux placements pour chaque trimestre pendant la période du 1T 2013 au 1T 2024. Pour le portefeuille ainsi que l'indice de référence, nous avons choisi les 10 principales sociétés en fonction de leur pondération dans le portefeuille et l'indice de référence, chaque trimestre, permettant une répartition dynamique. Elles comprennent les cinq plus importantes sociétés de chaque secteur — énergie et matériaux. Mettre l'accent sur ces sociétés nous a permis de cibler les plus importants et influents contributeurs tant dans le portefeuille que l'indice de référence, afin de saisir l'essence de notre stratégie, réduisant les distractions découlant de placements ayant une moins grande influence.⁸ Ensuite, nous accordons une pondération égale à ces principaux placements trimestriels pour obtenir les « 10 principaux titres du portefeuille » et les « 10 principaux titres de l'indice de référence ».⁹

Comme il est montré dans la Figure 1, nous avons constaté que les rendements médians¹⁰ des 10 principaux titres du portefeuille étaient constamment plus élevés que ceux des 10 principaux titres de l'indice de référence pendant 93 % de la période. Cette constatation met en lumière l'emphase mise par notre stratégie sur la sélection de sociétés de ressources ayant habituellement des rendements des FTD durables supérieurs.

En termes de rendement, nos 10 principaux titres du portefeuille ont généré une performance moyenne dépassant de plus de 3 % celle des 10 principaux titres de l'indice de référence, et ont surpassé l'entièreté de l'indice de référence, de plus de 5 %, comme il est indiqué à la Figure 2.

Pour analyser plus en profondeur l'incidence du rendement des FTD durables, nous avons divisé les périodes en périodes de rendement des FTD durables élevés et faibles;¹¹ nous avons constaté que les écarts entre les rendements moyens étaient statistiquement significatifs au niveau d'importance de 10 %, et l'écart entre les rendements était substantiel, comme il est montré à la Figure 3.

L'analyse de régression à variable simple à l'aide du rendement excédentaire des FTD durables à titre de variable indépendante a indiqué qu'il s'agit d'un prédicteur statistiquement significatif de rendements excédentaires, comme il est montré à la Figure 4. Cela laisse entendre que les sociétés présentant un rendement des FTD durables plus élevé tendent à dégager un rendement plus robuste.

Ajouter les cinq facteurs de Fama et French après avoir trouvé cette importante relation à variable simple contrôle ces facteurs de risque courants (marché, taille, valeur, rentabilité et investissement). Le fait que le rendement des FTD durables excédentaires est demeuré statistiquement significatif avec un coefficient quasiment identique alors que les facteurs de Fama et French ne sont pas significatifs, comme il est montré à la figure 5, renforce la conclusion qu'il s'agit un moteur primaire de rendement excédentaire.

Dans ce sous-ensemble de 10 principaux titres du portefeuille, l'objectif était de mettre précisément l'accent sur la composante de rendement, soulignant comment un rendement des FTD durables, une mesure cruciale dans notre processus de sélection des actions, contribue à un rendement supérieur, même après le contrôle des facteurs de risque traditionnels. Toutefois, nous sommes au fait que le rendement des FTD durables ne constitue pas le seul moteur de rendement. Pour la totalité du portefeuille, notre processus d'élaboration couvre soigneusement de multiples considérations, y compris les contextes macroéconomiques et la gestion du risque, afin d'assurer un rendement corrigé du risque constant au fil du temps.

Figure 1 :

Données trimestrielles – 1T 2013 à 1T 2024	Médianes moyennes du rendement excédentaire des FTD « durables »	N ^{bre} de périodes	% de périodes
Toutes les périodes	3,0 %	45	100 %
Périodes où la médiane du rendement excédentaire des FTD « durables » est positive	3,3 %	42	93 %
Périodes où la médiane du rendement excédentaire des FTD « durables » est négative	-1,5 %	3	7 %

FIGURE 3 : MÉDIANES DU RENDEMENT DES FTD DURABLES

10 principaux titres du portefeuille c. 10 principaux titres de l'indice de référence

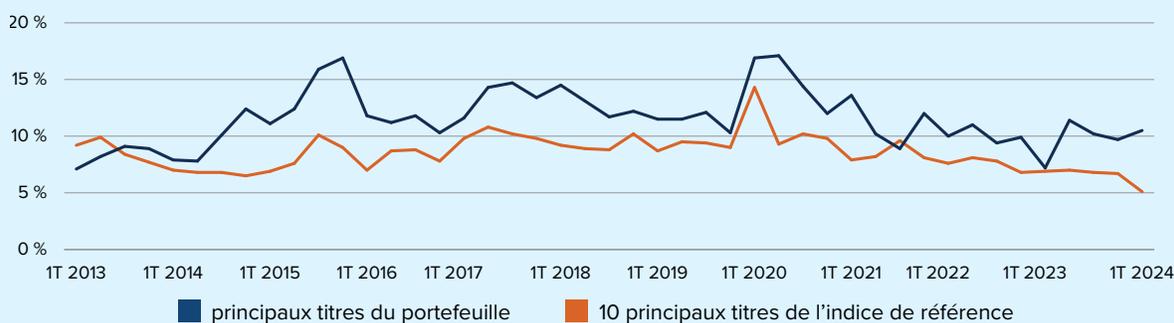


FIGURE 4 : MÉDIANES DU RENDEMENT EXCÉDENTAIRE DES FTD DURABLES

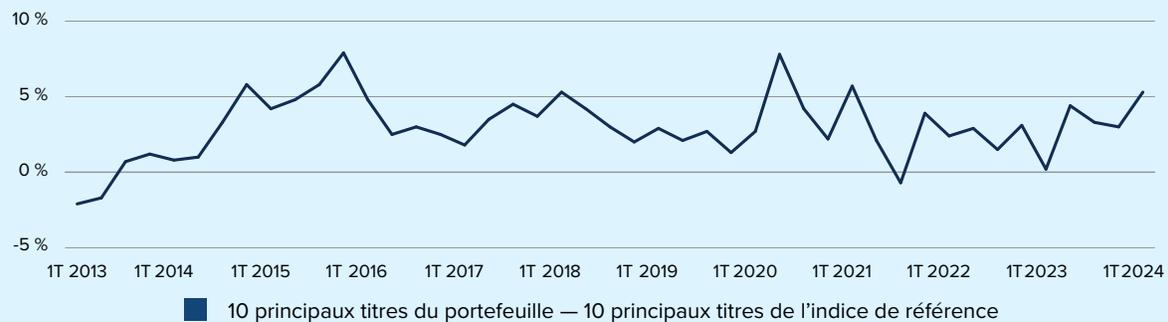


Figure 2 :

Données trimestrielles – 1T 2013 à 1T 2024	Excédent moyen annualisé par suite de rendements totaux sur un trimestre*	Moyenne active annualisée par suite de rendements totaux sur un trimestre*	N ^{bre} de périodes
Toutes les périodes	3,3 %	5,3 %	45

* La moyenne des différences entre les 10 principaux titres du portefeuille et les 10 principaux titres de l'indice de référence est établie et elles sont annualisées.

** Les rendements actifs des 10 principaux titres du portefeuille = rendements des 10 principaux titres du portefeuille – rendements de l'indice de référence

Figure 3 :

Période : 1T 2013 au 1T 2024	Moyenne annualisée des rendements des 10 principaux titres du portefeuille	Moyenne annualisée des rendements actifs des 10 principaux titres du portefeuille
Toutes les périodes	13,7 %	5,3 %
Période de FTD durables élevés	27,9 %	14,3 %
Période de FTD durables faibles	-1,1 %	-4,2 %
statistique-t	1,80	1,98
valeur-p	0,079	0,056

Figure 4:

RÉGRESSION DES RENDEMENTS EXCÉDENTAIRES DES 10 PRINCIPAUX TITRES DU PORTEFEUILLE SUR LES MÉDIANES DES RENDEMENTS EXCÉDENTAIRES DES FTD « DURABLES »

Statistique	Coefficient	p-value*	Coefficient de corrélation	Corrélation
Valeur	1,69	0,003	18,7 %	43,3 %

* une valeur-p de moins de 5 % indique une signification statistique

FIGURE 5 : RENDEMENTS DES 10 PRINCIPAUX TITRES DU PORTEFEUILLE

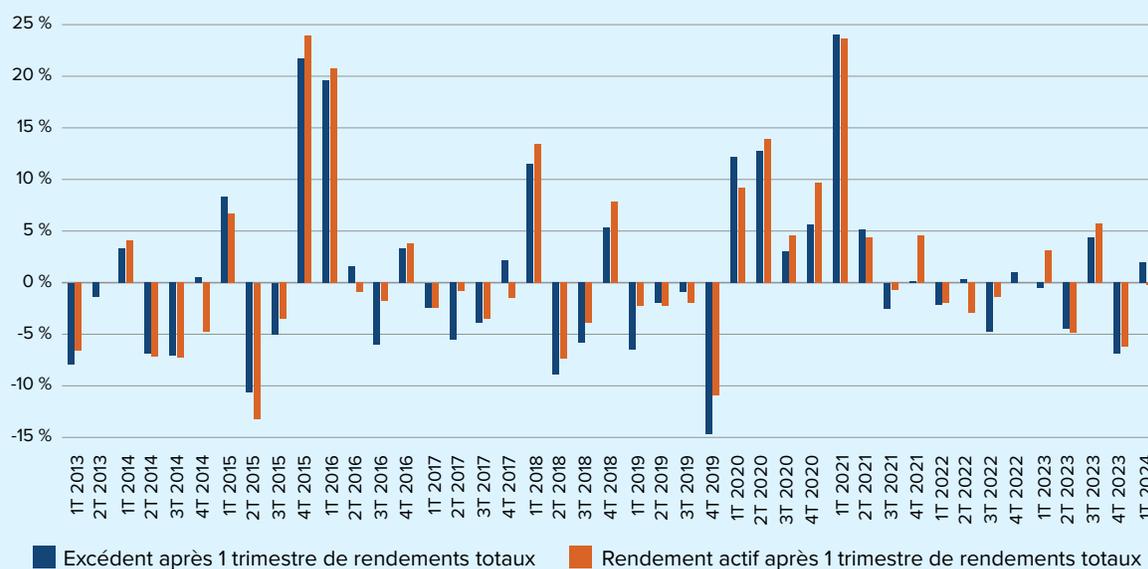


Figure 5 :
RÉGRESSIONS À VARIABLES MULTIPLES DES RENDEMENTS EXCÉDENTAIRES DES 10 PRINCIPAUX TITRES DU PORTEFEUILLE SUR LES MÉDIANES DES RENDEMENTS EXCÉDENTAIRES DES FTD « DURABLES » ET LES 5 FACTEURS DE FAMA ET FRENCH*

	Coefficients	Erreurs types	valeurs-t	valeurs-p
const.	0,05	0,02	2,38	0.023
Médianes des rendements excédentaires des FTD « durables »	1,68	0,51	3,26	0.002
Réf. du marché	0,25	0,18	1,38	0,177
SMB	0,43	0,34	1,26	0,214
HML	0,04	0,31	0,11	0,911
RMW	0,23	0,40	0,56	0,580
CMA	0,00	0,45	0,00	0,996
	Coefficient de détermination	Coefficient de détermination ajusté	Statistique F	Prob. (stat. F)
Statistiques modèles	36 %	26 %	3,53	0.007

* Les 5 facteurs de Fama et French nord-américains : Réf. du marché, SMB, HML, RMW et CMA reflètent respectivement le risque global du marché, l'effet de la taille, la prime de valeur, la rentabilité et le comportement des investisseurs.

Kenneth R. French - Description des facteurs Fama/French (dartmouth.edu)

Conclusion

Dans ce document, nous avons examiné les forces des approches d'évaluation fondées sur les flux de trésorerie par rapport aux approches traditionnelles. Nous avons soutenu que notre méthodologie exclusive du rendement des FTD durables offre des renseignements de meilleure qualité pour la prise de décision de placement, particulièrement dans les secteurs capitalistiques des ressources.

Nous avons présenté la définition de notre mesure et la tâche sous-jacente complexe d'analyse et de reclassement des dépenses en immobilisations dans des dépenses en immobilisation de maintien. Cette approche diffère de l'étroite définition des dépenses en immobilisations de maintien puisqu'elle tient compte non seulement des investissements nécessaires pour conserver les installations de production en état de fonctionnement, mais également des investissements requis pour préserver le caractère concurrentiel des actifs d'une société. Réaliser cette approche de manière efficace nécessite une connaissance approfondie de chaque société ainsi que des forces concurrentielles au sein du secteur.

Notre approche est soutenue par des éléments probants empiriques tirés d'un sous-ensemble de notre portefeuille. Nous avons effectué une analyse détaillée des 10 principales sociétés figurant dans notre portefeuille (classées par pondération) et les avons comparées aux 10 principaux titres de l'indice de référence au fil du temps. Nous avons constaté que nos 10 principaux titres du portefeuille affichent constamment un rendement des FTD durables plus élevé, et ces rendements plus élevés des FTD donnent lieu à un meilleur rendement supérieur du portefeuille.

Bien que cette approche mette l'accent sur la génération de rendements, notre élaboration globale de portefeuille permet d'obtenir une stratégie robuste bien équilibrée qui offre tant un rendement solide qu'une gestion du risque efficace pendant un cycle de placement.



- 1 Jerald E. Pinto, PhD, CFA, Elaine Henry, PhD, CFA, Thomas R. Robinson, PhD, CFA, CAIA, et John D. Stowe, PhD, CFA. Programme de l'Institut des CFA. *Equity Valuation : Applications and Processes* (2023).
- 2 Benoit Gervais, Onno Rutten, Asmaa Marrat et Mary Mathers (2014) [Livre Blanc - Sustainable Free Cash Flow Analysis \(mackenzieinvestments.com\)](https://www.mackenzieinvestments.com).
- 3 Sloan (1996) et Richardson et al. (2005)
- 4 Foerster et al. (2017) et Davis (2017).
- 5 Pinto (2024).
- 6 Pinto (2024).
- 7 L'indice de référence du portefeuille des ressources mondiales est une combinaison des indices MSCI Monde Énergie et MSCI Monde Matériaux.
- 8 Ces 10 principaux titres comptent pour en moyenne 39 % et 35 % respectivement de la pondération totale du portefeuille et de l'indice de référence.
- 9 Nous avons également effectué des analyses sur une version à l'aide de pondérations rajustées plutôt que des pondérations égales. Les résultats ont été similaires à ceux de la version équi pondérée et, par conséquent, dans ce document, nous avons uniquement présenté les résultats de la version équi pondérée.
- 10 Dans ce contexte, nous utilisons la médiane puisqu'elle fournit une mesure solide de la tendance centrale et offre un portrait plus clair du rendement des flux de trésorerie disponibles durables d'un titre typique des 10 principaux titres du portefeuille par rapport à un titre typique des 10 principaux titres de l'indice de référence.
- 11 Les périodes « élevés » (« faibles ») correspondent aux périodes pendant lesquelles le rendement des FTD durables des 10 principaux titres du portefeuille est supérieur (inférieur) à la médiane de la série.

Références

Martin S. Fridson, Jack J. Beyda et John H. Lee (26 juil. 2024): « Earnings per Share Don't Count at 50 », *Financial Analysts Journal*, DOI: 10.1080/0015198X.2024.2375957.

Jerald E. Pinto, PhD, CFA, Elaine Henry, PhD, CFA, Thomas R. Robinson, PhD, CFA, CAIA, et John D. Stowe, PhD, CFA. Programme de l'Institut des CFA. *Free Cash Flow Valuation* (2024).

Jerald E. Pinto, PhD, CFA, Elaine Henry, PhD, CFA, Thomas R. Robinson, PhD, CFA, CAIA, et John D. Stowe, PhD, CFA. Programme de l'Institut des CFA. *Equity Valuation: Applications and Processes* (2023).

Stephen Foerster, John Tsagarelis et Grant Wang (2017) Are Cash Flows Better Stock Return Predictors Than Profits? *Financial Analysts Journal*, 73:1, 73-99, DOI: 10.2469/faj.v73.n1.2.

Follow the Cash (sommaire), Phil Davis, 1^{er} janvier 2017 *Financial Analysts Journal*

Benoit Gervais, Onno Rutten, Asmaa Marrat et Mary Mathers (2014) *Livre blanc - sustainable free cash flow Analysis* (mackenzieinvestments.com).

Richardson, Scott A., Richard G. Sloan, Mark T. Soliman, et Irem Tuna. 2005 « Accrual Reliability, Earnings Persistence and Stock Prices. » *Journal of Accounting and Economics*, vol. 39, no. 3 (septembre) : 437–485.

Kenneth S. Hackel, Joshua Livnat et Atul Rai (2000) « A Free Cash Flow Investment Anomaly. » *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 15(1): 1–24.

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.

Publié par Corporation Financière Mackenzie (« Placements Mackenzie »). Réservé aux investisseurs institutionnels.

Le présent document est fourni à des fins de marketing et d'information seulement et ne constitue pas des conseils en placement ou une offre de produits ou de services de placement (y compris à l'égard des fonds mentionnés dans le présent document) ou une invitation à faire une telle offre. Certains renseignements que renferme ce document proviennent de tiers. Placements Mackenzie estime que ces renseignements sont justes et fiables en date des présentes, mais nous ne pouvons en garantir l'exactitude, l'exhaustivité ou l'actualité en tout temps. Ces renseignements peuvent changer sans préavis et Placements Mackenzie ne saurait être tenue responsable des pertes découlant de l'utilisation des renseignements contenus dans le présent document ou du recours à de tels renseignements. Aucune partie des renseignements contenus aux présentes ne peut être reproduite ou distribuée à quiconque sans la permission expresse de Placements Mackenzie.