



MACKENZIE
Placements

Simple, mais pas facile : la recherche d'excellentes sociétés mal cotées à l'échelle mondiale

Ome Saidi, MBA, CFA

Vice-président, gestionnaire de portefeuille,
équipe des actions et du revenu mondiaux Mackenzie

L'équipe des actions et du revenu mondiaux Mackenzie cherche à identifier d'excellents modèles d'entreprise partout dans le monde. Il peut s'agir d'une société dans une région donnée qui reproduit ailleurs une formule éprouvée, ou d'un modèle d'entreprise d'un marché émergent qui surpasse un modèle occidental en raison de l'absence d'actifs gérés en extinction. Nous nous efforçons de trouver ces sociétés.

Le principe essentiel de notre processus est simple. Selon nous, une excellente entreprise est définie par ses rendements élevés durables du capital investi et sa croissance. L'équipe analyse rigoureusement le rendement du capital, en examinant d'abord les barrières à l'entrée d'un secteur. Nous analysons ensuite les aspects qui déterminent la position concurrentielle de l'entreprise dans ce secteur. Il s'agit de la différenciation ou d'un avantage en matière de coûts. Les meilleures entreprises possèdent les deux, selon nous. Nous évitons les entreprises que nous ne comprenons pas pleinement. Nous croyons également qu'une conversion élevée des flux de trésorerie disponibles est essentielle. Une fois que ces liquidités ont été générées, la question est de savoir comment la direction les déploie. Il s'agit d'une question simple, mais pas facile en pratique. Une fois cette analyse terminée, le portefeuille est construit à partir des meilleures occasions que nous observons dans cet univers d'entreprises identifiées.

Darren McKiernan, le chef d'équipe, mentionne souvent «qu'il est difficile de nous classer dans une catégorie de style. Nous ne sommes pas des investisseurs axés sur la croissance ni des investisseurs axés sur la valeur». Pour nous, il est essentiel que l'équipe aille là où se trouvent les occasions — certaines occasions peuvent ressembler à de la croissance, tandis que d'autres peuvent ressembler à de la valeur. Les définitions des styles de valeur et de croissance sont très théoriques et peuvent parfois être trop simplistes. Elles sont basées sur la

comptabilité et souffrent donc de ses lacunes. La comptabilité est un registre du passé, et doit s'équilibrer (débits et crédits, actifs et passifs). L'évaluation concerne les flux de trésorerie futurs. Voici un exemple : imaginez que la Société A fait l'acquisition de la Société B pour un milliard de dollars à un multiple d'évaluation de 20 fois la valeur de l'entreprise par rapport au bénéfice avant intérêts et impôts (BAII), et de 5 fois le ratio cours/valeur comptable. Un investissement effectué à 20 fois le BAII et à 5 fois la valeur comptable est largement considéré comme un investissement de croissance. Le lendemain de la transaction, la Société B est détenue dans les livres de la Société A pour un milliard de dollars. Si la Société A cotait partiellement en bourse la Société B deux jours après la transaction, à la même évaluation qu'elle a payée, la Société B se négocierait à une fois la valeur comptable. Supposons maintenant que la Société A a amélioré la rentabilité de la Société B en peu de temps parce que cette dernière sous-exploite fortement ses actifs, ce qui fait en sorte que son coût d'acquisition effectif ne représentait que 5 fois le BAII après l'intégration. On considère qu'une fois la valeur comptable et 5 fois le BAII, sans oublier le concept du «prix que paierait un propriétaire privé pour cette société», sont les marques de commerce de l'investisseur axé sur la valeur conservatrice. Alors, est-ce que la Société B constitue un investissement axé sur la valeur ou un investissement axé sur la croissance ?

Ce n'est rien de nouveau. Des rendements attrayants sont obtenus lorsque les actifs sont évalués de façon inadéquate, à l'avantage de l'acheteur. Nous tenons donc à analyser la valeur société par société et à tirer parti des erreurs d'évaluation — que ces erreurs soient de nature microéconomique ou macroéconomique.



MACKENZIE

Placements

Dans l'exemple qui précède, l'évaluation erronée de la Société B était de nature microéconomique. Ce que nous pensons être l'actualisation systématique de la Chine en Occident, illustrant un biais qui pourrait constituer la base de la recherche sur la finance comportementale, constituerait un exemple macroéconomique. En voici quelques exemples :

La comptabilité :

On dit souvent, et on sous-entend encore plus souvent «qu'on ne peut pas faire confiance à la comptabilité des entreprises chinoises». Pourtant, lorsque Warren Buffet a investi 488 millions de dollars dans PetroChina de 2002 à 2003, il a mentionné expressément que la comptabilité était la même que celle des principales sociétés pétrolières, et il était donc certain de ce qu'il obtenait : un baril de pétrole fongible pour une fraction du coût implicite des évaluations des sociétés semblables. Inutile de dire que Warren Buffet comprend la comptabilité (il a réalisé un profit plus que respectable de 3,5 milliards de dollars sur cet investissement).

La fraude est différente des mauvaises normes comptables. Pendant une certaine période entre 2010 et 2012, on a observé un niveau élevé de mises en bourse frauduleuses par des sociétés chinoises dans les marchés américains et c'est de là que vient cette réputation. Toutefois, nous tenons à souligner qu'Enron, Bernie Madoff et Theranos ont commis les plus grandes fraudes de l'histoire, toutes en Amérique du Nord. General Electric, autrefois la société la plus prospère des États-Unis, a été récompensée par les investisseurs pour sa comptabilité malhonnête — elle a, entre autres, généré ses bénéfices grâce à une comptabilité de type « matelas de réserve » («cookie jar accounting») chez GE Capital. Si la «meilleure» entreprise des États-Unis agit ainsi, est-ce que les sociétés américaines sont dignes de confiance? Bien sûr qu'elles le sont. Wirecard et Steinhoff sont des exemples de fraudes récentes commises par des sociétés allemandes. Alstom s'est taillé une place spéciale dans l'histoire pour avoir trompé GE, qui a acheté la société française pour 10,1 milliards de dollars, pour ensuite la déprécier de 22 milliards de dollars — ce qui ne peut se faire sans une comptabilité grossièrement trompeuse. La comptabilité constitue le point de départ de la diligence raisonnable des investisseurs et reflète généralement l'économie d'une entreprise de façon juste. De façon « juste » ne signifie pas « parfaite », car parfois, la comptabilité ne représente pas du tout de façon juste les données économiques d'une entreprise. Selon nous, le parti pris contre la Chine est injustifié.

La pandémie :

Pour la majeure partie des sociétés occidentales, la pandémie de COVID-19 s'est manifestée en début mars. Pour ceux qui ne font pas abstraction de la Chine, la pandémie a commencé plus tôt, et était déjà grave à cette époque. L'investisseur Bill Ackman s'est isolé en février et a commencé à adopter une position à découvert dans le marché. Elon Musk, le chef de la direction de Tesla, a critiqué les protocoles du gouvernement de la Californie pour l'usine de Tesla, en déclarant : «Nous avons fait face à cette situation dans nos usines chinoises. Nous n'avons pas eu un seul cas grâce aux précautions que nous avons prises, même lorsqu'il y avait des cas de COVID localement». Pour paraphraser, il disait : «Vous ne savez pas ce que vous faites. Les mesures prises ne sont pas coordonnées et sont inefficaces, vous devriez consulter les Chinois».

En conclusion, les partis pris peuvent se traduire en occasions d'investissement extraordinaires. Pour ce qui est de trouver un excellent modèle d'entreprise reproduit dans une autre région, l'équipe a acheté Kweichou Moutai – une marque de spiritueux qui a plus de survalueur que Johnnie Walker ou toute autre marque occidentale (elle a survécu au communisme en tant que l'une des marques ayant le plus de valeur au monde) – pour moins que la valeur de liquidation de ses stocks en 2014. Il n'est pas rare de trouver des entreprises dont le chiffre d'affaires dépasse les 20 %, mais qui sont disponibles pour des rendements des flux de trésorerie libres de 5 ou 6 %, alors que les équivalents américains ou occidentaux offrent des rendements des flux de trésorerie disponibles de 2 % avec une croissance moindre.

L'approche de notre équipe intègre la gestion des risques par le biais de la construction de portefeuille a priori. Lors de la récente crise de la COVID-19, cet élément clé de la construction de portefeuille a porté ses fruits non seulement pour ce qui est du rendement, mais aussi en permettant à l'équipe de se concentrer de façon dynamique sur les occasions disponibles dans le but d'intégrer les rendements pour les trois à cinq prochaines années, plutôt que d'adopter un jeu défensif.

Nous avons été à l'affût des occasions pendant la crise, ce qui a entraîné le roulement le plus élevé depuis le lancement de la stratégie. Nous avons tenté de tirer parti des tendances structurelles en accélération ou en interruption.

Notre investissement de longue date dans les semi-conducteurs constitue un exemple des tendances en accélération dont nous avons tiré parti. Il s'agit notamment de sociétés comme Texas Instruments, Taiwan Semiconductors, Avago et ASML. Leur croissance est soutenue par de nombreux moteurs : centres de données, informatique de haute performance, 5G et Internet des objets, par exemple. Le commerce électronique a eu un impact particulièrement fort. Nous pensons que l'une des prochaines grandes sources de croissance est l'électrification des véhicules, où les semi-conducteurs, en tant que pourcentage de la nomenclature d'une voiture, deviendront importants.

La deuxième catégorie est celle des tendances en pause. Les voyages, tant nécessaires que discrétionnaires, en sont un exemple. Les transports sont nécessaires au fonctionnement de l'économie. Ils sont nécessaires pour les affaires, comme pour un expert-conseil qui se déplace chaque lundi pour se rendre sur le site d'un client ou pour un gestionnaire de production qui voyage pour l'établissement de nouvelles installations. Cependant, les voyages sont aussi discrétionnaires : ils s'inscrivent dans la hiérarchie des besoins d'Abraham Maslow en tant que besoin psychologique. Les aspirations de la classe moyenne sont intemporelles. L'équipe cherche à investir dans les segments les plus attrayants de la chaîne de valeur de l'aérospatiale, avec des entreprises comme Safran (un duopole dans les moteurs d'avions à fuselage étroit) et Amadeus (un oligopole fort dans les systèmes mondiaux de distribution de voyages), qui, selon nous, sont les mieux placés pour survivre et prospérer à long terme, malgré les défis que le secteur doit affronter actuellement.

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 de placement ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et leur rendement antérieur peut ne pas se reproduire.

Ce document est destiné à des fins de marketing et d'information uniquement et ne constitue pas une offre de produits ou de services d'investissement (ou une invitation à faire une telle offre). Rien dans le présent document, y compris les exemples relatifs à des titres particuliers, n'est destiné à constituer un conseil en matière de placement ou une quelconque forme de recommandation. Publié par Corporation financière Mackenzie.