

La MARGE de SÉCURITÉ

« Selon une ancienne légende, des sages avaient formulé la synthèse de l'histoire des affaires humaines en une simple phrase : « Cela aussi passera. » Face au défi d'exprimer en trois mots le secret des bons placements, nous avançons l'expression MARGE DE SECURITÉ. »¹

- Benjamin Graham

IL NOUS APPARAÎT UTILE DE REVOIR LES PRINCIPES fondamentaux qui sous-tendent la philosophie de placement de Burgundy. En résumé, notre approche consiste à concentrer nos placements dans des entreprises bien gérées et de qualité, dont les titres peuvent être acquis à prix largement escompté par rapport à la valeur intrinsèque. Comme toute autre formule de placement, la nôtre peut occasionnellement être moins populaire et moins bien performer que d'autres méthodes de placement ; à long terme toutefois, nous sommes confiants que notre approche permet d'atteindre de solides rendements de placement à long terme.

Tout placement comporte à court terme des risques de marché et cela ne saurait être complètement évité ou compensé. Nous croyons toutefois qu'en évaluant et en analysant de façon judicieuse chaque entreprise dont nous détenons des titres, le risque d'affaire peut être minimisé. Si l'investissement peut être effectué à un prix substantiellement inférieur à la valeur intrinsèque, l'investisseur jouit alors d'une « marge de

sécurité » qui devrait préserver son capital. Comme l'énonçait si clairement Warren Buffet : « Règle n°1 : Ne perdez jamais d'argent. Règle n°2 : N'oubliez jamais la règle n°1. »

QUELLES SONT LES CARACTÉRISTIQUES CLÉS D'UNE ENTREPRISE DE HAUTE QUALITÉ ?

L'année 2000 nous a démontré pourquoi la qualité d'une entreprise et de ses bénéfices compte lorsque l'on achète des actions. Au sommet de l'engouement pour les titres de technologie (du 3^e t 1999 au 1^{er} t 2000), les spéculateurs ont fait grimper les titres de nombreuses sociétés non rentables. Ce fut une période éprouvante pour les investisseurs axés sur la valeur comme Burgundy. Caractéristiquement, la dominance de ces titres fut éphémère.

La relation à long terme directe entre la performance boursière et la rentabilité est la raison pour laquelle l'identification d'entreprises de haute qualité réalisant de réels bénéfices (plutôt que le simple potentiel de

¹ Graham, Benjamin, The Intelligent Investor ; Harper & Row ; New York ; quatrième édition révisée, 1973

La MARGE de SÉCURITÉ

lointains bénéfices) est le point de départ de notre processus de placement. Nous recherchons des entreprises :

- qui vendent un ou plusieurs produits pour lesquels la demande est stable et soutenue,
- qui n'ont que peu de concurrents, et
- qui œuvrent dans des secteurs difficiles d'accès.

Les entreprises qui présentent ces caractéristiques ont une solide maîtrise de leur destin économique. Elles jouissent d'un avantage concurrentiel qui consolide leur position dans le marché. Ces sociétés réalisent habituellement de hauts rendements sur leur avoir propre et génèrent d'importants flux de trésorerie. Ce dernier facteur, les flux de trésorerie, est un élément clé de notre évaluation. La simple comptabilisation des bénéfices ne permet pas de réaliser une analyse adéquate - comme le démontrent, par exemple, les activités d'Enron et de WorldCom. Une société doit générer des liquidités qui peuvent être réinvesties dans l'entreprise, versées aux actionnaires sous forme de dividendes, ou servir au rachat d'actions.

QUELS SONT LES SIGNES D'UNE BONNE ÉQUIPE DE GESTION ?

La bonne gestion est une composante intégrale d'une entreprise solide. Notre évaluation de l'équipe de gestion d'une société repose primordialement sur sa façon de diriger l'entreprise (c.-à-d. son habileté à exploiter) et sur sa façon d'utiliser les bénéfices (la répartition de capital) au sein de l'entreprise.

La qualité de la direction d'une entreprise s'évalue par comparaison avec d'autres entreprises du même secteur. Nous comparons les marges bénéficiaires, le rendement sur l'avoir propre, et divers autres

indices d'exploitation propres à chaque secteur.

Par exemple, pour une entreprise de commerce de détail, la croissance des ventes à surface commerciale comparable sera au nombre des critères de comparaison. Afin que notre approche soit plus que simplement quantitative, nous tentons également d'apprécier les éléments intangibles qui contribuent à faire un grand dirigeant d'entreprise. Aime-t-il son entreprise ? Est-il acharné à en réduire les frais d'exploitation ? Éprouve-t-il du plaisir à rivaliser avec ses concurrents ? A-t-il un besoin vital de gagner ? À notre avis, la façon la plus efficace d'apprécier les facteurs intangibles d'une entreprise est de la visiter et d'en rencontrer les dirigeants. La direction d'une entreprise peut être examinée par une lecture attentive du rapport annuel de la direction et par une rencontre avec le chef de la direction pour en découvrir la vision. Ces approches permettent de comprendre si l'entreprise est dirigée en vue de satisfaire à court terme les attentes de Wall Street ou si elle est dirigée pour le bénéfice à long terme de ses actionnaires.

L'efficacité de la répartition de capitaux dans l'entreprise est un élément clé de notre analyse. Les entreprises qui génèrent d'importants flux de trésorerie en excédant de leurs besoins pour l'exploitation sont - du simple fait de l'existence de tels capitaux excédentaires - les plus susceptibles de commettre des erreurs dans la répartition de tels capitaux.

Les décisions de répartition de capitaux sont particulièrement importantes pour les petits actionnaires qui n'ont aucune influence sur les décisions de la direction en cette matière. Nos craintes sont que le chef de la direction décide frivolement d'affecter les excédents de fonds disponibles à l'achat de deux avions d'affaires ou à la construction d'un

La MARGE de SÉCURITÉ

nouveau siège social mondial de vingt étages ou, pire encore, fasse l'acquisition d'une entreprise de piètre qualité dans un secteur d'affaires non relié.

Les acquisitions inappropriées sont en effet de notoires destructeurs de l'avenir des actionnaires. Les banques d'affaires de Wall Street sont plus qu'heureuses de flatter l'ego de chefs d'entreprises en leur fournissant des analyses « d'experts » sur de possibles acquisitions en vue d'accroître l'ampleur du fief du dirigeant.

Elles effectuent des évaluations « indépendantes » illustrant combien sera créé de richesse pour les actionnaires, même si, fréquemment, cela résulte effectivement d'un achat à un prix trop élevé dans un secteur non familier. Après que le dirigeant a satisfait son ego et que les banquiers ont encaissé d'énormes honoraires, les actionnaires restent avec les déplaisantes conséquences. Peter Lynch, l'investisseur de renom, appelle ce phénomène la « désastrification.

» La plupart des acquisitions ont éventuellement un effet destructif sur la valeur de l'entreprise faisant l'acquisition et sur la richesse de ses actionnaires ; nous sommes donc forts méfiants des sociétés dites en « mode d'acquisition. » Nous n'investissons que dans des entreprises dont les dirigeants ont une approche disciplinée, axée sur la valeur et qui ont démontré leur capacité d'intégrer de façon rentable leurs acquisitions. Des capitaux ne devraient être affectés qu'aux projets dont le rendement attendu est supérieur au coût du capital de l'entreprise acquérante.

Également importante est la candeur avec laquelle les dirigeants discutent avec ses actionnaires des affaires et des prospects de l'entreprise. Les actionnaires individuels minoritaires, n'ayant pas accès aux « discussions de salles de conseil, » les initiés de l'entreprise doivent faire preuve de transparence à leur

égard. Il est crucial qu'ils aident les petits actionnaires à mieux connaître leur entreprise et l'environnement dans lequel elle exerce son activité, ainsi qu'en expliquant les facteurs déterminants du succès de l'entreprise et les facteurs négatifs inhérents à son secteur d'activité. Un chef de la direction qui discute ouvertement des risques d'affaires de l'entreprise a généralement développé une bonne compréhension de la façon d'assumer ces risques.

Wall Street fait souvent allusion au fait que la direction d'une entreprise a « perdu sa crédibilité. » Nous croyons qu'une des meilleures façons de bâtir sa crédibilité auprès des investisseurs est de rarement les surprendre avec de mauvaises nouvelles. En faisant état des possibilités de difficultés et en indiquant la façon que l'entreprise compte y faire face, les dirigeants créent un climat de confiance chez les actionnaires, même en périodes d'adversité.

Quels que soient les réflexions et les efforts que les cadres déploient pour se préparer aux difficultés, ils commettent tous des erreurs de parcours, certaines sans grande importance, d'autres plus sérieuses. Ce qui différencie les bons gestionnaires des autres, c'est leur capacité de reconnaître les erreurs commises, d'en faire l'analyse et d'en tirer des leçons. Dans nos propres analyses, nous croyons apprendre plus d'une industrie en étudiant les erreurs qui y ont été commises que par les succès atteints ; nous sommes très respectueux des chefs d'entreprises qui font preuve de candeur en cette matière. Warren Buffett a bien exprimé notre avis concernant l'importance du franc-parler en disant : « Le chef d'entreprise qui dupe les autres en public est susceptible de se duper lui-même en privé. » Il est troublant de constater combien fréquemment ceci se produit.

POURQUOI ACHETER À ESCOMPTE PAR RAPPORT À LA VALEUR INTRINSÈQUE ?

L'inéluctable réversion des prix excessivement élevés vers des niveaux plus raisonnables démontre clairement l'importance de l'évaluation. En définitive, ce qui compte, ce sont les flux monétaires qui découlent de la possession d'un actif, le taux de croissance de ces flux monétaires et le taux auquel leur valeur est actualisée. La combinaison de ces trois facteurs permet en effet d'estimer la « valeur intrinsèque » d'une société. Nos placements peuvent alors être choisis en fonction d'une comparaison de leur coût par rapport à leur valeur intrinsèque. Le placement peut être effectué uniquement si le cours du titre d'une entreprise se négocie, idéalement, à environ 30% d'escompte par rapport à notre évaluation de sa valeur intrinsèque.

Nous sommes sensibles au prix payé car il est impossible de prévoir l'avenir avec certitude. Cette ampleur entre le prix payé et notre estimation de la valeur réelle nous assure d'une « marge de sécurité » offrant une bonne protection contre des événements défavorables imprévus.

La prémisse fondamentale du capitalisme est que le capital migre des projets à faible rendement vers ceux qui offre le rendement ajusté au risque le plus élevé. Le capital est donc attiré par les actifs les plus sous-évalués car l'éventuelle hausse de leur valeur marchande permet aux capitalistes de réaliser les plus hauts rendements sur leurs placements. Voilà pourquoi les placements axés sur la valeur se sont avérés les plus profitables à long terme. C'est également la raison pour laquelle la liste du magazine Forbes des 400 individus les plus riches en Amérique comporte des investisseurs axés sur la valeur tels

que Warren Buffett et Charlie Munger (Berkshire Hathaway), Ned Johnson (Fidelity Investments), et David Gottesman (First Manhattan Co).

Il faut bien comprendre qu'on ne s'attend pas à ce qu'un titre acheté pour moins que sa valeur réelle ne s'apprécie immédiatement pour atteindre sa valeur intrinsèque. Les facteurs qui ont contribué à sa sous-évaluation par le marché - en raison de conditions adverses ou d'une perception erronée des investisseurs - peuvent persister pour de longues périodes.

L'investisseur axé sur la valeur doit être confiant que dans la plupart des cas, la situation se redressera. Comme le disait Ben Graham, le doyen des placements axés sur la valeur, « À court terme, le marché est une machine à compter les votes, mais à long terme il se transforme en instrument de supputation. »

POURQUOI CONCENTRER LES PLACEMENTS ?

Chez Burgundy, nous préférons effectuer des placements dans un nombre relativement moins élevé de sociétés que ne choisissent de le faire la plupart des fonds. Nous agissons ainsi à contre-courant de la perception dominante voulant que la diversification soit la meilleure façon de minimiser le risque. À notre avis, nombre de gestionnaires ont tendance à fortement diversifier leurs placements pour la simple raison qu'ils ne possèdent que très peu de connaissance sur les sociétés dans lesquelles ils investissent. Fréquemment, le seul résultat que garantit la surdiversification est celui d'obtenir une performance moyenne. Nous croyons plutôt que le risque peut être plus efficacement réduit par un programme de recherche et de compréhension des sociétés et de leurs gestionnaires, suivi par l'acquisition de titres des entreprises les plus

La MARGE de SÉCURITÉ

attractives qui ont été identifiées par notre processus de recherche et d'analyse.

Alors que les portefeuilles de titres concentrés et axés sur la valeur offrent la possibilité de produire des rendements à long terme supérieurs, leur valeur à court terme peuvent s'avérer être plus volatile.

Un portefeuille comportant un nombre limité de titres peu en effet afficher des écarts plus considérables par rapport à la moyenne du marché que ne le ferait un portefeuille comportant un plus grand nombre de titres. Les académiciens désignent ce phénomène comme le « risque » de volatilité et tentent de le contrer en accroissant le nombre de titres. Pour notre part, nous percevons cette volatilité comme une opportunité et prenons avantage des grandes variations du cours des titres qui en résultent - particulièrement lors de fléchissements. Ces déclin offrent des occasions d'investir dans d'exceptionnelles entreprises qui ont indûment subi les avatars du marché.

CONCLUSION

N'investir qu'à la faveur d'importants écarts favorables entre la valeur au marché et la valeur intrinsèque.

Investir dans des entreprises de haute qualité dirigées par de compétents et honnêtes actionnaires-dirigeants.

En appliquant judicieusement ces préceptes fondamentaux, nous veillons à faire en sorte qu'une « marge de sécurité » existe dans chacun des placements que nous effectuons. En tant qu'investisseurs axés sur la valeur, nous croyons que cette façon de faire des placements préserve le capital et permet de générer d'excellents résultats de placements à long terme.

GESTION D'ACTIFS
BURGUNDY

TORONTO

Bay Wellington Tower, BCE Place, 181 Bay Street
Suite 4510, P. O. Box 778, Toronto ON M5J 2T3
Téléphone: (416) 869-3222
Sans frais: 1 (888) 480-1790
Télécopieur: (416) 869-1700

MONTRÉAL

1501, avenue McGill College, bureau 2090
Montréal, Québec H3A 3M8
Téléphone: (514) 844-8091
Sans frais: 1 (877) 844-8091
Télécopieur: (514) 844-7797

info@burgundyasset.com
burgundyasset.com