

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

OCTOBRE 2010

DE HAUTES MURAILLES, DE PROFONDES DOUVES ET DES DRAPEAUX ROUGES



LE RYTHME FULGURANT DU DÉVELOPPEMENT DE LA RÉPUBLIQUE POPULAIRE DE CHINE FAIT L'ENVIE DE TOUS. La simple perspective de 1,2 milliard de Chinois atteignant le seuil de revenus au-delà duquel s'accélère la consommation personnelle éveille chez de nombreux investisseurs, économistes de renom et hommes d'affaires, la vision d'une nouvelle ère de hausse de la demande et de croissance économique susceptible de contrer l'effet de la profonde récession des économies développées. Pour nous, investisseurs, cela évoque la possibilité d'attractifs rendements pour les sociétés qui vendent à la Chine, et à plus forte raison, pour ceux qui vendent des biens en Chine. Il persiste encore des motifs de préoccupation et il est peu probable que les scénarios actuels se déroulent sans changements. Dans le présent Perspectives de Burgundy, nous passons en revue l'économie bouillonnante de la Chine et signalons nos préoccupations et nos craintes.

Alors qu'à ce jour, la plupart des investissements de Burgundy en Asie ont été effectués au Japon, nous nous sommes néanmoins sérieusement employés à scruter l'économie chinoise, à la

recherche d'occasions en vue de faire profiter nos clients de l'avènement de ce nouveau mastodonte de l'économie mondiale. Depuis plus d'une décennie, nous avons périodiquement visité la République populaire de Chine et faisons connaissance avec de nombreuses sociétés, tant domestiques qu'étrangères, qui y exercent des activités. Nous avons également rencontré des vérificateurs comptables, des avocats, du personnel consulaire et de l'ambassade du Canada, des conseillers et des hommes d'affaires, en vue de parfaire notre connaissance du fonctionnement des affaires en Chine et afin de mieux percevoir et comprendre les risques et les occasions d'investissement dans ce pays.



Des drapeaux rouges

Notre opinion sur la Chine se résume à ceci: même dans le contexte du développement économique accéléré et du fulgurant accroissement de la prospérité en Chine, les investisseurs de portefeuille doivent faire preuve de prudence. Tout d'abord, la simple croissance économique ne crée pas nécessairement de bonnes occasions de place-

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

ment; la croissance économique de la Chine suscite une vive concurrence, qui entraîne l'érosion de la rentabilité des entreprises. Ensuite, un régime légal encore peu évolué ne permet guère aux sociétés de se constituer un avantage concurrentiel durable en Chine. De plus, la qualité de la gestion et de la gouvernance dans les sociétés chinoises demeure aléatoire. Enfin, les titres des sociétés chinoises sont surévalués tant en termes absolus qu'en termes relatifs par rapport à ceux d'entreprises comparables situées ailleurs.

Une forte croissance

Le potentiel du marché chinois est demeuré essentiellement mythique depuis le début de la révolution industrielle. Au milieu du XIX^e siècle, on était même allés jusqu'à calculer que si l'ensemble de la population chinoise allongeait ses vêtements d'un pouce, l'accroissement de la demande ainsi provoqué aurait été suffisant pour occuper l'ensemble des filatures de Manchester. Pendant près d'un siècle et demi, le développement de la Chine ne s'est pas matérialisé; mais aujourd'hui, avec son énorme et croissante population urbaine, d'énormes investissements dans les infrastructures, ainsi qu'un marché de consommation en effervescence, le mythe séculaire s'est finalement transformé en réalité et le reste du monde doit désormais apprendre à vivre avec les conséquences de cette nouvelle donne.

Selon un récent rapport du McKinsey Global Institute, près d'un milliard de Chinois pourraient vivre en zone urbaine d'ici 2025¹. La migration de centaines de millions de Chinois des zones rurales vers les centres urbains est une tendance lourde qui a rendu possible la croissance constante et rapide du PIB à un taux annuel d'environ 8 % depuis plus de 30 ans. Si le modèle de développement du gouvernement chinois demeure valable (et il l'a été jusqu'à ce jour) nous devons nous attendre à ce que le PIB de la Chine triple d'ici 2020. D'aucuns sont d'avis que l'économie de la Chine aura remplacé

celle des États-Unis d'ici 2025, au premier rang mondial.

Quiconque a visité la Chine au cours des vingt dernières années peut attester que le niveau et le rythme du développement y sont stupéfiants. Les investissements massifs du gouvernement chinois dans les infrastructures au fil des ans ont joué un rôle prépondérant dans la croissance du pays. Les investissements massifs dans les chemins de fer, les aéroports et le réseau routier ont constitué un des facteurs clés qui ont propulsé l'économie. À titre d'exemple, le Ministère chinois du Programme ferroviaire prévoit la construction de 18 000 km de nouvelles voies ferrées à haute vitesse d'ici 2020². Pour mettre cet objectif en perspective, rappelons-nous que le Japon a consacré 30 ans à construire le

Shinkansen, le célèbre réseau ferroviaire haute vitesse de 2 500 km. En d'autres termes, la Chine bâtit un réseau sept fois plus grand, en un tiers du temps! Le ministère des

Transports de Chine a entrepris la construction de 111 autoroutes au cours du premier semestre de l'an dernier, et il compte ajouter 60 000 km de voies publiques au cours des prochaines années. Ce nombre est à rapprocher des 75 000 km que compte l'ensemble du réseau d'autoroutes aux États-Unis³.

Le marché chinois est en voie de devenir le plus important au monde dans virtuellement tous les secteurs. Il y a actuellement en Chine plus de 400 millions d'utilisateurs d'internet et près de 800 millions de téléphones cellulaires. C'est d'ores et déjà le plus important marché de véhicules automobiles au monde, même si la pénétration des véhicules de particuliers n'y est encore que de 40 véhicules par 1 000 habitants, comparativement à 800 véhicules par 1 000 habitants aux États-Unis. Au vu d'un aussi fascinant contexte de croissance, pourquoi Burgundy est-elle hésitante à investir en Chine?

D'aucuns sont d'avis que l'économie de la Chine aura remplacé celle des États-Unis d'ici 2025, au premier rang mondial.

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY



Une forte croissance attire la concurrence et la concurrence mine la rentabilité

La première de nos préoccupations tient à l'idée fautive que se font tant d'investisseurs en croyant que la croissance économique engendre forcément de meilleures occasions de placements.

La croissance économique de la Chine est certes remarquable, mais transposer cette croissance en profits est loin d'être assuré. De nombreuses études académiques ont en effet porté sur la corrélation entre la croissance économique et les cours boursiers, mais aucune de celles-ci n'a permis d'établir une corrélation positive claire. De fait, la plupart des études concluent le contraire. Par exemple, en 2005, un rapport de la réputée firme de placements Brandes Investment Partners montrait que les pays ayant la plus forte croissance de leur PIB affichaient les pires rendements boursiers⁴. Cette étude portait sur 53 pays et s'étendait sur 105 années de données.

La chose peut sembler contre-intuitive, mais la croissance économique n'a de valeur pour une entreprise que dans la mesure où elle permet d'accroître ses profits et sa création de fonds disponibles. Les investisseurs réalisent leurs gains de placements en actions grâce à de hauts rendements sur leur capital investi, et pas simplement par une croissance comparable à celle de l'ensemble de l'économie.

Trouver des entreprises aptes à croître de façon rentable en Chine est plus ardu qu'il n'y paraît. Lors de notre dernier voyage en Chine, nous avons rencontré le dirigeant local principal de sociétés dont nous détenons des actions, dont Nokia, Diageo et

Shiseido. Tous ont reconnu d'emblée que la Chine constituait un marché trop important pour que leurs sociétés puissent s'abstenir d'y être présentes. Le dirigeant principal de Shiseido China prévoyait que la taille du marché des cosmétiques en Chine va croître pour atteindre plus de six fois celle du marché interne correspondant du Japon d'ici 2020. En raison de cet énorme potentiel, tous les pairs de Shiseido (Estée Lauder, L'Oréal, P&G, etc.) investissent massivement dans ce marché. En outre, la concurrence pour Shiseido en Chine n'est pas seulement le fait des multinationales étrangères. Des fabricants chinois, dont la technologie et le savoir-faire ont remarquablement progressé au fil des ans, sont devenus légendaires pour leur capacité d'introduire des sosies et des produits équivalents.

En visitant Shanghai et Beijing, on en vient à réaliser que ces marchés constituent les pôles vitaux de la concurrence en Chine. Toutes les entreprises mondiales sont là pour tenter d'accaparer une part du marché. Il est donc crucial que nous découvriions des sociétés jouissant d'avantages concurrentiels qui leur confèrent une certaine protection contre la concurrence féroce du marché, car seules les entreprises possédant des avantages concurrentiels

pourront faire croître leur valeur intrinsèque.

Warren Buffet exprimait bien la situation en disant « la clé du placement n'est pas de savoir à quel point un secteur va affecter la société, ou encore de combien il va croître, mais plutôt de déterminer l'avantage concurrentiel des entreprises individuelles qui le constitue, et, surtout, à quel point leur avantage est durable. Les produits et services qui sont protégés par d'imposantes douves sont ceux qui rétribuent le mieux les investisseurs. »⁵



LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY



Des protections légales qui laissent à désirer

Trouver des sociétés protégées par des douves efficaces est difficile partout dans le monde et particulièrement en Chine où la concurrence est vive, l'économie largement dirigée et où le système légal est sous-développé. Cela nous amène à notre seconde préoccupation en matière de placements en Chine: il s'agit du fait que le système légal chinois n'offre que peu ou guère de protection aux entreprises qui cherchent à se bâtir un avantage concurrentiel.

Burgundy est portée à investir dans des sociétés dont les avoirs intangibles tels que des technologies uniques, des licences, des marques, des brevets et marques de commerce difficilement imitables par un concurrent, ou qui résultent en des produits introuvables ailleurs. Les actifs de ce genre permettent aux sociétés qui les possèdent de se différencier de leurs concurrents, de réaliser des marges bénéficiaires et des rendements supérieurs à ceux de ces derniers. Une entreprise possédant des actifs intangibles de haute qualité résiste mieux aux ralentissements économiques et à la pression concurrentielle au fil du temps.

Aussi cocasses que puissent être des marques de commerce frelatées telles que « Pizza Huh » et « Adidos », le fait demeure que le système légal chinois est encore en évolution et n'offre pas de protection élémentaire en matière de propriété privée constitue une sérieuse entrave pour les sociétés qui tentent de se bâtir un avantage concurrentiel durable. Cela nous préoccupe grandement. En tant qu'investisseurs à long terme, nous avons un besoin fondamental d'être assurés que notre propriété est protégée par le système légal. Le fait qu'en Chine le droit à la propriété est couramment enfreint et que les violations de ce droit restent sans recours est à tout le moins inquiétant.



Pas très fort en gouvernance

Jouir d'un avantage concurrentiel peut s'avérer insuffisant si l'équipe de direction d'une entreprise dans laquelle nous investissons est faible ou exerce une mauvaise gouvernance. Ce sont précisément ces défaillances endémiques des entre-

prises chinoises qui nous poussent à être doublement prudents à l'égard des investissements en Chine.

Un des principaux facteurs de différenciation entre l'économie chinoise et celles des autres pays en développement concerne l'étendue de l'implication directe et indirecte du gouvernement. Les trois quarts des quelque 1 500 sociétés non étrangères inscrites à la cote en Chine sont d'anciennes sociétés d'État dont une part minoritaire des actions a été cédée au public, l'État conservant une solide mainmise sur l'entreprise.

L'INDICE BOURSIER HANG SENG

LES 10 PRINCIPALES SOCIÉTÉS	PART ESTIMATIVE DU CAPITAL DÉTENU PAR LE GOUVERNEMENT CHINOIS
HSBC Holdings PLC	0 %
China Mobile Ltd.	75 %
China Construction Bank Corp.	60 %
Industrial & Commercial Bank of China	70 %
CNOOG Ltd.	65 %
Bank of China Ltd.	70 %
China Life Insurance Co. Ltd.	70 %
Petrochina Co. Ltd.	85 %
Sun Hung Kai Properties Ltd.	0 %
Tencent Holdings Ltd.	0 %

Sources : rapports des sociétés

Au tableau ci-dessus des 10 plus grandes sociétés de l'indice boursier Hong Kong Hang Seng, sept de ces dix plus grandes sociétés comptent à elles seules pour 40 % de la capitalisation totale de l'indice, et sont contrôlées par le gouvernement chinois.

Le grand risque découlant de la détention d'actions de sociétés contrôlées par le gouvernement chinois est que les objectifs politiques et sociaux du gouvernement entrent en conflit avec les objectifs des actionnaires minoritaires. La China Construction Bank (à 60 % détenue par le gouvernement chinois) accorde-t-elle ses prêts selon des termes et modalités correspondant aux risques de crédit? La société China Mobile (à 75 % détenue par le gouvernement chinois) investit-elle dans les nouveaux réseaux sans fil, développés et subventionnés par le gouvernement, uniquement en fonction du poten-

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

tiel de croissance des revenus, et du rendement sur l'avoir propre? Nous pensons que non. Bien que plusieurs sociétés d'État bénéficient d'un statut privilégié dans leur secteur, l'allocation efficace du capital n'est pas la seule priorité du gouvernement et peut même ne pas être prise en considération. La direction de ces entreprises est également difficile à juger, car plusieurs des principaux dirigeants ne sont que de passage au sein de ces entreprises, dans le cadre d'un cheminement de carrière au service du gouvernement et à titre de membre de la hiérarchie du Parti communiste chinois.

Même si une société n'est pas contrôlée ou détenue par le gouvernement, la qualité de sa direction et de sa gouvernance laisse fréquemment à désirer. Burgundy aime investir dans des sociétés dont la qualité des gestionnaires n'est pas en doute et dont les dirigeants font preuve de responsabilité à l'endroit des actionnaires. En Chine, nous n'avons pas encore trouvé de société dont les transactions intéressées de la direction ne constituent pas une cause majeure de préoccupation. Cela n'est certes pas particulier à la Chine, un simple examen des régimes de compensation et d'intéressement des dirigeants des banques d'affaires de Wall Street, voir même de la plupart des sociétés du Fortune 500 vous en convaincra. Néanmoins, en l'absence de moyens de rectifier les abus, la présence de tant d'exemples de transactions intéressées des dirigeants constitue une source notoire de préoccupation pour nous en Chine.

On retrouve ainsi très fréquemment dans les déclarations statutaires des sociétés chinoises la phrase passe-partout « le principal actionnaire de notre société affiliée chinoise est en situation potentiellement conflictuelle avec notre société, ce qui pourrait léser notre entreprise. »

De nombreuses sociétés chinoises inscrites en Bourse hors de Chine continentale sont constituées dans des juridictions telles que les Îles Caïman et sont à ce titre considérées comme des sociétés étrangères en vertu de la loi en Chine. En raison des restrictions s'appliquant à la propriété étrangère, plusieurs de ces sociétés ne peuvent détenir les licences requises aux fins de l'exploitation de leur entreprise en Chine. Ces sociétés doivent donc recourir à des ententes contractuelles avec leurs

gestionnaires (et même avec amis ou des membres de la famille de ceux-ci) afin que ceux-ci, en tant que citoyens chinois enregistrés, détiennent les licences requises au nom de la société. De tels arrangements constitueraient normalement une sérieuse mise en garde, sinon une pierre d'achoppement pour les investisseurs; en Chine, toutefois, elles sont omniprésentes et on se fait dire que l'on doit s'accommoder avec cette pratique. À cela nous rétorquons « que possèdent donc réellement les actionnaires, si quelqu'un d'autre détient le droit d'exploiter l'entreprise? ».



Les grandes sociétés ne constituent pas toujours de bons investissements.

Que ce soit en raison de l'intensité de la concurrence, du système légal sous-développé, de l'absence de protection du droit de propriété, ou de la piètre qualité de la direction et de la gouvernance, on trouve abondance de matière à craindre lorsqu'on investit en Chine. Ce ne sont toutefois pas là les seules entraves que rencontre Burgundy lorsqu'elle envisage d'investir en Chine. Notre philosophie de placement nous impose non seulement de trouver des sociétés possédant un avantage concurrentiel durable, mais aussi de pouvoir en acheter des actions à un cours attrayant. Or, le cours des sociétés intéressantes que nous avons trouvées est actuellement trop élevé. Nous avons étudié les sociétés chinoises suivantes; elles sont en phase de croissance rapide, elles sont rentables, et leurs parts de marché sont dominantes dans leurs secteurs respectifs. Elles constituent un groupe choisi de sociétés qui satisfont la plupart des critères qualitatifs et quantitatifs de Burgundy.

- Hengan International Group Co., Ltd., un des plus grands producteurs de couches de bébé en Chine
- Tingyi (Îles Caïman) Holding Corporation, un des plus grands producteurs de grignotines et de boissons en Chine
- New Oriental Education & Technology Group, aide les étudiants à se préparer à divers examens d'admission
- Baidu, Inc., l'équivalent chinois de Google

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

- Ctrip.com International, Ltd. le principal fournisseur chinois de services de réservation d'hôtels, de billets d'avion et de tours organisés.

Le principal empêchement à détenir ces titres ne tient pas tant à nos préoccupations quant à la qualité des entreprises, mais plutôt à leur évaluation. Le ratio cours/bénéfice moyen de ce groupe de sociétés était de 58 fois les bénéfices de l'an dernier et de 38 fois les bénéfices prévus pour l'année prochaine. Les grandes sociétés ne constituent pas toujours de bons investissements. Nulle entreprise ne peut être assez bonne pour être à l'abri des conséquences de la surévaluation.

Afin d'illustrer ce point, comparons quelques sociétés chinoises à leurs contreparties représentatives ailleurs dans le monde.

LES SOCIÉTÉS CHINOISES DOIVENT HAUSSER CONSIDÉRABLEMENT LEURS BÉNÉFICES POUR ATTEINDRE LE NIVEAU DE LEURS PAIRS

SOCIÉTÉ	RATIO C/B ACTUEL	CROISSANCE ANNUELLE REQUISE SUR 5 ANS
Hengan International Group Co., Ltd.	36	17 %
Kao Corp. (Japon)	16	
Tingyi Holding Corporation (Îles Caïman)	35	16 %
Pepsico, Inc. (É.-U.)	17	
New Oriental Education & Technology Group	50	27 %
MegaStudy Co. Ltd (Corée)	15	
Baldu, Inc.	119	43 %
Google Inc. (É.-U.)	20	
Ctrip.com International, Ltd.	51	26 %
Expedia Inc. (É.-U.)	16	

Source: Bloomberg

Nous avons inclus dans ce tableau notre estimation de la vitesse avec laquelle ces sociétés chinoises devraient croître au cours des cinq prochaines années de façon à amener leur ratio

cours/bénéfice à la hauteur de ceux de leurs pairs internationaux. Hengan, par exemple, se négocie à 36 fois les bénéfices des douze derniers mois et devrait hausser son bénéfice par action de 17 % au cours de chacune des cinq prochaines années pour que son ratio C/B se situe au même niveau que celui de Kao Corp., qui se négocie actuellement à 16 fois les bénéfices.⁶ Ce calcul présume que les marges bénéficiaires et les impôts demeurent à leur niveau actuel. Tingyi devrait hausser son bénéfice de 16 % par an au cours des cinq prochaines années pour se négocier au multiple actuel de Pepsi (C/B 17). Et ainsi de suite.

Ces excellentes sociétés chinoises seront-elles en mesure de maintenir leur domination de leur secteur, croître rapidement et maintenir leur marge bénéficiaire élevée? Peut-être seront-elles en mesure de prémunir contre l'assaut de la concurrence, mais si la réponse devait être « peut-être pas », alors les conséquences seraient lourdes pour ceux qui détiennent actuellement ces titres. La façon la plus simple pour un investisseur de perdre de l'argent est de payer trop cher pour acquérir ses titres.

Soyez très prudents

Pour conclure, retenons que même si le rythme d'expansion de l'économie chinoise est stupéfiant, les investisseurs de portefeuille doivent demeurer prudents.

La Chine vient de compléter une période de trente années de croissance économique remarquable. À la fin juillet 2010, le gouvernement chinois annonçait que la Chine avait devancé le Japon pour devenir la seconde plus grande économie au monde. Rappelons-nous, toutefois, que rien ne croît indéfiniment ou sans répit; le gouvernement chinois n'a pas aboli les cycles économiques.

Tout comme les chefs des grandes dynasties chinoises érigèrent la grande muraille pour se protéger des envahisseurs du Nord, les sociétés doivent se constituer des murailles virtuelles en défense contre les forces destructrices de la concurrence omniprésente en Chine. Et comme la Grande Muraille, de larges douves demandent beaucoup de temps et d'efforts à construire et elles coûtent cher.

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

Nous détenons plusieurs sociétés asiatiques et multinationales qui ont déjà une forte présence en Chine et qui seront en mesure d'y exercer leur activité avec succès grâce aux mesures de défense que constituent leurs grandes marques, grâce à leur solidité financière et grâce à la qualité de leur personnel. Leur évaluation inférieure à celle de leurs pairs chinois les rend encore plus attrayants comme placement.

Il y a donc différentes façons de saisir l'occasion que présente la Chine, la plus importante au monde en ce moment. Pour l'investisseur patient, d'excellentes occasions ne manqueront pas de se présenter en Chine. Un vieux proverbe chinois conseillait de « creuser son puits avant d'être assoiffé ». Attendant patiemment les occasions, nous ne cesserons pas de poursuivre nos recherches de sociétés chinoises ayant de hautes murailles et de profondes douves et nous évitons les drapeaux rouges.

1 McKinsey Global Institute « *Preparing for China's Urban Billion* » mars 2009

2 JP Morgan « *Hands-On China Report* » le 30 mars 2010

3 *Financial Times*, le 25 août 2009

4 The Brandes Institute « *New Insights Into the Case for Emerging Market Equities* » juillet 2005

5 Attribué à la Sun Valley Conference, juillet 1999

6 Redressé pour l'amortissement de l'écart d'acquisition

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY



GESTION D'ACTIFS BURGUNDY
A POUR RÔLE DE PROTÉGER ET FAIRE
CROÎTRE LE CAPITAL DE SES CLIENTS

NOUS NOUS DÉDIONS À RÉALISER UN
RENDEMENT À LONG TERME SUPÉRIEUR
ET À OFFRIR UN SERVICE EXCEPTIONNEL



GESTION D'ACTIFS

BURGUNDY^{MD}

ASSET MANAGEMENT

Bay Wellington Tower, Brookfield Place, 181 Bay Street
Bureau 4510, C.P. 778, Toronto, ON M5J 2T3
T : (416) 869-3222
Sans frais : 1 (888) 480-1790
Fax : (416) 869-1700

1501 avenue McGill College
Bureau 2090, Montréal, QC H3A 3M8
T : (514) 844-8091
Sans frais : 1 (877) 844-8091
Fax : (514) 844-7797

info@burgundyasset.com
www.burgundyasset.com