

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

JANVIER 2011



LES OPTIONS FINANCIÈRES sont des instruments destinés à aider les investisseurs à maximiser le potentiel de hausse de leurs placements tout en limitant leurs possibilités de baisse. Dans cette livraison de *La Perspective de Burgundy*, nous verrons comment des placements possédant des caractéristiques fort semblables aux options financières peuvent faire partie d'une stratégie de placements à long terme axée sur la valeur; par surcroît, la bonification de ces instruments est gratuite. Nous verrons également que, définis comme des outils permettant à l'investisseur de changer d'avis, ces instruments peuvent constituer la plus précieuse de toutes les options.

Une « option » financière est un contrat qui donne à son détenteur le droit, mais pas l'obligation, d'acheter ou de vendre un titre à un prix prédéterminé. Les options peuvent être exercées pour une durée plus ou moins longue, mais préétablie. Avant leur expiration, les options sont dites « dans le cours » si elles permettent d'acheter un titre à un prix inférieur à son cours ou encore si elles permettent de vendre un titre à un prix supérieur à son cours. Ainsi, une option d'acheter un titre au prix de 25 \$ vaut au moins 15 \$ si le cours du titre est de 40 \$ et, au moment de son expiration; l'option

serait sans valeur si le cours du titre n'était alors pas supérieur à 25 \$. Notez également que la valeur d'une option ne peut devenir négative, car elle n'impose aucune obligation de négocier à son détenteur. Il va de soi que l'exercice d'une option n'est justifié que lorsqu'il apporte un gain à son détenteur. Tout cela signifie que la valeur d'une option peut se situer entre zéro et un montant potentiellement élevé, selon le cours du titre sur lequel elle porte.

Le calcul précis de la valeur d'une option peut être plus compliqué que cela, mais il suffit de retenir que sa valeur minimum est de zéro alors que sa valeur maximum est illimitée. Ces deux caractéristiques devraient faire des options un bon outil pour les investisseurs qui cherchent à minimiser le risque de baisse de valeur de leurs placements. Les options présentent toutefois deux inconvénients majeurs. Tout d'abord, elles ont un coût, car l'émetteur de l'option veut être rétribué pour le risque qu'il prend de devoir vous vendre un titre à un prix inférieur à son cours. Dans l'exemple précédant, il devrait vous céder un titre au prix de 25 \$ alors que celui-ci se négocie à 40 \$ sur le marché.

Le second inconvénient tient au fait que les options ont une durée de vie limitée et pour en conserver les avantages sur de longues périodes,

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

les investisseurs doivent périodiquement renouveler leurs options, ce qui engendre des coûts. À moins que vos options vous procurent un gain à tout coup, les frais de renouvellement vont éliminer vos possibilités de rentabiliser l'opération.

Peut-on faire mieux? Peut-on trouver un placement comportant les avantages d'une option — des risques de pertes limités et un bon potentiel de gain —, mais sans engager de frais additionnels? Mieux encore, si l'option avait une durée de vie illimitée, sans date d'expiration. On se procurerait bien sûr un grand nombre de ces options. Mais de tels instruments financiers existent-ils vraiment? Et si c'est le cas, à quoi ressemblent-ils?

Trouver des options gratuites dans le marché des actions.

De temps à autre, Burgundy a identifié des placements en action qui semblent bien présenter ces caractéristiques:

- un faible risque à la baisse,
- un ample potentiel de hausse, et
- une durée de vie illimitée.

Nous reconnaissons que hors des boîtes de courtage véreuses de l'ancienne Bourse de Vancouver, les expressions « faible risque à la baisse » et « placements en actions » trouvent rarement place dans la même phrase. Néanmoins, nous n'hésitons pas à affirmer que le risque de baisse est limité dans la mesure où certains critères sont respectés:

- le plan d'entreprise et le bilan ne présentent pas de risque élevé,
- la société est efficacement protégée contre la venue de concurrents, et
- l'équipe de direction est stable et axée sur le bien des actionnaires.

Warren Buffett nomme les sociétés qui présentent ces critères « les Inévitables », dont les bénéficiaires, et partant la valeur intrinsèque, vont inévitablement croître fortement au cours de la décennie à venir. Lorsqu'il est possible d'acquérir ces entreprises à des cours largement inférieurs à la valeur intrinsèque, le risque de baisse se trouve alors considérablement réduit.

Nous reconnaissons d'autre part que nous ne sommes pas Warren Buffett; pour mitiger ce mau-

vais sort, nous nous assurons de posséder une bonne sélection « d'Inévitables » sous-évaluées par le marché. Bien qu'il soit impossible de prétendre que cette approche est sans risque à la baisse, l'histoire nous montre que si l'horizon de placement est suffisamment éloigné, le risque inhérent à détenir un portefeuille d'Inévitables sous-évaluées par rapport à leur valeur intrinsèque est très faible.

Sur le plan du potentiel de hausse, un taux normal de croissance des bénéficiaires est généralement pris en compte dans l'établissement de la valeur intrinsèque des Inévitables. Par conservatisme, on évite d'utiliser un taux de croissance trop différent de celui de l'économie prise dans son ensemble. Quoi qu'il en soit, la valeur intrinsèque devrait normalement croître à un taux uniforme sur de longues périodes. Ce n'est pas sans justification que l'on parle d'Inévitables. C'est également ce pour quoi Buffett, qui n'achète généralement que ce type de sociétés, affirme que le temps est l'ami des investisseurs à long terme.

Il est cependant des occasions qui échappent à la normalité et ces occasions ne répondent pas aux règles de calcul de la valeur intrinsèque. Un nouveau produit à succès, un site d'implantation éminemment favorable ou une stratégie de placements exceptionnelle sont autant de facteurs pouvant dynamiser la croissance d'une société bien au-delà du taux normal. Charlie Munger, l'associé de Buffett désigne toute conjonction heureuse de tels facteurs comme des événements "lollapalooza" (c.-à-d. comportant des processus convergents à effet multiplicateur). Lors de telles conjonctures favorables d'événements, les actionnaires bénéficient de rendements énormes. Nous appelons ces occasions potentielles supranormales des « options » lorsque leurs perspectives de rendements prospectifs présentent les aspects caractéristiques des options financières que nous avons précédemment décrits — peu de risque à la baisse et beaucoup de potentiel de hausse.

Mieux encore que les options financières, ces « options » ne viennent pas à échéance. Alors que de nombreuses occasions sont restreintes à des périodes fixes, d'autres peuvent avoir une très longue existence. Comme nous le verrons, jouer

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

d'un potentiel de hausse pendant longtemps peut avoir une grande valeur.

Il est donc possible d'identifier un groupe d'Inévitables présentant peu de possibilités de baisse en raison du faible risque de leur plan d'affaires, de leur bilan, de leur équipe de gestion et de leur évaluation; plusieurs offrent un bon potentiel de hausse pour les actionnaires qui pourront alors s'attendre à des rendements lollapalooza. En d'autres termes, beaucoup de possibilités de gains. Mais comment se peut-il que de telles « options » soient gratuites ?

La réponse, c'est qu'elles ne le sont que rarement. Comme le veut l'adage, le marché est habituellement assez intelligent dans ses jugements et il évalue correctement les sociétés — de même que leur potentiel de gain. Parfois, cependant, le marché erre. Lorsque nous pouvons investir dans une Inévitabile à fort rabais par rapport à sa valeur intrinsèque (qui ne tient pas compte du grand potentiel de gain du titre), alors nous obtenons *de facto* une option gratuite. Cela ne signifie cependant pas que nous serons particulièrement habiles à identifier les options qui réaliseront leur potentiel. Néanmoins, lorsque nous détenons plusieurs options, il devient alors probable que certaines d'entre elles nous permettent éventuellement de réaliser des gains substantiels. Il suffit de quelques-uns de ces titres gagnants pour significativement bonifier le rendement global d'un portefeuille.

Des options gratuites peuvent amplifier le rendement des actions

Notre investissement dans SNC-Lavalin (v. annexe I) est un bon exemple d'option gratuite qui amplifie le rendement. Lors de notre premier achat d'actions de SNC au prix de 3,70 \$CA en 1999 (ajusté pour les fractionnements), SNC avait une encaisse nette, elle n'avait pas d'emprunts et, en tant que la plus

grande société canadienne du secteur de l'ingénierie, elle était bien établie dans un secteur rentable. Les sociétés d'ingénierie offrent leurs services sur une base tarifaire qui leur permet de réaliser une marge bénéficiaire élevée, sans nécessiter de fortes mises de capital; elles bénéficient aussi d'une structure de coûts aisément ajustable aux changements du volume des affaires. Bien que la répartition des bénéfices annuels puisse être inégale, SNC avait réalisé un rendement sur l'avoir des actionnaires oscillant autour de 15 % au cours de chacune des dix années précédentes. Dirigée par Jacques

Lamarre, son chef de la direction et important actionnaire, l'entreprise était essentiellement conservatrice et axée sur le long terme. Bien que le carnet de commandes de la société eût été réduit en raison de la crise asiatique de 1997-1998, SNC se négociait alors à une attrayante évaluation de moins de 10 fois les bénéfices. Nous étions

d'avis que le déclin des affaires était cyclique et temporaire, et que SNC retrouverait son taux « normal » de croissance avec la reprise de l'économie. Conséquemment, notre estimation de la valeur de l'activité principale d'ingénierie de la société était considérablement plus élevée que celle reflétée par le cours du titre.

Notre placement dans SNC semblait alors largement satisfaire notre critère de sécurité, le plan d'affaires de l'entreprise, le bilan, la gestion et l'évaluation présentant peu de risque. Quelle était l'option gratuite dans ce cas? SNC en offrait deux, la première étant à cette époque la plus évidente pour nous.

En 1999, immédiatement avant notre investissement dans SNC, cette entreprise fit l'acquisition de 27 % de la société 407 International Inc., qui détenait le droit d'exploiter l'autoroute 407 en bordure de Toronto jusqu'à la fin du XXI^e siècle. L'autoroute 407 était



SNC • LAVALIN

Si 90 % d'un portefeuille rapporte 10 % annuellement et que, tout comme le placement dans SNC, le 10 % résiduel rapporte 30 % annuellement, le rendement global du portefeuille sera porté à 14 %, un très bon résultat.

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

la première autoroute à péage à accès libre au monde et elle semblait idéalement située dans le secteur en croissance de la plus grande ville au Canada.

La direction de SNC informa alors Burgundy de ses paramètres de ses hypothèses de circulation et de péage, ce qui nous permit de calculer que la valeur de 407 International pouvait avoir une importante incidence financière pour les actionnaires de SNC. Les actions de SNC bénéficiaient ainsi d'un potentiel de hausse — en somme une « option ». Cette option était essentiellement gratuite, car nous achetions les actions à une valeur inférieure à celle de la simple activité d'ingénierie de l'entreprise.

À cette époque, la seconde option gratuite n'était pas évidente pour nous. Plus de la moitié des revenus de SNC étant générés à l'extérieur du Canada, l'entreprise se trouvait en bonne position pour bénéficier de la reprise mondiale des investissements en capital dans le secteur des mines, des fonderies d'aluminium et d'autres projets faisant appel à diverses expertises en ingénierie. Tout en ayant utilisé des taux normaux de croissance dans notre estimation de la valeur intrinsèque de l'entreprise, l'option que présentait la possibilité d'une croissance exceptionnellement rapide n'avait pas été intégrée à nos calculs. Nous étions loin de nous douter que

le monde allait s'engager dans sa plus intense période d'investissements en capital de toute l'histoire. Nous ne savions pas non plus que l'autoroute 407 deviendrait une des plus rentables concessions gouvernementales du secteur en raison de la croissance imprévue des frais de péage. Nous savons aujourd'hui que ces deux « options » ont porté leurs fruits (v. l'annexe II). À leur cours actuel de près de 60 \$CA, les actions de SNC ont multiplié par 15 notre investissement original d'il y a dix ans, ce qui représente un rendement annuel moyen de 30 % depuis l'achat initial.

Très peu des Inévitables livrent de façon soutenue un rendement « normal » et une croissance de la valeur intrinsèque supérieure à 10 % par année pendant une décennie ou plus. SNC a large-

ment dépassé ce plafond pour ses actionnaires grâce à aux résultats lollapalooza de deux « options » gratuites qui étaient en jeu lors de notre achat d'actions.

La recherche d'Inévitables assorties d'options gratuites est une façon utile de maximiser le potentiel de gains tout en minimisant l'exposition aux risques. Ce ne sont pas toutes les options qui vont finalement être payantes. Néanmoins, il suffit de quelques bons coups pour amplifier significativement le rendement. Par exemple, si 90 % d'un portefeuille rapporte 10 % annuellement et que (tout comme notre placement dans SNC) le 10 % résiduel rapporte 30 % annuellement, le rendement global du portefeuille sera porté à 14 % — un très bon résultat.

La possibilité de changer d'idée

Investir consiste-t-il alors simplement à prendre la décision d'investir dans un groupe quelconque d'Inévitables sous-évaluées et assorties d'options, pour ensuite passer à autre chose? Non, il est illusoire de penser que l'on peut aujourd'hui constituer un portefeuille définitif pour les prochaines dix années.

Si vous êtes irrévocablement engagé dans un

En matière de placements, le succès repose sur un processus constant de remise en question des hypothèses afin de préserver vos options, incluant la possibilité de changer d'avis.

schéma de pensée, il vous manque alors la capacité d'adapter votre réflexion et d'améliorer votre portefeuille. Un exemple puisé dans un contexte différent serait la peine de mort. Il n'est pas possible de mettre à profit de nouveaux éléments d'information ou d'utiliser de nouvelles méthodes de traitement si le prisonnier a été exécuté. Il en va de même, si votre portefeuille est irrémédiablement figé par une philosophie « d'acheter et de détenir des titres pour toujours ». Les placements doivent être faits avec conviction, tout en demeurant réversibles.

Investir est un processus continu qui se nourrit d'information et s'adapte au fil d'inévitables réévaluations et de remises en question de l'inévitabilité même des Inévitables. Ce processus a pour effet de préserver et d'accroître vos options au fil

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

du temps. Dans ce cas, « option » signifie votre droit, mais pas l'obligation de changer d'avis.

Ce type « d'option » gratuite — la capacité de changer d'avis — est peut-être la plus précieuse de toutes vos options. Les choses changent. Les barricades s'effondrent. Les équipes de direction changent ou perdent leur savoir-faire. Et parfois, les actions de certaines sociétés se négocient au-delà de leur valeur intrinsèque. Dans ces cas, il est essentiel d'avoir l'option de se départir du placement en cause afin d'assurer la préservation du capital.

Les options de vendre tiennent leur valeur du fait que le rendement composé d'un placement est asymétrique. Une perte compromet notre capacité de composer le rendement d'un capital plus fortement qu'un gain au même taux permet de reprendre le terrain perdu. Une perte de 10 % ne peut être entièrement compensée que par un gain subséquent de 11,2 %. Les pertes entraînent donc la nécessité croissante de générer par la suite de plus forts et plus risqués rendements (tout comme au golf, le fait d'accuser un retard amène un joueur à tenter des coups plus risqués pour redresser la situation). Cette stratégie est presque toujours catastrophique. Contrairement, un gain positif de 10 % au cours d'une année est l'équivalent d'un gain de 9,1 % l'année suivante, le taux du gain s'appliquant alors à une masse accrue de capital. La continuité des gains fait que des rendements futurs moindres peuvent être acceptables, car ils continuent à bénéficier de la composition des taux.

On constate par cet exemple que des rendements plus élevés (plus difficiles à réaliser) sont requis pour rebâtir le capital si celui-ci vient à s'éroder. C'est pourquoi Buffett proclame que la règle n°1 en placements est : « ne perdez pas d'argent ». En d'autres termes, avoir l'option de vendre un placement devenu douteux est essentiel à la préservation du capital.

Il est tout aussi essentiel de savoir reconnaître le moment de hausser la valeur intrinsèque d'une société lorsqu'une option dont celle-ci bénéficie est fructueuse, comme dans le cas de SNC. Vendre trop hâtivement réduit indûment le rendement d'un placement. Il aurait été désastreux pour nous de vendre le titre de SNC lorsque son cours a

atteint la valeur intrinsèque originale que nous avons établie quelques années plus tôt. Cela ne s'est pas produit parce que nous avons tenu compte de l'accroissement de la valeur de ses options et périodiquement haussé notre estimation de la valeur intrinsèque de l'entreprise.

On constate par cet exemple la valeur de la continuité de nos options. Parce qu'elles n'ont pas de date d'échéance, elles permettent aux investisseurs d'en tirer avantage aussi longtemps que jugé utile de même que d'en tirer tout le profit.

Retournons un instant à l'exemple d'un portefeuille dont 90 % des avoirs génèrent un rendement moyen annuel de 10 % et les 10 % de placements restants (comme dans le cas de SNC) rapportent 30 %, portant le rendement global du portefeuille à 14 %. Sur une période de dix ans, un rendement de 14 % composé annuellement appliqué à un placement de 1 million de dollars hausse la valeur de celui-ci à 3,7 millions de dollars alors qu'un rendement de 10 % appliqué à un capital identique n'en porterait la valeur qu'à 2,6 millions de dollars. De toute évidence, il est important de laisser travailler vos titres gagnants lorsque les options dont ils bénéficient se mettent de la partie. Tout cela n'est possible que si votre processus de placement demeure souple et réactif non seulement pour vendre des valeurs, mais également pour continuellement ajuster votre estimation de la valeur intrinsèque de vos placements.

Cela ne veut pas dire que l'activité de vote portefeuille sera intense. Les transactions demeurent toujours soumises au gré de l'investisseur. Un investisseur à long terme peut très bien n'intervenir que très rarement dans son portefeuille. Les portefeuilles de Warren Buffett ont un très faible taux de roulement, ce qui ne l'empêche en aucune façon de réaliser une performance de classe mondiale. Lorsque nécessaire, l'option de changer d'avis peu significativement accroître la valeur de vos avoirs.

Conclusion

Une façon utile de composer le rendement d'un capital à un taux supérieur consiste à instituer un processus continu afin de rassembler un groupe d'Inévitables offrant des options gratuites — un bon

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

potentiel de hausse et un faible risque de baisse. Un tel processus adaptatif et continu préserve la capacité de l'investisseur de se départir d'un placement qui devient risqué ou encore d'en ajuster la valeur intrinsèque à la hausse lorsque nécessaire. Bien qu'habituellement gratuite, cette option de pouvoir changer d'avis est la plus précieuse des options.

Annexe I

Groupe SNC-Lavalin inc. (SNC) est la seconde plus importante société ouverte d'ingénierie en Amérique du Nord et une des plus grandes au monde. SNC détient également un vaste portefeuille d'investissements en infrastructures. Environ la moitié des 6 milliards de dollars de revenus de SNC sont générés au Canada, et le reste est réparti à travers le monde. Nombre des 22 000 employés de SNC sont spécialisés en ingénierie dans les secteurs des mines, de la métallurgie, des infrastructures, de l'environnement, des produits chimiques, du pétrole, de l'énergie et d'autres projets industriels. SNC a été constituée en 1967 et demeure une société ouverte dont les actions sont largement diffusées.

Annexe II

Au moment des achats de Burgundy en 1999, la capitalisation boursière de SNC était de 520 M\$ CA, composée de 140 millions d'actions au cours de 3,70 \$.

La part de SNC dans 407 International Inc. vaut aujourd'hui à elle seule environ 1,5 milliard de dollars, sur la base d'une transaction publique récente (v. l'annexe A ci-après). En plus de recevoir de 407 International des dividendes totalisant 180 M\$ CA, SNC a encaissé une somme nette de 150 M\$ CA en 2002 par la vente d'un quart de sa participation dans 407 International. Ces entrées de fonds ont eu pour effet de réduire le coût net de l'investissement de SNC dans 407 International à un montant négatif de 155 M\$ CA ; cet investissement vaut aujourd'hui 1,5 milliard) (v. l'annexe B ci-après).

“L'option” de l'autoroute 407 a créé à elle seule plus de trois fois la valeur marchande de toute la société au moment de notre achat. On joue vraiment dans le lollapalooza.

En outre, les revenus du secteur ingénierie sont passés de 970 M\$ CA en 1999 à 4,4 G\$ CA en 2009, soit une croissance annuelle moyenne de 16,4 %. La valeur boursière implicite de la société, excluant la participation dans 407 International, est actuellement de 7,4 G\$ CA (151 millions d'actions actuellement en cours à 59 \$ CA l'action, soit 8,9 G\$ CA, moins 1,5 G\$ CA pour la participation dans 407 International). Finalement, avec une multiplication par 14 sur dix ans de la valeur originale de 520 M\$ CA de SNC en 1999 (hors du gain découlant de l'avoir dans 407 International), la seconde option, fondée sur l'accroissement mondial des dépenses en immobilisation, a également rapporté gros.

Annexe A

Confirmation de la valeur de 407 International Inc. par des transactions récentes

La valeur de l'avoir de SNC dans 407 International est actuellement d'environ 1,5 milliard de dollars canadiens. Cette évaluation est fondée sur deux récentes transactions :

En octobre 2010, par l'achat d'une participation de 10 % dans 407 International pour une somme de 894 M\$ CA, l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada confirmait implicitement la valeur de 1,5 milliard de dollars pour la participation de 16,77 % de SNC dans l'entreprise.

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY

Ensuite, en août 2010, l'Office d'investissement du Régime de pensions du Canada, acquérait l'exploitant d'autoroutes australien Intoll Group pour une somme de 3,4 milliards de dollars australiens. Or, 90 % de la valeur liquidative nette de cette société étant attribuable à une participation de 30 % dans 407 International, il découle ainsi de cette transaction que la valeur implicite de la participation de SNC dans 407 International est d'environ 1,5 milliard de dollars canadiens.

Annexe B

Calcul du capital net investi dans 407 International

En 1999, SNC investissait 175 M \$CA dans les actions ordinaires de 407 International. En 2002, elle vendit un quart de cette participation dans 407 International pour 178 M \$CA, ce qui représentait alors une somme de 150 M \$CA après impôts. SNC a également reçu de 407 International une somme globale de plus de 180 M \$CA sous forme de dividendes depuis 1999. L'investissement net de SNC dans 407 International correspond donc à l'investissement initial de 175 M \$CA moins les 150 M \$CA nets reçus de la vente d'un quart de la participation et moins les 180 M \$CA de dividendes encaissés, soit pour une somme nette négative de 155 M \$CA.

LA PERSPECTIVE DE BURGUNDY



GESTION D'ACTIFS BURGUNDY
A POUR RÔLE DE PROTÉGER ET DE 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