

La PERSPECTIVE de BURGUNDY

JUIN 2016



LE TRAVAIL DE TERRAIN

Le rôle essentiel des voyages dans notre approche de placement mondial

Les voyages sont au cœur même du processus ascendant de recherche de placements de Burgundy. Nos analystes et gestionnaires de portefeuille voyagent constamment pour trouver de nouvelles idées de placement, procéder à des contrôles préalables en placements du portefeuille et bâtir une expertise locale là où se trouvent nos placements. À titre d'investisseur mondial basé à Toronto, cette démarche nous est très importante; en 2015, notre équipe de placement a tenu plus de 850 rencontres avec des sociétés présentes dans plus de 17 pays de l'Amérique du Nord, de l'Amérique du Sud, de l'Europe et de l'Asie.

Nous le savons – le lien entre les voyages et les objectifs de Burgundy en matière de croissance et de protection de votre capital peut, de prime abord, sembler ténu. Dans ce numéro de La Perspective de Burgundy, nous tenterons de décrire les expériences acquises sur le terrain grâce aux voyages, expériences si précieuses et si importantes pour notre processus de placement... et vos portefeuilles.

Ce numéro de La Perspective de Burgundy a été rédigé par Jeff Musial, analyste en placements, Actions asiatiques. La plupart des exemples sont des anecdotes de l'équipe des actions asiatiques. Cela dit, tous les membres de notre équipe de placements ont tous vécu des expériences similaires.

« La pure pensée logique ne peut nous procurer une connaissance du monde empirique; la connaissance de la réalité commence et finit avec l'expérience. »

– Albert Einstein

EN TANT QU'ANALYSTES EN PLACEMENTS, nous cherchons continuellement à en apprendre davantage sur les sociétés, et ce, par divers moyens – notamment les rapports financiers publiés, les conversations téléphoniques avec les équipes de direction, la retranscription des téléconférences et les publications du secteur; toutes ces sources sont précieuses et nécessaires à notre compréhension des caractéristiques propres aux sociétés et aux différents secteurs. Toutefois, rien ne peut remplacer les déplacements pour rencontrer les dirigeants et constater *de visu* ce qu'il en est des sociétés et du milieu économique. Les visites des sociétés ajoutent de la profondeur et une mise en contexte cruciale au processus de recherche.

Les enseignements de l'expérience sur le terrain sont nombreux et ce numéro de *La Perspective de Burgundy* vous les présentera sous cinq facettes : les premières impressions, les rencontres en personne avec la direction, les visites sur place, la connaissance du terrain et la compréhension de la culture. Ensemble, ces éléments clés nous aident à mieux comprendre les sociétés et le milieu dans lequel elles évoluent.

Les premières impressions comptent

Les voyages de recherche visent d'abord et avant tout les rencontres de dirigeants en personne – un voyage type comprend entre 25 et 30 rencontres en une seule semaine. Étant donné que nous devons visiter plusieurs sièges sociaux, le temps presse. Les entrevues que nous menons auprès de hauts dirigeants doivent donc être très efficaces. Or, les barrières linguistiques et le décalage horaire complexifient les rencontres à l'extérieur de l'Amérique du Nord. Malgré tout, ces voyages sont essentiels et nous aident à effectuer un contrôle préalable et à mieux comprendre les sociétés.

Il y a tant à apprendre avant même que la rencontre n'ait lieu. Prenons par exemple notre récent voyage en Australie, où nous avons rencontré les dirigeants d'un grand producteur mondial de produits de base. Dans le hall des bureaux, nous nous émerveillions des lieux : les murs de marbre d'un blanc étincelant, la hauteur des plafonds et une porte noire de 20 pieds de hauteur qui glissait automatiquement d'un côté (sans

bruit) pour nous laisser le passage. À l'intérieur, les bureaux étaient tout aussi luxueux – sièges en cuir, œuvres d'art hors de prix et même un bar bien garni pour les employés! Nous ne pouvions en aucun cas en tirer des conclusions hâtives. Cela dit, une simple visite des lieux nous révélait que cette société n'était pas tellement soucieuse des coûts. En revanche, notre récente visite d'une société de commerce électronique japonaise très efficace, rentable et en pleine expansion – bien qu'elle ait eu les moyens d'offrir des bureaux tout aussi luxueux à ses employés – a eu lieu à l'étage supérieur d'un supermarché, dans les bureaux d'un modeste siège social. Imaginez le contraste et l'impression que ces sociétés nous ont laissée de leur gestion des coûts indirects et de la prise en compte des actionnaires en général.

Entrevue avec la direction

Le processus de recherche de placements de Burgundy est, par nature, ascendant, ce qui veut dire que nos décisions de placement se fondent sur notre compréhension des sociétés et de leur environnement concurrentiel. Nous recherchons des sociétés qui présentent des caractéristiques de qualité, telles qu'un rendement élevé du capital investi, un potentiel de croissance, de solides avantages concurrentiels et une excellente gestion; pour ce dernier point, la rencontre des dirigeants, sur place, est indispensable.

Lorsque nous écoutons les réponses d'une équipe de direction, nous tentons d'abord et avant tout d'apprendre.

Ces rencontres nous fournissent une tribune pour poser des questions afin d'apaiser nos craintes et de mieux comprendre la façon dont ils gèrent leur société. Les sujets abordés sont notamment l'affectation des capitaux, la dynamique concurrentielle, les tendances sectorielles et la gouvernance.

Lorsque nous écoutons les réponses d'une équipe de direction, nous tentons d'abord et avant tout d'apprendre. Cependant, nous portons un vif intérêt à ce que révèlent leurs réponses sur leur vision de leur société – vise-t-elle un objectif à court ou à long terme

de la croissance des profits et de leur avantage concurrentiel, ou bien a-t-elle adopté une approche plus prudente? Sur ce point, les non-dits sont parfois tout aussi importants. Par exemple, au fil des rencontres, certaines équipes de direction japonaises ne prononceront jamais les expressions « rendement des capitaux propres » ou « gains des actionnaires ». Elles révèlent ainsi qu'elles ne définissent pas leur société en fonction de la rentabilité des capitaux, ce qui, pour nous, est un bémol dans notre démarche en placements de qualité.

Visites des installations (ou « tester la marchandise »)

Les rencontres avec la direction ne sont pas le seul outil sur place que nous utilisons pour en apprendre davantage sur une société. Un autre aspect du contrôle préalable consiste à effectuer des visites sur place; nous visitons les usines, les centres de distribution et les centres de recherche et de développement (R&D), afin de mieux comprendre le fonctionnement de la société, ou tester la marchandise, si l'on veut. C'est souvent l'une des parties les plus éclairantes de la connaissance du fonctionnement d'une société.

Les visites sur place rehaussent considérablement notre compréhension des sociétés. Tout comme une image vaut mille mots, une visite peut parfois valoir des semaines de recherche effectuée derrière un bureau. En termes simples, voir une société ou un processus en action peut clarifier ce qui peut être difficile à saisir sur papier. Nous avons souvent eu de ces « révélations » lors de ces visites, alors que ce qui semblait confus se précisait.

Les réponses obtenues lors de ces visites peuvent varier; d'une part, elles peuvent offrir une meilleure compréhension d'une société et, d'autre part, nous

signaler d'importants problèmes. Sur ce point, prenons comme exemple la visite des installations de R&D d'une société chinoise spécialisée en arômes et parfums par l'équipe d'actions asiatiques. Normalement, ces installations sont strictement contrôlées. Or, les fenêtres des laboratoires « à température contrôlée » étaient toutes grandes ouvertes et laissaient donc entrer la chaleur de l'été et une bonne part d'insectes des environs. Fait étonnant, les installations étaient dépourvues d'employés et le personnel de recherche, très restreint, était revêché et d'un abord difficile. Il nous semblait étrange qu'une société laisse ses principales installations de R&D dans un tel état d'inactivité et de délabrement, tout en déclarant apparemment d'immenses profits dans un secteur de recherche hautement concurrentiel. Cette visite nous a fourni des renseignements utiles qui, autrement, auraient été difficiles, voire impossibles, à obtenir si nous ne nous étions pas rendus sur place. Notre mauvaise impression nous a permis d'éviter une société qui en théorie était très intéressante, pourvu que personne n'y regarde de plus près. Cet exemple illustre parfaitement que la simple lecture d'états financiers ne suffit pas au contrôle préalable d'une société.

Les visites sur place peuvent certes nous informer sur la société même, mais aussi sur les autres sociétés qui font partie de sa chaîne de valeur. Lors d'une récente visite d'un fabricant de biens de consommation haut de gamme japonais (dont le titre se retrouve dans le portefeuille de Burgundy), un examen minutieux nous a révélé que quelques-uns de ses équipements automatisés étaient fabriqués par une société dans laquelle nous investissons. Nous en avons donc appris davantage sur le processus de production, tout en obtenant de l'information de premier plan sur la qualité et la compétitivité de l'équipement du fournisseur.

Tout comme une image vaut mille mots, une visite peut parfois valoir des semaines de recherche effectuée derrière un bureau.



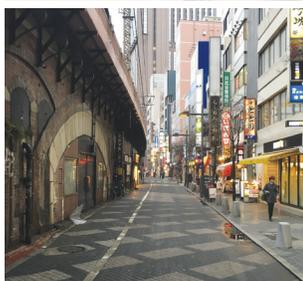
Exposition internationale sur la robotique iREX 2015 à Tokyo, au Japon

Connaissance du terrain

Les visites sur place si précieuses nous permettent de mieux comprendre les sociétés; elles nous donnent également une meilleure idée du milieu dans lequel elles fonctionnent et livrent concurrence. Étant donné que nous investissons dans des sociétés situées un peu partout dans le monde – du Chili à la Belgique en passant par la Chine –, il est essentiel de comprendre les pays où nous faisons des affaires, et l'expérience sur place en est partie intégrante.

Le temps que nous passons dans d'autres pays est enrichissant, même à l'extérieur des salles de conférence et des usines. Prenez, par exemple, le phénomène des dépanneurs japonais. Quiconque n'ayant jamais mis les pieds au Japon peut difficilement comprendre l'essor des dépanneurs de la chaîne 7-Eleven qui sont un exemple international d'excellence en matière de commerce au détail; les sources écrites ne leur rendent pas justice. Quelques brèves visites chez un dépanneur de la chaîne 7-Eleven de Tokyo (et leurs « boîtes à lunch ») nous font comprendre qu'il s'agit d'une institution locale où l'on retrouve bien plus que des bonbons et des boissons gazeuses; on y vend aussi des aliments frais, des billets d'avion et des services bancaires de tous les jours – on y retourne souvent et la rentabilité augmente.

Même nos observations plus pragmatiques peuvent ajouter de la couleur au processus de recherche de placements. Il y a toute une différence entre la lecture de statistiques sur l'attrait grandissant des consommateurs chinois pour les produits japonais et



Tokyo (Japon)

nous faire bousculer par une mer de magasiniers chinois dans le très populaire district Ginza à Tokyo. Les expériences désagréables ou frustrantes peuvent parfois se révéler éclairantes après réflexion.

Nos expériences sur le terrain sont à l'occasion extrêmes ou dangereuses, mais non moins instructives. En mars 2011, l'équipe des actions asiatiques de Burgundy se trouvait à Tokyo lors du séisme dévastateur et de la catastrophe nucléaire. Les entreprises locales en ont tiré des leçons, notamment la nécessité de se préparer à un désastre et à instaurer une chaîne d'approvisionnement souple pouvant se rétablir rapidement après un tel événement, et ce fut tout autant une leçon d'investissement manifeste quant aux risques peu probables du danger que courent les gens et les entreprises des régions exposées aux catastrophes naturelles. D'ailleurs, cette expérience nous a bien humblement rappelé que nous ne connaissons pas l'avenir et qu'à titre d'investisseurs, nous devons faire preuve de prudence dans nos prévisions et demander une bonne marge de sécurité dans nos placements. En somme, nous avons pu constater la résilience et le courage des Japonais, alors que bon nombre en ont oublié l'importance.

Plus les investisseurs connaissent leur marché de spécialisation à l'étude, mieux c'est.

Cette expérience sur le terrain a approfondi notre connaissance des conditions d'affaires de nombreux pays. Nous sommes d'avis que plus les investisseurs connaissent leur marché de spécialisation à l'étude, mieux c'est; ce n'est pas une coïncidence que les membres de notre équipe d'actions asiatiques parlent tous japonais ou chinois et qu'ils ont tous vécu dans la région pendant de nombreuses années.

Compréhension de la culture

Il ne faut pas négliger la culture des pays où nous investissons. Elle peut nous renseigner sur les comportements individuels et organisationnels. Un bon exemple de cela est le scandale qui a frappé la société japonaise Olympus en 2011. La société avait caché des pertes d'investissement de plus de 1,5 milliard

de dollars américains durant le mandat de deux PDG de la société. Cette affaire découle d'une pratique profondément enracinée dans la société, soit de ne jamais questionner les hauts dirigeants, ce qui est très fréquent dans la culture de travail très hiérarchisée au Japon. En revanche, considérons la reprise rapide du Japon après le séisme dévastateur de 2011. Il a pu y parvenir grâce à la très grande collaboration qui existe entre l'État, les entreprises et la population en vue d'améliorer le sort de la société japonaise – reflet d'une culture qui place la société avant l'individu.

Comprendre la culture peut jouer un rôle prépondérant dans l'investissement dans certains pays. Les investisseurs d'expérience qui comprennent bien la culture locale sont plus à même de composer avec les particularités qui en résultent. Par exemple, il est important de reconnaître que la société japonaise place la collectivité au-dessus de tout et qu'elle mise sur les résultats positifs pour tous les intervenants. Ces valeurs ont une incidence sur nous, investisseurs, puisque les sociétés placent l'intérêt des clients, des employés et de la société avant celui des actionnaires. Par conséquent, de nombreuses sociétés japonaises

sont des sociétés citoyennes qui se consacrent à la création d'un produit ou d'une expérience de qualité pour leurs clients, mais qui sont tout aussi peu sensibilisées aux questions de gouvernance. Notre rôle n'est pas de les juger ou de nous attendre à un changement rapide de ces valeurs, mais plutôt de les comprendre, de communiquer notre vision à la direction et de travailler à améliorer les résultats de placement.

Conclusion

À titre de professionnels du placement, la nature de notre travail est telle que nous passons beaucoup de temps à lire et à réfléchir. Toutefois, nous devons nous rappeler que les renseignements utiles ne se limitent pas au rapport annuel. Les déplacements à l'étranger constituent un élément essentiel de notre processus de placement, parce qu'ils nous offrent la possibilité de mieux comprendre, sur place, les sociétés et leur milieu. L'éclairage nouveau que nous obtenons de ces expériences concrétise notre recherche et fait de nous des investisseurs mondiaux mieux informés.

Mise en garde

L'analyse contenue dans cet article ne sert qu'à titre d'exemple.

Elle n'a pas pour objet de donner des conseils en placement ou des recommandations ni de faire de la sollicitation.

GESTION D'ACTIFS BURGUNDY
A POUR RÔLE DE PROTÉGER ET DE FAIRE CROÎTRE
LE CAPITAL DE SES CLIENTS.
NOUS NOUS DÉDIONS À RÉALISER DES
RENDEMENTS À LONG TERME SUPÉRIEURS ET À
OFFRIR UN SERVICE EXCEPTIONNEL.

GESTION D'ACTIFS

BURGUNDY^{MD}

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

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

info@burgundyasset.com
www.burgundyasset.com (en anglais seulement)