

NAVIGUER EN EAUX TROUBLES: EXPERIENCES CHINOISES

Comment sélectionner les sociétés gagnantes et identifier les sociétés à risque

Toute entreprise recherche la croissance. Sur les marchés émergents en particulier, la croissance nominale des bénéfices comptables d'une entreprise est relativement facile à générer lorsque le PIB nominal progresse de 10% à 15% par an. Cependant, les actions de ces entreprises peuvent s'avérer décevantes et constituer dans certains cas de véritables catastrophes après, un parcours en apparence solide dans un premier temps.

Notre stratégie d'investissement est conçue de façon à différencier des entreprises qui semblent présenter un profil similaire, mais qui offrent en fait une réalité différente. En effet, beaucoup d'entreprises opèrent dans un même secteur avec une croissance, des marges bénéficiaires et une évaluation boursière comparables. Cependant, au fil du temps, leurs performances sur les marchés financiers peuvent largement diverger. Quelles peuvent en être les raisons?

(Suite page 2)



Questions clés

- ▶ Pourquoi des entreprises similaires connaissent-elles des performances boursières différentes?
- ▶ Pourquoi certaines entreprises, au premier abord attrayantes, s'avèrent-elles constituer des investissements catastrophiques?
- ▶ Comment évaluer la qualité de la croissance?



Benoit Descourtieux, CFA
President, OP Investment Management
bdescourtieux@opim.com.hk
+852 2869 8620

IMPORTANT INFORMATION:

We have prepared this document solely for informational purposes. You should not definitively rely upon it or use it to form the definitive basis for any decision, contract, commitment or action whatsoever, with respect to any proposed transaction or otherwise. You and your directors, officers, employees, agents and affiliates must hold this document and any oral information provided in connection with this document in strict confidence and may not communicate, reproduce, distribute or disclose it to any other person, or refer to it publicly, in whole or in part at any time except with our prior written consent. If you are not the intended recipient of this document, please delete and destroy all copies immediately.

We have prepared this document and the analyses contained in it based, in part, on certain assumptions and information obtained by us from the recipient, its directors, officers, employees, agents, affiliates and/or from other sources. Our use of such assumptions and information does not imply that we have independently verified or necessarily agree with any of such assumptions or information, and we have assumed and relied upon the accuracy and completeness of such assumptions and information for purposes of this document. Neither we nor any of our affiliates, or our or their respective officers, employees or agents, make any representation or warranty, express or implied, in relation to the accuracy or completeness of the information contained in this document or any oral information provided in connection herewith, or any data it generates and accept no responsibility, obligation or liability (whether direct or indirect, in contract, tort or otherwise) in relation to any of such information. We and our affiliates and our and their respective officers, employees and agents expressly disclaim any and all liability which may be based on this document and any errors therein or omissions therefrom. Neither we nor any of our affiliates, or our or their respective officers, employees or agents, make any representation or warranty, express or implied, that any transaction has been or may be effected on the terms or in the manner stated in this document, or as to the achievement or reasonableness of future projections, management targets, estimates, prospects or returns, if any. Any views or terms contained herein are preliminary only, and are based on financial, economic, market and other conditions prevailing as of the date of this document and are therefore subject to change. We undertake no obligation or responsibility to update any of the information contained in this document. Past performance does not guarantee or predict future performance.

This document and the information contained herein do not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security, commodity or instrument or related derivative, nor do they constitute an offer or commitment to lend, syndicate or arrange a financing, underwrite or purchase or act as an agent or advisor or in any other capacity with respect to any transaction, or commit capital, or to participate in any trading strategies, and do not constitute legal, regulatory, accounting or tax advice to the recipient. We recommend that the recipient seek independent third party legal, regulatory, accounting and tax advice regarding the contents of this document. This document does not constitute and should not be considered as any form of financial opinion or recommendation by us or any of our affiliates. This document is not a research report and was not prepared by the research department of Oriental Patron or any of its affiliates.

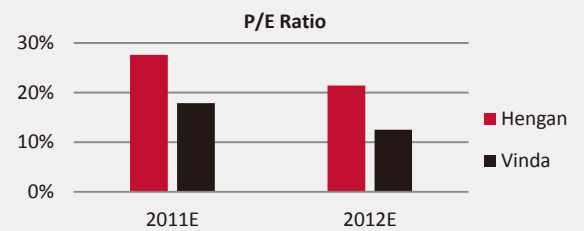
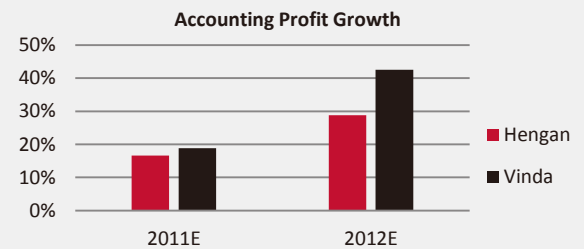
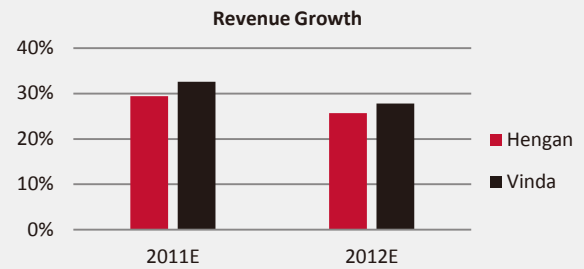
Etude de cas

Prenons deux sociétés bien reconnues en Chine, **Vinda International Holding (3331HK)** et **Hengan International Group (1044HK)**. Les deux entreprises distribuent leurs produits (biens de consommation courante) sur le marché domestique. Les deux entités connaissent une croissance rapide du chiffre d'affaires, et ont des marges bénéficiaires à deux chiffres. En termes de perspectives, les estimations des analystes laissent présager une croissance du chiffre d'affaires et des profits tout à fait similaire pour les 2 sociétés sur les deux années à venir. Enfin, les valorisations montrent que Vinda est significativement moins chère que Hengan. Pourtant, au lieu d'une convergence des cours, on constate que Hengan a largement surperformé Vinda.

Les analyses fondamentales traditionnelles et les indicateurs d'évaluation classiques ne permettent pas d'expliquer cette divergence. Cependant, si l'on cherche au-delà des approches couramment utilisées, on peut trouver des raisons spécifiques et rationnelles qui, bien que rarement abordées sur le fond, peuvent conduire à choisir, parmi ces titres de profil similaire, celui qui va effectivement générer la meilleure performance boursière.

En effet, les mesures des bénéfices sont soumises à beaucoup d'«ajustements» inspirés par les grands principes comptables. La flexibilité offerte par ces grands principes quant à la mesure des revenus et des dépenses peut laisser supposer une certaine similitude de performance financière entre deux sociétés alors que la réalité économique est éventuellement toute autre. Pour remédier à cela, nous avons développé trois indicateurs - intensité du capital, profits en cash, et profil de financement – qui nous aident à révéler des différences entre les entreprises qui sont facilement ignorées par les investisseurs parfois trop préoccupés par la croissance du bénéfice par action. Nos trois indicateurs nous fournissent une meilleure appréciation de la performance opérationnelle et économique réelle d'une entreprise.

Dans les cas de Vinda et Hengan, deux sociétés apparemment similaires, les contrastes méritent d'être discutés. Les mesures fondamentales très classiques évoquées précédemment sont représentées sur le graphique en **annexe 1**. Cependant, notre analyse apporte une image différente.



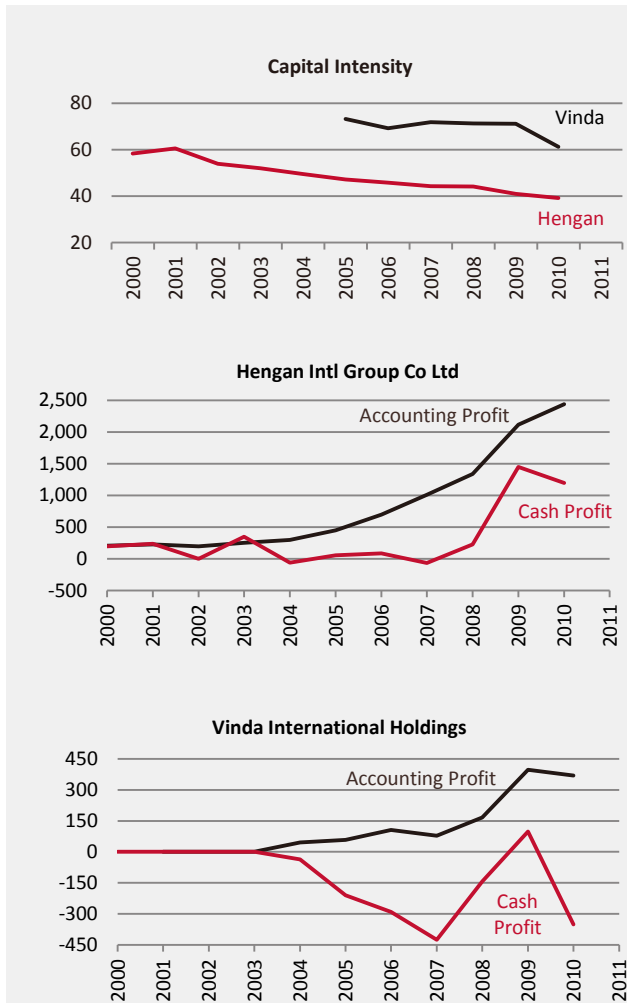
Annexe 1

Approche "Croissance Organique", pour aller plus loin dans l'analyse

Commençons par l'intensité du capital. Hengan et Vinda ont toutes deux un modèle de production interne avec une externalisation limitée. La comparaison de l'intensité du capital est donc effectuée sur une base similaire. Grâce à cette mesure, l'on peut observer la différence d'efficacité entre Hengan et Vinda puisque Hengan génère une quantité largement supérieure de revenus par unité de facteurs de production. La différence d'intensité du capital est importante, supérieure à 50%. Plusieurs facteurs nous permettent d'expliquer cela. En premier lieu, Hengan a un positionnement produit qui est plus haut de gamme que celui de Vinda. Ainsi, les prix de vente unitaires sont supérieurs à ceux de Vinda. En outre, Hengan gère de façon plus optimale l'équilibre entre ses produits à marges fortes et le reste de sa gamme, ce qui d'ailleurs apparaît comme le reflet de la qualité de l'équipe dirigeante et de la stratégie de l'entreprise. Enfin, Hengan fait preuve d'une structure organisationnelle et opérationnelle plus efficace en termes de gestion des outils de production et de la main d'œuvre. Tous ces facteurs donnent à Hengan un avantage fondamental que ni le profil des revenus, ni la mesure de la croissance du bénéfice ne peuvent permettre d'apprécier.

La mesure du profit en cash et non pas du profit résultant des règles comptables apporte un second contraste entre nos deux sociétés. Le profit en cash est une mesure améliorée de free-cash-flow, ajusté des acquisitions mais aussi des sources de liquidités provenant d'une amélioration du fond de roulement qui ne représentent en rien une meilleure profitabilité. Dans ce contexte, Hengan génère des profits en cash positifs et stables, tandis que Vinda est régulièrement négatif, malgré la hausse rapide des bénéfices comptables. Comment est-ce possible? La réalité des affaires est de devoir mettre sur la table un montant d'investissement initial important pour financer l'acquisition d'actifs productifs et opérationnels, avant de pouvoir récupérer, à terme, les fruits de cet investissement. Cette réalité crée un écart entre profits comptables et profits en cash parce que les profits comptables se voient facturés chaque année une petite fraction seulement de l'investissement initial sous la forme des dépenses dites d'amortissement. Selon les règles comptables en vigueur, l'amortissement d'un actif s'effectue en effet sur plusieurs années. Cependant, certains secteurs économiques ou certains modèles d'entreprise nécessitent des investissements perpétuels, voire croissants en termes de montant, dans de nouveaux actifs productifs. Cela peut s'expliquer par les développements technologiques nécessitant des machines nouvelles et de plus en plus coûteuses ou par l'intensité croissante de la concurrence qui impose de nouveaux investissements à un rythme de plus en plus élevé. Au-delà de cela, la baisse générale des prix ou l'attrition naturelle des prix de vente moyens, ainsi qu'un amortissement comptable trop lent par rapport à la réalité économique, peuvent aussi avoir un effet négatif sur l'intensité capitalistique, ce qui rend les contraintes et besoins d'investissement encore plus lourds par rapport au chiffre d'affaires. Cette nécessité d'investir davantage représente un poids permanent affectant les profits en cash qui, dans certains cas, imposeront à certaines sociétés des déficits structurels durables et même permanents. Ces sociétés auront un jour ou un autre à faire face à la réalité.

Cette réalité saute aux yeux lorsque l'on se penche sur le profil de financement. L'étude du profil de financement est certes une étape classique de l'analyse financière. Cependant,



Annexe 2

le sujet est abordé de façon partielle et partielle lorsque l'analyse est conduite sous la forme de calcul de ratios d'endettement et de couverture des frais financiers. En effet, les méthodes conventionnelles se concentrent sur l'étude d'une société opérant dans un environnement stable et linéaire. Le problème est que ces sociétés, qui génèrent structurellement des profits négatifs en cash, doivent continuellement faire appel à de nouveaux financements sous la forme de dette ou d'actions nouvelles. Une accumulation de dette en termes nominaux ne transparait pas à travers ces ratios lorsque le montant brut ou net de la dette est rapporté aux profits comptables dans le cas où les deux facteurs progressent au même rythme. Cet assemblage comparable à un château de cartes révèle ses faiblesses lorsque le remboursement de la dette devient nécessaire, imposé par le marché ou par les banquiers, parce que la dette ne peut pas se rembourser avec des profits comptables mais uniquement avec des profits en cash. Dans les cas où se ferment les financements nouveaux, l'entreprise n'a pas d'autre solution que de chercher à vendre des actifs. Dans un contexte économique difficile, l'on peut aisément imaginer que la valeur marchande d'actifs industriels sera bien inférieure à leur valeur comptable. La crise d'endettement de la société s'accroît alors, avec une diminution accélérée des réserves comptables qui peut aboutir jusqu'à la mise en faillite ou la cession forcée de la société à un repreneur pour un prix souvent symbolique. Ces situations de profits en cash négatifs et d'endettement continu se comparent à la bicyclette qui a

besoin de continuer à rouler pour ne pas tomber. Les actionnaires finiront aussi au sol.

Ce scénario de faillite est certes extrême mais aussi la seule sortie à terme pour toute société dont l'intensité capitalistique est élevée et les profits en cash structurellement négatifs. Entretemps, ces sociétés peuvent connaître des performances aléatoires et exposent leurs actionnaires à un risque qui sera à un moment donné plus dramatique.

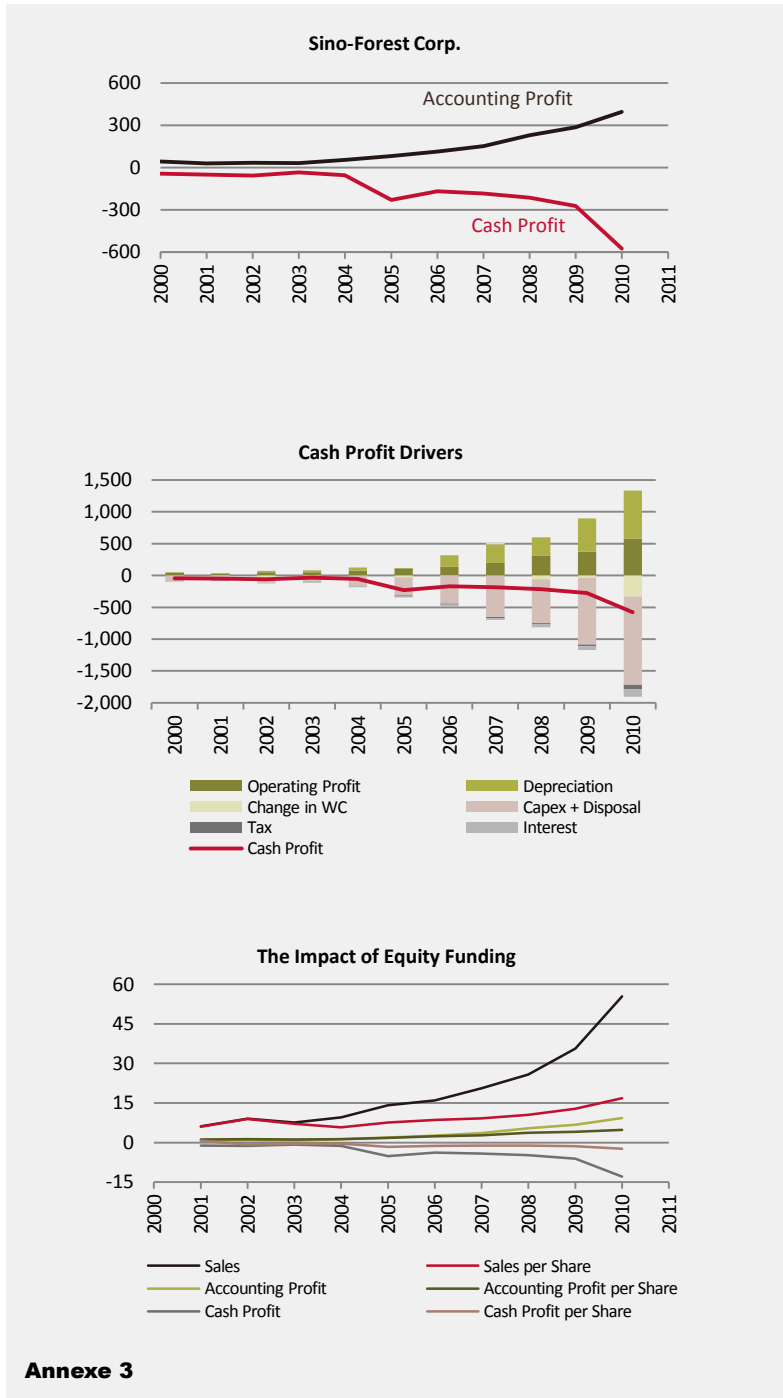
Dans le contexte de notre étude de cas, il n'y a pas de risque immédiat de faillite pour Vinda malgré son intensité capitalistique peu attractive comparée à Hengan et ses déficits en cash relativement constants. Ces derniers sont en effet en proportion modestes et la dette en résultant reste relativement gérable, les ratios de dette rapportée aux capitaux propres étant de 26% en net et de 40% en brut. Pour le moment, nous envisageons donc pour Vinda uniquement un risque de sous-performance, le risque de faillite n'étant envisageable qu'en cas de tsunami financier plus qu'extrême. Quoi qu'il en soit, alors que la croissance du chiffre d'affaires et des profits comptables de Hengan et Vinda sont très comparables, notre analyse de "croissance organique" révèle une image contrastée qui se trouve reflétée dans les parcours respectifs de leurs actions sur le marché : Vinda a progressé de 34% au cours des quatre dernières années, ce qui est modeste par rapport aux gains pour Hengan qui sont de 155%.

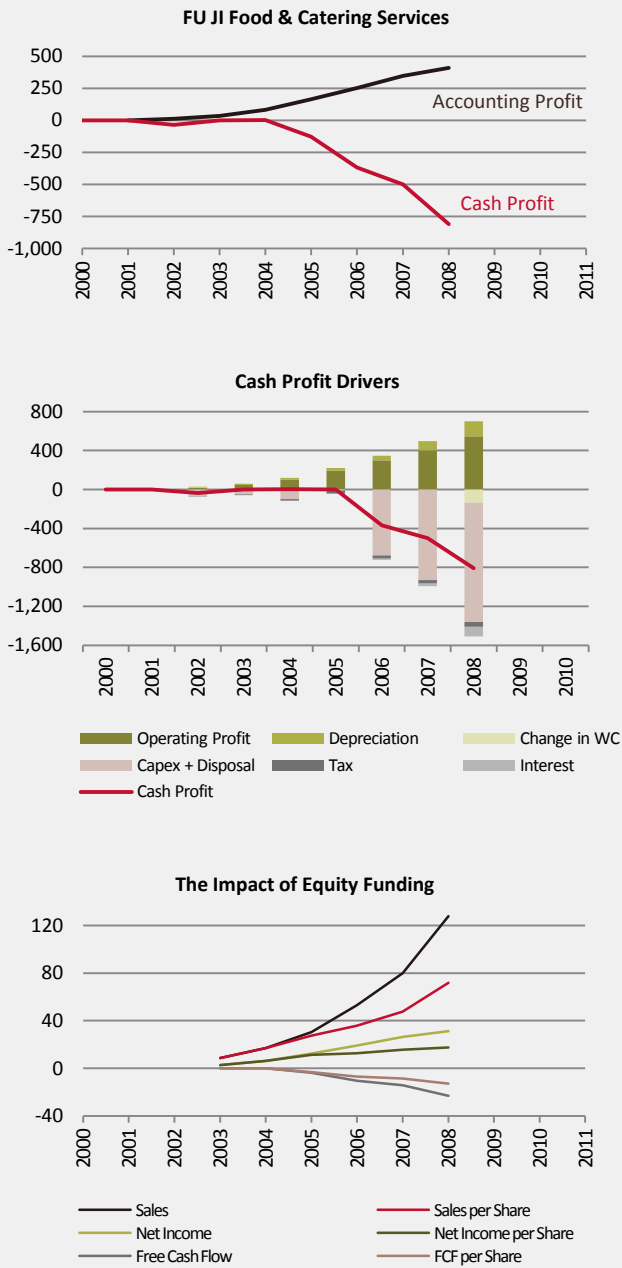
Notre analyse de la "croissance organique" permet essentiellement de souligner les différences entre des sociétés que beaucoup d'analystes auront tendance à mettre sur un pied d'égalité. Notre méthode nous montre la supériorité du modèle d'entreprise de Hengan, alors que les approches traditionnelles mettraient en avant des niveaux comparables de marges et de croissance comptables. De surcroît, notre approche nous permet d'identifier des risques et déséquilibres qui n'apparaîtront aux yeux des investisseurs que lorsqu'il sera peut-être déjà trop tard. Les graphiques en **annexe 2** montrent les écarts entre les filtres « croissance organique » et les mesures traditionnelles.

«Croissance organique», ou mesure de qualité

Il est intéressant d'appliquer notre méthode à des situations récentes ou passées qui ont malheureusement fait la une dans les media économiques et financiers.

Commençons par **Sino Forest (TRE CN)**. Nous n'avions pas de position sur le titre et la société ne figurait pas sur nos écrans radar. Cependant, il est intéressant, compte-tenu de l'effondrement du prix de l'action, d'examiner le comportement de Sino Forest dans le contexte d'une analyse de « croissance organique ». Les graphiques en **annexe 3** montrent clairement la médiocre qualité de la croissance de Sino Forest, en dépit d'une progression impressionnante de ses bénéfices comptables. Les déficits en cash, en proportion relativement extraordinaires, nécessitent un appel important et constant à des financements nouveaux réalisés sous la forme d'une accumulation de dette et d'une dilution des actionnaires. Ceux-ci paient aujourd'hui un prix élevé pour ce château de cartes.





Annexe 4

Un autre cas intéressant est FU JI FOOD (1175HK), parce que la société a été, jusqu'à un passé récent, une valeur performante sur le marché de Hong Kong avant de faire faillite en 2009 dans une période de temps particulièrement courte. Les graphiques en **annexe 4** mettent en avant les déséquilibres structurels de la croissance, rendant l'entreprise potentiellement vulnérable à des chocs externes. Nous avons rencontré et interviewé les dirigeants de la société quelques mois avant la faillite. L'activité était stable et croissante mais nous avions des réserves quant à l'intensité capitalistique et aux besoins de financement en résultant. Ce que nous ne savions pas à l'époque est que FU JI FOOD allait perdre des clients peu de temps après notre réunion et que la valeur potentielle de cession des actifs (cuisines pour cantines d'usines en Chine) allait se montrer insuffisante face à la dette accumulée, alors que le service de cette dette devenait impossible avec la chute des revenus. Les banques furent rapides à couper leurs lignes de crédit alors qu'aucun investisseur n'était prêt à chercher à sauver ce navire en perdition. Le château de cartes s'est effondré après la perte de quelques clients importants. Si FU JI FOOD avait mieux équilibré sa croissance, la faillite ne serait pas intervenue et la société aurait très probablement, au regard de la qualité de son service et de sa réputation, gagné de nouveaux clients, lui permettant de renouer avec la croissance.

Conclusion

Notre approche "croissance organique" nous permet de caractériser les entreprises au-delà de leurs profils de performance traditionnels. En dépassant la mesure des profits comptables et en analysant les facteurs expliquant les écarts entre profits comptables et profits en cash, nous pouvons mieux comprendre et apprécier les avantages comparatifs et durables d'une société. Nos convictions dans l'identification des opportunités se trouvent ainsi renforcées, surtout lorsque les marchés font preuves de grande volatilité. Nous pouvons distinguer les cas vulnérables, et savoir pourquoi ceux-ci seront un jour source de difficultés, des opportunités attrayantes qui, si les profits en cash restent croissants, se révéleront être, quoi qu'il arrive, des investissements performants à terme.