

# LETTRE SEXTANT

## Le plus grand dilemme de vos gérants

Nous faisons un métier passionnant. La cote offre des dizaines de milliers d'opportunités d'investissement dans le monde et on n'en a jamais fini d'apprendre sur un secteur, un pays et sur les entreprises qui s'y trouvent. Dans cet univers si vaste, il faut décider où concentrer ses recherches et son temps pour dénicher les idées qui permettront in fine de faire la différence.

Chez Amiral Gestion, nous sommes de grands fans des sociétés bien gérées, qui croissent plus vite que leur marché, et qui sont dirigées par des patrons visionnaires qui ont toujours au moins un temps d'avance. Et puis c'est fascinant d'écouter Larry Page raconter de quoi l'avenir sera fait. D'un autre côté, nous sommes aussi friands de dossiers sous-valorisés, de décotes, et en général des actions que le marché mésestime. Le problème avec les sociétés de grande qualité, c'est qu'il y a souvent plein de gens qui sont prêts à payer très cher pour en être actionnaires. En plus ils ont souvent raison ; il est bien difficile d'avoir été déçu par ses actions Coca-Cola ou American Express au cours des 30 dernières années...

D'où le grand dilemme auquel nous faisons face tous les jours. Doit-on privilégier les entreprises pas chères ou les entreprises de qualité ? On peut avoir l'impression que les forces du marché nous contraignent à un compromis inéluctable entre qualité et prix. Les adeptes de la théorie des marchés efficients essayent de nous convaincre qu'il faut nécessairement renoncer à l'un pour avoir l'autre, que de toute façon, le résultat sera le même et qu'il est donc inutile de se battre. On pense au contraire que c'est possible, en utilisant des armes différentes de celles du marché. On y reviendra plus loin.

### **Des forteresses entourées de douves (\*)**

Warren Buffett a brillamment imagé l'avantage économique d'une société sur ses rivaux avec le terme de « moat » (littéralement : douves, fossés). Voici ce que Wikipedia peut nous en apprendre :

« Les douves étaient des fossés larges et profonds remplis d'eau, creusés de manière à former un obstacle contre les attaques des remparts et autres fortifications. L'usage des engins de siège, comme les tours, les béliers, qui nécessitent l'accès aux murs d'enceinte, était rendu difficile voire impossible pour des fortifications entourées de douves ».

Le système capitaliste va de pair avec l'attaque systématique de toutes les forteresses économiques. Toute société dont la rentabilité de l'activité est élevée subira des assauts réguliers d'opposants essayant de lui dérober une partie de sa manne économique. Jusqu'à ce qu'il n'y en ait plus. Sale temps pour les rentiers ! Pour se protéger et résister au test du temps, les sociétés doivent creuser des fossés infranchissables pour leurs opposants. C'est ce que réussi très bien la société Swatch qui avec une part de marché dominante sur le marché des mouvements de montres peut décider du volume qu'elle livrera à ses concurrents.

Une marque forte est une excellente défense contre les envahisseurs, mais tout aussi efficace peuvent être une structure de coûts très basse, ou encore un effet réseau (plus de gens utilisent Facebook, plus vous avez intérêt à l'utiliser. Rien que parce que ça vous donne un moyen d'essayer de comprendre vos ados en jetant un œil à ce qu'ils font sur Internet !).

Là où ça se complique, c'est que parmi les sociétés bénéficiant de « moat », on en trouve beaucoup dont la réputation est surfaite. Certaines entreprises magnifiques qui remportaient des parts de marché année après année ont vu les remparts se fissurer et la forteresse progressivement prise d'assaut. Prenez Nokia ou la FNAC qui en quelques années ont vu leur avantage concurrentiel sombrer, et avec lui, leurs profits. Si vous voulez participer au débat interne sur Apple, n'hésitez pas, mais on vous prévient ça peut devenir houleux... !

Comme le résume notre ami Warren, « the key to investing is [...] in determining the competitive advantage of any given company and, above all, the durability of that advantage » (\*\*)

Il ne faut donc pas seulement identifier les sociétés dont le track record est excellent (facile), mais aussi bien comprendre pourquoi cet avantage devrait rester durable (ce qui est moins simple dans un monde où les révolutions technologiques bouleversent beaucoup de certitudes).

C'est un peu comme si j'avais payé le prix fort pour un bijou réalisé dans un métal que je croyais précieux alors qu'il est en toc. Ça fait mal à l'égo et au carnet de chèques.

Nous sommes bien placés pour savoir que notre jugement n'est pas sans failles. C'est pourquoi on aime bien acheter de très belles sociétés, mais à un prix qui ne reflète pas cet attribut. Comme on l'a dit, c'est très compliqué car les pépites d'or attirent l'œil et les convoitises. Alors il faut s'intéresser aux petites pépites qui n'attirent pas grand monde parce qu'elles ne feront pas la différence dans le portefeuille d'un gérant d'actifs de taille moyenne (c'est à dire énorme), ou bien continuer inlassablement à gratter en espérant trouver une pépite recouverte de terre que les gens avaient prise pour un vulgaire caillou.

Notre expérience nous a permis de nous apercevoir que des opportunités apparaissent souvent dans des secteurs en difficultés où même le leader a des marges faibles. Ce n'est que lorsque le marché reviendra à meilleure fortune que la force du leader apparaîtra au grand jour. Pour connaître ces entreprises avant les autres, il faut beaucoup de travail, de la patience, et le luxe d'un horizon d'investissement long.

Prenez Tessi. Cette société possède avec sa filiale CPoR un monopole de fait et opère la quasi-totalité des transactions sur l'or en France. Au début des années 2000, quand le trading de l'or était un marché au bord de l'extinction, le dernier concurrent sur le marché s'est retiré, laissant à CPoR la main sur la totalité d'un marché à l'époque peu rentable. Se retrouvant seul, CPoR a continué à approfondir son « moat » en construisant des relations durables avec les banques de réseau, et en étant

la place de cotation de référence des pièces en or en France. A l'époque, pas grand monde ne s'intéressait à Tessi alors que la société était en train de préparer son succès futur. Dans la décennie qui a suivi, les transactions sur l'or ont repris de la vigueur avec l'envolée du cours du métal jaune, la rue Vivienne s'est animée, et CPoR a vu ses profits s'envoler. Personne n'est alors parvenu à les déloger, leur place semblant désormais quasi indéboulonnable (effet réseau, structure de coûts, part de marché). Gage à quiconque de se lancer dans la reconstruction d'un réseau aussi structuré sur ce marché de niche.

Dans un secteur en difficulté, le leader bénéficie toujours d'un avantage (savoir-faire, effet taille et économies d'échelle structurelles, etc.) qui lui permet de survivre alors que ses concurrents disparaissent un à un, le marché n'ayant plus de place pour tout le monde. C'est exactement ce qui s'est produit en 2005 quand Boiron, leader de l'homéopathie, a pu absorber Dolisos son principal concurrent qui vendait les mêmes produits, au même prix (figé par la Sécu depuis plus de 15 ans !), mais qui était trois fois plus petit et ne bénéficiait pas des effets d'échelle du réseau de distribution de Boiron qui livre lui-même les officines. Après des années de pertes, Dolisos a jeté l'éponge et s'est vendu à Boiron qui est devenu le leader incontesté du marché et n'a pour ainsi dire plus vraiment de concurrent. Après des années de structuration de son organisation, Boiron est désormais à même de profiter à plein de son statut de quasi-monopole sur le secteur. A 7x le résultat d'exploitation attendu pour cette année, c'est pour nous une fantastique opportunité alors que les marges devraient poursuivre leur ascension au cours des années à venir.

La période actuelle est particulièrement riche en risques et en opportunités. Le contexte économique européen est compliqué depuis déjà pas mal de temps, et les profits des entreprises ne sont pas au beau fixe. Investir dans une société pas chère mais de qualité médiocre peut vite mal tourner car la concurrence est féroce. C'est en effet un moment idéal pour les leaders de renforcer leurs positions, en continuant à améliorer leur process, leur structure de coûts, et surtout en investissant à contre-courant du cycle, pour sortir gagnant sur le long terme de

cette passe difficile. L'état de l'économie ne permet pas de s'enflammer facilement pour ces « entreprises forteresses » dont la rentabilité à court terme ne paraît pas forcément exceptionnelle. Du coup leur valorisation peut être très basse par rapport aux actifs et très loin de leur valeur intrinsèque. Pour être là quand elles sortiront vainqueurs de ces années difficiles, il faut toujours renforcer notre compréhension de leur business model, étudier leurs concurrents, rencontrer leurs dirigeants pour comprendre comment ils se préparent aux dix prochaines années en élargissant les fossés autour de leurs forteresses. Un vrai programme militaire !

Nous vous souhaitons un excellent été.

Raphaël Moreau - Gérant analyste

(\*) castles surrounded by moats

(\*\*) La clé de l'investissement est de déterminer l'avantage compétitif d'une entreprise, et avant tout, la durabilité de cet avantage.