

AU-DELÀ DU PROSPECTUS

Miser sur la valeur économique ajoutée, et non sur le bénéfice par action

Un rendement annuel de 11,3 % sur 10 ans, par rapport à 6,5 % pour l'indice sous-jacent ■ PAR YVES BOURGET

La prudence reste de mise concernant les titres du secteur énergétique, selon Richard Fogler, directeur général et chef des placements pour le compte de Kingwest & Company, qui a le mandat de gérer le Fonds d'actions canadiennes NordOuest.

Le secteur pétrole et gaz, jusqu'à récemment le principal moteur de la performance du marché boursier canadien avec les titres miniers, ne représentait que 6,9 % des actions canadiennes de ce fonds au 31 décembre dernier. « Nous n'aimons pas investir beaucoup dans des titres dont la performance est liée au prix d'une denrée dont nous n'avons aucune manière de prédire le prix au cours des trois prochaines semaines ou des 12 prochains mois. Nous ne voulons tout simplement pas prendre un risque aussi élevé dans ce portefeuille », admet le gestionnaire, qui a plus de 25 ans d'expérience en placement.

Richard Fogler étend son raisonnement aux titres du secteur minier, où le risque est plus grand que le rendement potentiel. « Notre stratégie de placement consiste à éviter d'investir dans des entreprises surévaluées ou dans celles qui affichent un degré de volatilité susceptible de nuire au rendement global du portefeuille », résume-t-il.

Valeur économique ajoutée

Originaire de Toronto, Richard Fogler a étudié l'économie à la **Wharton School of Business** de l'**Université de Pennsylvanie**, avant de faire des études avancées en économie et en finance internationale à l'**École Pratique des Hautes Études (EPHE) de la Sorbonne** au début des années 1970. Il assiste dans ses travaux François Perroux, l'un des plus influents économistes français des années 1950 et 1960, qui fonda en 1944 l'**Institut de science économique appliquée (ISEA)**, devenu depuis l'**Institut de sciences mathématiques et économiques appliquées (ISMEA)**.

Richard Fogler s'intéresse alors à la création des euros: « J'étais probablement le plus renseigné sur ce sujet à l'époque, ne serait-ce que parce que personne d'autre que ceux qui y travaillaient ne s'y intéressait ».

Au cours des premiers mois de son retour à Toronto, il lit un article de l'économiste Joel Stern dans le *Financial Analysts Journal* intitulé « *Earnings per share don't count* » (Les bénéfices par action ne comptent pas). « Ce qu'il décrivait, la "valeur économique ajoutée", était une application concrète de ce que j'avais appris à l'école; j'ai alors conclu que c'était la meilleure façon d'investir, parce qu'elle met en évidence les flux produits par l'entreprise et les capitaux requis pour

les générer, de même que les capitaux additionnels qui doivent être investis dans l'entreprise pour maintenir sa position concurrentielle et assurer sa croissance. »

Cette méthode aboutit à la même valeur d'entreprise que celle que l'on trouve en actualisant les flux de trésorerie libérés, soit la valeur actualisée nette de la finance classique. Certains, comme Richard Fogler, considèrent que l'écart entre le rendement du capital et le coût du financement illustre plus clairement la performance de la firme. D'autres préfèrent la vision des flux de trésorerie qui reviennent directement aux actionnaires et aux créanciers.

Il convient donc d'acheter une entreprise si son cours boursier est inférieur d'au moins 40 % à la valeur dite « intrinsèque » trouvée avec cette méthode. Toutefois, comme tous les professeurs de finance vous le confirmeront, le véritable problème de toute évaluation selon ces modèles réside dans la qualité des prévisions du bénéfice net d'exploitation après impôt, du capital investi et du coût du capital, qui constituent les intrants de ces modèles. Qui dit « prévision » dit aussi « incertitude ».

Interrogé sur ses prévisions, Richard Fogler répond: « Tous les placements impliquent des hypothèses de rendement de l'argent investi. Nous tentons de comprendre la capacité de générer des bénéfices (*earning power*) de l'entreprise. Nous nous demandons quel est le résultat logique et raisonnable auquel nous pouvons nous attendre en fonction de ses actifs existants. Nous nous demandons aussi dans quelle mesure l'excédent de liquidités qu'une entreprise génère servira à remplacer ses infrastructures qui se détériorent plutôt qu'à l'expansion de l'entreprise, explique-t-il. Si elle prend de l'expansion, le fait-elle dans son champ d'expertise? »

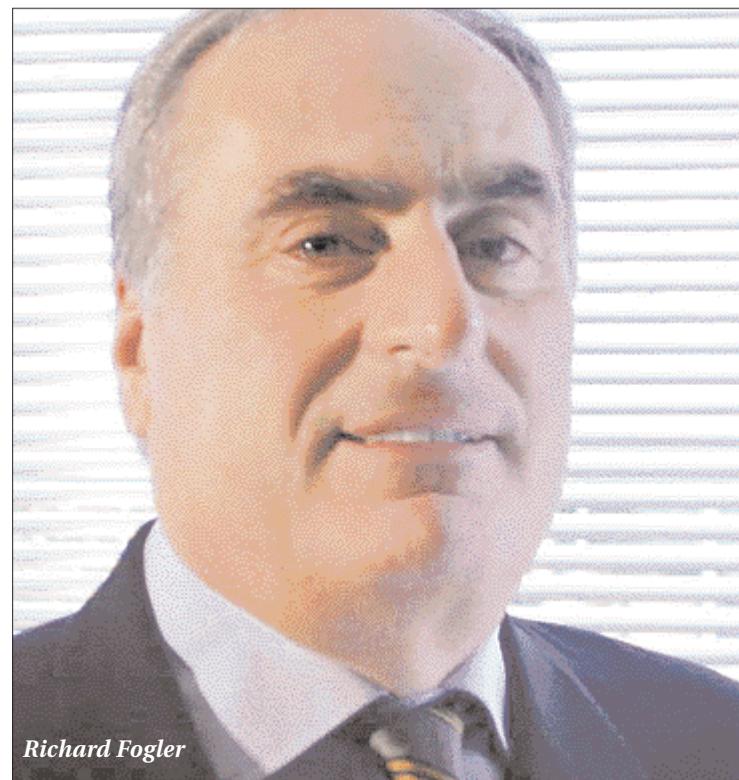
Kingwest ne fait donc aucune distinction entre des sociétés oeuvrant dans différentes industries lorsqu'il s'agit de déterminer sa valeur. En règle générale, elle s'intéresse à des entreprises qui génèrent beaucoup de liquidités et qui peuvent les réinvestir à des taux de rendement élevés, pour une période prolongée. Quelquefois, il arrive qu'une entreprise qui ne génère pas beaucoup de liquidités à un moment donné ait la capacité d'en générer dans le futur.

Richard Fogler attribue une part importante du succès d'une entreprise à la direction de celle-ci. Selon lui, il y a trois façons de jau-

ger la valeur de cette équipe. La première est sa capacité à gérer l'exploitation, soit contrôler les coûts, etc. La deuxième est sa capacité à bien structurer son bilan en optimisant son niveau d'endettement. La troisième est sa capacité à réinvestir dans des projets générant des taux de rendement élevés.

À ce sujet, il cite l'exemple de la direction de la chaîne de restauration rapide **Wendy's**, qui a tenté de réinvestir ses flux de trésorerie libérés dans des domaines hors de son champ d'expertise et a alors obtenu un succès mitigé. Aujourd'hui, la direction rebrousse chemin et se recentre sur ses restaurants Wendy's, comme le montre la vente récente de la chaîne **Baja Fresh Mexican Grill**. Ses ventes pour un même emplacement étaient en hausse de 3,1 % pour les restaurants de l'entreprise et de 2,7 % pour les franchisés, et ont augmenté de 6,1 % en décembre. « Nous croyons que l'entreprise générera d'ici deux ans beaucoup de liquidités qui seront retournées aux investisseurs sous forme de dividendes ou de rachat d'actions », croit Richard Fogler.

Les titres actuellement en portefeuille correspondent assez bien à ce que Richard Fogler achèterait aujourd'hui, puisqu'il en a acheté 80 % avec de l'argent frais récemment investi dans le Fonds. Les dix plus importantes positions en portefeuille comptaient pour 32,8 % du fonds à la fin de 2006. Quatre des 10 titres les plus importants du



Richard Fogler

portefeuille étaient des titres des services financiers: la **Banque TD** et la **Banque Royale** comptaient chacune pour 4 %, **Kingsway Financial Services** pour 3 % et la **société de gestion AGF** pour 3 %. L'ajout du conglomérat **Power Corp.** (2,9 %), dont la filiale **Power Financial** est la société la plus importante, porte ce nombre à cinq.

Les services financiers représentaient 17,6 % des actions canadiennes du Fonds, soit la plus forte pondération sectorielle. Le Fonds détient aussi le quart de ses actions américaines dans ce secteur. Puisqu'il détenait 27,8 % de son actif en actions américaines au 31 décembre dernier, c'est donc un peu moins du tiers du portefeuille qui est investi dans le secteur des services financiers.

« Ces titres sont achetés individuellement et non parce que j'ai décidé de surpondérer le secteur. Leurs caractéristiques individuelles diffèrent. Par exemple, nous détenons le titre de **Kingsway** depuis six ans; nous l'avons acheté parce que nous aimions le mode de

fonctionnement d'une compagnie d'assurance, et non pas à cause des bénéfices que la société tirait de son portefeuille de placement. Aujourd'hui, bien que la société tire désormais la moitié de ses bénéfices de ce portefeuille, nous détenons toujours ce titre pour son modèle d'affaires dans le domaine de l'assurance automobile. Son portefeuille de placement est investi dans des titres à revenu fixe de courte échéance. Le titre est comme une protection en cas de hausse des taux d'intérêt, car si les taux montent, la compagnie génère alors plus de bénéfices, parce qu'elle peut réinvestir à des taux d'intérêt plus élevés », explique Richard Fogler.

Parmi les dix autres titres les plus importants en portefeuille, trois appartiennent au domaine des télécommunications: **Rogers Communications** (3,8 %), **Shaw Communications** (3,5 %) et **BCE** (2,9 %). Toutefois, selon Richard Fogler, la poussée des deux premiers entre novembre 2006 et janvier 2007 les mène très près de leur juste valeur. **FI**

LE FONDS EN CHIFFRES

Lancé en décembre 1991, le **Fonds d'actions canadiennes NordOuest** est géré par Kingwest & Company depuis décembre 1997. Sous la gouverne de Richard Fogler, il a dégagé un rendement annuel composé de 11,3 %, par rapport à 6,5 % pour un indice synthétique composé à 70 % de celui du S&P/TSX et à 30 % du S&P 500. La performance du Fonds a largement dépassé celle de cet indice au cours de toutes les périodes de rendement annualisé de un à neuf ans, demeurant toujours dans le premier quartile, sauf pour la quatrième et la cinquième année, où elle s'est située dans le deuxième.

Le Fonds n'a enregistré une performance inférieure à cet indice synthétique qu'à 26 reprises au cours des 97 périodes mobiles de 12 mois entre décembre 1998 et décembre 2006. Dans cet intervalle, son meilleur rendement sur 12 mois a été de 36,4 % pour l'année qui s'est terminée le 30 septembre 2000, et son pire rendement a été de -19,1 % pour celle qui a pris fin le 30 septembre 1998.

Sur le plan du risque-rendement, en prenant pour hypothèse que la volatilité du Fonds, telle qu'elle est mesurée par l'écart-type, est une mesure appropriée du risque, le Fonds se situe effectivement dans le quadrant nord-ouest de l'univers de 345 fonds d'actions canadiennes qui investissent au moins 50 % mais moins de 90 % de leur composante d'actions dans des titres issus du Canada qui existent depuis au moins trois ans. Ces fonds bénéficient de la cote « Grande capitalisation » établie selon la Matrice

du style des actions **Morningstar**. La capitalisation moyenne des actions combinées du Fonds s'élevait à 9,8 G\$, toujours selon Morningstar.

Dans ce même univers, le Fonds dégageait la meilleure mesure de Sharpe sur trois ans. Toutefois, sur cinq ans, sa performance le situe au 66^e rang et dans le deuxième quartile. Sur 10 ans, il se situe au 11^e rang parmi 72 fonds, une performance de premier quartile. Le bêta du Fonds demeure inférieur en moyenne de 18 % au bêta de la médiane des fonds de sa catégorie sur des périodes de trois, cinq et 10 ans.

Le ratio cours-valeur comptable du portefeuille était de 2,2, comparativement à 2,5 pour celui de la médiane des fonds comparables. Son rendement de dividende était de 1,91 %, par rapport à 2,04 % pour celui de la médiane. Le style de gestion de Richard Fogler s'est traduit par un taux de rotation de portefeuille de 27,23 % sur 12 mois au 30 septembre 2006, comparativement à 16,9 % pour l'exercice précédent.

Le ratio des frais de gestion a diminué depuis le 30 septembre 2003, alors qu'il atteignait 2,93 %. Il n'était plus que de 2,64 % au 30 septembre dernier. Si on ajoute le ratio des frais d'exploitation de 0,08 %, le coût total de détention atteignait 2,72 %, par rapport à 3,11 % en 2001. NordOuest annonçait le 21 novembre dernier une baisse de 0,04 % du ratio des frais de gestion. L'actif du Fonds atteignait 499,4 M\$ à la fin de 2006. Rappelons enfin que le Fonds ne couvre pas son risque au chapitre des devises.