



La quête du pouvoir multiplicateur

Justin Anderson, analyste des actions
Janvier 2022

MAWER

Le vieil adage qui dit qu'il vaut mieux essayer de frapper un simple ou un double au lieu de toujours vouloir frapper un coup de circuit est toujours pertinent pour une méthode de placement « ennuyante » axée sur la qualité, comme celle que Mawer emploie. Bien que les placements très spéculatifs puissent procurer des rendements extraordinaires, plus souvent qu'autrement, ces placements se soldent par une perte en capital permanente.

Cependant, sachez qu'il y a une différence entre les coups de circuit tirés de placements spéculatifs et ceux de placements effectués dans des entreprises dotées d'un pouvoir multiplicateur à long terme. Nous avons eu la chance d'en détenir un certain nombre dans les portefeuilles de nos clients. Diploma, Halma et Constellation Software sont trois sociétés qui, grâce à leurs dirigeants chevronnés, ont su multiplier leur capital sur de longues périodes en procédant à des fusions et acquisitions et généré une richesse incroyable pour leurs actionnaires.

Si l'on élargit cette perspective en examinant les rendements boursiers au cours de la dernière décennie, l'avance démesurée des entreprises de qualité supérieure dotées d'un grand pouvoir multiplicateur et dont le modèle d'affaires repose davantage sur la croissance organique, tels qu'Apple, Microsoft, Amazon et Google, nous montre que quelques coups de circuit peuvent effectivement avoir un impact majeur sur l'ensemble du marché.

Il n'y a rien d'étonnant à ce que la plupart des entreprises susmentionnées gravitent autour de la technologie. Compte tenu de la faible intensité capitalistique de leurs activités et de la croissance des marchés dans lesquels elles exercent leurs activités (et assez souvent qu'elles créent de toutes pièces), les entreprises technologiques ont habituellement un excellent pouvoir multiplicateur et leur énorme potentiel explique en partie leurs valorisations stratosphériques.

La perspective d'une hausse des taux d'intérêt a entraîné une réévaluation de nombreuses entreprises technologiques ces derniers mois. Il est fort probable que d'autres entreprises dotées d'un bon pouvoir multiplicateur ou qui frappent de « véritables » coups de circuit valent la peine d'être identifiées, même si c'est une tâche ardue.

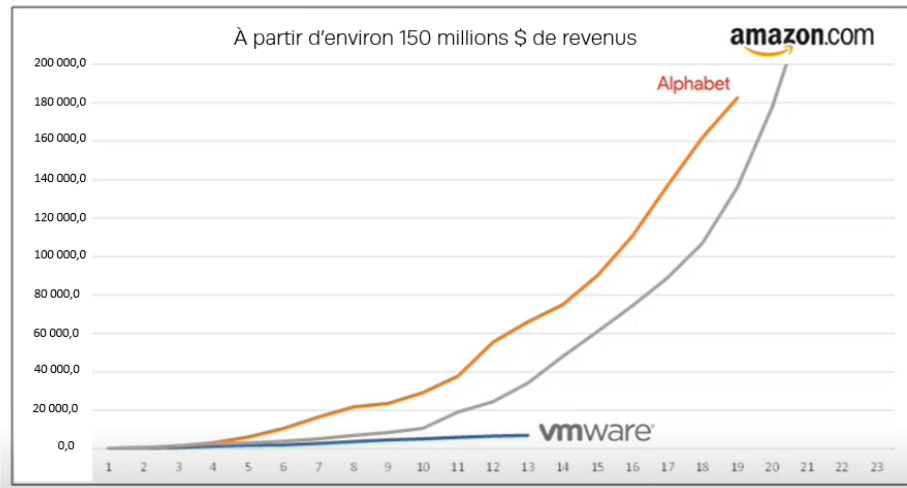
Voici un cadre d'analyse que nous utilisons pour évaluer des sociétés technologiques en plein essor afin d'augmenter nos chances de repérer celles qui ont un énorme pouvoir multiplicateur.

Qu'est-ce que le MAT?

La première étape de notre cadre consiste à évaluer le MAT (ou marché adressable total) de l'entreprise. Certains critiquent à juste titre la notion de MAT, car il s'agit d'une variable que nul ne peut connaître ni vérifier. Quoi qu'il en soit, cette notion nous force à réfléchir à la durabilité de la croissance à long terme de l'entreprise que nous analysons.

Au début, Alphabet (Google), Amazon et VMware avaient des taux de croissance comparables. Cependant, les activités de VMWare, concentrées sur la virtualisation du marché des serveurs, avaient un MAT beaucoup plus petit qu'Amazon ou Alphabet. Par conséquent, son taux de croissance élevé n'était pas aussi durable car son marché adressable a vite été saturé, ce qui a limité sa capacité à se hisser parmi les entreprises dotées d'un grand pouvoir multiplicateur.

Figure 1 : L'une de ces entreprises n'est pas dotée d'un grand pouvoir multiplicateur



Source : Mawer Lab

Voici la série de questions que nous nous posons pour savoir si une entreprise pourrait avoir un grand marché adressable et si son taux de croissance est durable :

1. **Quelle est la part de marché actuelle de l'entreprise par rapport à sa part de marché marginale?** Un premier signe annonciateur de l'énorme pouvoir multiplicateur de Shopify était que, même lorsqu'elle n'avait qu'une part de marché de 1 %, elle trônait au chapitre des parts de marché marginales, puisque 90 % des commerçants qui voulaient se doter d'une présence en ligne choisissaient Shopify.
2. **À quel point l'entreprise est-elle échelonnable?** Autrement dit, si les revenus de l'entreprise étaient multipliés par dix, qu'en serait-il de sa base de coûts et de sa complexité organisationnelle? La plateforme de paiement Adyen offre une solution unifiée de traitement des paiements qui aide les entreprises à intégrer différents modes de paiement aux quatre coins du monde. Compte tenu de sa base de code établie et unique, Adyen peut évoluer très efficacement et ses marges bénéficiaires augmentent proportionnellement.
3. **Quelle est l'élasticité de la demande?** À ses débuts, presque tout le monde sous-estimait le MAT d'Uber, parce que le point de départ était le marché des taxis. Or, la proposition de valeur d'Uber a provoqué une réaction du côté de la demande parce qu'elle offrait une bien meilleure expérience client. Les entreprises qui proposent de véritables solutions de rechange et qui sont capables de livrer la marchandise ont habituellement une croissance plus durable.
4. **Dans le même ordre d'idées, l'entreprise crée-t-elle véritablement de la valeur?** Microsoft est une entreprise formidable en raison de la domination de ses applications Office qui sont intégrées aux processus de ses clients. Mais Microsoft fait bien plus que cela : elle rend les services informatiques de ses clients plus efficaces en leur permettant de consacrer davantage de temps et de ressources à leurs activités premières. Les véritables propositions de valeur accroissent le MAT.

Croissance vs rendements

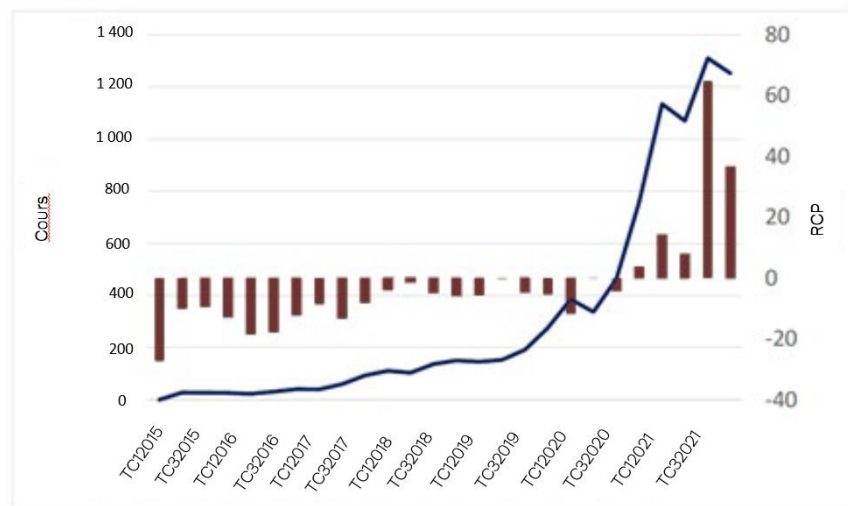
Les entreprises peuvent accélérer leur croissance en dépensant toujours plus d'argent, entre autres en organisant des campagnes publicitaires ou en coupant les prix pour accroître leur part de marché. Cependant, pour que l'on considère qu'une entreprise est dotée d'un énorme pouvoir multiplicateur, sa croissance doit être créatrice de richesse : l'entreprise doit générer des rendements économiques élevés sur le capital investi.

D'un point de vue strictement comptable, de nombreuses sociétés technologiques ne sont pas rentables ou ont des bénéfices très faibles, du moins par rapport à leurs cours boursiers ou au coût du capital. Voilà pourquoi on entend souvent dire qu'elles se transigent à des ratios boursiers astronomiques.

La deuxième partie de notre cadre vise à évaluer si l'entreprise connaît une croissance rentable et si elle génère de véritables rendements économiques. Veuillez vous reporter à la série chronologique des rendements des capitaux

propres déclarés par Shopify ci-dessous. À première vue, le graphique montre que Shopify a subi une transformation majeure au cours des deux dernières années. Mais est-ce vraiment le cas? Shopify est-elle devenue rentable du jour au lendemain, comme par enchantement?

Figure 2 : Shopify : Une entreprise transformée?



Source : S&P Capital IQ

En ce moment, le nombre d'entreprises qui « perdent de l'argent » sur le plan comptable atteint des sommets record et beaucoup d'entre elles en perdent vraiment! Or, d'autres entreprises démontrent simplement que les bénéfices comptables sont de moins en moins pertinents, en particulier dans le domaine de la technologie. On estime qu'environ les deux tiers des FVGA des sociétés technologiques sont en fait des investissements, c'est-à-dire des dépenses aujourd'hui qui vont rapporter dans plusieurs années. Ces sommes sont traitées comme des dépenses dans l'état des résultats, mais pour vraiment savoir si une entreprise crée de la richesse, nous devons retraiter ses résultats pour distinguer ses dépenses de ses dépenses en immobilisations.

Une façon de formuler la question est de se demander : si l'entreprise cessait de croître demain, à quoi ressemblerait son profil? Les tableaux suivants opposent Shopify à une entreprise plus traditionnelle, le producteur d'énergie Suncor. Notez qu'en reclassant une partie des dépenses de Shopify dans la catégorie investissements (les dépenses d'exploitation étant définies comme le coût de maintien des activités actuelles), la rentabilité de Shopify et son ratio de flux de trésorerie disponibles semblent beaucoup plus attrayants.

Figure 3 : Shopify vs Suncor

Comptabilité à sa juste valeur			Données retraitées pour mieux refléter la réalité économique		
Cumul 2014–2019	Shopify \$ US (M)	Suncor \$ CA (M)	Cumul 2014–2019	Shopify \$ US (M)	Suncor \$ CA (M)
Capitalisation boursière	44 207	60 800	Capitalisation boursière	44 207	60 800
Revenus	3 129	185 427	Revenus	3 129	185 427
Dépenses d'exploitation liquides	-3 040	-135 700	Dépenses d'exploitation de maintien	-2 241	-166 691
Flux de trésorerie liés aux dépenses d'exploitation	89	49 727	Flux de trésorerie disponibles (FTD) sans croissance	888	18 736
Dépenses en immobilisations	-168	-34 434	Dépenses en immobilisations liées à la croissance	-967	-3 443
FTD	-79	15 293	FTD	-79	15 293

Ratio des FTD (DPM)	516x	8x	Ratio des FTD sans croissance	52x	23x
Rendement des dépenses en immobilisations	14,0%	9,0%	Rendement net sur la croissance des dépenses en immobilisations	42,6%	19,8%
Croissance prévue des 5 prochaines années	+37,7%	+0,5%	Croissance prévue des 5 prochaines années (TCAC)	+37,7%	+0,5%

Source : Mawer Lab, S&P Capital IQ

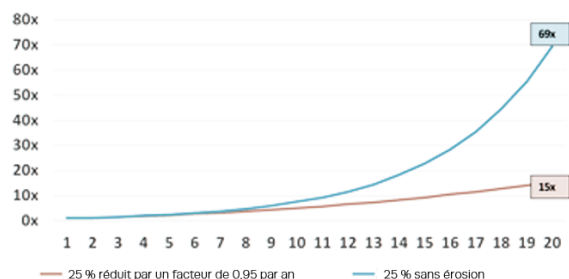
(Nous tenons à préciser que ces rajustements vont dans les deux sens; nous croyons qu'une grande partie des investissements de Suncor déclarés comme étant des dépenses en immobilisations devraient plutôt être traités comme des dépenses, car il s'agit de dépenses nécessaires pour maintenir la capacité de production).

Le travail que nous devons faire pour effectuer ces rajustements nécessite une compréhension de la façon dont l'entreprise gère ses flux de trésorerie. Par exemple, Amazon a déclaré qu'environ 10 000 employés travaillent sur Alexa. Les salaires de ces employés sont traités comme des dépenses sur une base comptable mais, en réalité, Alexa est un pari sur l'avenir, un investissement. En utilisant une estimation des coûts de perfectionnement fixés à 200 000 \$ par employé, nous avons reclassé ces 2 milliards de dollars de dépenses d'Amazon sous la rubrique investissements.

Douves

La troisième et dernière étape de notre cadre a pour but de déterminer si l'entreprise peut protéger son MAT tout au long de sa croissance rentable. C'est sans contredit la partie la plus importante de notre cadre, car une rentabilité et une croissance élevées vont sans nul doute attirer la concurrence. Les entreprises doivent disposer d'avantages concurrentiels viables afin de gravir la courbe de capitalisation au fil du temps et atteindre le statut d'entreprise dotée d'un grand pouvoir multiplicateur. Voici une illustration simple et mathématique qui démontre l'importance d'une bonne douve pour que l'entreprise puisse arriver à enregistrer une croissance exponentielle :

Figure 4 : Capitalisation de 1 \$ @ 25 %



De nombreux cadres d'analyse bien connus sont utilisés pour évaluer les avantages concurrentiels (on n'a qu'à penser au modèle des cinq forces de Porter), mais voici quelques autres cadres d'analyse spécialement conçus pour évaluer les douves des sociétés technologiques :

1. **Coût de possession vs inertie :** Plus tôt, nous avons donné l'exemple d'Adyen, entreprise qui gagne des parts du marché des modes de paiement. La solution techniquement supérieure d'Adyen offre à ses clients une technologie de paiement sur une plateforme tout-en-un et à un coût de possession inférieur, ce qui signifie que sa plateforme réduit le nombre de fournisseurs de paiement et d'acquéreurs qui doivent être intégrés par l'équipe des services informatiques du commerçant. Par exemple, un client typique d'Adyen économise 5 millions de dollars par an, comparativement aux options de paiement concurrentes grâce à la

seule réduction des erreurs de type I et de type II. Les autres plateformes de paiement n'ont pas été en mesure d'égaliser les fonctionnalités d'Adyen en raison de l'inertie de leurs solutions.

2. **Apprentissage constant vs clientèle fidèle :** Un avantage concurrentiel inhérent aux modèles d'affaires de nombreuses sociétés technologiques dominantes est qu'une fois qu'un produit a été adopté et intégré aux flux de travail du client, il devient pénible et difficile de changer de fournisseur, compte tenu des intégrations avec d'autres systèmes, de la formation requise et de l'analyse différentielle coûts-avantages. Cependant, c'est une arme à double tranchant. SAP et Oracle sont d'excellents exemples d'entreprises à la clientèle fidèle, mais dont la position dominante sur le marché a plutôt entraîné une augmentation de la dette technique, sans compter que ces entreprises n'affichent plus une forte croissance. En revanche, des entreprises comme Google utilisent leur position sur le marché à leur avantage. Des moteurs de recherche, il y en a à la tonne, mais Google apprend continuellement de sa part de marché et des données qu'elle accumule, ce qui lui permet d'améliorer sa proposition de valeur grâce à un cercle vertueux.
3. **Plateformes vs outils :** En général, les plateformes ont tendance à être plus défendables que les applications car elles sont plus globales et, une fois adoptées, plus difficiles à déloger. Imaginez la valeur des plateformes iOS ou Android par rapport à n'importe quelle application.
4. **Culture :** Compte tenu de l'importance d'attirer et de retenir des gens talentueux, d'être flexibles, d'innover et de s'améliorer continuellement, les cultures d'entreprises peuvent faire une grande différence au fil du temps. Nous vous recommandons fortement de lire *No Rules Rules : Netflix and the culture of reinvention* par Reed Hastings et Erin Meyer qui se penche sur la culture et les valeurs que Netflix a délibérément cultivées pour perpétuer sa croissance.

Bref, à l'instar de la quête du Saint Graal, celle du pouvoir multiplicateur est un objectif difficile à atteindre. Cependant, vu le potentiel de ces entreprises à générer de la valeur sur de longues périodes, notre cadre d'évaluation en trois étapes nous aide à distinguer les investissements coûteux et spéculatifs de ceux qui ont les ingrédients pour se doter d'un véritable pouvoir multiplicateur.

Dénis de responsabilité

Gestion de placements Mawer Ltée fournit cette publication à titre informatif uniquement et elle ne doit pas, et ne devrait pas, être interprétée comme un conseil professionnel. Les informations contenues dans cette publication reposent sur des données considérées comme fiables au moment de la publication et Gestion de placements Mawer Ltée ne peut garantir leur exactitude ni leur intégralité.

Les références à des titres en particulier sont présentées à des fins d'information seulement. Les informations relatives aux méthodes de placement ou à certains titres ne doivent pas être interprétées comme des conseils ni comme une recommandation de placement. Les opinions exprimées dans ce document se fondent sur les informations disponibles au moment de la rédaction et sont susceptibles de changer. Toutes les informations sont susceptibles de faire l'objet d'une correction. En aucun cas, Mawer ne peut être tenue responsable de dommages résultant de l'utilisation ou de l'impossibilité d'utiliser les informations fournies dans cette publication de manière appropriée, ni de dommages subis de quelque manière que ce soit.

MAWER