

31, décembre 2020

« Benjamin Graham a dit très pertinemment qu'un investisseur n'a besoin que de deux choses : de l'argent et du courage. Mais l'argent seul ne suffit pas. Le courage est un élément essentiel du processus. »

Seth Klarman

Il faut se fier au processus

L'année 2020 est enfin terminée. On ne l'oubliera jamais. Le monde entier est encore confiné en ce début de 2021, mais il devrait revenir à une certaine normalité d'ici à 2022, si les vaccins sont efficaces.

En dépit de l'extrême volatilité, un client qui se serait endormi il y a un an pour se réveiller le 31 décembre constaterait que les marchés sont restés plutôt statiques. Le recul survenu en mars a été suivi par une reprise qui s'est poursuivie jusqu'en décembre. Plusieurs investisseurs ont paniqué et vendu leurs placements à la baisse. Mais comme le montre l'évolution du marché cette année, ils auraient plutôt dû les conserver malgré la dégringolade, si leurs fonds étaient investis dans des entreprises financièrement solides dont la pérennité ne faisait pas de doute. Nous avons indiqué dans notre bulletin de mars que nous profiterions de la liquidation dans le marché pour affecter nos liquidités à l'acquisition de titres de quelques bonnes sociétés à des cours raisonnables. Nous avons investi dans des entités comme Alphabet, Walt Disney, Diageo, Unilever et Visa. Même si personne ne savait comment la pandémie évoluerait, c'est notre processus qui nous a donné l'assurance nécessaire pour conclure ces achats.

Les gens étant incités à rester à la maison, des titres comme ceux de Microsoft, de Google et de Techtronic, par exemple, ont dominé le marché jusqu'à l'annonce du vaccin. Nous détenions des placements dans ces entreprises, mais nous en avons aussi plusieurs autres dans d'autres secteurs qui ont piétiné pendant la plus grande partie de l'année. Lorsque le vaccin est arrivé, les investisseurs ont renoué avec les titres axés sur la valeur, si bien que notre portefeuille a rebondi au cours des derniers mois.

Pour l'avenir, si le vaccin est efficace et que le PIB mondial enregistre une certaine croissance, la Fed et les autres banques centrales devraient réduire les stimulants monétaires (parallèlement à la baisse des déficits gouvernementaux), ce qui entraînera une certaine hausse du rendement des obligations. Le rendement des obligations américaines à 10 ans, qui est d'environ 0,9 % aujourd'hui, s'élevait à 1,75 % il y a un an.

Les titres ne sont pas bon marché, mais ... nous ne contrôlons pas le marché

Les évaluations augmentent depuis quelque temps en raison de la faiblesse des taux d'intérêt. En ce début de 2021, les principaux indices boursiers témoignent de l'optimisme des investisseurs. Dans l'ensemble, les titres

ne sont pas bon marché sur le plan historique. Ceux du S&P 500 se négocient à 25 fois les bénéfices projetés pour 2021 et le rendement des actions s'établit à 1,5 %.

Il est toutefois important de souligner que nous ne contrôlons pas « le marché ».

En fait, il y a actuellement des titres dont les évaluations semblent exagérées et la pondération des sociétés technologiques à très grande capitalisation peut certainement faire disparaître les occasions d'achat. Malgré tout, plusieurs titres intéressants se négocient à des cours qu'on jugerait peu élevés dans tous les marchés. Nous nous proposons de nous concentrer sur ces derniers, ceux de sociétés financièrement solides, dont le modèle d'affaires est avéré et dont le cours du titre offre un très bon potentiel de rendement tout en étant assez bon marché pour nous donner une marge de sécurité confortable.

Dans le tableau ci-dessous, on peut voir que nos stratégies portant sur l'évaluation des actions sont très différentes de celle du marché dans son ensemble :

	Ratio cours-bénéfice	Rendement de l'action
Titres de valeur - monde	14	2,2 %
Dividende canadien	13	3,9 %

Il se peut que la volatilité reste élevée pendant un certain temps, mais les sociétés représentées dans le portefeuille sont en bonne position pour continuer à accroître leur bénéfice et leur dividende, ce dont profiteront les actionnaires à long terme.

L'année 2020 s'est révélée difficile, mais elle rappelle aux investisseurs que, dans les pires moments, les bonnes sociétés ont les capacités financières et de gestion qui leur permettent de s'adapter et de surmonter la tempête.

Il est essentiel de disposer d'un portefeuille diversifié. L'inconvénient, c'est qu'à un moment donné, un groupe de placements va surclasser les autres, et on espère toujours que ce groupe soit le plus large possible. La diversification implique cependant qu'un placement, un groupe ou un secteur se comportera bien alors que les autres seront à la traîne, mais ces derniers prendront du mieux au fil du temps. De toute évidence, la diversification constitue le facteur permettant de conserver le capital.

Activité du quatrième trimestre

L'activité ayant été plutôt calme au troisième trimestre, elle a repris quelque peu en octobre et en novembre. Nous avons profité de la vigueur des marchés pour réduire plusieurs positions devenues relativement importantes, notamment sur les titres de Techtronic, de Middleby et de Morgan Stanley. Nous nous sommes également défaits du titre de Takasago, une société japonaise du secteur des arômes et parfums. Ces ventes ont financé l'achat de quatre nouveaux placements.

Viatrix, formée à la suite de la scission d'Upjohn (appartenant à Pfizer) et de sa fusion avec Mylan, est une société de produits pharmaceutiques spécialisés des plus divers. Un peu plus de la moitié de ses revenus sont tirés de médicaments de marque, dont Lipitor, Xanax et Viagra, et le reste, de produits génériques, de biosimilaires et de produits en vente libre dans les pharmacies. La nouvelle entité dispose d'infrastructures de distribution mondiales de premier choix et est très présente dans les marchés émergents. Il est possible que la croissance des ventes soit limitée dans les premières années, mais la nouvelle équipe de gestion qui vient de Pfizer est en mesure de réduire les coûts et d'affecter les énormes flux de trésorerie au développement des

affaires et à l'acquisition de nouveaux actifs. Le titre a été acheté à seulement cinq fois les bénéfices et devrait dégager dès le départ un rendement de 5 % à 6 %.

Compass est une société de restauration collective du Royaume-Uni qui exerce ses activités dans 45 pays auprès de sociétés, d'hôpitaux et de maisons de soins, d'établissements scolaires, de stades, d'installations de défense et en mer, etc. Elle dispose de fortes liquidités auxquelles elle n'a presque pas eu recours au dernier trimestre. Certaines des activités ont toutefois été sensiblement réduites en raison de la pandémie, si bien que le groupe a décidé de raffermir son bilan par une émission d'actions. Nous avons donc fait l'acquisition du titre d'un chef de file dans un secteur en croissance structurelle mais encore grandement fragmenté où une bonne partie de la concurrence locale et régionale pourrait bien disparaître. La pandémie sera un jour chose du passé, et nous avons été en mesure d'acheter le titre à un prix inférieur de près de 50 % à ce qu'il a déjà été.

Le vaccin étant enfin arrivé à la fin de l'année, les actions des sociétés favorisées par le travail à la maison ont été en grande partie liquidées, ce qui nous a permis d'investir à bon prix dans des entreprises bénéficiant de bonnes perspectives de croissance à long terme.

D'abord, nous avons ajouté au portefeuille le titre de Tractor Supply, un détaillant dans les régions rurales des États-Unis possédant un réseau de quelque 1900 magasins dans 49 États et leur site Internet éponyme de commerce électronique, qui offre un large éventail de produits pour la maison, le terrain et les animaux. Même s'il est le plus important détaillant axé sur le mode de vie rural au pays, sa part de marché n'est que de 10 %. Ayant depuis longtemps la réputation d'offrir un excellent service, sa clientèle lui est très fidèle, ce qui a contribué à l'augmentation de ses revenus chaque année depuis l'an 2000. Ses affaires pourraient ralentir un peu l'année prochaine après l'activité soutenue enregistrée pendant la pandémie, mais sa dette nette est négligeable et il investit actuellement de fortes sommes dans l'agrandissement et la modernisation de ses magasins tout en faisant bénéficier les actionnaires de dividendes plus élevés et de rachats d'actions assez importants. La forte croissance sous-jacente de son chiffre d'affaires et de son bénéfice étant constante, ce détaillant est une société de grande qualité dont nous avons acheté le titre à un multiple inférieur à la moyenne.

Enfin, Electronic Arts est une société de jeux vidéo dont les revenus proviennent davantage d'un large portefeuille de franchises fiables (FIFA, Madden NFL, The Sims, etc.) que d'un produit vedette unique. Le secteur des jeux vidéo n'étant pas encore parvenu à maturité, il devrait inscrire une bonne croissance structurelle pendant plusieurs années à venir. De plus, le passage à la vente de contenu téléchargeable, y compris les micro-transactions dans le jeu, et aux services d'abonnement fidélise la clientèle et accroît la rentabilité. La société a enregistré une croissance des ventes, presque entièrement organique, d'environ 8 % par année depuis 20 ans et ses marges bénéficiaires sont toujours à la hausse. Elle détient des liquidités nettes de 5 G\$, soit plus de 20\$ l'action (1/6^e de la capitalisation du marché), ce qui lui a permis de racheter annuellement plus de 2 % de ses titres au cours des dernières années et de commencer à verser un dividende trimestriel.

Le mot de la fin / Il faut se fier au processus

Liam Card, mon collègue et ancien athlète de piste de l'équipe canadienne, parle souvent de son ancien entraîneur (Earl Farrell) qui lui disait constamment de « se fier au processus » lorsqu'ils travaillaient ensemble. Il se souvient des athlètes qui se ruiaient sur les nouvelles méthodes d'entraînement à la mode et qui affichaient de bonnes performances au début de la saison pour ensuite ne plus être en mesure de compétitionner pendant l'été - la période la plus importante - en raison de blessures ou pour cause d'épuisement. Chercher à obtenir une performance exceptionnelle à court terme en prenant un risque excessif ou en compromettant le processus peut entraîner de graves conséquences pour les portefeuilles et les régimes de retraite comme pour la carrière d'un athlète. De nos jours, il faut plus que jamais se fier au processus.

Les cours de certains titres sont actuellement déconnectés de la réalité par suite des transactions effectuées par une foule de boursicoteurs sur les nouvelles plateformes de négociation (telles que Robinhood). Ces investisseurs peuvent éprouver temporairement une certaine euphorie en raison de la hausse soudaine de ces valeurs, mais nous avons dans l'idée que ce sera de courte durée.

Le monde est en constante évolution. Notre processus évolue aussi naturellement et s'améliore avec le temps, mais nous sommes (et serons toujours) centrés sur la qualité et nous investirons dans des entreprises solides qui sont en bonne position face à la concurrence et dont le titre se négocie à escompte par rapport à sa valeur intrinsèque.

L'entraîneur de Liam a guidé plusieurs champions canadiens, détenteurs de records et olympiens dans un cadre avéré et à moindre risque. Cette approche rejoint notre philosophie et, quand vient le temps de créer de solides portefeuilles qui résisteront à l'épreuve du temps, nous nous fions au processus.