

Avril 2024

*« L'intelligence artificielle ne remplace pas l'intelligence humaine;
c'est un outil qui permet d'en amplifier la créativité et l'ingéniosité. »*

– [Fei-Fei Li, Stanford Institute for Human-Centered Artificial Intelligence and IT](#)

Les lampistes – un éclairage sur l'intelligence artificielle

Ce premier trimestre s'est poursuivi sur la lancée positive de l'année 2023. Dans les conversations avec notre clientèle, deux questions reviennent fréquemment : - « Devrions-nous investir dans l'IA (intelligence artificielle)? » - « Avec les marchés au plus haut, devrions-nous vendre nos actions? » Nous répondrons aux deux dans le cadre de cette lettre.

IA

L'intelligence artificielle modifiera sans aucun doute nos vies de façon significative, probablement pour le meilleur et pour le pire. Imaginez que votre médecin traitant puisse entrer vos symptômes dans une application d'IA en mesure de générer votre diagnostic en quelques secondes. Nous aurons toujours évidemment besoin du jugement et de l'expérience des docteurs, mais l'IA augmentera considérablement l'efficacité de notre système de santé pour le bien des patients, à un coût inférieur.

L'IA sert déjà dans de nombreux secteurs d'activité. Les compagnies d'assurance utilisent des modèles d'IA pour mieux évaluer le risque et établir leurs tarifs. Les banques appliquent ces modèles à la solvabilité des emprunteurs, alors que dans le secteur de la consommation, la technologie permet de mieux prévoir les comportements d'achat et donc d'améliorer la gestion des stocks.

Toutefois, nous constatons déjà les dangers de l'IA. Les réseaux sociaux et autres médias en ligne filtrent les actualités pour nous présenter celles qui ont un rapport avec nos préférences. C'est également vrai pour les publicités et les informations que nous recevons.

Il existe une infinité d'exemples montrant à quel point l'IA aura une incidence dans nos vies. Il s'agit donc d'un outil très puissant, qui suscite un débat intense entre dirigeants, universitaires, responsables politiques, philosophes et investisseurs. Les nouvelles entreprises d'IA font couler de l'encre tous les jours et attirent à elles d'importants capitaux. Vous pouvez donc légitimement vous demander s'il faut que nous investissions dans cette technologie émergente.

Réponse : nous le faisons déjà, dans des sociétés de premier plan en IA.

Citons par exemple Microsoft, qui a investi dans la société OpenAI (créatrice de ChatGPT), avant même que la plupart d'entre nous en aient entendu parler, et a incorporé l'IA dans nombre de ses produits qui généreront un revenu significatif dès cette année.

Parmi les grands investisseurs en IA, citons Meta, Google (Alphabet) et Amazon, trois sociétés dans lesquelles la stratégie mondiale de valeur LSGP a investi. Précisons que Google envisage de faire payer ses recherches effectuées par IA. C'est un changement monumental de son modèle d'affaires, puisque pour la première fois, il faudrait mettre la main au portefeuille pour utiliser un des principaux services de Google. Taiwan Semiconductor (TSMC), une autre position de notre stratégie mondiale, fabrique les puces électroniques nécessaires au fonctionnement de ce moteur de recherche en plein développement. Plus de détails sur TSMC figurent ci-dessous.

Le cours boursier de chacune de ces sociétés reflète l'effervescence entourant l'IA. Même si nous continuons à entrevoir de la valeur dans ces positions, nous détenons également les actions de sociétés plus discrètes, qui occupent des positions de premier plan sur leur marché et continueront de générer des dividendes et un revenu en croissance.

Avec les marchés au plus haut, que doit-on faire?

Effectivement, les cours boursiers atteignent des sommets, en grande partie dans les technologies et les services de communication, les perspectives à long terme des sociétés de ces secteurs semblant de toute évidence très favorisées par l'IA. Ces actions ne sont plus aussi bon marché que lorsque nous avons commencé à en acquérir, puisque leurs cours reflètent pleinement l'accélération de la croissance des bénéfices et des flux de trésorerie libre. Il existe très peu d'entreprises générant un revenu supérieur à 100 milliards \$ et en croissance de plus de 10 % par an, qui dégagent de confortables marges de profit, sans endettement.

En d'autres termes, ces valorisations se justifient et paraissent même bien inférieures à notre estimation de la juste valeur des titres concernés. Toutefois, nous demeurons aussi enthousiastes sur le reste de nos positions en portefeuille, à savoir des entreprises d'envergure mondiale enregistrant des bénéfices stables et des dividendes en croissance. Elles ne suscitent pas la même effervescence, mais restent des sociétés d'excellente qualité, comme le montrent leurs résultats depuis longtemps, qui se négocient à des valorisations attrayantes.

On a beaucoup parlé d'une baisse des taux d'intérêt cette année. Que celle-ci se produise à court terme ou non, la sélection bien diversifiée de positions que nous détenons devrait créer de la valeur au cours des prochaines années et les perspectives des sociétés sous-jacentes resteront peu affectées par la variation des taux.

Starbucks

Fondée à Seattle en 1971, l'enseigne domine toutes les chaînes de cafés à l'échelle mondiale, forte de 35 000 points de vente dans plus de 80 pays. Grâce à une relation stratégique avec Nestlé, l'entreprise concède également des licences de vente de produits sous sa marque qui augmentent d'environ 5 % son revenu et doublent ses profits. La réussite de Starbucks repose sur sa capacité à offrir des cafés, d'autres boissons et de la nourriture de qualité élevée et à séduire sa clientèle grâce à des établissements confortables et accueillants. L'entreprise s'est positionnée sur un segment haut de gamme, ce qui lui procure des marges élevées et une grande fidélité de sa clientèle.

Elle a de plus démontré sa capacité d'adaptation aux changements des préférences de consommation au fil du temps, comme en atteste l'augmentation des choix à sa carte, avec notamment des aliments santé et des produits à base de plantes. Le programme de récompense et l'application mobile Starbucks ont rencontré un vrai succès, avec plus de 75 millions de membres qui représentent plus de la moitié du total des transactions et se trouvent cinq fois plus susceptibles de franchir la porte d'un Starbucks chaque jour. Même si la pandémie a posé de sérieuses difficultés, l'entreprise a très bien résisté, continuant de générer des flux de trésorerie libre. La stratégie

de croissance comporte de multiples facettes et consiste à poursuivre le développement mondial, accroître les capacités numériques et mobiles ainsi qu'à susciter des innovations dans la gamme des produits. En conséquence, nous nous attendons à une progression soutenue du revenu et au maintien de flux de trésorerie libre élevés. La trésorerie excédentaire a servi à racheter des actions et à verser des dividendes. C'est une entreprise qui se trouve en très bonne posture pour l'avenir.

Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC)

À sa création, en 1987, TSMC était la première entreprise au monde de fonderie dédiée à la production de semi-conducteurs (les puces électroniques servant à d'autres fabricants). Elle occupe toujours une position dominante et joue un rôle critique auprès des chefs de file technologiques. Les capacités de production avancées de TSMC revêtent une importance essentielle pour produire les semi-conducteurs les plus sophistiqués que l'on retrouve dans une vaste gamme de produits, des téléphones intelligents aux ordinateurs en passant par l'électronique embarquée et les centres de données. Les barrières à l'entrée s'avèrent colossales, d'abord sur le plan physique, puisqu'une nouvelle unité de fabrication peut coûter entre 10 et 20 milliards \$, après un chantier de trois à quatre années, et surtout en termes technologiques. Grâce à des efforts sans relâche de recherche et de développement, TSMC se trouve actuellement dans une position enviable, aucun producteur de puces électroniques de pointe n'ayant de telles capacités, avec en plus des processus de miniaturisation qui peuvent aller jusqu'à deux nanomètres (nm), soit la largeur d'un brin d'ADN.

Le modèle d'affaires de l'entreprise lui confère également un net avantage. Ses pures activités de fonderie permettent de servir une grande diversité de clientèle, sans entrer en concurrence directe, et ainsi de nouer des partenariats fructueux et stables, notamment depuis longtemps avec des géants du secteur comme Apple, Qualcomm et Nvidia. Malgré l'inévitable caractère cyclique de ce secteur d'activité, TSMC a enregistré une forte croissance interne de ses ventes et de ses profits au cours des 25 dernières années. L'entreprise dégage des marges opérationnelles confortables et affiche une position nette en trésorerie positive qui lui permet de financer de manière continue de significatifs investissements pour augmenter ses capacités de production et son avance technologique.

TSMC bénéficie en outre de la récente politique du gouvernement américain consistant à augmenter la fabrication de puces électroniques aux États-Unis. En contrepartie de la construction d'une grande usine en Arizona, la société a récemment reçu une subvention de 6,6 milliards \$ et devrait augmenter ses capacités aux États-Unis à l'avenir.

La demande de semi-conducteurs avancés ne peut qu'augmenter, en raison de tendances de fond et d'autres aspects plus récents comme l'IA générative, et TSMC se trouve très bien placée pour en profiter, grâce à son positionnement de chef de file dans l'industrie ainsi qu'à des investissements stratégiques dans ses capacités de production et dans l'innovation technologique.

Walt Disney

Nous n'avons plus besoin de présenter une société aussi connue, mais rappelons que Walt Disney constitue un géant mondial du divertissement qui possède des parcs d'attractions, des bateaux de croisière, des réseaux de médias, des studios de cinéma et des services de diffusion en continu. Ses marques incontournables, ses personnages adorés et son vaste catalogue d'œuvres ont consolidé sa position de chef de file du divertissement, avec un portefeuille de sociétés potentiellement sans équivalent et composé notamment de Marvel, Lucasfilm (La Guerre des Étoiles et Indiana Jones), 21st Century Fox, Pixar, Touchstone, ABC et National Geographic, ainsi que des marques comme Les Muppets, Pirates des Caraïbes, le Monde de Narnia ou Winnie l'ourson.

L'an dernier, l'activité de création d'expériences (parcs à thème, croisières) a représenté 36 % du revenu de la société et 70 % de son résultat d'exploitation. Les activités de divertissement ont représenté 45 % du revenu (films, chaînes du câble, diffusion en continu et contenus de Disney+ et Hulu), mais seulement 11 % du profit, le reste provenant du sport (notamment ESPN, une filiale à 80 %).

Malgré certaines difficultés, la diversification du groupe dans la diffusion en continu, avec Disney+, s'est avérée fructueuse en termes de nombre d'abonnements, mais décevante pour l'instant sur le plan de la rentabilité, créant des pertes significatives. Cette division devrait toutefois atteindre son seuil de rentabilité d'ici la fin de cette année, de sorte que les résultats s'amélioreront par la suite, d'autant plus que des opérations de réduction des coûts ont été récemment menées. Le contenu exceptionnel de Disney ainsi que les récents investissements et efforts de restructuration devraient relancer la croissance des bénéfices des prochaines années.

Le mot de la fin

Le 24 avril 1907, les lampistes de New York (dont le travail consistait à allumer les 25 000 réverbères à gaz de Manhattan) se mirent en grève, plongeant les rues dans l'obscurité. Leur action visait à dénoncer la disparition de leur emploi, en raison de l'invention de Thomas Edison : l'ampoule. La société a adopté la nouvelle technologie et les lampistes ont perdu leur emploi.

L'automatisation cause de significatifs changements structurels pour la population active et cela continuera. Toutefois, malgré la disparition de postes dans l'industrie, le chômage reste à un creux historique.

Cet exemple des lampistes illustre parfaitement ce qui se passe avec l'IA. Chaque avancée technologique qui profite à la collectivité crée de la résistance et mène à des créations ainsi qu'à des disparitions d'emplois. C'est un mouvement inévitable et nous avons toutes les bonnes raisons de croire que le déploiement de l'IA améliorera nos vies, avec des perturbations amplement compensées par les avantages que nous en retirons.

L'état actuel des marchés boursiers se reflète dans le portefeuille. Les rendements proviennent, en grande partie, de nos actions technologiques. Celles-ci continuent de renfermer une valeur attrayante, mais bien d'autres positions dans d'excellentes sociétés jusqu'à présent ignorées offrent également un excellent potentiel.

Cordialement,



Lorne Steinberg
Président