

Juillet 2024

« You've got to know when to hold'em, know when to fold 'em... »*

** Tu dois savoir quand garder tes cartes et quand te coucher*

– Paroles de la chanson « The Gambler » de Kenny Rogers

La technique de la feuille blanche pour éviter les partis pris

Bonjour,

Le deuxième trimestre s'est déroulé un peu comme le précédent, avec une appréciation des actions des sociétés de technologies et de communications, alors que le reste du marché tirait de l'arrière. La diminution anticipée des taux d'intérêt ne s'est pas encore matérialisée (notons toutefois la baisse du taux directeur au Canada en juin) et les chiffres de l'inflation restaient mitigés. La hausse des frais financiers pèse sur la consommation, puisque la croissance des salaires n'a pas compensé l'effet total de l'inflation et de l'augmentation des taux d'intérêt. Les consommateurs se sont donc serré la ceinture, affectant ainsi les bénéfices de sociétés comme McDonald's, Starbucks ou Home Depot.

Lorsqu'un seul secteur domine les marchés, la diversification devient alors un gros mot, puisque tout le monde veut profiter de l'aubaine. Toutefois, les investisseurs devraient se rappeler les leçons des précédents cycles : « Rien ne reste cher indéfiniment et rien ne reste bon marché indéfiniment. »

Il est opportun actuellement de constituer des positions dans les nombreuses sociétés d'excellente qualité dont les cours boursiers ont fléchi et de réduire l'exposition aux actions qui ne renferment plus grande valeur.

Partialité des investisseurs

Dans une fameuse étude, Daniel Kahneman et Richard Thaler (prix Nobel et fondateurs de la finance comportementale) ont démontré que les participants au marché qui détenaient un « article » lui conféraient une valeur bien supérieure au montant qu'accepteraient de verser ceux qui ne le détiennent pas encore pour l'obtenir. En d'autres termes, nous avons tendance à attribuer à ce que nous détenons une valeur supérieure à la réalité. Il s'agit de l'« effet de dotation ».

Parmi les autres préjugés qui mènent à des comportements irrationnels, citons l'« illusion du coût ». C'est un comportement qui apparaît lorsqu'un investisseur conserve une position uniquement en raison de son coût élevé, même s'il semble évident que la revente s'avérera plus bénéfique à long terme.

L'espoir ne constitue pas une stratégie et le marché ne sait pas combien vous avez déjà dépensé. C'est le potentiel des placements que vous détenez qui compte et l'optimisation de vos décisions d'affectation de capitaux à l'avenir.

Nous avons récemment eu un cas avec l'une de nos positions : Reckitt, le fabricant de Lysol. Le cours boursier a chuté. Si cette baisse s'expliquait par des raisons temporaires, comme l'annonce de bénéfices décevants, nous aurions probablement renchéri. La raison tient toutefois à des poursuites judiciaires aux États-Unis, à la suite d'un regrettable décès d'un bébé exposé à la formule pour enfants. La partie demanderesse a reçu 60 millions \$ et la société se retrouve maintenant visée par plusieurs procédures collectives pour des dommages potentiels de quelques milliards de dollars.

Peu importe la qualité des recherches à ce sujet, il est impossible de prédire l'issue d'une telle situation. C'est la raison pour laquelle nous établissons un portefeuille diversifié.

Dans ce type de cas, nous devons nous demander si nous investirions dans ce placement si nous ne l'avions pas déjà fait. Ici, la réponse est non. La seule décision rationnelle consistait à vendre la position Reckitt, et c'est ce que nous avons fait. Il existe une multitude d'autres sociétés dans lesquelles nous pouvons affecter nos capitaux sans avoir à composer avec ce type de risque.

Activité récente

Voici un aperçu de trois positions que nous avons créées au cours du dernier trimestre.

Becton Dickinson

En 1897, Maxwell Becton et Fairleigh Dickinson fondaient la société éponyme (« BD ») qui aujourd'hui se place au premier plan mondial des technologies médicales, avec une vaste gamme de fournitures, appareils et équipements de laboratoire (seringues, cathéters, systèmes de perfusion), ainsi que des réactifs vendus aux hôpitaux, cliniques, laboratoires de recherche, sociétés pharmaceutiques et même le grand public. Les activités de l'entreprise se divisent en trois segments – BD Médical, BD Sciences de la vie et BD Interventions – qui répondent aux nombreux besoins en santé, du diagnostic à la livraison de médicaments en passant par la chirurgie ou les interventions spécialisées.

Les avantages concurrentiels de Becton Dickinson tiennent à son portefeuille de produits, à son réseau de distribution et à ses capacités d'innovation, avec un budget de recherche-développement compris entre 6 % et 7 % des ventes annuelles aux fins d'amélioration constante de l'offre. Une large part du revenu provient de produits consommables (90 % de ventes récurrentes), dont le prix a évidemment son importance, mais la qualité et la fiabilité passent devant pour la clientèle finale. En conséquence, la part de marché de BD s'élève à environ 25 %, moyennant une rentabilité opérationnelle durablement élevée.

Le groupe a toujours enregistré une forte croissance interne de ses ventes et a régulièrement procédé à des acquisitions. Grâce à une excellente santé financière et à des flux de trésorerie disponibles soutenus, Becton Dickinson se trouve en mesure d'acheter de nouvelles entreprises ou de poursuivre sa récente pratique de rachat de ses propres actions.

Diageo

Chef de file mondial de la production de spiritueux dont les origines remontent à 1886, Diageo possède une gamme impressionnante de marques symboliques comme Johnnie Walker, Smirnoff, Baileys ou Guinness. Ses whiskys écossais représentent un quart des ventes avec la vodka, alors que la Tequila connaît une progression notable. L'entreprise exploite ses activités dans plus de 180 pays (même si l'Amérique du Nord contribue à la moitié des profits) et dispose d'un réseau de distribution sans équivalent. Diageo suit une stratégie de positionnement haut de gamme dans le monde développé et de croissance de ses volumes ou de sa part de marché dans les pays émergents.

L'entreprise détient en outre 34 % de Moët Hennessy, la division des vins et spiritueux du groupe LVMH (principalement du cognac et du champagne) et les deux sociétés distribuent leurs produits haut de gamme conjointement en France et dans la région Asie-Pacifique.

Les marques de spiritueux ont une longévité remarquable (les plus connues existaient déjà pour nombre d'entre elles il y a un siècle) et la croissance du secteur a quasiment toujours été positive, même si elle n'atteint pas un rythme stellaire. Diageo investit significativement dans l'innovation, avec le développement constant de produits et de campagnes de marketing qui permettent de conserver des marques attrayantes et pertinentes. En l'occurrence, l'entreprise est rapidement parvenue à exploiter la forte demande de boissons prêtes à consommer et alternatives non alcoolisées, enrichissant ainsi sa gamme des produits avec par exemple le gin sans alcool de marque Gordon.

Malgré les difficultés posées par le ralentissement économique et les changements d'habitudes de consommation, Diageo devrait bénéficier d'une croissance durable grâce à sa stratégie d'investissement dans les catégories de produits et les régions à forte croissance, tout en privilégiant une montée en gamme. La solidité financière de l'entreprise et ses flux de trésorerie libre stables soutiennent la croissance des distributions de dividendes et les rachats d'actions, le tout améliorant les rendements pour les actionnaires.

Smith & Nephew

Fondée en 1856 par Thomas Smith à Kingston upon Hull en Angleterre, accompagné de son neveu à partir de 1896, la société Smith & Nephew figure aujourd'hui au premier rang dans les soins de santé, offrant notamment des prothèses de hanche et de genou, des systèmes de reconstruction de tissus mous, des technologies arthroscopiques, de la médecine du sport et la prise en charge de plaies complexes. Le revenu se décompose approximativement à 40/30/30 entre l'orthopédie, la médecine sportive et ONG (oreilles, nez et gorge) et la prise en charge de plaies complexes. L'entreprise exploite ses activités dans plus de 100 pays, mais les États-Unis représentent de loin son premier marché, avec 50 % des ventes.

Smith & Nephew bénéficie de deux tendances : l'allongement de l'espérance de vie et la prise de poids, le tout alimentant une hausse générale de la demande de soins et en particulier pour le remplacement de hanches et de genoux, ainsi que pour la prise en charge de plaies complexes. Les activités dans le domaine de la médecine sportive, avec des techniques chirurgicales minimalement invasives et des aspects biologiques avancés, répondent à une demande croissante d'opérations permettant une convalescence plus rapide et de meilleurs résultats à long terme.

Au cours des dernières années, le secteur d'activité s'est consolidé et n'a laissé que quelques concurrents en activité, dont Stryker, Zimmer Biomet et la division DePuy de Johnson & Johnson, Smith & Nephew se classant au premier rang dans chacune de ses activités. La pandémie a causé une diminution du nombre de chirurgies électives, et un rattrapage s'opère aujourd'hui de sorte que l'entreprise, en se concentrant par ailleurs sur les besoins médicaux n'ayant pas encore de réponse et sur l'exploitation de son expertise dans les technologies médicales, se trouve en excellente posture pour conserver son avance et enregistrer une croissance durable.

Le mot de la fin

Pour éviter les biais évoqués ci-dessus, nous devons chaque jour réinitialiser notre pensée par la technique de la page blanche, en nous demandant ce que nous souhaitons détenir, peu importe les positions que nous avons déjà constituées. Si nous détenons un placement que nous n'aurions pas acheté aujourd'hui, il faut le vendre. Si nous souhaitons acheter une action que nous ne détenons pas, il faut investir.

De temps à autre, un titre que nous détenons devient tout simplement trop onéreux et nous devons réduire la position ou la céder. Dans d'autres circonstances, des événements affectent négativement la valeur d'une société et nous devons établir un constat rapide et réaffecter nos capitaux ailleurs.

Je ne joue pas au poker, mais dans l'esprit de la légendaire chanson du regretté Kenny Rogers, si vous n'avez pas de bonnes cartes, mieux vaut vous coucher que remettre de l'argent au pot.

Cordialement,



Lorne Steinberg
Président