

“ Déjà vu, une fois de plus ”

- Yogi Berra (joueur de base-ball des NY Yankees)



Lorne Steinberg,
MBA CFA
CO-PRESIDENT

2025 : l'année de la lettre K

C'est généralement à cette période que nous effectuons un bilan des mois passés et que nous regardons vers l'année qui commence.

À cette époque l'an dernier, notre lettre d'information s'intitulait « Oui, le marché boursier baissera... ». Celui-ci a effectivement perdu 20 % entre février et avril, puis il s'est redressé rapidement pour donner lieu à une année supplémentaire de rendements positifs pour les investisseurs. Cette correction a été l'une des plus rapides (tout comme la reprise qui a suivi) de toutes les phases haussières de l'histoire moderne. Fin juin, le marché avait dépassé le pic de février, effaçant en trois mois environ l'ensemble des pertes créées à partir du début du repli. Cette séquence nous rappelle que le fait de détenir des placements de qualité, et de les conserver, constitue généralement une meilleure stratégie que d'essayer d'anticiper les mouvements du marché.

En ce qui concerne 2026, nous pourrions bien reprendre le titre de l'an dernier. Même si nombre de facteurs poussent à l'optimisme (croissance soutenue des bénéfices des sociétés, hausse des dividendes, rachats d'actions constants, baisse des taux d'intérêt ou résilience de l'économie), les valorisations ont augmenté, surtout dans les secteurs des technologies et des services de communication, et les risques géopolitiques demeurent aigus. Plus que jamais, une prudente constitution du portefeuille exige une diversification rigoureuse et efficace.

La concentration du marché reste une source notable de préoccupation. Actuellement, les 10 plus grands constituants de l'indice S&P 500 représentent environ 40 % de sa capitalisation et 30 % de ses bénéfices. Notons qu'à peine quatre actions parmi les « magnifiques sept » ont contribué à presque la moitié du rendement global de l'indice l'an dernier. Des sociétés comme Microsoft, Amazon, Alphabet (Google) et Meta demeurent attrayantes, mais la hausse de leur cours boursier justifie de les pondérer raisonnablement en portefeuille.

COMMENT INVESTIR • PERFORMANCE • DEMANDER UN APPEL OU UNE RENCONTRE
LORNE STEINBERG GESTION DE PATRIMOINE INC.

Une forme en K

C'est moins la volatilité, l'inflation ou même l'évolution des taux d'intérêt qui a conditionné les marchés en 2025 que la dispersion... sur le plan économique, social ou même boursier. Une économie en K correspond à une phase de reprise, ou d'expansion, durant laquelle plusieurs segments évoluent en direction opposée simultanément. La barre ascendante de la lettre K représente effectivement les sociétés, les ménages et les secteurs qui continuent de tirer leur épingle du jeu, tandis que la barre descendante illustre la situation des autres.

Contrairement à une reprise traditionnelle, au cours de laquelle la hausse du PIB et la vigueur de l'économie bénéficient à la plupart des parties prenantes, une croissance en K attribue l'essentiel des gains à celles qui possèdent les capitaux, le pouvoir d'établissement des prix et la taille nécessaires à leur essor, alors que les autres tirent de l'arrière. L'année 2025 représentait à cet égard un parfait exemple de concentration, avec un petit groupe de mégacapitalisations exposées à l'IA qui ont continué de contribuer de façon disproportionnée aux rendements boursiers.

Les sociétés en question ont tiré parti d'une excellente marge, d'un revenu mondial et d'une capacité massive d'endettement opérationnel pour leurs investissements dans l'IA. À l'inverse, les plus petites entreprises d'autres secteurs d'activité ont dû jongler avec des coûts financiers en hausse, une baisse de la demande et un pouvoir d'établissement des prix limité. En conséquence, les indices ont évolué dans leur ensemble à la hausse, mais la progression médiane du marché boursier se révélait bien moins impressionnante.

Ce contexte a créé des opportunités que nous avons veillé à exploiter en 2025, par un investissement dans d'excellentes sociétés occupant une position de chef de file à l'échelle mondiale, dans des secteurs délaissés. Parfois, ces situations débouchent sur des fusions et acquisitions visant des entreprises totalement ignorées par les observateurs les plus en vue du marché. Voici deux exemples de transactions de ce type qui concernaient notre Fonds mondial de valeur au cours du dernier trimestre de l'année.

Activités récentes/opérations de rachat

Kenvue/Kimberly Clark

Nous détenons des actions Kenvue depuis 2023. La société constituait auparavant la division des produits de consommation de Johnson & Johnson, avec un portefeuille de marques comprenant notamment Tylenol, Neutrogena, Listerine, Band-Aid ou Zyrtec. En fin d'année dernière, elle a annoncé son acceptation d'une offre d'acquisition provenant de Kimberly Clark, dans le cadre d'une vaste transaction visant ses actions.

Après avoir analysé les modalités de l'offre et conduit nos diligences raisonnables sur Kimberly Clark, nous avons décidé d'acheter les titres de cette dernière, la nouvelle entité présentant un excellent potentiel d'appréciation.

Fondée en 1872, Kimberly Clark est une entreprise mondiale de produits de consommation à base de fibres qui dessert des marchés essentiels, non discrétionnaires. Ses activités concernent essentiellement trois segments:

les soins personnels (couches, serviettes pour femmes et personnes incontinentes) avec des marques comme Huggies, Kotex ou Depend; le papier tissu (mouchoirs, papier toilette, essuie-tout), avec des marques comme Kleenex, Scott ou Cottonelle; et les professionnels (lingettes, etc.).

COMMENT INVESTIR • PERFORMANCE • DEMANDER UN APPEL OU UNE RENCONTRE

LORNE STEINBERG GESTION DE PATRIMOINE INC.

1000 DE LA GAUCHETIERE STREET O., SUITE 3310, MONTREAL, QUEBEC H3B 4W5 • P: (514) 876-9888, (866) 876-9888 | F: (514) 876-9994
 36 TORONTO STREET, SUITE 1140, TORONTO, ON M5C 2C5 • P: (416) 485-4747 | F: (514) 876-9994
 WWW.STEINBERGWALTH.COM

L'Amérique du Nord compte pour plus de la moitié dans les ventes de l'entreprise et les deux tiers de son profit. C'est une industrie à faible croissance, mais à demande constante. La société peut compter sur la fidélité des consommateurs à ses marques, lesquelles occupent la première ou la deuxième place en termes de part de marché dans près de 70 pays.

En matière de dividendes, elle figure dans l'« aristocratie », avec des hausses ininterrompues depuis plus de 50 ans.

La nouvelle entité nous semble plus attrayante que chaque société prise individuellement, en fusionnant des activités très complémentaires qui comptent 10 « méga-marques » (et des ventes de l'ordre du milliard de dollars). Des synergies déjà repérées pourraient dégager des économies de près de 2 milliards \$, un montant significatif comparativement à un chiffre d'affaires annuel d'un peu plus de 30 milliards \$. La valorisation de l'entreprise ne paraît pas très élevée, en données absolues et relativement à plusieurs concurrentes, compte tenu de la stabilité de son activité dans les produits de consommation.

Electronic Arts

Nous procéderons bientôt à la cession de notre position Electronic Arts (EA) dans notre mandat en actions mondiales. C'est probablement l'éditeur de jeux vidéo qui ressemble le plus à une société de services aux collectivités, avec une vaste gamme de produits, plutôt qu'une seule vedette. Cette caractéristique avait attiré notre attention lors de la constitution de la position.

En outre, l'entreprise domine le segment des sports avec des titres comme EA Sports FC soccer, Madden NFL, NHL et Formula 1, lesquels font l'objet de mises à niveau annuelles systématiques, en fonction de l'évolution de la composition des vraies équipes. De plus, l'entreprise possède de grands classiques tels que The Sims, ou d'autres jeux basés sur des films comme Harry Potter ou La guerre des étoiles.

L'activité dégage des marges brutes d'environ 80 %, d'où une rentabilité généralement soutenue et des flux de trésorerie libre prodigieux. Malgré ces avantages, l'action EA présentait lors de notre investissement un escompte par rapport à celle de sa principale concurrente, Activision Blizzard, qui avait été rachetée par Microsoft.

Les entreprises de qualité affichant une valorisation attrayante finissent toujours par susciter l'attention des investisseurs et la direction d'EA a accepté en septembre de l'an dernier l'offre de rachat de tous ses titres négociés en bourse à un prix unitaire de 210 \$ dans le cadre d'une transaction en espèces à l'initiative d'un fonds d'investissement public saoudien ainsi que de Silver Lake et Affinity Partners. La transaction, qui devrait se finaliser au deuxième trimestre de cette année, permettra de financer de nouveaux investissements.



COMMENT INVESTIR • PERFORMANCE • DEMANDER UN APPEL OU UNE RENCONTRE

LORNE STEINBERG GESTION DE PATRIMOINE INC.

1000 DE LA GAUCHETIERE STREET O., SUITE 3310, MONTREAL, QUEBEC H3B 4W5 • P: (514) 876-9888, (866) 876-9888 | F: (514) 876-9994
36 TORONTO STREET, SUITE 1140, TORONTO, ON M5C 2C5 • P: (416) 485-4747 | F: (514) 876-9994
WWW.STEINBERGWALTH.COM

Le mot de la fin

Chaque fois que les gains boursiers proviennent d'un seul secteur, les investisseurs tendent à oublier tous les autres et ce comportement entretient la hausse des valorisations. Toutefois, une démarche d'investissement devrait reposer sur cet objectif à long terme : faire fructifier et protéger le capital, grâce à un portefeuille de qualité élevée bien diversifié. Chez GPLS, c'est ce qui guide nos actions ainsi que notre philosophie, et nous comptons bien poursuivre dans cette voie.

L'histoire donne souvent d'utiles leçons. En 1881, les actions ferroviaires représentaient environ 63 % du marché boursier américain, reflétant l'importance de ce thème économique à l'époque. De telles proportions ont été également atteintes par les 50 plus grandes sociétés américaines dans les années 60 et 70, ou lors de la bulle internet du début du siècle. Rappelons-nous bien de la plus dangereuse phrase en matière d'investissement : « cette fois-ci, c'est différent ». La citation de Yogi Berra au début de cette lettre nous rappelle que lorsque les investisseurs se tournent vers un secteur en effervescence sans tenir compte des valorisations, la déception est presque invariablement au rendez-vous.

Certes, l'incidence de l'IA se fait déjà sentir, avec une baisse de l'effectif net des grandes sociétés (particulièrement les banques), grâce aux gains de productivité permis par la technologie. Toutefois, il reste à savoir si les montants colossaux investis par les entreprises technologiques dans le développement de l'IA produiront les rendements attendus.

En ce début d'année 2026, rappelons-nous que les marchés demeurent par essence imprévisibles à court terme. Des périodes d'enthousiasme succèdent généralement aux phases d'incertitude et les vedettes sur les marchés changent souvent. En revanche, les fondamentaux ne changent pas : investir dans des sociétés de qualité qui présentent des valorisations raisonnables en conservant une diversification adéquate et de la rigueur, dans tous les cycles de marché.

En suivant ces principes, nous nous assurons que les portefeuilles se trouvent non seulement bien positionnés pour le prochain trimestre, mais aussi pour les prochaines années.

Nous restons persuadés que cette approche fondée sur la discipline, la diversification et la patience profite à nos clients, peu importe le contexte sur les marchés. Comme toujours, nous apprécions la confiance que vous accordez à GPLS et nous continuons à suivre notre cap avec mobilisation, clarté et conviction.

Sincères salutations,



Lorne Steinberg
Coprésident

Ce document est préparé pour une diffusion générale auprès des clients de Lorne Steinberg Gestion de Patrimoine (LSWM) et est fourni à titre informatif uniquement. Il ne vise pas à fournir des conseils en placement, juridiques, fiscaux ou des recommandations personnalisées. Toutes les données, informations et opinions présentées dans ce document proviennent de sources jugées fiables, mais leur exactitude n'est pas garantie. Il ne s'agit pas non plus d'un exposé complet ou d'un résumé des titres, marchés ou événements mentionnés dans ce rapport. Il ne constitue pas une sollicitation de clientèle. Les rendements passés ne garantissent pas les rendements futurs. Les rendements futurs ne sont pas garantis. Aucune partie du nom LSWM ni aucune information contenue dans ce rapport ne peut être copiée ou redistribuée sans l'autorisation écrite préalable de LSWM.

COMMENT INVESTIR • PERFORMANCE • DEMANDER UN APPEL OU UNE RENCONTRE

LORNE STEINBERG GESTION DE PATRIMOINE INC.

1000 DE LA GAUCHETIERE STREET O., SUITE 3310, MONTREAL, QUEBEC H3B 4W5 • P: (514) 876-9888, (866) 876-9888 | F: (514) 876-9994
36 TORONTO STREET, SUITE 1140, TORONTO, ON M5C 2C5 • P: (416) 485-4747 | F: (514) 876-9994
WWW.STEINBERGWALTH.COM