



La volatilité est le prix de l'admission. Le spectacle à l'intérieur, ce sont les rendements supérieurs à long terme. Il faut payer le billet pour avoir les rendements.

– Morgan Housel



Lorne Steinberg,
MBA CFA
CO-PRESIDENT

Frais et pénalités

Le premier trimestre 2026 nous a clairement rappelé que toute bonne chose avait une fin. Il y a peine quelques mois, l'inflation semblait maîtrisée par les banques centrales, les taux d'intérêt avaient baissé et continuaient sur leur lancée, les entreprises publiaient d'excellents bénéfices et la consommation ne faiblissait pas. Pourtant, les investisseurs ont dû composer avec un revirement de situation en mars : recrudescence de risques géopolitiques au Moyen-Orient, hausse des prix de l'énergie, craintes entourant l'inflation et les politiques monétaires, sans compter les incertitudes persistantes à propos de l'accord commercial nord-américain. Dans ce contexte, leur moral a fluctué plus vite que les données fondamentales sous-jacentes.

Des trimestres comme celui-là tendent à nous rappeler l'essentiel, au-delà de l'actualité quotidienne. La période ne s'est effectivement pas prêtée à la spéculation, à la concentration des positions ou à des décisions prises sous le coup de l'émotion. C'est au contraire la résilience des placements qui a montré tout son intérêt, laquelle s'obtient grâce à la qualité des entreprises, la diversification des portefeuilles et la rigueur de la démarche d'investissement. Ce dernier aspect est probablement le plus important des trois.

Il suffit de se souvenir de la correction qui est survenue à la même période l'an dernier, l'une des plus rapides de l'histoire moderne, tout comme la reprise qui a suivi. Fin juin, le marché avait dépassé le pic de février, ayant effacé 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. Personne n'a mieux écrit que Peter Lynch sur ce sujet : « Les investisseurs ont perdu bien plus d'argent en se préparant pour des corrections, ou en essayant de les anticiper, qu'à cause des corrections elles-mêmes. »

Cela nous rappelle également que la diversification reste primordiale. Un portefeuille bien constitué ne vise pas à l'emporter à court terme et ne repose pas sur l'hypothèse qu'un marché, un secteur ou une thèse d'investissement se poursuivra indéfiniment. Il sert au contraire à aider les investisseurs à bien exploiter la croissance à long terme du marché, tout en leur évitant d'effectuer des décisions sur le coup de l'émotion durant les périodes d'incertitude élevée. Au cours des dernières années, un groupe restreint d'actions technologiques a caracolé en tête des indices, et de nombreux investisseurs ont ignoré le reste du marché.

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

Dans les derniers mois, ces actions ont soudainement enregistré les pires contre-performances, alors que celles qui tiraient de l'arrière ont dégagé des rendements excédentaires.

La volatilité récente a donné la possibilité d'établir de nouvelles positions et d'ajuster sélectivement la pondération de celles déjà en portefeuille. Les sociétés de logiciel-service ont été les plus fortement touchées par la récente correction, en raison des craintes entourant les incidences à long terme de l'intelligence artificielle, le tout ayant mené à une forte compression des valorisations à l'échelle du secteur.

Bien que nous estimions ces craintes potentiellement justifiées à long terme pour certains éditeurs de logiciels, nous avons repéré plusieurs entreprises de qualité élevée qui ont été dévalorisées de façon indiscriminée avec le reste de leur sous-groupe. Cette dislocation a permis de profiter de la baisse des cours pour créer de nouvelles positions ou pour renchérir dans des titres en portefeuille. Voici quelques exemples.

Constellation Software

La société a connu une formidable réussite à l'échelle mondiale en rachetant en série des éditeurs de logiciels spécialisés. Son modèle décentralisé a permis de s'imposer sur des centaines de marchés verticaux avec des produits offrant des solutions critiques à ses clients. Sa gamme dessert de multiples secteurs, du transport en commun aux terrains de golf en passant par les cimetières. Aujourd'hui, près des trois quarts de ses ventes annuelles proviennent de services récurrents et du soutien technique. Les flux de trésorerie libre de la société servent à financer sa stratégie d'acquisitions, laquelle alimente son développement continu.

Malgré un taux de croissance à deux chiffres, l'action s'est dépréciée de plus de 50 % en raison des craintes de détérioration de ses activités à cause de l'IA et nous en avons profité pour établir une position. Un solide bilan et un historique exceptionnel de croissance des bénéfices, qui reflète son excellence opérationnelle, font de Constellation une société de premier plan dans la consolidation du secteur des logiciels.



Microsoft

Nous avons renchéri dans notre position Microsoft au cours du trimestre. C'est une entreprise que l'on n'a plus vraiment besoin de présenter, mais dont les activités ont considérablement évolué. Elle bénéficie aujourd'hui d'une position dominante sur tous ses marchés, dominant dans les faits le secteur des logiciels d'ordinateurs personnels, pour les particuliers comme pour les entreprises, et occupant une excellente deuxième place dans l'hébergement en nuage. En outre, l'entreprise continue de démontrer son avance dans l'IA générative et nous l'estimons en mesure d'assembler l'ensemble de ses compétences en intelligence artificielle dans un écosystème omnipotent qui bénéficierait d'une barrière à l'entrée colossale et soutiendrait sa croissance pendant plusieurs années.

Malgré d'importants investissements nécessaires au développement continu de la puissance de calcul, Microsoft reste un champion des flux de trésorerie libre, figurant parmi les deux seules entreprises pouvant se targuer d'un bilan AAA (avec Johnson & Johnson, que nous détenons également). La croissance annuelle du chiffre d'affaires de Microsoft devrait continuer à augmenter de 10 % par an au cours des prochaines années et le bénéfice par action pourrait même accélérer davantage, grâce à des rachats de titres. Au cours actuel, l'action n'a jamais été aussi bon marché dans la dernière décennie.



Microsoft

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

Adobe

Nous avons également renchéri au cours du trimestre dans notre bloc de titres Adobe, l'éditeur du premier logiciel au monde de gestion documentaire et création graphique. Alors que la « mort » du logiciel-service a parfois été annoncée, Adobe compte tous les mois 10 millions d'utilisateurs supplémentaires de ses différents produits et continue d'enregistrer une croissance annuelle de ses ventes de 10 % ou plus, tout en conservant des marges d'exploitation de l'ordre de 35 % à 40 %. Notons que les outils de la gamme « Firefly » intègrent activement des fonctionnalités d'IA générative, à même les logiciels, et cette stratégie commence à porter fruit.



L'entreprise continue de générer des flux de trésorerie exceptionnels et a récemment racheté ses propres actions en grande quantité. Plus le cours boursier est faible, plus ces rachats ont de l'effet sur la croissance des bénéfices par action. Au vu de la position dominante d'Adobe sur ses marchés et de la qualité de ses solutions, le titre s'est historiquement négocié avec une prime significative. Au cours des 10 dernières années, il a effectivement affiché (en moyenne) un multiple par rapport au bénéfice prévisionnel de 30x. Aujourd'hui, les investisseurs peuvent déboursier le tiers de ce montant.

Le mot de la fin

La citation en haut de cette page nous rappelle efficacement que la volatilité boursière n'est pas une pénalité pour mauvais investissement, mais le prix à payer pour obtenir des rendements à long terme supérieurs. Comme l'explique Morgan Housel, l'investisseur qui assimile la volatilité à une « pénalité » fera tout pour l'éviter et aura l'impression de se faire punir quand celle-ci inévitablement le rattrapera. En revanche, en l'interprétant comme un « coût d'admission » pour profiter d'une création de richesse à long terme, la volatilité lui semblera plus facile à accepter et occasionnera moins de réticences.

Les périodes d'incertitude, de repli et de correction boursière à court terme font indiscutablement partie de la vie des investisseurs en actions, ou dans d'autres actifs qui peuvent s'apprécier. En d'autres termes, on ne tire pas son épingle du jeu malgré la volatilité, mais souvent parce qu'on l'accepte lorsque les autres la refusent. C'est la raison pour laquelle la rigueur compte autant dans une démarche de placement. Les avantages à long terme d'un investissement se matérialisent par essence auprès de ceux qui restent patients, qui conservent leur exposition et qui gardent le cap lorsque les marchés s'affolent.

Dans cette optique, le trimestre nous a donné une leçon simple, mais importante : l'incertitude n'est pas exceptionnelle et la volatilité ne constitue pas un défaut dans un processus d'investissement, mais simplement une composante de celui-ci. Une stratégie d'investissement pertinente ne vise pas à éliminer l'incertitude, mais à lui résister. Cela revient à se concentrer sur la qualité des entreprises, la solidité des bilans, la rigueur dans l'analyse des valorisations et l'importance de la diversification, sans se préoccuper de chaque emballement de l'actualité. La conjoncture continuera d'évoluer, mais notre stratégie reste la même : protéger le capital, faire fructifier la richesse au fil du temps et toujours agir dans l'intérêt de nos clients.

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