



« Il vaut mieux acheter une entreprise extraordinaire à un prix ordinaire qu'une entreprise ordinaire à un prix extraordinaire. »

– Warren Buffett



Lorne Steinberg,  
MBA CFA  
CO-PRESIDENT

## Le prix de la qualité

Depuis le déclenchement de la guerre en Ukraine (fin février 2022), les mauvaises nouvelles économiques comme géopolitiques ont semblé se succéder sans interruption pour les investisseurs. L'invasion russe en est à sa troisième année et l'embrasement plus récent du Moyen-Orient suscite des craintes d'escalade régionale. Il faut ajouter à cela les dernières perturbations climatiques et l'élection américaine qui approche à grands pas. Du point de vue économique, les banques centrales ont enfin réussi à juguler l'inflation, au prix toutefois d'un ralentissement de la croissance provoqué par la hausse des taux d'intérêt.

Toutes ces difficultés n'ont toutefois pas empêché les sociétés de dégager d'encourageants bénéfices, alors que l'économie résistait étonnamment bien. Dans ce contexte, les investisseurs patients ont tiré leur épingle du jeu. Constatons donc qu'une actualité négative peut occasionner une volatilité boursière au jour le jour, mais que celle-ci n'a pas d'incidence sur les rendements à long terme.

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

1000, RUE DE LA GAUCHETIÈRE OUEST, BUREAU 3310 MONTRÉAL (QC) H3B 4W5 • T: (514) 876-9888, (866) 876-9888 | F: (514) 876-9994  
36 RUE TORONTO, BUREAU 1140 TORONTO (ON) M5C 2C5 • T: (416) 485-4747 | F: (514) 876-9994  
WWW.STEINBERGWALTH.COM

## Caractéristiques des sociétés extraordinaires

Les meilleures opportunités d'investissement peuvent concerner des secteurs d'activités très différents, des technologies aux services bancaires, en passant par les produits de consommation ou les services de communication. Cependant, les sociétés extraordinaires comportent les caractéristiques communes suivantes.

1. Des marques fortes: les meilleures entreprises mondiales ont bâti des marques ou des barrières à l'entrée durables qui les protègent efficacement de la concurrence. Prenons le cas de Kraft Heinz, l'entreprise possède plusieurs marques alimentaires parmi les plus connues, notamment pour son ketchup, ses macaronis au fromage ou encore, le fameux Philadelphia. Celles-ci occupent le premier rang depuis des décennies, car Kraft Heinz a constamment investi dans leur développement.

Toute concurrence à de telles marques reste extrêmement difficile en raison du montant des investissements qu'il faudrait déployer. Leur puissance crée en réalité une barrière à l'entrée et nous adorons les entreprises qui ont ces atouts.

2. Une excellente santé financière: les sociétés extraordinaires ont les moyens de conserver leur avance, d'embaucher les meilleurs talents et de composer efficacement avec les périodes délicates. Prenons le cas de Starbucks dont nous avons récemment acheté des actions. Leur prix avait significativement diminué, en raison notamment d'un certain nombre d'erreurs commises par un chef de la direction qui venait d'un autre secteur d'activité, d'un ralentissement des ventes en Chine (un marché colossal) et de la durée excessive de la préparation des boissons dans les établissements.

Malgré ses difficultés, l'entreprise continuait de dégager des flux de trésorerie disponible de plus de 3 milliards \$ et restait incontestée sur son marché. Son chef de la direction a été récemment congédié et Starbucks a réussi grâce à son positionnement sur le marché et à son excellente santé financière à embaucher en remplacement un des meilleurs profils dans le secteur de la restauration rapide.

3. Un historique de décisions concluantes en matière d'affectation des capitaux: la génération d'une trésorerie excédentaire ne suffit pas à créer une société extraordinaire, encore faut-il réinvestir de façon à créer de la valeur pour l'actionnaire. Il peut s'agir d'acquisitions, de rachats d'actions, du versement de dividendes ou d'une réduction de l'endettement.

Allstate constitue un excellent exemple de société qui a extrêmement bien affecté ses capitaux par l'intermédiaire de rachats d'actions. Au cours des 20 dernières années, le nombre de titres en circulation est effectivement passé de 709 millions à 264 millions (soit une diminution de près de 22 millions par an). À ce rythme, nous pourrions bien détenir l'intégralité de la société en 2036!

## Les avantages de la qualité

En 2011, nous avons acquis nos premières actions Microsoft. Celles-ci se négociaient alors 25 \$ l'unité, un cours peu élevé qui s'expliquait par une saturation de la croissance des activités de l'entreprise attribuable à des erreurs de la direction. Microsoft restait malgré tout le chef de file des technologies d'ordinateurs personnels, avec ses programmes Windows et Office, et générait de colossaux flux de trésorerie libre. Son chef de la direction, Steve Ballmer, n'affectait toutefois pas les capitaux ainsi dégagés de façon pertinente. Nous avons analysé à l'époque que l'action aurait dû valoir considérablement plus en raison de cette excellente santé financière et que toute amélioration des décisions d'affectation des capitaux rejaillirait très positivement sur la valorisation de la société.

La situation s'est rapidement améliorée et Steve Ballmer a été remplacé en 2014 par Satya Nadella, qui est toujours à la tête de l'entreprise aujourd'hui. Sous sa responsabilité, Microsoft a lancé ses activités dématérialisées et Office a été converti en service à abonnement, sous la marque Office365.

En 2017, lorsque le cours boursier a atteint 75 \$, notre comité d'investissement a estimé que la juste valeur de marché de Microsoft s'approchait alors de 150 \$/action. Lorsque cette cible a été atteinte, notre nouvelle valorisation s'établissait alors à 280 \$ et nous estimions que même à un cours de 400 \$ le titre renfermerait une valeur attrayante à long terme.

**COMMENT INVESTIR • PERFORMANCE • DEMANDER UN APPEL OU UNE RENCONTRE**

**LORNE STEINBERG GESTION DE PATRIMOINE INC.**

1000, RUE DE LA GAUCHETIÈRE OUEST, BUREAU 3310 MONTRÉAL (QC) H3B 4W5 • T: (514) 876-9888, (866) 876-9888 | F: (514) 876-9994  
36 RUE TORONTO, BUREAU 1140 TORONTO (ON) M5C 2C5 • T: (416) 485-4747 | F: (514) 876-9994  
WWW.STEINBERGWALTH.COM

L'action Microsoft n'est plus bon marché, mais concerne une des meilleures sociétés au monde. En tant qu'investisseurs, nous sommes ravis de payer pour cette qualité, tant que le bilan demeure impeccable, que les flux de trésorerie libre restent élevés et que le cours boursier ne dépasse pas notre estimation de la valeur de l'entreprise.

Dans un registre opposé, nous avons cédé nos actions Ferrari.

Au moment de notre acquisition, il ne s'agissait pas d'une action traditionnelle de « valeur » (ratio C/B de 30), mais la santé financière du constructeur automobile, les barrières à l'entrée dans son secteur d'activité et sa marque emblématique faisaient en sorte que notre estimation de sa juste valeur dépassait largement le cours boursier.

## Récentes acquisitions

### Automatic Data Processing (ADP)

C'est en travaillant comme comptable, juste après la Seconde Guerre mondiale, qu'Henry Taub a réalisé toutes les difficultés que rencontraient les petites entreprises pour préparer efficacement les fiches de paye de leur personnel, une tâche manuelle particulièrement fastidieuse et propice à de multiples erreurs à l'époque. Il a saisi alors l'opportunité de créer un service spécialisé en mesure de soulager les entreprises de ce fardeau administratif, fondant ADP en 1949, à Paterson (New Jersey). À ses débuts, la société traitait toujours la paye de façon manuelle, mais dès les années 50, elle a commencé à automatiser ses services en adoptant une technologie à la fine pointe pour l'époque : les machines à cartes perforées. Aujourd'hui, ADP figure parmi les principaux prestataires de traitement de la paye, de gestion des ressources humaines et d'autres services d'impartition, comptant plus d'un million de clients à l'échelle mondiale.

Les trois années qui ont suivi notre acquisition ont été fastes pour l'entreprise, dont la direction excellait. Nous nous apprêtions à conserver nos titres Ferrari encore de nombreuses années. Toutefois, la valorisation a ensuite atteint un niveau qui ne pouvait se justifier que si tout continuait à se dérouler de façon absolument parfaite, de sorte que notre marge de sécurité avait disparu.

En tant qu'investisseurs, nous devons faire preuve de discipline et vendre nos titres, car ils s'étaient appréciés au-delà de notre estimation de leur juste valeur. C'est ce que nous avons fait dans ce cas. Si Ferrari faisait une sortie de route qui précipitait à la baisse son cours boursier, nous serions probablement très intéressés de réinvestir.

Environ 90 % de son revenu provient d'Amérique du Nord et ADP sort les chèques de paye d'un travailleur sur six aux États-Unis. Offrant à sa clientèle des services essentiels, comme le paiement des employés et la gestion des avantages sociaux, ADP bénéficie d'un très fort taux de rétention de sa clientèle (+90 %), ayant réussi à augmenter son revenu même durant les périodes de ralentissement économique (incluant la crise financière mondiale). En raison de l'évolution constante des exigences réglementaires et fiscales, des sociétés comme ADP deviennent de plus en plus indispensables à leur clientèle. L'entreprise investit massivement dans les nouvelles technologies, avec un budget d'innovation environ quatre fois supérieur à celui de ses concurrentes. La santé financière d'ADP demeure excellente (un impératif lorsque l'activité nécessite de détenir régulièrement 40 milliards de \$ de fonds pour ses clients) et les dividendes ont toujours augmenté au cours des 48 dernières années.



**COMMENT INVESTIR • PERFORMANCE • DEMANDER UN APPEL OU UNE RENCONTRE**

**LORNE STEINBERG GESTION DE PATRIMOINE INC.**

1000, RUE DE LA GAUCHETIÈRE OUEST, BUREAU 3310 MONTRÉAL (QC) H3B 4W5 • T: (514) 876-9888, (866) 876-9888 | F: (514) 876-9994  
36 RUE TORONTO, BUREAU 1140 TORONTO (ON) M5C 2C5 • T: (416) 485-4747 | F: (514) 876-9994  
[WWW.STEINBERGWALTH.COM](http://WWW.STEINBERGWALTH.COM)

## Le mot de la fin

Au moment d'écrire ces lignes, les marchés atteignent des sommets inégalés, avec des gains dégagés en grande partie par les actions des plus grandes sociétés technologiques. Même si nous détenons plusieurs participations dans ce secteur, nous continuons d'entrevoir une valeur exceptionnelle dans les sociétés décrites dans le paragraphe ci-dessus « Caractéristiques des sociétés extraordinaires », comme ADP.

La citation de Warren Buffet qui figure au début de cette lettre résume nos convictions : les investisseurs qui privilégient les sociétés de qualité élevée, à des prix raisonnables, généreront de meilleurs rendements au fil du temps que ceux qui optent pour des sociétés de qualité moindre, uniquement parce que leurs actions apparaissent bon marché.

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, RUE DE LA GAUCHETIÈRE OUEST, BUREAU 3310 MONTRÉAL (QC) H3B 4W5 • T: (514) 876-9888, (866) 876-9888 | F: (514) 876-9994  
36 RUE TORONTO, BUREAU 1140 TORONTO (ON) M5C 2C5 • T: (416) 485-4747 | F: (514) 876-9994  
[WWW.STEINBERGWALTH.COM](http://WWW.STEINBERGWALTH.COM)