



On ne s'enrichit pas en achetant et en vendant, mais en patientant.

– Charlie Munger



Lorne Steinberg,
MBA CFA
CO-PRESIDENT

Le mécanisme de l'enrichissement lent

De nouvelles façons de s'enrichir rapidement sur les marchés reviennent régulièrement. Les noms et les idées changent (Nortel, la cryptomonnaie, une action « meme », les titres de producteurs de cannabis ou d'autres sociétés « qui ne peuvent pas se déprécier »), mais la vérité reste la même : ce type de spéculation se finit très généralement par une destruction de richesse et non par un quelconque enrichissement. Un patrimoine ne se constitue généralement pas rapidement. Bien au contraire, il provient de la magie de l'effet composé, c'est-à-dire de patience sur plusieurs années (voire des décennies), procuré par des placements dans des sociétés de qualité élevée, sans succomber aux réguliers effets de mode sur les marchés.

Nous décrivons cette approche comme un « mécanisme d'enrichissement lent ». Évidemment, cela ne permettant pas de devenir riche du jour au lendemain, vous n'en entendez donc pas parler. Pourtant, la démarche comporte un avantage décisif : un succès constant qui a fait ses preuves au fil du temps.

En investissant dans un portefeuille de sociétés de premier rang, affichant un historique concluant de croissance et de dividende durables (et en hausse), vous surclasserez aisément les amateurs de sensations fortes.

La compétence d'un investisseur ne réside pas dans des capacités de prévisions supérieures à la moyenne, mais dans une optique de placement à long terme et au tempérament que celle-ci nécessite.

Cette lettre d'information trimestrielle passe en revue quelques entreprises qui incarnent cette philosophie. Il s'agit de positions constituées dans des titres alors délaissés, que nous avons conservées malgré la volatilité et que nous continuons de détenir, car leur valeur sous-jacente augmente continuellement par effet composé.

Les banques canadiennes illustrent parfaitement notre démarche. L'année 2022 ne restera pas parmi les bons souvenirs des investisseurs. Les banques centrales avaient effectivement mal évalué la menace croissante de l'inflation, la qualifiant alors de « temporaire », et se sont retrouvées dans l'obligation de relever les taux directeurs rapidement afin de stabiliser les prix. Les investisseurs ont réévalué l'incidence de ces décisions sur les actions des banques canadiennes et celles-ci ont alors perdu 32 % de leur valeur (de pic à creux). Comme souvent dans ce type de situation, la correction a créé des opportunités d'investissement à escompte dans d'excellentes entreprises.

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

Les cinq grandes banques se sont effectivement nettement réévaluées depuis 2022, surclassant aisément l'indice, et leurs activités sous-jacentes se portent très bien. Les provisions pour pertes sur prêts (que les banques constituent contre le risque de défaillance des emprunteurs) ont diminué, alors que les bénéfices ont augmenté pour l'ensemble du sous-secteur.

En l'occurrence, la Banque Royale a récemment relevé son dividende de plus de 7 % grâce à une croissance de ses produits de plus de 10 %. Nous envisageons de conserver ces positions, même après les excellents résultats sous-jacents des quatre dernières années, en raison de perspectives très encourageantes en matière de croissance.

L'IA et les transactions « pelles et pioches »

L'attention des investisseurs à l'égard de l'IA se concentre principalement sur une poignée de méga-capitalisations technologiques largement couvertes dans l'actualité et qui pèsent de plus en plus lourd dans les indices. Cependant, nombre de sociétés bénéficient à plein du boom de l'IA en ayant toutefois des activités moins visibles qui concernent l'infrastructure physique que ces modèles exigent (un peu comme les vendeurs de pelles et de pioches durant les ruées vers l'or).

L'IA consomme effectivement énormément d'électricité et exige des bâtiments de grande taille pour loger des équipements informatiques massifs (centre de données), ainsi que des services nécessaires à la construction et à l'entretien de cette infrastructure. Nombre de nos positions canadiennes concernent exactement ce domaine en plein essor.

Finning International

Premier concessionnaire mondial d'équipements et de pièces détachées Caterpillar, Finning sert de partenaire opérationnel vital aux industries lourdes dans l'Ouest canadien, en Amérique latine et au Royaume-Uni. L'entreprise vend, loue et entretient des équipements lourds principalement utilisés dans l'extraction minière, l'énergie et les projets d'infrastructures à grande échelle, notamment les centrales électriques qui alimentent les centres de données.

Une part significative de son chiffre d'affaires total provient des services de soutien aux produits, une activité dégagant des recettes plus stables et des marges supérieures à celles généralement constatées dans des activités plus industrielles cycliques et traditionnelles. Grâce à son excellent bilan, à un carnet de commandes historiquement rempli et à une spécialisation incontestée dans de nombreuses régions minières au monde, le groupe se trouve en excellente posture pour que ses activités continuent de se développer au même rythme que celui des dernières décennies et pour augmenter ses dividendes.

Toromont Industries

Il s'agit du concessionnaire Caterpillar autorisé pour l'est du Canada qui détient en outre une participation à AVL, une entreprise spécialisée dans la conception et la fabrication de conteneurs pour la production et le stockage d'énergie sur le marché en pleine croissance des centres de données en Amérique du Nord.

Tout comme Finning, la force de Toromont réside dans ses produits et ses services de soutien à marges élevées. Les activités de la seconde restent toutefois plus exposées que celles de la première à l'investissement dans les infrastructures, étant donné leur importance auprès d'une clientèle qui cherche à minimiser le temps de panne de ses installations.

Une rigoureuse approche de répartition des capitaux a permis à l'entreprise de fournir à ses actionnaires des rendements composés historiquement élevés sur plusieurs décennies et d'augmenter les dividendes.

TOROMONT

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

Brookfield Corp

L'entreprise figure parmi les premiers gestionnaires de placements alternatifs au monde, avec un actif sous gestion de plus d'un billion de dollars. Brookfield possède, construit et exploite une infrastructure à durée de vie longue et de qualité élevée dans le domaine de l'énergie renouvelable et en immobilier, ainsi que dans le cadre de placements privés.

L'actuel super cycle mondial de croissance visant les infrastructures constitue un vecteur de développement majeur pour l'entreprise, notamment la relance des installations d'électricité nucléaire ou le boom de la demande d'équipements numériques.

Bénéficiant d'une abondante trésorerie disponible, Brookfield investit continuellement dans des entreprises en difficulté financière et dans des actifs sous-évalués, afin de les optimiser ensuite grâce à son expertise opérationnelle, le tout lui conférant un statut de créatrice de valeur par effet composé et un positionnement unique pour prospérer durant toutes les phases d'un cycle économique.

La force tranquille

Parmi les nombreux critères qu'utilisent les investisseurs pour évaluer une entreprise, les flux de trésorerie disponible constituent un des meilleurs indicateurs de création de valeur et demeurent un pilier essentiel de notre démarche d'investissement. Il s'agit tout simplement des liquidités qu'une société conserve après avoir financé toutes ses dépenses d'exploitation. Cette trésorerie disponible peut alors servir à :

- verser des dividendes
- racheter les actions de l'entreprise
- effectuer des acquisitions

L'utilisation de la trésorerie pour financer une croissance externe produit souvent des résultats médiocres, car les acquisitions permettent rarement les synergies escomptées.

En revanche, il existe de multiples exemples d'entreprises plutôt ordinaires qui ont continuellement affecté leurs flux de trésorerie disponible au rachat avisé de leurs propres actions et au versement de dividendes, créant alors des rendements boursiers exceptionnels. Certains cas pourraient surprendre les investisseurs. Voici plusieurs exemples d'entreprises que nous détenons qui ne font jamais l'objet d'articles dans l'actualité ou de discussions sur les terrains de golf, mais qui ont largement contribué à nos résultats.

Cisco Systems

L'entreprise se place indéniablement parmi les chefs de file mondiaux d'équipements, logiciels et services de sécurité servant au réseau informatique qui constitue le socle d'Internet. L'activité a traversé une mutation au fil du temps, avec l'avènement d'un modèle basé sur des abonnements, pour les logiciels comme pour les services, qui a nettement amélioré la visibilité et la qualité des flux de trésorerie. L'acquisition stratégique récente de Splunk, une plateforme d'analyse de sécurité et d'observation, positionne désormais Cisco à la fine pointe dans la cybersécurité, une spécialité en forte croissance du domaine des technologies.

Alors que son développement suivait jusqu'à présent un rythme plutôt lent et régulier, Cisco bénéficie aujourd'hui de l'adoption continue de l'infonuagique et d'une mise à niveau des centres de données servant à l'IA.



L'entreprise dégage continuellement des marges d'exploitation élevées ainsi que des flux de trésorerie disponible substantiels, facteurs ayant permis la croissance des dividendes et, surtout, une réduction significative du nombre d'actions en circulation du fait de programmes récurrents de rachats. Le rendement annualisé du titre Cisco sur 10 ans s'établit à 19 %.

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

Allstate

Compagnie d'assurance de dommages (automobile et domicile) de premier plan en Amérique du Nord, Allstate exploite ses activités indirectement, par l'intermédiaire d'un réseau d'agents, et directement, sous la bannière National General. Reconnu pour la rigueur de ses activités de souscription, l'assureur s'appuie sur des analyses approfondies qui lui permettent d'évaluer adéquatement le risque et de générer une rentabilité supérieure au reste du secteur.

Le modèle d'affaires demeure faiblement capitalistique, une fois les réserves réglementaires constituées, de sorte qu'Allstate dégage des flux de trésorerie disponibles constants à partir des primes d'assurance facturées.

Cette stabilité financière révèle un long historique de croissance des dividendes et une division par deux du nombre d'actions au cours des 15 dernières années au fil des différents programmes de rachats.

Le rendement annualisé du titre Allstate sur 10 ans s'établit à 16 %.

American Express

Le transporteur de fret s'est transformé depuis sa création, en 1850, en fournisseur de services financiers de premier plan qui domine le secteur des paiements. Contrairement à Visa et Mastercard, Amex est une banque. Elle a donc des relations avec les détenteurs de sa carte et avec les commerçants qui l'acceptent comme moyen de paiement.

L'avantage concurrentiel principal de l'entreprise tient à la reconnaissance de sa marque et à son programme de fidélité qui concerne surtout des consommateurs bien nantis ainsi que des entreprises, une clientèle ayant généralement un fort volume d'achats et un faible risque de crédit.

American Express exploite ses activités avec une efficacité opérationnelle supérieure à la moyenne, convertissant la forte croissance de son chiffre d'affaires en rendement élevé des capitaux investis. La direction s'est continuellement engagée à distribuer le capital excédentaire à ses actionnaires, grâce à une croissance soutenue des dividendes et des rachats constants d'actions.

Le rendement annualisé du titre AMEX sur 10 ans s'établit à 20 %.

Le mot de la fin

Le titre de cette lettre s'inspire d'une conversation entre Jeff Bezos et Warren Buffett au cours de laquelle le premier demandait au second pourquoi sa stratégie d'investissement ne faisait pas plus d'émules au vu des résultats obtenus et de la richesse colossale ainsi accumulée. Warren Buffett de répondre : « Parce que personne ne veut devenir riche lentement. »

Le principe à retenir dans cette réflexion se reflète dans tous les éléments décrits ci-dessus. Notre métier ne consiste pas à vous faire « devenir riche rapidement » et nous sommes très sceptiques des intentions de quiconque vous proposerait un tel projet. Notre métier consiste à vous rendre riche lentement, en détenant des sociétés acquises selon des valorisations se justifiant rationnellement et en réinvestissant nos dividendes en croissance, en protégeant le capital des corrections boursières et en laissant la magie des effets composés s'opérer sur des décennies.

Cette stratégie non spectaculaire peut même apparaître décevante parfois, relativement à tout ce qui peut briller quelque temps. Toutefois, la citation en haut de cette lettre nous rappelle que c'est la patience qui crée la fortune.

Comme toujours, nous apprécions la confiance que vous nous accordez. Nous demeurons mobilisés à faire croître et protéger votre patrimoine avec rigueur, patience et mobilisation.

Sincères salutations,



Lorne Steinberg
Coprésident

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