

Rédigé par Tye Bousada

Ceci n'est pas une marche

Je peignais un mur de ma maison la semaine dernière et j'ai dû utiliser un escabeau. Comme je grimpais jusqu'en haut de celui-ci, j'ai remarqué que le dernier échelon affichait l'avertissement suivant, gravé dans l'aluminium : « CECI N'EST PAS UNE MARCHÉ. » Je suppose que le fabricant de l'escabeau croyait que certaines personnes, dans leur effort pour atteindre un endroit quelconque ou pour arriver à exécuter une tâche, pourraient être tentées de grimper sur cette dernière marche, s'exposant ainsi à un haut risque de chute. Ce simple avertissement m'a fait penser à une conversation que j'avais eue plus tôt dans la journée avec Greg Lagasse, l'un des 23 partenaires internes d'EdgePoint. Plus précisément, Greg m'avait appelé pour discuter de la soif insatiable du marché pour le rendement.

Comme de nombreuses études l'affirment, il y a un changement démographique en cours qui entraîne une augmentation massive du nombre de retraités. Cette cohorte de retraités a besoin de revenus provenant de ses investissements pour assurer sa subsistance. Malheureusement, étant donné la situation mondiale actuelle des taux d'intérêt, il est très difficile pour ce groupe de trouver des rendements qui sont suffisamment attrayants. En conséquence, plusieurs personnes investissent aujourd'hui dans des produits en fonction des seuls rendements actuels de ceux-ci et peuvent ne pas apprécier à leur juste importance les risques associés à la réalisation de ces rendements.

Le Fonds de revenu des Pages Jaunes

Prenons l'exemple suivant pour démontrer cet énoncé. Le Fonds de revenu des Pages Jaunes (YP) produit un taux de rendement annuel sur ses unités de plus de 12 %, le rendant ainsi très attrayant pour une personne qui cherche un revenu. YP est l'éditeur d'annuaires téléphoniques le plus important au Canada et ses produits imprimés touchent 93 % de la population de notre pays. Cette position dominante fournit à l'entreprise des marges de premier rang dans l'industrie et, ainsi, une rentabilité qui lui permet d'emprunter de forts montants. Son niveau de dette s'élève à 2,3 milliards de dollars au 31 décembre 2009, excluant les passifs non capitalisés découlant du régime de retraite et les actions privilégiées. Cependant, au lieu d'utiliser la plus grande partie de ses flux de trésorerie pour réduire sa dette, YP a choisi de verser un très gros dividende, créant ainsi ce rendement élevé qui est le sien.

Si vous avez moins de 25 ans, vous utilisez très certainement Google ou d'autres sites Web semblables pour trouver des renseignements que l'on cherchait auparavant dans les Pages Jaunes. Si vous approchez de la quarantaine (comme moi), il y a de bonnes chances que vous ayez grandi en utilisant les Pages Jaunes. Et si votre maison ressemble à la mienne, cet annuaire est placé directement sous le téléphone de la cuisine. Presque toutes les résidences avaient auparavant un de ces gros bottins jaunes à portée de la main. Néanmoins, même ceux approchant de la quarantaine jugent plus facile d'utiliser Internet pour trouver un nettoyeur ou un atelier de débosselage dans leur quartier. Conséquemment, il y a une forte probabilité que le modèle d'entreprise d'YP soit affaibli de façon permanente d'ici les dix prochaines années, alors que son emprise sur la recherche de fournisseurs locaux s'effrite petit à petit.

Examinons donc maintenant la raison pour laquelle cet état de choses pourrait ne pas être favorable aux détenteurs de parts YP. Les détenteurs de parts YP voient peut-être ces parts de la même façon dont ils évalueraient une obligation gouvernementale de dix ans. Leur raisonnement est le suivant : une obligation gouvernementale de dix ans versera environ 4 % par année pour les dix prochaines années, comparativement à YP qui verse actuellement plus de 12 %, ce qui rend ces parts beaucoup plus attrayantes. La grande différence, cependant, réside dans la possibilité de récupérer leur investissement initial dans dix ans. Si la tendance vers les recherches locales par Internet se poursuit et que la perte des parts de marché d'YP s'accélère, alors la valeur de cette entreprise pourrait facilement être beaucoup moins élevée dans l'avenir qu'elle ne l'est aujourd'hui. Dans une telle situation, quelle serait la valeur de leur investissement?

En d'autres termes, l'obligation gouvernementale représente un **rendement** du capital, alors que le « rendement » d'YP pourrait potentiellement représenter la **récupération** du capital. Il est extrêmement probable que les investisseurs dans des obligations gouvernementales qui récoltent un rendement de 4 % par année, récupèrent l'intégralité de leur capital dans dix ans, au moment où leurs obligations arriveront à échéance. Cependant, un investisseur dans des parts YP pourrait ne pas être aussi chanceux. Si la concurrence continue à faire en sorte que moins de personnes utilisent les services d'YP, les revenus de celle-ci diminueront, ce qui entraînera une réduction de ses marges et de ses bénéfices d'exploitation actuellement élevés, ce qui mènera à la réduction de sa rentabilité, laquelle réduction diminuera sa capacité de maintenir ses paiements de dividende. Il est possible que dans dix ans, la valeur d'YP ne représente qu'une fraction de sa valeur actuelle. L'investisseur YP peut tenter d'obtenir un certain rendement en se tenant sur la « dernière marche de l'escabeau ». Il réussit à « atteindre » un rendement de 12 % aujourd'hui, mais ce faisant, il risque de mettre en jeu son patrimoine à long terme.

Il importe de noter que nous n'avons aucune certitude quant à savoir si le prix par action d'YP sera, plus tard, plus ou moins élevé que maintenant. Nous n'avons pas étudié de façon approfondie les risques potentiels auxquels fait face YP pour nous convaincre que l'entreprise vaudra plus ou moins à l'avenir. L'élément à retenir de cette discussion, c'est qu'il est dangereux de se procurer les parts d'une entreprise uniquement en raison de son rendement, sans pleinement comprendre les risques sous-jacents auxquels fait face l'entreprise.

Chez EdgePoint, nous croyons que la façon appropriée de faire croître son capital est d'acquérir des parts dans une entreprise de haute qualité, qui a le potentiel de faire croître sa valeur avec le temps. Nous visons à acheter les parts d'une telle entreprise à un prix inférieur à notre évaluation de sa vraie valeur. La meilleure façon d'y arriver est d'acquérir une perspective sur l'entreprise qui est peu courante – ce que nous appelons un *point de vue exclusif*. Nous visons à développer des perspectives qui nous sont propres sur des entreprises dont nous comprenons la nature et les défis. Nous privilégions des entreprises qui présentent de solides positions concurrentielles et des obstacles défensifs empêchant l'entrée de compétiteurs sur leur marché, offrant un fort potentiel de croissance à long terme, et qui sont exploitées par des équipes de direction compétentes et dignes de confiance. Parfois, nous avons l'occasion d'acheter des parts d'entreprises dont les actions ordinaires versent des dividendes élevés, parfois, il nous est impossible de le faire. Ce qui guide notre décision finale d'investissement, cependant, n'a rien à voir avec le rendement, mais au contraire tout à voir avec la conservation et la croissance du capital investi.

Exemple de l'approche envers l'investissement : EXFO inc.

EXFO inc. est un exemple parfait de cette approche. Il y a environ un an, nous aurions pu acheter des parts d'YP, offrant un rendement de dividende de 12 %, mais nous avons plutôt décidé d'acheter des parts d'EXFO, qui n'offrait aucun dividende. Pourquoi? Notre hypothèse appuyant l'investissement dans EXFO repose sur l'idée que cette société vend de l'équipement à des entreprises qui installent des réseaux de fibres optiques à l'échelle mondiale, et nous croyons que les réseaux de fibres optiques forment la future épine dorsale d'Internet.

Le trafic mondial du réseau Internet devrait croître à un taux composé annuel de 40 % par année pour les cinq prochaines années. En d'autres termes, le trafic Internet sera cinq fois plus volumineux dans cinq ans qu'il ne l'est aujourd'hui. Pour suivre cette croissance, des autoroutes numériques plus larges doivent être construites. Nous croyons que les autoroutes numériques les plus efficaces et les plus économiques sont fabriquées à partir de la technologie de fibre optique. Même si cette technologie est la meilleure, l'étendue de son installation dans les résidences en est toujours à ses balbutiements. Plus précisément, seulement deux pays du monde (Japon et Corée du Sud) ont plus de 10 % des habitations branchées sur Internet par fibre optique. Ce faible taux de pénétration a entraîné des taux de croissance mondiaux de l'installation des réseaux de fibres à plus de 50 % par année. Cela avantage EXFO, car elle vend de l'équipement à ce marché en pleine expansion. Plus précisément, il s'agit d'un fournisseur chef de file mondial de solutions d'essais et d'assurance de service pour les exploitants de réseaux et les fabricants d'équipement.

Durant la période d'avril à août 2009, nous avons pu acheter des parts d'EXFO à moins de 4 \$ par part. À ce moment, l'entreprise avait 1 \$ par part en liquidités nettes, ce qui signifiait que nous achetions essentiellement l'entreprise à moins de 3 \$ par part. Notre évaluation a déterminé que les gains normalisés d'EXFO pourraient dépasser 0,50 \$ par part. Conséquemment, en enlevant l'élément de liquidités, nous recevions un rapport bénéfice/cours sur une base normalisée de 17 % (ou payions l'équivalent de six fois les bénéfices). Selon nous, ce prix était très attrayant pour une entreprise qui détenait une position de chef de file dans un marché connaissant un taux de croissance de plus de 50 % par année. Lorsque nous avons comparé cela à un rendement boursier de 12 % pour YP ainsi qu'avec l'incertitude quant à l'avenir de celle-ci, EXFO, selon nous, présentait une occasion d'investissement beaucoup plus intéressante, tout en comportant moins de risque. Depuis la prise de notre décision, les parts d'EXFO ont augmenté pour atteindre plus de 6 \$ par part, alors que les unités de YP se négocient à environ au même prix qu'en avril dernier. Il est important de noter que cette comparaison concerne une très courte période et que notre objectif consiste à augmenter votre patrimoine sur une période de dix ans. Cependant, nous croyons que cet exemple démontre la différence importante qui existe entre un investissement visant la possibilité de croissance à un prix d'aubaine, par opposition à la recherche d'un rendement boursier à partir de la « dernière marche de l'escabeau ».

Commentaire sur les titres à revenu fixe

Les marchés des titres à revenu fixe nord-américains sont restés relativement à l'abri de l'aversion du risque observée en Europe par suite de la difficulté que la Grèce a eue à émettre de nouveaux titres d'emprunt. Les écarts des obligations de sociétés ont continué de se resserrer durant le premier trimestre 2010.

Le marché des titres à revenu fixe de sociétés offre beaucoup moins d'occasions qu'à la même époque l'an dernier, mais nous avons pu participer à plusieurs nouvelles émissions et continuons de découvrir des entreprises solides qui se négocient à un prix attrayant. Le compartiment obligataire du portefeuille reste entièrement constitué d'obligations de sociétés. Comme dans tous nos placements, nous nous soucions d'abord de préserver le capital et veillons à ne pas prendre de risques injustifiés pour viser un rendement plus élevé. Nous sommes convaincus de pouvoir trouver des titres intéressants mal évalués par le marché et nous investirons sans hésiter dans ces valeurs.

En bref, nous sommes heureux du groupe d'entreprises rassemblées dans votre portefeuille et nous sommes emballés par les potentiels à long terme qu'offrent ces entreprises. Nous continuons à investir dans ces marchés avec une confiance mesurée. Nous vous remercions de la confiance que vous nous témoignez et envisageons avec enthousiasme la possibilité de bâtir un solide patrimoine en votre nom à long terme.

Cordialement,



Tye Bousada

Commentaire en date du 31 mars 2010. Les entreprises précitées sont sélectionnées à titre d'exemples seulement et ne sont pas destinées à servir de recommandations d'investissement. Gestion de placements EdgePoint inc. peut acheter ou vendre des positions dans les titres précités.

fonds communs de placement. Veuillez lire le prospectus avant de procéder à tout investissement. Des copies peuvent être obtenues auprès de votre conseiller financier ou à partir de notre site Web à l'adresse www.edgepointwealth.com. Le rendement des fonds communs de placement n'est pas garanti, leur valeur évolue rapidement dans le temps et aucun rendement antérieur ne garantit de résultat ultérieur. Le présent document ne doit pas être considéré comme une offre de vente ou une sollicitation d'achat. Les fonds communs de placement ne peuvent être achetés que par l'entremise d'un courtier inscrit et ne sont offerts que dans les territoires où leur vente est légale. Le présent document ne donne aucun conseil, que ce soit sur le plan juridique, comptable, fiscal ou propre aux investissements. Les renseignements inclus dans le présent document ont été obtenus de sources que nous croyons crédibles, mais Gestion de patrimoine EdgePoint n'assume aucune responsabilité pour les pertes, qu'elles soient directes, particulières ou accessoires, pouvant résulter de l'utilisation de la présente information. Les titres du portefeuille sont fournis sous réserve de toute modification possible. Les fonds communs d'EdgePoint sont gérés par Gestion de placements EdgePoint inc., une société affiliée à Gestion de patrimoine EdgePoint inc.. EdgePoint® est une marque déposée du Groupe de placements EdgePoint inc. Enfin, « Des propriétaires-exploitants investisseurs^{MC} » est une marque de commerce du Groupe de placements EdgePoint inc.

Publié le 6 avril 2010