

Portefeuille canadien de fonds de revenu et de croissance EdgePoint, commentaires sur le 2e trimestre de 2011

Réflexion de deuxième niveau

par Geoff MacDonald, gestionnaire de portefeuille à EdgePoint

Depuis le lancement des portefeuilles EdgePoint, nous avons discuté de la probabilité que le ralentissement puisse durer longtemps. Nous n'en sommes pas arrivés à cette prévision en nous servant d'une boule de cristal. Il semblait tout simplement y avoir suffisamment de turbulences dans le monde pour justifier notre prudence d'investir nos fonds d'une façon qui serait fructueuse même si le ralentissement durait longtemps (après tout, les employés d'EdgePoint représentent collectivement le plus important investisseur dans les portefeuilles EdgePoint).

Nous n'avons pas vraiment eu à sortir des sentiers battus pour croire que le ralentissement pourrait durer longtemps. En fait, nous avons obtenu un important consensus chaque fois que nous avons suggéré que le ralentissement pourrait durer longtemps. Compte tenu de cela, ainsi que de la peur et des inquiétudes dont nous avons été témoins au sein du marché au cours des dernières années, la majorité des investisseurs effectuaient aussi leurs placements comme si le ralentissement pouvait durer longtemps.

Avant de poursuivre, j'aimerais insister sur le fait que nous n'avons aucunement l'intention d'obtenir des résultats moyens. Tout d'abord, en tenant compte des taux d'intérêt actuels et des diverses turbulences économiques potentiels (p. ex. la possibilité que de nombreux gouvernements fassent faillite, la bulle immobilière en Chine, etc.), un rendement « moyen » va probablement permettre d'atteindre seulement un petit nombre de vos objectifs de placement au cours de la prochaine décennie. Ensuite, si nous voulions simplement offrir des rendements moyens, nous aurions investi votre argent de façon similaire à l'indice. Nous aurions en portefeuille un peu de tout et obtiendrions des rendements tout à fait moyens. Cependant, nous n'apprenons pas à nos enfants à se contenter d'être tout simplement dans la moyenne, et nous n'avons pas non plus créé cette société avec cet objectif en tête. En fait, l'un de nos trois objectifs au moment où nous avons fondé EdgePoint (objectifs que nous avons mis en évidence sur notre site Web dès le départ) était de dégager le rendement sur dix ans le plus élevé, ou presque, par rapport à notre groupe d'entreprises comparables. Par conséquent, nous désirons l'emporter à long terme.

Si nous n'ajoutons aucune perspicacité aux prédictions ci-dessus, nous investirions probablement dans les titres où presque tout le monde a investi en cette période de ralentissement et d'incertitude, soit dans les sociétés qui allaient de toute évidence survivre (par ex. les sociétés du secteur des produits de consommation courante, des services publics, les entreprises pharmaceutiques, etc.). Nous aurions aussi suivi la vague et mis l'accent, comme presque tous, sur les actions bénéficiaires. Si les perspectives sont incertaines, l'idée « d'être payé pour attendre » semble à première vue rationnelle. Elle semble encore plus rationnelle si vous tentez de vendre un produit de placement. Pour obtenir de bons rendements à



E D G E P O I N T

long terme, il faut beaucoup plus qu'une réflexion aussi simpliste.

Enregistrer de solides rendements à long terme nécessite un point de vue que les autres ne peuvent obtenir ni utiliser facilement. Bien que cela puisse sembler évident, nous pensons qu'il n'y a qu'une minorité d'investisseurs qui passent la majeure partie de leur temps à rechercher des idées qui ne sont pas très répandues ni comprises par un grand nombre de personnes.

Dans un livre récent intitulé « The Most Important Thing », Howard Marks, le président et cofondateur légendaire d'Oaktree Capital Management, discute justement de ce sujet. Il nomme cette perspicacité « réflexion de deuxième niveau ». Nous l'avons toujours désignée par l'expression *points de vue exclusifs*. Voici la traduction d'une citation tirée du premier chapitre du livre :

« Une réflexion de premier niveau consiste à se dire : « C'est une société solide; acquérons des actions ». Une réflexion de deuxième niveau consiste à se dire : « C'est une société solide, mais tout le monde pense qu'il s'agit d'une très bonne société : sa réputation est surfaite tandis que son titre est surévalué; vendons ».

Une réflexion de premier niveau consiste à se dire : « Les perspectives laissent présager une faible croissance et une hausse de l'inflation. Vendons nos actions ». Une réflexion de deuxième niveau consiste à penser : « Les perspectives sont désastreuses, mais tous les investisseurs vendent parce qu'ils sont en panique. Achetons! »

Examinons certains exemples où l'on considère des angles supplémentaires négligés par les autres plutôt que de tomber dans le panneau d'une réflexion simpliste : *Yellow Media*.

Réflexion simple : Son action offre un bon rendement et l'entreprise est solide. Ce bon rendement devrait soutenir le cours de l'action.

Point de vue exclusif : Nos enfants ne sauront jamais ce qu'était ce lourd bottin jaune, à part peut-être grâce à leurs cours d'histoire. Lorsqu'ils grandiront et qu'ils auront besoin d'un bon plombier, ils demanderont à leurs amis sur Facebook de leur faire une suggestion ou ils feront peut-être une recherche sur Google. Il est très peu probable qu'ils visiteront le site yellowpages.ca. La société a des dettes de l'ordre de près de trois milliards de dollars que devront rembourser ses propriétaires. Par conséquent, pour que cette entreprise ayant un avenir douteux vaille même un seul dollar, elle devrait au départ valoir trois milliards de dollars.

Le contexte actuel/le ralentissement qui pourrait durer longtemps/les perspectives incertaines

Réflexion simple : Il est avantageux d'acquérir des placements pour lesquels le risque perçu est peu élevé. La trésorerie est intéressante, les obligations sont sécuritaires et les placements offrant un rendement élevé de l'action, tels que les actions des sociétés de gazoducs, sont aussi attrayants. Veuillez lire mon [commentaire](#) précédent pour en apprendre davantage sur les pièges et sur les résultats

de placement potentiellement insatisfaisants de ceux qui se sont tournés vers les titres jugés sécuritaires.

Point de vue exclusif : S'il est vrai que le ralentissement durera longtemps, les placements offrant un rendement moyen vous permettront-ils d'atteindre vos objectifs de placement à long terme? Est-ce que les placements assortis d'un faible risque perçu offrent la possibilité d'enregistrer un rendement intéressant? Examinons plutôt ce qui ne suscite pas l'enthousiasme des autres, comme l'avenir. Si les investisseurs se montrent pessimistes par rapport à l'avenir, n'est-il pas possible d'acquérir des titres sans devoir payer très cher pour leur croissance future? Pensez à tout l'argent que nous pouvons faire si nous trouvons une société capable de croître et que nous achetons ses titres à des cours qui ne tiennent compte d'aucune croissance puisque les gens ne sont pas optimistes à l'égard de l'avenir.

L'importance de la croissance

Si les conditions sont aussi dures que certaines personnes le pensent, alors la croissance est importante et tout le monde devrait s'efforcer d'en profiter.

Songez à quel point l'inflation peut réduire les gains générés par ces obligations ou ces « actions refuges » à faible croissance dont le rendement se situe entre 3 % et 5 %. Le titre d'une société à faible croissance au cours d'une période inflationniste peut être aussi décevant qu'une obligation. Récupérer au bout de 10 ans la somme investie dans une action ou une obligation n'est pas une victoire, même si vous avez obtenu un rendement de 3 % à 4 % annuellement. Maintenant, pensez plutôt à ce que représente une participation dans une entreprise dont la taille pourrait doubler ou tripler en 10 ans. Acquis au cours qui convient, le titre de cette entreprise pourrait vous aider à lutter contre les démons de l'inflation.

Que penser d'une période où les économies mondiales ne connaissent presque aucune croissance? Dans ce contexte, il est possible que même les actions d'une société « moyenne » acquises à faible cours ne puissent vous être favorables. Une telle société peut-elle croître si les turbulences économiques sont importantes? Qu'en est-il de la tranche de 50 % des entreprises qui, par définition, se situent en dessous de la médiane au sein de tout indice? Pensez encore à cette entreprise dont la taille pourrait doubler, voire plus, en une décennie. Si vous achetez son titre à un cours avantageux, cette société ne vous rendrait-elle pas beaucoup plus riche?

Afin d'illustrer l'importance de la croissance, examinons rapidement l'exemple de deux sociétés : société A et société B. La société A enregistre une hausse de 15 % de ses bénéfices chaque année pendant la prochaine décennie. La société B exerce ses activités dans un secteur sûr, mais affiche une croissance de ses bénéfices de l'ordre de 3 % par année au cours de la même période. Présignons que vous pouvez acheter des actions des deux sociétés à un ratio cours/bénéfices de 12 (en d'autres mots, si une société génère un profit de 1 \$, vous devez dépenser 12 \$ pour acquérir son titre).

Il est raisonnable de présumer que les deux sociétés peuvent être acquises à la même valeur (ratio cours/bénéfice de 12) parce que, comme je l'ai mentionné plus tôt, les investisseurs ont accordé une

valeur ajoutée aux sociétés à faible croissance qui offrent une certitude à court terme.

Pour les deux sociétés de notre exemple, supposons que leurs bénéfices s'accumulent tout simplement dans leurs bilans sous forme de trésorerie que nous ajouterons à leur cours en 2022, qui sera encore équivalent à 12 fois les bénéfices. Vous pouvez choisir d'investir 10 000 \$ dans l'une ou l'autre des sociétés.

En 2022, la somme de 10 000 \$ que vous aviez investie dans la société A vaut 66 300 \$ tandis que les 10 000 \$ investis dans la société B valent seulement 23 700 \$.

Toucher 23 700 \$ en une décennie grâce un placement initial de 10 000 \$ n'est pas mauvais; cependant, si vous désirez obtenir un rendement particulièrement intéressant, un placement dans la société A est la bonne solution.

J'espère que cet exemple vous démontre comment le fait de ne pas payer pour la croissance – et d'avoir recours à la réflexion de deuxième niveau – peut vous aider à toucher des rendements supérieurs à l'ensemble du marché.

RIMM

Il serait difficile de conclure un commentaire du second trimestre sans mentionner Research In Motion (RIMM). Comme vous le savez probablement, nous avons eu un point de vue au sujet de RIMM qui était partagé par peu de gens au cours des dernières années. Bien que j'aie écrit dans mon dernier commentaire que nous avons vendu à profit des titres de RIMM, nous étions encore un important actionnaire au début du deuxième trimestre. Peut-être que le consensus va persister pour RIMM (à l'occasion, la majorité a raison!). Nous soutenons toujours que RIMM a de grandes chances de devenir un solide joueur dans un marché futur énorme où la plupart n'ont pas réussi; toutefois, le parcours pour y arriver comporte des risques évidents. L'avenir est dans l'informatique mobile, et RIMM s'est taillée une place centrale dans ce domaine.

Les dépenses futures probables en technologie au sein de notre société illustrent cette tendance. L'idée que nos vendeurs demandent un nouvel ordinateur, portable ou de table, au cours des cinq prochaines années en raison d'une nouvelle version de PowerPoint ou d'Excel est risible. Les dépenses liées aux ordinateurs portatifs ou de table vont diminuer considérablement par rapport aux dépenses liées aux téléphones intelligents et aux tablettes. Où sont Dell et Hewlett-Packard et comment ont-elles fait pour manquer cette occasion? Qu'en est-il d'Intel? Et avec sa dernière tentative pouvant échouer avec Nokia à l'automne, Microsoft ne va-t-elle pas manquer l'occasion elle aussi? D'ailleurs, en ce qui concerne Nokia, comment la société n'a-t-elle pas vu venir cela?

Motorola, Samsung, LG, Sony et HTC ont toutes abandonné et été forcées d'accepter l'introduction d'un système d'exploitation Android dans leurs produits afin de pouvoir survivre dans ce marché. Comment

ces sociétés réussissent-elles à se différencier si elles ont toutes recours au même système d'exploitation? Elles doivent toutes faire en sorte d'avoir « l'emballage » le plus attrayant. Cependant, elles ne peuvent toutes avoir « l'emballage » le plus attrayant. Nous sommes relativement certains que la valeur au sein de cette industrie s'accroîtra pour les sociétés qui détiennent les systèmes d'exploitation qui font fonctionner ces téléphones intelligents et ces tablettes. Actuellement, les seuls joueurs légitimes sont Apple, Android et Blackberry (qui propose le système d'exploitation QNX). Peut-être Microsoft fera-t-elle un retour avec Nokia. Le temps le dira, bien que le temps presse. Quoi qu'il en soit, l'informatique mobile est un créneau énorme et il n'y a actuellement que trois sociétés qui rivalisent pour se tailler une part du gâteau. En ce qui concerne RIMM, être l'une de ces trois sociétés n'est pas une garantie de succès. L'avenir, bien qu'encourageant en ce qui a trait à la taille du marché, est encore incertain pour ce qui est des sociétés qui tireront leur épingle du jeu.

Il n'y a aucun doute qu'au moment où nous avons vendu à profit les actions de RIMM au premier trimestre de l'exercice, nous aurions dû vendre la totalité de notre participation. Nous ne l'avons pas fait parce que nous avons mis l'accent sur le potentiel à long terme de l'entreprise. Si RIMM réussit à s'accaparer ne serait-ce qu'une petite part de ce marché futur formidablement grand, son cours grimpera de façon considérable.

Même s'il est impressionnant qu'une petite entreprise canadienne soit au centre de l'avenir de l'informatique, l'entreprise a fait quelques erreurs de parcours. Cela s'est traduit par une lacune à court terme dans son offre de produits alors qu'elle effectue une transition vers de nouveaux appareils et un nouveau logiciel. Bien que nous ayons reconnu ce problème et que nous nous soyons départis d'une partie des titres plus tôt, nous n'aurions jamais pensé que la réaction du marché serait si brutale. Notre erreur a été de ne pas vendre plus de titres au dernier trimestre lorsque nous avions la possibilité de le faire à des cours beaucoup plus élevés.

Si RIMM n'arrivait pas à se classer parmi les quelques entreprises à survivre sur ce grand marché (rappelez-vous qu'il y a déjà 68 millions d'abonnés), nous ne croyons pas que ce sera en raison d'une technologie inférieure à celle des autres. Il est plus probable que cela sera lié à des problèmes de communication. La marque Blackberry, qui a déjà été très en demande, s'est affaiblie de façon importante dans certains cercles et certains pays.

Le fait que la direction n'ait pas réussi à mettre en valeur adéquatement les nombreux attributs positifs du réseau Blackberry (notamment la sécurité, l'efficacité du réseau, etc.) et, tout particulièrement, à vanter les mérites de l'impressionnant système d'exploitation QNX, pourrait en fin de compte entraîner la perte de sa popularité. On nous rappelle constamment que la technologie de Betamax était supérieure à celle de VHS, et pourtant, VHS a gagné la part du marché. Notre meilleure prévision continue d'être la suivante : l'informatique mobile ne se résumera pas à un seul joueur, et RIMM fera partie des entreprises qui survivront.

En passant, j'ai rédigé ce commentaire sur mon Blackberry Playbook pendant que je voyageais. À la

maison – ramassant de la poussière – se trouve mon ordinateur portable Dell et son système d'exploitation Microsoft.

Cordialement,

Geoff

Commentaires sur les titres à revenu fixe

par Frank Mullen, analyste d'actions et de titres à revenu fixe à EdgePoint

Nous trouvons qu'il est de plus en plus difficile de cerner les occasions attrayantes de placements dans des titres à revenu fixe qui ne nous forcent pas à assumer des risques élevés. La forte demande des investisseurs pour des rendements en revenus et leur perception de la sécurité offerte par la plupart des obligations continuent de pousser à la hausse les cours à des niveaux pour lesquels nous croyons que le rendement potentiel ne justifie plus le risque inhérent de crédit et de taux d'intérêt. Ce contexte nous a incités à être plus prudents quant à notre pondération en titre à revenus fixe et à privilégier les titres peu sensibles aux taux d'intérêt comparativement à l'indice BofA Merrill Lynch du marché canadien global, l'indice général pour les titres à revenu fixe canadiens. Tandis que nous avons maintenu la totalité des placements en obligations de sociétés et que nous croyons que certains écarts sur les obligations de sociétés sont attrayants, la majorité de nos obligations ont une échéance inférieure à cinq ans.

Au cours de la dernière année, nous avons effectué des recherches exhaustives sur le secteur des services énergétiques, en accordant la priorité à la façon dont les nouvelles technologies vont modifier les méthodes d'extraction du pétrole et du gaz. Nous avons réalisé plusieurs placements dans des titres de créance et des actions de ce secteur et connaissons bien les catalyseurs opérationnels futurs.

Nous avons commencé à analyser une nouvelle société de service du nom de Forbes Energy Services au cours du dernier trimestre. Celle-ci offre des services à l'industrie pétrolière et gazière dans le bassin Eagle Ford en développement, aux États-Unis. Forbes a été fondée au Texas des années avant que les investisseurs commencent à mettre l'accent sur le bassin Eagle Ford, où de nouvelles technologies de forage pétrolier et gazier ont accru de façon importante le potentiel d'approvisionnement en pétrole et en gaz. Nous étions d'avis que la solide position concurrentielle de Forbes mènerait à des augmentations considérables de la demande de leurs services au moment où les sociétés d'exploration et de production ont commencé à prospecter la région. Nous avons aussi confiance en notre capacité d'évaluer ses actifs principaux parce que nous connaissons bien le secteur et nous avons investi dans des entreprises semblables par le passé. La solide couverture par l'actif de la société ainsi que son potentiel d'accroître ses flux de trésorerie à partir de nouvelles sources de demande ont compté parmi les raisons principales pour lesquelles nous avons envisagé ce placement. De plus, notre analyse du contrat obligataire nous a permis de croire que la direction serait probablement encline à demander le remboursement anticipé de ses obligations au-dessus du pair afin de se débarrasser de clauses restrictives coûteuses qui ont limité sa capacité à construire de nouveaux actifs et à faire croître l'entreprise.

Nous avons acquis les obligations de Forbes arrivant à échéance en 2015 à un cours de 106,75 \$ chacune, et à un rendement en revenus de 8,87 %. En une courte période, nous avons vu se produire des améliorations au sein de l'entreprise qui étaient conformes à l'hypothèse sous-tendant notre placement. De plus, la société a en effet demandé le remboursement anticipé de ses obligations au-dessus du pair au début de juin, à 112,75 \$. Ce placement a permis de dégager un rendement de près de 7 % pour la période de détention, soit moins de deux mois. Des placements comme celui-là mettent en évidence notre capacité à apporter une valeur ajoutée au moyen d'une analyse de crédit approfondie, malgré les faibles rendements en revenus produits actuellement par les titres à revenu fixe.

Cordialement,

Frank

Commentaires en date du 30 juin 2011. Les entreprises précitées sont sélectionnées à titre d'exemples seulement et ne sont pas destinées à servir de recommandations d'investissement. Groupe de placements EdgePoint peut acheter ou vendre des positions dans les titres précités. Des commissions, commissions incitatives, frais de gestion et frais d'investissement peuvent tous être associés aux opérations touchant des fonds communs de placement. Veuillez lire le prospectus avant de procéder à tout investissement. Des exemplaires peuvent être obtenus à l'adresse www.edgepointwealth.com. Sauf indication contraire, les taux de rendement pour les périodes de plus d'un an sont des taux de rendement antérieur, composés sur une base annuelle, et tiennent compte des changements de la valeur unitaire et du réinvestissement de toutes les distributions. Ils excluent les frais de souscription, de rachat, de distribution, et les frais optionnels et impôts à payer par tout titulaire de titres qui réduiraient les rendements. 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 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 Groupe de placements EdgePoint inc., une société affiliée à Gestion de patrimoine EdgePoint inc. EdgePoint® et « Des propriétaires-exploitants investisseurs^{MC} » sont des marques de commerce du Groupe de placements EdgePoint inc.

Publication le 13 juillet 2011.