

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

M. Innovation et son copain, M. Bonne idée

par Tye Bousada, gestionnaire de portefeuille à EdgePoint

Il y a peu d'industries au sein desquelles une longue période d'innovation a entraîné des conséquences fâcheuses pour l'intervenant moyen au sein de ces industries. Les ingénieurs civils peuvent confirmer qu'un grand nombre de gratte-ciel construits de nos jours n'auraient tout simplement pas pu l'être il y a 50 ans et que l'innovation a eu des effets favorables sur le domaine de l'ingénierie. De façon semblable, les cardiologues peuvent accomplir davantage actuellement qu'il y a même 10 ans, et leurs patients en ressortent gagnants. L'innovation a eu une incidence positive sur le domaine de la médecine. Pensez à votre propre domaine. J'ai l'impression qu'il doit exister de nombreux exemples d'innovations qui ont été avantageuses pour vous et vos clients au cours de la dernière décennie. Qu'en est-il des placements? Nous prétendons que l'innovation dans le domaine des placements a en fait eu un effet rétrograde sur les intervenants moyens au sein du marché.

Nous réalisons qu'il s'agit d'une déclaration audacieuse et, afin de la défendre, je commencerai par mentionner ce que le marché boursier devait initialement devenir. À son niveau le plus fondamental, le marché est l'endroit où le vendeur d'une partie d'une entreprise peut rencontrer un acheteur, ce qui facilite le processus de détermination du prix. En d'autres termes, il s'agit d'un endroit qui rassemble de nombreuses personnes, le vendeur d'une entreprise ayant ainsi plus de chances de trouver un acheteur avec lequel il conviendra d'un prix satisfaisant pour les deux parties.

Afin de démontrer à quel point la majorité des intervenants se sont écartés de cet objectif fondamental du marché boursier, examinons une situation hypothétique. Imaginez que vous avez 500 000 \$ pour nourrir, loger et vêtir votre famille pendant les 30 prochaines années. Vous devez investir cet argent afin que votre famille soit protégée de l'inflation. Maintenant, imaginez que M. Innovation se présente chez vous et qu'il vous dit : « J'ai une entreprise à vous vendre, et le prix que je demande est 500 000 \$. » Vous répondez : « Justement, j'ai cette somme à investir, alors parlez-moi de votre entreprise. » Il répond : « Tout ce que vous devez savoir est qu'un groupe de titulaires de doctorat a analysé les fluctuations historiques du cours de l'action de l'entreprise. Selon les algorithmes générés par leurs superordinateurs, ils croient que le cours de l'entreprise sera plus élevé dans trois mois. Alors, donnez-moi votre argent. » Le feriez-vous? Je ne crois pas. Seriez-vous surpris d'entendre que des milliards de dollars s'échangent sur les marchés boursiers chaque jour en fonction de cette approche? Il s'agit de la méthode « quantitative » de placement.

Imaginez maintenant qu'après avoir décliné l'offre de M. Innovation, il mentionne à son copain, M. Bonne idée, votre désir d'investir 500 000 \$. M. Bonne idée se précipite afin de vous vendre son fonds indiciaire sur les aliments. Vous commencez par lui poser la question suivante : « Que fait l'entreprise? » M. Bonne idée vous apprend que vous n'achetez pas réellement une entreprise. Vous achetez plutôt un ensemble de contrats sur instruments dérivés, dont la valeur augmente et diminue selon le prix des denrées



E D G E P O I N T

alimentaires, notamment du blé et du café. Déconcerté, vous demandez alors : « Pourquoi le prix du café devrait-il grimper à l'avenir? Le monde est-il à court de café? » Ce à quoi M. Bonne idée répond : « Eh bien, le café n'est pas le seul produit de base qui se trouve dans le fonds indiciel. Si son prix n'augmente pas, le prix d'autres aliments croîtra. Tous sont au courant que le monde est à court de produits de base alimentaires actuellement, alors vous devriez faire votre placement dès aujourd'hui. » Vous répliquez gentiment en posant la question évidente suivante : « Si tous savent qu'il manque de produits de base alimentaires sur la planète, leur prix ne devrait-il pas déjà refléter ce fait notoire? » M. Bonne idée semble embêté.

Vous vous sentez mal pour lui et décidez d'adopter une autre approche. « Si le prix du blé monte de 50 % et que le prix du café chute de 30 %, est-ce que j'obtiens une plus grande pondération de blé et une moins grande pondération de café? » M. Bonne idée vous confirme que oui, c'est ainsi que fonctionne le fonds indiciel – vous détenez plus de ce qui coûte cher et moins de ce qui vaut peu.

À ce moment précis, M. Bonne idée est tout rouge. Il n'avait pas encore rencontré un investisseur potentiel qui se servait autant de son bon sens. Il vous sourit drôlement et décide de partir. Donneriez-vous à M. Bonne idée les économies dont vous disposez pour nourrir, loger et vêtir votre famille pendant les 30 prochaines années? Je ne crois pas. Alors que cet exemple peut sembler ridicule, des milliards de dollars s'échangent chaque jour sur les marchés boursiers en fonction de ce type d'investissement indiciel.

Ce qu'on oublie est que les milliards de dollars investis selon la méthode quantitative et les autres stratégies indicielles doivent servir à nourrir, à loger et à vêtir des familles pendant les 30 prochaines années. Cette pratique est devenue acceptable seulement parce que c'est la nature du marché boursier. (Veuillez noter que nous n'avons pas l'intention de nous en prendre aux stratégies quantitatives ou indicielles – elles constituent simplement deux exemples, parmi des centaines, que nous avons retenus pour appuyer notre point de vue).

Quelle approche adopteriez-vous au moment d'investir l'avenir de votre famille dans une entreprise? Vous commenceriez probablement par décider de ne pas investir hâtivement. Vous voudriez suivre une entreprise pendant longtemps avant de faire un placement. Vous voudriez savoir que l'entreprise a l'occasion de faire croître ses produits et de maintenir ou d'accroître ses marges bénéficiaires sur une longue période. Vous désireriez qu'elle soit dotée d'une solide équipe de gestion ayant une vision en laquelle vous croyez. Vous voudriez qu'elle dispose de barrières à l'entrée défendables et qu'elle utilise de façon judicieuse le capital qu'elle génèrera. Plus important encore, vous voudriez tout cela sans avoir à payer la pleine valeur de cette entreprise. Si vous y risquiez l'avenir de votre famille, vous travailleriez fort pour trouver une occasion d'acquérir une entreprise intéressante à une valeur moindre que celle que vous lui accordez. Vous pourriez choisir de vous rendre sur le marché boursier afin de trouver cette occasion, là où chaque jour des millions de vendeurs d'entreprises sont à la recherche d'acheteurs d'entreprises.

À EdgePoint, nous envisageons les placements dans une entreprise comme s'ils allaient permettre de nourrir, de loger et de vêtir nos familles pendant les 30 prochaines années. Cela est facile à dire à EdgePoint, puisque les 29 associés qui y travaillent représentent collectivement le plus important investisseur dans nos portefeuilles. Les quelque 35 entreprises qui constituent le portefeuille sont littéralement chargées de prendre soin de nos êtres chers.

À EdgePoint, nous procédons à des investissements à long terme dans les entreprises. À notre avis, une action doit être considérée comme une participation financière dans une entreprise, et nous visons à acquérir ces titres de participation à des cours inférieurs à notre évaluation de leur valeur réelle.

Nous croyons que la meilleure façon d'acquérir les actions d'une entreprise à un prix avantageux est de considérer celle-ci sous un angle négligé par les autres. C'est ce que nous appelons nos « *points de vue exclusifs* ». Nous nous efforçons de développer des points de vue exclusifs en ce qui concerne les entreprises que nous comprenons. Nous nous concentrons sur des sociétés qui ont des positions concurrentielles solides, des barrières à l'entrée défendables et des perspectives de croissance à long terme, et qui sont gérées par des équipes de direction compétentes. Les titres que nous détenons reflètent généralement notre point de vue pour une période supérieure à trois ans. Nous croyons fermement qu'en nous concentrant sur des périodes plus longues, nous pouvons avoir des points de vue exclusifs dont le cours actuel des titres ne tient pas compte.

Cette approche est plus compliquée qu'elle n'y paraît. Nous achetons des actions de bonnes entreprises sous-évaluées et les conservons jusqu'à ce que le marché reconnaisse leur plein potentiel. La fidélité à cette approche exige de pouvoir penser indépendamment et de s'engager à effectuer la recherche approfondie qui est requise pour déceler des occasions d'achat dont le marché n'a pas encore découvert la réelle valeur.

Laissez-moi revenir à l'exemple où vous disposez d'un montant fixe à investir afin de protéger votre famille pendant les 30 prochaines années. Imaginez que le propriétaire de Harman Intl. Industries s'était présenté à votre porte en novembre 2008 et vous avait demandé d'acquérir une participation dans son entreprise. Vous connaissez bien Harman, puisque vous avez suivi l'entreprise et l'avez admirée pendant de nombreuses années. Vous savez qu'il s'agit du plus important fournisseur, à l'échelle mondiale, de systèmes audio et d'infodivertissement pour les voitures (les systèmes d'infodivertissement sont les ordinateurs et les écrans à cristaux liquides installés dans les voitures et au moyen desquels vous gérez tout, de la radio au climatiseur). Vous savez que Harman détient certaines des marques audio les plus reconnues au monde, notamment Harman/Kardon, Infinity, JBL, Mark Levinson, Lexicon et AKG. Vous êtes aussi au courant de l'immense occasion de croissance qui se présente pour les systèmes d'infodivertissement. Actuellement, seules les voitures haut de gamme sont équipées de ces systèmes. Toutefois, à l'avenir, il est probable que toutes les voitures en seront équipées, ce qui signifie que le marché pourrait enregistrer une croissance de plus de 500 %. À titre de plus important fournisseur de systèmes d'infodivertissement, Harman sera à même de tirer profit de cette croissance. Au cours des

sept dernières années, les produits de la société ont affiché une hausse de 239 % tandis que ses bénéfices ont bondi de 250 %. L'équipe de gestion d'Harman a démontré par le passé qu'elle était solide et compétente, et vous croyez qu'elle est la bonne équipe pour diriger Harman à l'avenir.

Cependant, le propriétaire de l'entreprise (à ne pas confondre avec l'équipe de direction) est un peu déprimé. Il croit, parce que nous sommes au beau milieu d'une énorme récession (rappelez-vous, nous sommes en novembre 2008), qu'il n'y aura plus jamais personne pour acheter des voitures, et que les perspectives à court terme de son entreprise sont décourageantes. Vous, par contre, ne vous préoccupez aucunement des perspectives à court terme de l'entreprise. Vous êtes convaincu que la récession va finir par se terminer, et à ce moment, Harman reprendra sa croissance rapide et rentable. Parce que le propriétaire est déprimé, vous êtes d'avis qu'il acceptera de vous vendre sa part à un cours équivalant à 3 fois les bénéfices normalisés. Par conséquent, lorsque les activités de l'entreprise reviendront à la normale, vous toucherez un rendement annuel de 33 % sur votre placement avant même de tenir compte de la croissance ($33\% = 1 \div 3$). Décidez-vous d'investir? Nous, nous l'avons fait. Nous étions disposés à investir l'avenir de nos familles dans Harman, et avons par conséquent acheté des actions à un cours de 15 USD chacune en novembre 2008, et à un cours aussi bas que 10 USD quelques mois plus tard. Nous avons acheté ces actions sur le marché boursier auprès de propriétaires qui étaient extrêmement émotifs. Au cours des deux dernières années et demie, le monde entier n'a pas cessé d'acheter des voitures, et Harman a poursuivi sa croissance. Le cours de la société s'est apprécié pour atteindre environ 45 \$, et nous avons terminé en mai de vendre notre participation.

En résumé, nous avons tenté d'aborder les placements en cette période de turbulence des marchés en faisant preuve d'une confiance modérée. Nous continuerons de considérer le marché boursier comme un endroit où les acheteurs et les vendeurs d'entreprises peuvent se rencontrer sans se faire prendre par les coqueluches du jour. Enfin, nous resterons en tout temps fidèles à notre approche d'investissement éprouvée.

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

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.