



Des Propriétaires d'Entreprise Prêtant aux Entreprises^{MC}

EdgePointWealth.com

Voici une photo d'une collection de bouteilles en verre d'eau minérale vintage de Maniva. Elles sont fabriquées par O-I Glass, Inc, l'une des entreprises des portefeuilles EdgePoint. O-I Glass constitue l'un des plus grands fabricants de récipients en verre au monde. Elle existe depuis 1903 et a été fondée par Michael J. Owens, inventeur de la machine automatique à fabriquer des bouteilles. L'équipe de direction d'O-I Glass améliorant la structure des coûts et l'efficacité de l'entreprise, nous estimons que cela contribuera à générer de nouveaux contrats et à améliorer sa rentabilité.

Au 30 juin 2025, les titres de Verre O-I inc. étaient détenus dans le Portefeuille mondial de fonds de revenu et de croissance EdgePoint, le Portefeuille canadien de fonds de revenu et de croissance EdgePoint, le Portefeuille de revenu mensuel EdgePoint et le Portefeuille d'occasions de crédit EdgePoint. Les renseignements sur les titres des entreprises susmentionnées ne constituent pas des conseils en matière de placement. Ils ne sont pas représentatifs de l'ensemble du portefeuille et ne constituent pas une garantie de rendement futur. Le Groupe de placements EdgePoint inc. peut acheter ou vendre des positions dans les titres susmentionnés. Les rendements passés ne garantissent pas les résultats futurs.

Credit photo
Maniva Corporate Group

Commentaire sur le crédit pour le deuxième trimestre 2025

LE LONG DES MARGES

Par Steven Lo

Lorsque les investisseurs parlent de leur portefeuille ou de leurs idées d'investissement préférées, ils sont naturellement optimistes. Ils se concentrent souvent sur le potentiel de croissance de leurs investissements, sur les perspectives prometteuses d'une entreprise et sur les raisons pour lesquelles l'investissement générera des rendements supérieurs à ceux de leur portefeuille. En tant qu'investisseur en titres de crédit, je constate que mes pensées commencent à dériver au cours de ces conversations vers des questions sur les raisons pour lesquelles ces résultats positifs pourraient ne pas se produire ou prendre plus de temps que prévu pour se produire. Appelez-moi pessimiste, mais je ne peux m'empêcher de remarquer que lorsque les investisseurs parlent de « rendements ajustés au risque », ils ne précisent jamais quels sont les « ajustements au risque » effectués!

À EdgePoint, nous définissons le risque comme la perte permanente de capital. Nous ne définissons pas le risque comme la volatilité des cours, comme le font certains manuels de finance. Nous apprécions la volatilité – elle crée des occasions pour nous de tirer profit des évaluations erronées qui nous permettent d'acheter gratuitement la croissance future et de positionner nos portefeuilles pour obtenir des rendements plus élevés à l'avenir. Nous croyons qu'il est tout aussi important de comprendre les risques d'un investissement que d'en comprendre les bénéfices possibles. Ne nous croyez pas sur parole. Warren Buffett a déjà affirmé :

« La première règle d'un investissement est de ne pas perdre. Et la deuxième règle est de ne pas oublier la première règle. »ⁱ

Je crois que les règles de M. Buffett sont doublement importantes pour les investisseurs en titres de crédit. Notre avantage est limité à la récupération de notre capital à la fin de la période d'investissement, plus les paiements de coupons contractés en cours de route. En revanche, notre perte peut représenter la totalité du capital que nous décidons de prêter à une entreprise. Vous comprenez pourquoi il est si important de mettre l'accent sur le risque!

Chaque fois que nous effectuons un investissement, nous analysons le risque qui y est associé – *quelles sont les chances que nous subissions une perte permanente de capital?* Nous procédons à une inspection préalable afin d'examiner ce qui pourrait mal se passer avec un investissement, les raisons pour lesquelles notre idée pourrait ne pas se concrétiser et ce à quoi l'entreprise ressemblerait si nous nous trompions sur l'évolution positive que nous attendons d'elle.

Suivre les règles

À EdgePoint, nous prenons deux mesures principales pour protéger le capital de nos investisseurs finaux. Tout d'abord, nous gardons les choses simples en nous en tenant à la même approche d'investissement que nous utilisons depuis notre création. Notre méthode d'investissement se concentre sur la recherche d'un changement positif au sein d'une entreprise qui n'est pas encore reconnu par le marché. C'est ce qui nous permet d'acheter gratuitement la croissance future. Cela semble plus intuitif lorsqu'il s'agit d'actions, mais notre approche n'est pas vraiment différente en ce qui concerne le crédit. Nous recherchons des informations sur les changements apportés à une entreprise qui pourraient améliorer sa capacité à nous rembourser pendant la période où nous lui prêtons de l'argent, mais ces changements positifs ne se reflètent pas dans le prix de l'obligation aujourd'hui. Les entreprises peuvent notamment améliorer leur capacité à nous rembourser :

- Croissance organique des revenus ou expansion sur de nouveaux marchés
- Augmentation des marges grâce au pouvoir de fixation des prix ou à la recherche de gains d'efficacité en matière de coûts
- Diminution de l'intensité capitalistique après l'achèvement d'un projet de croissance, ce qui, en fin de compte, améliore le flux de trésorerie disponible
- Exploitation de la valeur cachée d'un actif, tel qu'un segment qui a précédemment brûlé des flux de trésorerie, mais qui se transforme lentement pour devenir un contributeur positif au flux de trésorerie disponible

Vous remarquerez que presque tous ces exemples peuvent également servir d'inspiration pour l'achat d'actions! Nous gardons les choses simples en recherchant 40 à 45 entreprises pour lesquelles nous avons une idée de l'amélioration de leur capacité à nous rembourser en tant que prêteurs, et nous nous assurons que nous diversifions par idée d'entreprise lorsque nous construisons nos portefeuilles. Nous ne cherchons pas à ressembler à un indice, à faire des appels de taux d'intérêt ou à nous concentrer sur les avis d'agences de notation tierces. En nous en tenant à notre méthode, nous espérons minimiser les risques en dénichant des entreprises qui améliorent leur capacité bénéficiaire – plus une entreprise peut générer de flux de trésorerie, plus elle peut facilement rembourser ses dettes.

La deuxième mesure que nous prenons pour protéger le capital consiste à nous assurer que l'entreprise dispose d'une marge de sécurité confortable, au cas où notre intuition ne se concrétiserait pas. Bien que nous espérons que toutes nos idées se révèlent correctes et se concrétisent comme nous l'avions initialement prévu, nous comprenons qu'il est inévitable que nous nous trompions de temps à autre. Ce que nous voulons garantir, c'est que votre perte est protégée même dans ces circonstances.

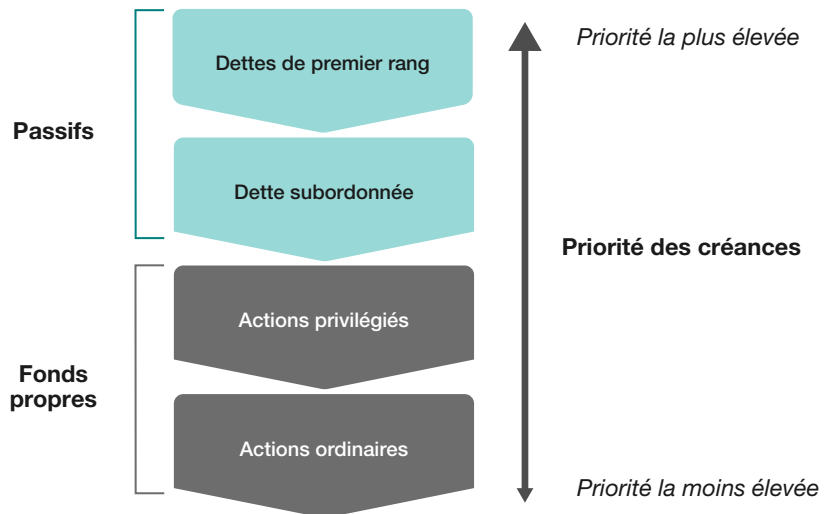
La principale différence entre les investissements en actions et les investissements en crédit est ce qui confère à ces derniers une marge de sécurité supplémentaire : la nature contractuelle des rendements des titres à revenu fixe. Un investissement en actions est une participation au capital d'une entreprise qui permet de profiter de la croissance, mais aussi de la baisse en cas de déclin de l'entreprise. Toutefois, un investissement en crédit est une relation contractuelle dans laquelle l'investisseur a droit à des paiements de coupons pendant la durée du prêt et au remboursement du principal à l'échéance.

Le crédit offre une marge de sécurité supplémentaire si l'emprunteur n'est pas en mesure d'honorer ses obligations contractuelles. Dans le pire des cas (c'est-à-dire lorsque les actifs de l'entreprise sont liquidés), les détenteurs de titres de crédit ont le droit d'être remboursés en priorité, avant les actionnaires. La marge de sécurité d'un créancier correspond à la valeur des fonds propres de l'entreprise et à toute dette de rang inférieur. Avant de constater une perte lorsque nous prêtons à une entreprise, la valeur des capitaux propres et des dettes de second rang doit d'abord tomber à zéro. Les capitaux propres d'une entreprise peuvent baisser de 100 % et les détenteurs de titres de crédit peuvent encore obtenir un rendement agréable grâce aux paiements de coupons précédents et au remboursement de leur capital! En tant qu'investisseurs en crédit, une partie importante de notre analyse consiste à avoir une idée de la valeur de l'entreprise si nos prévisions ne se réalisent pas comme prévu. Si nous effectuons notre analyse pré-mortem et que nous soumettons l'entreprise à plusieurs scénarios pessimistes et que nous sommes toujours convaincus que notre dette sera couverte, il y a de fortes chances que l'investissement dispose d'une solide marge de sécurité.

Chez EdgePoint, l'investissement dans les titres de crédit élargit l'univers des entreprises auxquelles nous pouvons appliquer notre méthode d'investissement. Les entreprises sur lesquelles nous pensons avoir une idée, mais dont le risque est jugé trop élevé pour un investissement en actions, peuvent constituer un investissement en crédit approprié, étant donné la plus grande marge de sécurité qu'offre le fait d'être plus haut dans la structure du capital.

Structure du capital 101

Une entreprise finance sa croissance et ses opérations à l'aide de fonds propres et de dettes. En cas de faillite d'une entreprise, les titres les plus élevés dans la structure du capital sont prioritaires pour le remboursement.



Le scénario Farfetch

Notre investissement dans le prêt à terme de Farfetch Ltd. constitue un bon exemple d'investissement où la marge de sécurité a non seulement protégé le capital de l'investisseur final, mais nous a également permis d'obtenir un rendement attrayant pour l'ensemble de nos portefeuilles de crédit.ⁱⁱ

Farfetch est une place de marché de commerce électronique pour l'industrie du luxe. Il s'agit d'une sorte d'« Amazon du luxe », qui relie les marques et les boutiques vendant des produits Cartier, Louis Vuitton et Gucci aux consommateurs. L'entreprise a fait son introduction en Bourse en 2018 et a été considérée comme une « licorne », atteignant une valorisation maximale de plus de 26 milliards \$US en capitalisation boursière en 2021ⁱⁱⁱ. Nous avons passé un certain temps à étudier Farfetch en tant qu'idée d'action pour donner suite à notre expérience de propriétaire de la Compagnie Financière Richemont S.A. (« Richemont »)ⁱⁱ, propriétaire de marques de luxe telles que Cartier et Van Cleef & Arpels. Au cours des 20 dernières années, Richemont a investi plus de 5 milliards de dollars américains dans le développement du plus grand concurrent de Farfetch dans le domaine du commerce électronique de luxe, YNAP (Yoox Net-a-Porter). Le fondateur et président du conseil d'administration de Richemont, Johann Rupert, avait pour ambition de créer un marché de commerce électronique de luxe performant, mais le marché n'était pas satisfait des pertes d'exploitation continues de Farfetch, qui pesaient sur le résultat net de l'entreprise consolidée. En août 2022, Richemont a décidé de jeter l'éponge sur son expérience en matière de commerce électronique et de fusionner YNAP avec Farfetch, en reprenant 53 millions d'actions de Farfetch et une dette convertible en contrepartie.

Notre analyse de l'entreprise s'est concentrée sur un segment beaucoup plus petit exploité par Farfetch, appelé Farfetch Platform Services (FPS), un fournisseur de logiciels pour les sites Web des marques. FPS exploite l'arrière-plan de sites Web tels que Cartier.com et gère également les ventes en ligne, le service à la clientèle et l'inventaire/la logistique en échange d'un taux de participation de 15 à 20 % sur les ventes du site Web. Dans le cadre de la fusion, Richemont transférerait progressivement toutes ses marques à FPS. Bien que nous considérions cela comme un moteur potentiel important de bénéfices en dehors de son activité principale de place de marché, nous avons finalement renoncé à investir dans l'action parce que, bien que l'idée soit grande, le segment principal brûlait encore des liquidités. Nous étions également préoccupés par le fait que l'accord avec Richemont faisait l'objet d'un examen antitrust européen d'une durée d'un an et, à l'époque, nous considérions qu'une bulle potentielle dans les ventes de produits de luxe en ligne constituait un risque majeur.

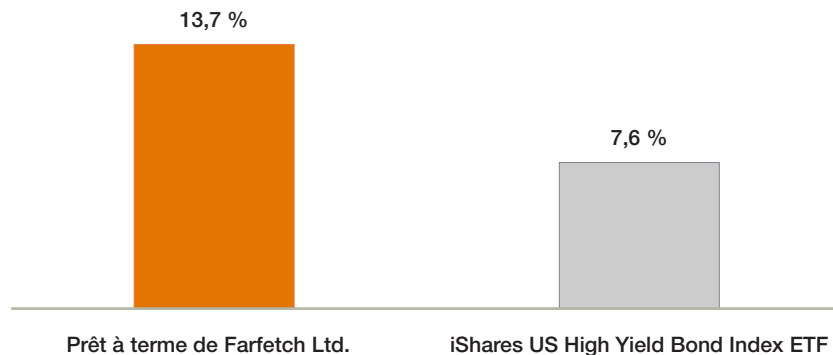
L'idée a eu une seconde chance en septembre 2022, lorsque nous avons appris que Farfetch cherchait à lever un prêt à terme garanti de premier rang d'un montant maximum de 600 millions \$US pour contribuer à faire la transition jusqu'à la conclusion de l'accord avec YNAP. Étant donné que notre équipe d'investissement n'est pas soumise à des silences, nous avons pu rapidement nous faire une opinion sur l'émission de dette proposée. Nous avons observé une occasion de prêter de l'argent à cette entreprise sur la base de notre vision initiale du potentiel de FPS et du partenariat avec Richemont, mais avec une marge de sécurité beaucoup plus importante du fait de notre position plus élevée dans la structure du capital.

Au moment de l'opération, le bilan comportait plus de liquidités que de dettes, et notre dette serait la première à être remboursée. Derrière notre position dans la structure du capital, il y avait 1 milliard \$US d'obligations convertibles et 4 milliards \$US de capitalisation boursière détenus par les actionnaires. Même si cette valeur de 5 milliards \$US tombait à zéro, Farfetch disposerait d'un milliard \$US de liquidités, de plus de 400 millions \$US de stocks et de 500 millions \$US de dettes sur son bilan, qui pourraient être liquidés avec une décote. Tout cela devrait être épuisé avant que nous ne constations une dépréciation de notre prêt. Cela nous a confortés dans notre marge de sécurité, malgré nos inquiétudes concernant l'activité principale de la place de marché.

Les douze mois suivants se sont révélés difficiles pour l'entreprise. Farfetch a rapidement épuisé ses liquidités en raison d'une mauvaise gestion des stocks. La direction a décidé d'investir dans des marques de premier plan parallèlement à la place de marché de l'entreprise, ce qui a consommé une part encore plus importante du capital disponible. Avec le ralentissement du marché du luxe, le coût de détention des stocks a rapidement épuisé les liquidités. Le marché a perdu confiance en la direction et les créanciers ont fini par prendre le contrôle de l'entreprise. Coupang, la principale place de marché de commerce électronique de Corée, est intervenue et a injecté 500 millions \$US de capitaux dans l'entreprise. Coupang a vu la valeur de la marque et de la clientèle de l'entreprise et a saisi l'occasion d'entrer sur le marché du luxe avec Farfetch. Coupang a trouvé de la valeur hors bilan dans des actifs non tangibles d'une valeur totale de plus d'un demi-milliard \$US, ce qui a encore accru notre marge de sécurité.

Bien que notre intuition concernant l'augmentation des bénéfices de FPS ne se soit pas réalisée en fin de compte, nous avons pu vendre notre investissement avec un rendement satisfaisant. Dans ce cas, nous nous sommes trompés sur l'amélioration de la capacité de Farfetch à nous rembourser pendant la période de détention, mais notre analyse de la marge de sécurité a finalement protégé notre capital et nous a permis d'obtenir un résultat positif.

**Prêt à terme de Farfetch Ltd. (taux de rendement interne) par rapport à l'indice à rendement élevé
(rendement total annualisé)
De sept. 2022 à févr. 2025**



Source, indice : Bloomberg LP. Rendements totaux annualisés en \$US. Le taux de rendement interne (TRI) est un rendement pondéré en fonction de l'argent qui tient compte du calendrier et de l'ampleur des flux de trésorerie dans un investissement et représente le rendement réel d'un investisseur. Le prêt à terme de Farfetch Ltd. a été détenu dans plusieurs portefeuilles EdgePoint et chacun d'entre eux avait le même TRI pour le titre. Le FNB est présenté à titre de comparaison pour les investissements à rendement élevé disponibles à l'époque. Voir la *note de bas de page ii* et la section *Informations importantes - définition de l'indice* pour plus de détails.

Un verre à moitié plein

Nous serons les premiers à admettre que nous nous sommes trompés dans nos analyses – nous comprenons qu'aucun investisseur n'a une moyenne de frappe parfaite. Notre méthode nous permet de nous assurer que les pertes de nos investisseurs sont protégées chaque fois que nous prenons une décision. Depuis la création d'EdgePoint, nous avons réalisé plus de 700 investissements dans le secteur du crédit. Huit de ces investissements se sont soldés par des défaillances, dont six ont donné lieu à un rendement positif et deux à une perte. Les investisseurs dans nos portefeuilles de crédit peuvent dormir sur leurs deux oreilles en sachant que l'équipe de placement cherche constamment à protéger leur capital et qu'elle investit en gardant à l'esprit les deux premières règles de Buffett.



Informations importantes – Définition de l'indice

iShares US High Yield Bond Index ETF – un FNB pondéré en fonction de la capitalisation boursière qui cherche à reproduire le rendement de l'indice Markit iBoxx USD Liquid High Yield Total Return, qui offre une exposition à un large éventail d'obligations d'entreprises américaines à rendement élevé et de qualité inférieure. Les rendements du FNB sont nets de frais et basés sur les prix du marché. Au 30 juin 2025, le ratio des frais de gestion du FNB était de 0,56 %. Un FNB qui reproduit le rendement d'un indice est sujet à une erreur de suivi lorsque ses positions et son rendement diffèrent de l'indice sous-jacent.

ⁱ Source : Warren Buffett, *Adam Smith's Money World*, « How to Pick Stocks & Get Rich », PBS. 1985.

ⁱⁱ Au 30 juin 2025, les titres de Farfetch Ltd. et de la Compagnie Financière Richemont S.A. n'étaient détenus dans aucun portefeuille EdgePoint. Les titres de Farfetch Ltd. étaient détenus dans le Portefeuille mondial de fonds de revenu et de croissance EdgePoint, le Portefeuille canadien de fonds de revenu et de croissance EdgePoint et le Portefeuille d'occasions de crédit EdgePoint. Farfetch est devenue une entreprise fermée en janvier 2024 à la suite de son acquisition par Coupang, Inc. Les renseignements sur les titres des entreprises susmentionnées ne constituent pas des conseils en matière de placement. Ils ne sont pas représentatifs de l'ensemble du portefeuille et ne constituent pas une garantie de rendement futur. Le Groupe de placements EdgePoint Inc. peut acheter ou vendre des positions dans les titres susmentionnés. Les rendements passés ne garantissent pas les résultats futurs. Le Portefeuille d'occasions de crédit EdgePoint n'est offert qu'aux investisseurs qualifiés par l'entremise d'une dispense de prospectus. Pour plus d'informations, veuillez consulter la *Notice d'offre du Portefeuille d'occasions de crédit EdgePoint*.

ⁱⁱⁱ La capitalisation boursière de Farfetch Ltd. a atteint son maximum le 19 février 2021.

Les investissements dans les fonds communs de placement peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire le prospectus et l'aperçu du fonds avant d'investir. Vous pouvez en obtenir un exemplaire auprès de votre conseiller financier ou à l'adresse www.edgepointwealth.com. Sauf indication contraire, les taux de rendement pour les périodes supérieures à un an sont des rendements totaux composés annuels historiques, nets de frais, y compris les variations de la valeur unitaire et le réinvestissement de toutes les distributions, et ne tiennent pas compte des frais d'acquisition, de rachat, de distribution ou des frais facultatifs, ni de l'impôt sur le revenu payable par tout détenteur de titres, qui auraient réduit les rendements. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leur valeur varie fréquemment et les performances passées peuvent ne pas se reproduire. Il ne s'agit pas d'une offre d'achat. Les fonds communs de placement ne peuvent être achetés que par l'intermédiaire d'un courtier agréé et ne sont disponibles que dans les juridictions où ils peuvent être légalement proposés à la vente. Ce document n'est pas destiné à fournir des conseils juridiques, comptables, fiscaux ou d'investissement spécifiques. L'information contenue dans ce document a été obtenue de sources jugées fiables ; cependant, EdgePoint n'assume aucune responsabilité pour les pertes, directes, spéciales ou consécutives, découlant de l'utilisation de cette information. Les avoirs du portefeuille sont susceptibles de changer. Les fonds communs de placement EdgePoint sont gérés par le Groupe de placements EdgePoint inc. qui est une partie liée à Gestion de patrimoine EdgePoint inc. EdgePoint[®] et Des gens d'affaires qui achètent des entreprises^{MD} sont des marques déposées du Groupe de placements EdgePoint Inc.

Publié le 15 juillet 2025.