



Des Propriétaires d'Entreprise Achetant des Entreprises^{MC}

EdgePointWealth.com

L'image de couverture montre le Inland Port Greer, un terminal intermodal (camion/navire/train) en Caroline du Sud. Il est utilisé exclusivement par Norfolk Southern Corp. et fait partie des dizaines de terminaux situés dans l'est des États-Unis. Norfolk Southern est l'une des actions détenues dans les portefeuilles EdgePoint et transporte des marchandises depuis près de deux siècles. Elle fournit des services d'expédition à plusieurs secteurs, notamment l'énergie, l'agriculture, l'industrie et l'automobile.

Au 31 mars 2024, les titres de Norfolk Southern Corp. étaient détenus dans le Portefeuille mondial EdgePoint, le Portefeuille canadien EdgePoint, le Portefeuille mondial de fonds de revenu et de croissance EdgePoint, le Portefeuille canadien de fonds de revenu et de croissance EdgePoint et Cymbria. L'information sur les titres de la société vise uniquement à illustrer l'application de la méthode d'investissement EdgePoint et n'est pas destinée à servir de conseil en matière d'investissement. Elle n'est pas représentative de l'ensemble du portefeuille et ne constitue pas une garantie de rendement futur. Le Groupe de placement EdgePoint inc. peut acheter ou vendre des titres de l'entreprise.

Crédit photo
Norfolk Southern Corp.



Des Propriétaires d'Entreprise Achetant des Entreprises^{MC}

COMMENTAIRE D'INVESTISSEMENT

Pour le trimestre clos le 31 mars 2024

Des leviers, et non des thèmes

Par George Droulias

L'un des avantages de faire partie de l'équipe d'investissement d'EdgePoint est de rencontrer et d'interagir avec des personnes intéressantes tous les jours pour parler d'affaires en général. Qu'il s'agisse de rencontrer les membres d'une équipe de gestion, des investisseurs finaux ou simplement l'un de nos 92 partenaires internes d'EdgePoint, avoir le plaisir de parler d'idées, de marchés ou d'autres sujets similaires constitue un véritable privilège. Au cours des 12 derniers mois, l'attitude et les perspectives des gens sur le plan économique se sont considérablement améliorées. C'est peut-être l'hiver exceptionnellement chaud de l'hémisphère nord qui remonte le moral des gens, mais je crois plutôt qu'il s'agit de leur valeur nette. Les marchés boursiers atteignent des sommets inégalés, la valeur des biens immobiliers semble se redresser et les gens sont généralement de bonne humeur.

J'aime être heureux et j'aime voir les autres l'être également. Je ne veux pas gâcher le plaisir sur des sujets tels que l'intelligence artificielle ou les médicaments amaigrissants. De même, il ne s'agira pas d'un commentaire d'investisseur grincheux qui attend la fin du monde pour faire une bonne affaire sur les actions, car cela n'a rien à voir avec notre façon d'investir. Atterrissage en douceur? Récession dans six mois? Forme de la reprise? Combien de temps la courbe des taux d'intérêt restera-t-elle inversée? Ce ne sont pas des questions qui influencent notre méthode d'investissement.

À EdgePoint, nous faisons la distinction entre les « thèmes » et les « leviers », en séparant les histoires autour d'une entreprise des moteurs tangibles de sa valeur. Les 15 membres de l'équipe d'investissement passent la majeure partie de leur temps à étudier les entreprises afin de repérer les changements. Nous essayons d'évaluer les leviers qu'une équipe de gestion peut actionner et leur durabilité, par opposition à l'évaluation de l'impact d'un événement sur la société. Comme vous pouvez le constater, nous essayons simplement de penser comme tout homme d'affaires rationnel.

Les entreprises des secteurs à croissance rapide, exposées à des thèmes particuliers, ont tendance à attirer le plus l'attention du public investisseur. Les semi-conducteurs qui alimentent les technologies les plus récentes font l'objet d'une conversation bien plus passionnante qu'une entreprise vendant du café et des hamburgers. Toutefois, lorsqu'il s'agit d'évaluer la valeur d'une entreprise, la croissance prise isolément n'est pas très utile. Il est bien plus utile de comprendre l'avantage concurrentiel qui permet à une entreprise de croître, et la durabilité de cet avantage.

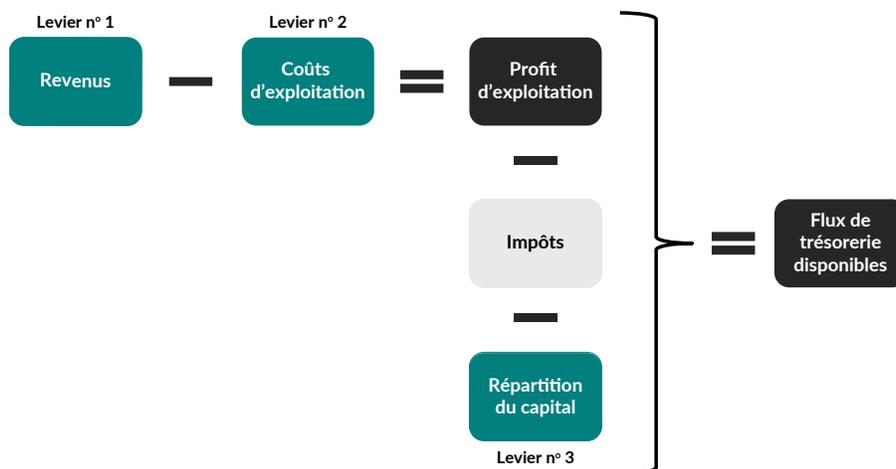
Il n'y a pas de raccourci pour apprendre à connaître une entreprise et les leviers à la disposition de la direction. Une immersion profonde est nécessaire, et nous préférons l'effort au quotient intellectuel. Étudier les informations financières, rencontrer les équipes de direction et s'entretenir avec des experts du secteur sont autant d'éléments qui font partie intégrante de notre travail.

Heureusement, lorsque tout est distillé, il n'y a que trois leviers clés qui déterminent la valeur d'une entreprise, et nous en discuterons bientôt. Notre travail consiste à évaluer le levier sur lequel l'équipe de direction tire et à déterminer la durabilité des bénéfices qu'elle génère. Parfois, nous disposons d'un point de vue exclusif qui diffère de celui du marché en ce qui concerne la mesure dans laquelle l'équipe de direction actionne ces leviers. Sous la direction de leurs équipes de direction, les entreprises qui peuvent agir sur ces leviers de manière répétée récompenseront généralement leurs investisseurs sur le long terme.

Une entreprise dispose de trois leviers essentiels :

1. Revenus
2. Coûts d'exploitation
3. Répartition du capital

Les revenus et les coûts d'exploitation sont à l'origine des bénéfices d'exploitation. Les bénéfices d'exploitation après impôts et l'affectation du capital déterminent le flux de trésorerie disponible. La valeur globale d'une entreprise est la valeur actuelle de tous les flux de trésorerie disponibles futurs.



Revenus – pourquoi ne pas simplement gagner plus d'argent?

Dans la plupart des entreprises de services non financiers, les revenus sont une fonction du volume (c'est-à-dire de la quantité de produits/services vendus) et du prix de ces produits/services. Certaines stratégies exclusives de nos portefeuilles sont axées sur l'augmentation d'au moins l'une de ces mesures.

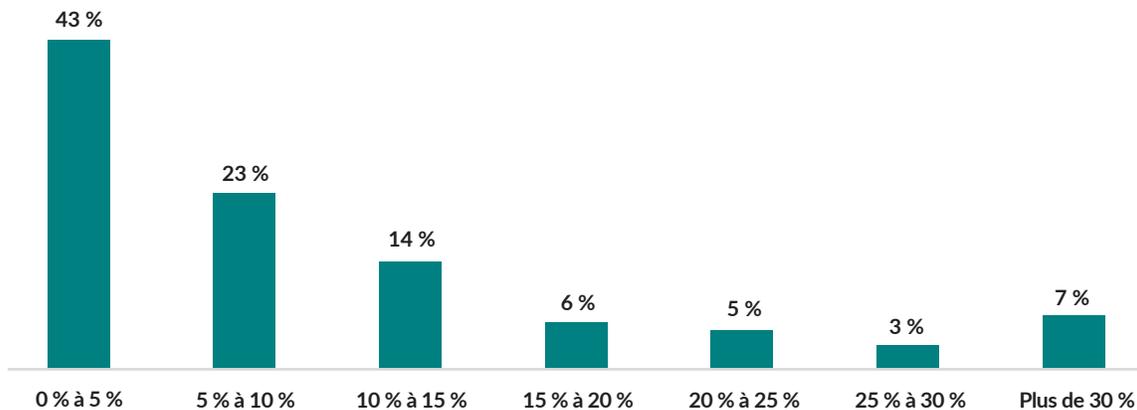
Mattel, Inc. est un exemple de croissance en volumeⁱ. L'idée est de pouvoir monétiser une plus grande partie de sa propriété intellectuelle, en stimulant la croissance en volume des jouets, des jeux, des films et de la musique. Aujourd'hui, tout le monde voit Mattel monétiser *Barbie* et *Hot Wheels*. Bien qu'il s'agisse de ses deux marques les plus importantes, Mattel en possède littéralement des centaines d'autres qui sont sous-exploitées. Lorsque l'actuel PDG Ynon Kreiz a pris ses fonctions en 2018, il a demandé à une équipe de produire une liste de marques qui, selon eux, étaient actuellement sous-monétisées. L'équipe lui a envoyé une liste de 11 pages! Le marché reste sceptique et ne semble vouloir entendre parler que de la croissance de *Barbie* et de *Hot Wheels*. Nous pensons que les marques de jouets devraient générer environ un dollar de ventes hors jouets pour chaque dollar de ventes de jouets. Dans cette mesure, nous restons enthousiasmés par les perspectives de Mattel. Les prochaines années verront la sortie de films pour *Masters of the Universe*, *Polly Pocket*, *Barney*, *Major Matt Mason*, *Rock'em Sock'em Robots*, *Uno* et plusieurs autres propriétés.

Dollar Tree, Inc., une chaîne de magasins à prix réduits très populaire, avec une forte affinité pour la marque et une grande fidélité de la clientèle, constitue un autre exempleⁱⁱ. Plutôt que d'augmenter les volumes, notre principale idée est de « casser la baraque ». Dollar Tree était connue pour vendre des produits à un prix fixe de 1 \$, mais en 2021, elle a considérablement modifié sa stratégie de prix en vendant des produits à des prix plus élevés. Ce changement a marqué une rupture avec le modèle commercial de longue date de l'entreprise et a permis à Dollar Tree d'offrir une gamme de produits plus large et plus diversifiée à ses clients. En dépassant le prix d'un dollar, Dollar Tree contribue non seulement à l'augmentation de son revenu et à une meilleure utilisation des coûts fixes (par exemple, la main-d'œuvre et les loyers), mais l'enseigne Dollar Tree peut également attirer une clientèle plus large et répondre à une plus grande partie de ses besoins en matière d'achats. Nous estimons également qu'avec une sélection de produits plus large (et potentiellement de meilleure qualité), la satisfaction des clients peut s'améliorer. L'augmentation des revenus et des bénéfices permet de réinvestir davantage dans l'entreprise.

Le financement d'améliorations et d'innovations dans les magasins peut renforcer la marque et fidéliser encore davantage les clients. La catégorie du commerce de détail à prix réduit est arrivée à maturité, mais nous croyons que Dollar Tree se développera en grande partie grâce à une occasion de prix. Le marché ne prend pas en compte cette opportunité parce qu'il pense que le prix de Dollar Tree se maintiendra autour de 1,50 \$. Nous ne voyons pas pourquoi l'article moyen ne pourrait pas augmenter bien au-delà de ce niveau, en particulier lorsque l'équipe de direction actuelle commencera à introduire des produits dont le prix peut atteindre 7 \$ par article.

Il est important de souligner qu'une entreprise n'a pas besoin d'appartenir à un secteur en pleine croissance pour créer beaucoup de valeur. En fait, un rapport récent de Raymond James a révélé que plus de 40 % des actions du décile le plus performant sur une décennie ont vu leurs revenus augmenter de moins de 5 % au cours de la première annéeⁱⁱⁱ! Le fait de savoir pourquoi une entreprise peut croître et de reconnaître la durabilité de cette croissance a historiquement conduit à de meilleurs résultats que le simple fait d'identifier des entreprises dans des secteurs à forte croissance.

Rendements du premier décile – croissance des ventes la première année



Source : Raymond James, « How to Find, Hold, or Build Top 10% Long Term Equity Performers », *Raymond James Institutional Equity Strategy*, 5 mars 2024.

Coûts d'exploitation – des changements plus importants peuvent se traduire par des économies plus importantes

Si la croissance des revenus retient toute l'attention, l'amélioration des coûts d'exploitation peut être un facteur clé de la valeur pour l'actionnaire. Ces gains d'efficacité concernent toutes les activités de l'entreprise, de l'acquisition des matières premières à la vente et à la distribution des biens ou des services. En général, les entreprises parviennent à améliorer leurs coûts d'exploitation de deux manières fondamentales : soit elles réduisent les coûts au sein des activités, soit elles les reconfigurent de manière importante.

La plupart des entreprises orientées vers les actionnaires améliorent continuellement leurs opérations et cherchent à réduire les coûts. Pour une entreprise orientée vers la fabrication, des termes tels que « Six Sigma » ou « LEAN » devraient être utilisés couramment par l'équipe d'ingénieurs. Il est rare de trouver des points de vue exclusifs dans une entreprise qui se concentre simplement sur l'amélioration continue. Cependant, il arrive parfois que nous trouvions un point de vue exclusif sur une entreprise qui a la possibilité de reconfigurer ses activités, ce qui lui permet de réduire ses coûts globaux.

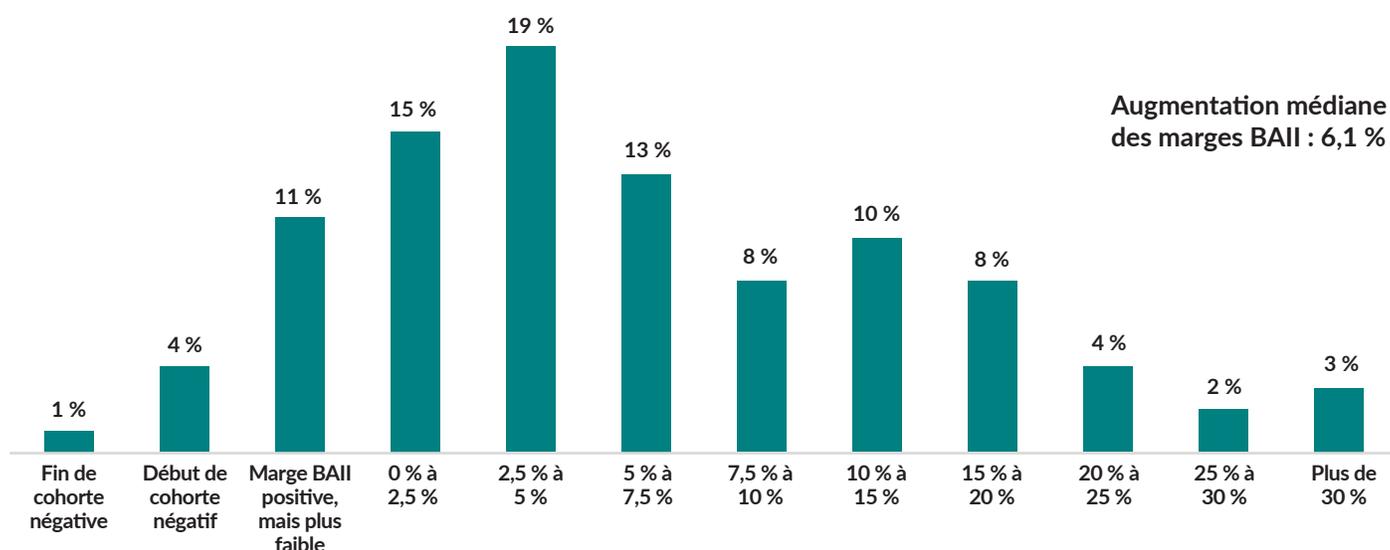
Prenons l'exemple de **Norfolk Southern Corp**, l'un des deux plus grands chemins de fer de l'est des États-Unis^{iv}. Étant donné le peu d'alternatives compétitives en termes de coûts pour le transport de produits volumineux tels que les matières premières en vrac, les chemins de fer se sont avérés être de très bonnes affaires, avec un pouvoir de fixation des prix généralement supérieur à l'inflation. La plupart des chemins de fer d'Amérique du Nord ont changé de modèle d'exploitation. Historiquement, un train ne circulait que lorsqu'il était pleinement utilisé. Le modèle d'exploitation des chemins de fer a évolué vers un modèle où les trains circulent à des heures programmées. En fonctionnant selon un horaire fixe, une compagnie ferroviaire peut réduire ses coûts d'exploitation en permettant une plus grande prévisibilité et en réduisant la marche au ralenti improductive.

Aujourd'hui, Norfolk Southern utilise un système en étoile plus ancien⁹. Cette situation devrait changer avec l'adoption d'un système programmé qui ressemble davantage à celui de ses homologues tels que le Chemins de fer CN, Chemin de fer CP, CSX et, plus récemment, Chemin de fer Union Pacific. Nous croyons que l'occasion d'améliorer la rentabilité de Norfolk Southern dans le cadre d'un système programmé point à point est bien plus grande que ce que le marché escompte actuellement.

La gestion des coûts d'exploitation est un levier essentiel pour accroître la valeur de l'entreprise. Lorsque l'on analyse les entreprises du point de vue de leur valeur future, il est important de souligner que l'amélioration de la rentabilité est plus importante qu'une rentabilité élevée mais stagnante. À titre d'exemple, le rapport de Raymond James cité précédemment a révélé que 85 % des actions du décile les plus performantes sur une décennie ont vu leurs marges bénéficiaires d'exploitation augmenter.

Rendements du premier décile – évolution de la marge du bénéfice avant intérêts et impôts (BAII)

Du début à la fin de la cohorte



Source : Raymond James, « How to Find, Hold, or Build Top 10% Long Term Equity Performers », *Raymond James Institutional Equity Strategy*, 5 mars 2024.

Répartition du capital – faire fructifier son argent

Les recettes moins les coûts d'exploitation correspondent aux bénéfices d'exploitation. Cependant, il est tout aussi important de comprendre les leviers que sont les revenus et les coûts d'exploitation que de savoir ce que la direction prévoit de faire avec ses bénéfices. En général, si une équipe de direction a des perspectives d'investissement convaincantes, elle devrait investir ces bénéfices d'exploitation. Inversement, si les perspectives de rendement semblent moyennes ou inférieures à la moyenne, elle devrait chercher à remettre ces bénéfices d'exploitation aux actionnaires. Les membres de l'équipe d'investissement d'EdgePoint passent beaucoup de temps à discuter avec les équipes de gestion, précisément pour essayer de comprendre ce qu'une entreprise prévoit de faire avec l'argent qu'elle gagne.

Alors que la plupart des médias d'affaires s'intéressent aux entreprises « en croissance » qui ont des occasions à saisir en investissant dans leurs propres opérations commerciales, il existe un certain nombre d'autres moyens par lesquels une équipe de gestion peut créer de la valeur. Les entreprises peuvent notamment procéder à des acquisitions judicieuses ou même racheter des actions lorsqu'elles se négocient à un prix inférieur à leur valeur.

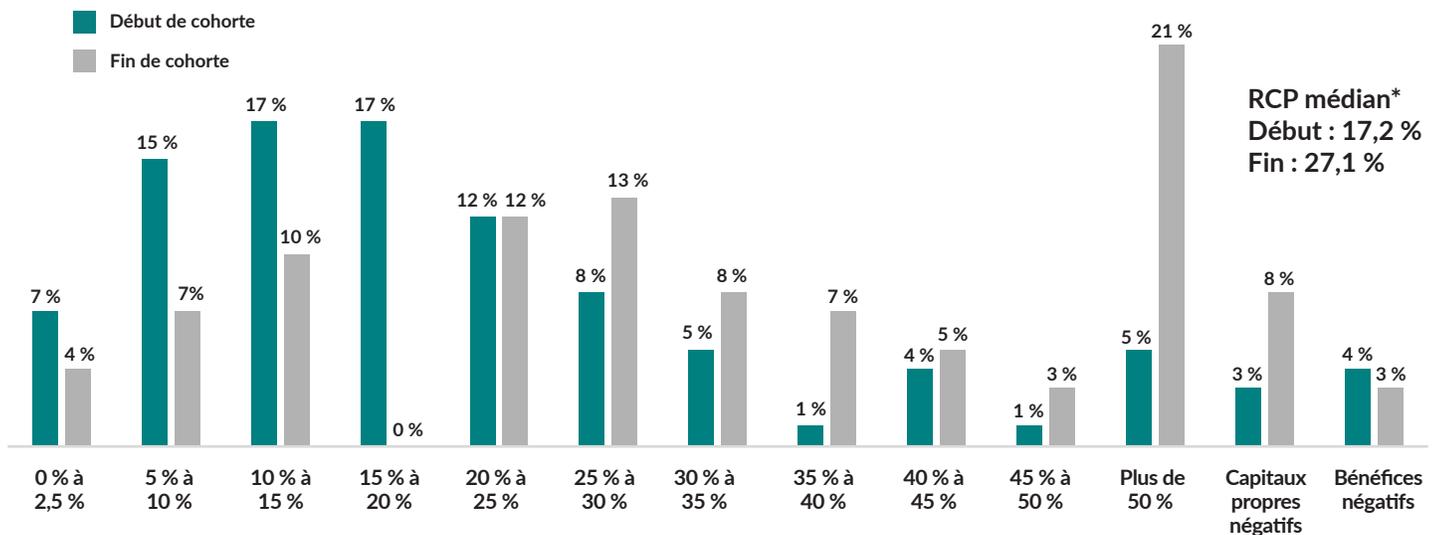
Une entreprise des portefeuilles EdgePoint qui a démontré sa capacité à réinvestir ses flux de trésorerie disponibles à des rendements élevés, de manière durable et principalement par le biais d'acquisitions, est **Berry Global Inc.**, une entreprise mondiale de premier plan dans le domaine de l'emballage^{vi}. La stabilité de la demande d'emballages de produits de consommation, combinée à des coûts élevés de changement de fournisseur de la part des clients, a permis à Berry de dégager des bénéfices d'exploitation très réguliers et prévisibles. Au cours de son histoire, Berry a utilisé ces bénéfices d'exploitation (avec l'aide de dettes ou de capitaux propres supplémentaires) pour acquérir plus de 45 entreprises d'emballage différentes. Berry peut augmenter les marges de rentabilité d'une entreprise d'emballage de 5 %, en grande partie grâce à son avantage d'échelle. La taille de Berry lui permet de s'approvisionner en résine à un prix inférieur à celui de ses concurrents, ce qui en fait le *meilleur* producteur à faible coût.

La combinaison de l'achat d'entreprises à des évaluations attrayantes et de l'amélioration continue de ses activités a conduit Berry à allouer des capitaux à des taux de rendement élevés. Aujourd'hui, elle affiche des rendements du capital attrayants, obtenant actuellement un rendement du capital employé sans levier d'environ 14 % avant impôt^{vii}. À son tour, avec l'avantage d'un certain effet de levier, Berry a été en mesure d'augmenter ses bénéfices ajustés par action de 20 % depuis 2015. Alors que les investisseurs croient que la croissance de Berry sera nettement plus faible à l'avenir, nous voyons les choses différemment. L'espace de l'emballage reste très fragmenté, et nous estimons que l'avantage d'échelle de Berry devrait permettre à la société de continuer à déployer son flux de trésorerie disponible dans des acquisitions pour les décennies à venir. Cela donnera à Berry non seulement l'occasion de maintenir des rendements attrayants sur le capital actuellement utilisé, mais plus important encore, le potentiel d'obtenir des rendements intéressants sur le capital *supplémentaire* et, à son tour, de stimuler la croissance du flux de trésorerie disponible et la valeur de l'entreprise.

Idéalement, lorsque vous investissez, vous souhaitez non seulement trouver une entreprise dont le rendement du capital est intéressant, mais aussi, et surtout, que l'entreprise obtienne des rendements intéressants sur les *nouveaux* capitaux déployés. Si l'on se réfère à la récente étude de Raymond James sur les actions les plus performantes du premier décile, on constate que la grande majorité d'entre elles ont vu leur rendement du capital s'améliorer. Par exemple, 50 % des entreprises du premier décile avaient un rendement initial des capitaux propres inférieur à 20 %, mais après 10 ans, plus des deux tiers de ces entreprises avaient un rendement des capitaux propres supérieur à 20 %. Ces équipes de gestion ont manifestement bien réparti leur capital! Les entreprises du portefeuille d'EdgePoint produiront, nous l'espérons, des résultats similaires à l'avenir.

Rendements du premier décile – variation de la rentabilité des capitaux propres (RCP)

Du début à la fin de la cohorte



* Ne comprend pas le résultat négatif par action.

Source : Raymond James, « How to Find, Hold, or Build Top 10% Long Term Equity Performers », *Raymond James Institutional Equity Strategy*, 5 mars 2024.



Passer de la parole aux actes

Bien qu'il soit agréable de s'informer sur les tendances émergentes et de réfléchir de manière thématique, ce n'est pas ainsi que nous passons la plupart de notre temps à EdgePoint. En fin de compte, la valeur d'une entreprise est la valeur actuelle des futurs flux de trésorerie disponibles. Pour comprendre à quoi peuvent ressembler les futurs flux de trésorerie disponibles, il est essentiel d'avoir une compréhension approfondie d'une entreprise et de ses leviers. Nous passons notre temps à les analyser, dans l'espoir d'en retirer une information exclusive sur l'un d'entre eux que nous pourrions exploiter pour vous, l'investisseur final. Il y a des périodes où les thèmes prévalent et finissent par faire grimper des parties du marché au-delà de niveaux difficiles à comprendre pour un homme d'affaires rationnel. Heureusement, nous ne sommes pas tenus d'avoir une opinion sur tout. Nous sommes plutôt attachés à notre approche, qui consiste à disposer de points de vue exclusifs sur les entreprises que nous détenons. Nous investissons [notre argent aux côtés du vôtre](#)^{viii}. L'histoire suggère que sur des périodes plus longues, les résultats globaux devraient être agréables à la fois sur une base absolue et relative. Nous vous remercions pour votre partenariat et votre confiance.

ⁱ Au 31 mars 2024 - Les titres de Mattel, Inc. étaient détenus dans le Portefeuille mondial EdgePoint, le Portefeuille mondial de fonds de revenu et de croissance EdgePoint, le Portefeuille canadien EdgePoint, le Portefeuille canadien de fonds de revenu et de croissance EdgePoint et Cymbria; les titres de Dollar Tree, Inc. étaient détenus dans le Portefeuille mondial EdgePoint, le Portefeuille mondial de fonds de revenu et de croissance EdgePoint, le Portefeuille canadien EdgePoint, le Portefeuille canadien de fonds de revenu et de croissance EdgePoint et Cymbria; les titres de Norfolk Southern Corp. étaient détenus dans le Portefeuille mondial EdgePoint, le Portefeuille mondial de fonds de revenu et de croissance EdgePoint, le Portefeuille canadien EdgePoint, le Portefeuille canadien de fonds de revenu et de croissance EdgePoint et Cymbria; les titres de Berry Global Inc. étaient détenus dans le Portefeuille mondial EdgePoint, le Portefeuille mondial de fonds de revenu et de croissance EdgePoint, le Portefeuille canadien EdgePoint, le Portefeuille canadien de fonds de revenu et de croissance EdgePoint et Cymbria. Les renseignements sur les titres des sociétés servent uniquement à illustrer l'application de la méthode d'investissement EdgePoint et ne constituent pas des conseils en matière d'investissement. Ils ne sont pas représentatifs de l'ensemble du portefeuille et ne constituent pas une garantie de rendement futur. Le Groupe d'investissement EdgePoint inc. peut acheter ou vendre des positions dans les titres des sociétés.

ⁱⁱ Voir note de bas de page i.

ⁱⁱⁱ Source : Raymond James, « How to Find, Hold, or Build Top 10% Long Term Equity Performers », *Raymond James Institutional Equity Strategy*, 5 mars 2024.

^{iv} Voir note de bas de page i.

^v Un système ferroviaire en étoile envoie les marchandises vers des terminaux d'expédition centraux (les « carrefours ») et les achemine ensuite par rail vers d'autres destinations (les « rayons »).

^{vi} Voir note de bas de page i.

^{vii} Au 31 mars 2024.

^{viii} Au 31 décembre 2023, les partenaires internes d'EdgePoint détenaient 398 millions \$ en produits liés à l'entreprise. Le co-investissement comprend tous les investissements effectués par les fondateurs et les employés actifs de l'entreprise dans des produits liés à l'entreprise.

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^{MC} sont des marques déposées du Groupe d'investissement EdgePoint Inc.

Publié le 18 avril 2024.