

Mon parcours d'investisseur (et ce que j'ai appris à oublier en cours de route)

Par Andrew Pastor, gestionnaire de portefeuille

« En cinquante-sept ans, j'ai passé au moins trente ans à oublier la plupart de ce que j'ai appris ou lu. »

– Emanuel Lasker, champion du monde d'échecs (traduction libre)

À l'école secondaire, j'avais un professeur de mathématiques que j'appellerai « M. S ». Il commençait chaque classe en nous présentant une énigme d'échecs sur le tableau. Les élèves recevaient des crédits supplémentaires s'ils pouvaient résoudre le problème.

Je n'étais qu'un novice des échecs à l'époque, mais je ne pouvais pas résister à un bon défi. J'ai donc passé l'année suivante à étudier les parties d'échecs classiques afin de comprendre les principes fondamentaux du jeu des rois.

Après avoir appris les grandes idées, mon jeu s'est amélioré rapidement et je me suis qualifié pour l'équipe d'échecs de M. S. Au cours de ma dernière année à l'école secondaire, j'ai même quitté l'équipe de basketball pour me consacrer exclusivement aux échecs (je ne recommande pas cette décision si vous souhaitez être accompagné au bal de fin d'année).

Finalement, mes progrès se sont heurtés à un mur. J'ai commencé à perdre autant de matchs que j'en gagnais. Il m'a fallu un certain temps pour réaliser que mes adversaires utilisaient les mêmes stratégies que moi. Je ne bénéficiais donc d'aucun avantage concurrentiel.

J'ai donc découvert que la seule façon pour moi de m'améliorer était de « désapprendre » certains des principes de base. Par exemple, je laissais parfois mon adversaire contrôler le centre pour pouvoir contre-attaquer sur le flanc. Ce n'est qu'après avoir enfreint certaines des règles de base que j'ai pu améliorer mon jeu.

Ce commentaire traitera de mon parcours personnel en matière d'investissement et de certaines des leçons que j'ai finalement dû oublier.

Le moment où j'ai finalement compris

Il y a onze ans, j'ai assisté à une réunion qui a changé ma vie. Nous étions en pleine crise financière et je n'étais qu'un jeune associé travaillant au sein d'un groupe de clients privés d'une banque. En raison de l'état du marché, je commençais chaque journée de travail en jetant un coup d'œil aux cours des actions.

Un matin, un cadre de la banque m'a demandé de venir dîner avec lui. Quand je suis arrivé à la table, j'ai été accueilli par un invité mystère. Avant de même savoir son nom, il a commencé à me poser des questions sur le marché boursier. Je lui ai dit, de façon embarrassante, qu'il ne servait à rien d'acheter des actions puisqu'elles ne faisaient que chuter. J'étudiais à l'époque pour obtenir mon titre d'analyste certifié agréé et je crois que j'ai même parlé de bêta et d'écart-type.

Après m'avoir patiemment laissé divaguer, l'invité m'a finalement coupé la parole en affirmant que j'étais fou de ne pas investir dans des actions en ce moment. Il m'a alors donné une classe de maître sur l'investissement. Il m'a parlé de Warren Buffett et de Benjamin Graham et m'a donné trois livres à lire.

Jusqu'à ce point, je pensais que le marché boursier ressemblait plus à un casino qu'à un ensemble d'entreprises. La fin de semaine suivante à mon retour à la maison, j'ai dévoré ses livres recommandés et je suis tombé amoureux de l'investissement.

Remarque : Des années plus tard, j'ai découvert que cet invité mystère était l'un des plus grands investisseurs du Canada. Malheureusement, il est décédé récemment et je n'ai jamais eu la chance de le revoir ni de le remercier.

CYMBRIA®

J'ai passé les années suivantes à lire tous les livres d'investissement que j'ai pu trouver. Ma bibliothèque s'est rapidement remplie de nombreux classiques de l'investissement.

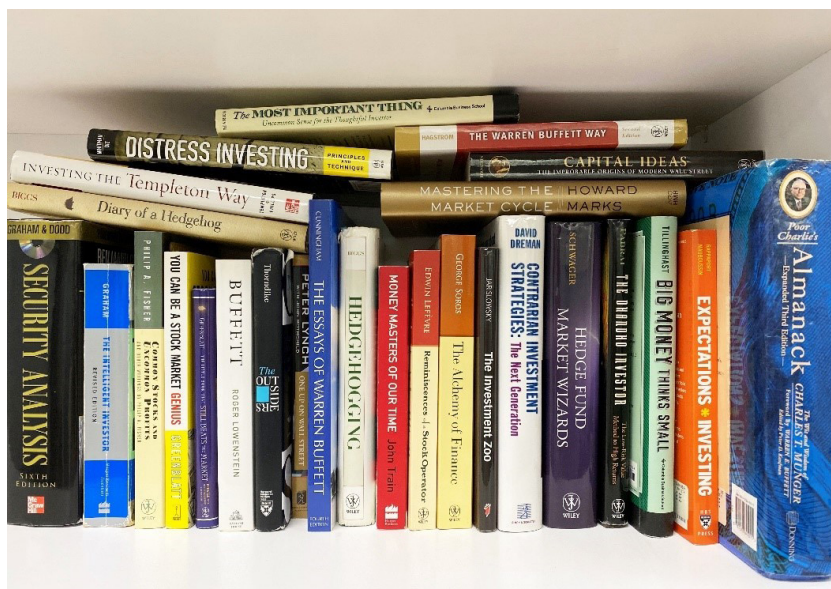


Photo actuelle de la bibliothèque d'Andrew

Je pourrais rédiger de nombreux commentaires sur toutes les leçons importantes que j'ai apprises de mes héros de l'investissement, mais pour le reste de ce commentaire, je mettrai l'accent sur celles que j'ai dû désapprendre.

Leçon 1 : Réversion à la moyenne

L'ouvrage Security Analysis de Benjamin Graham et de David Dodd constitue l'un des premiers livres d'investissement que j'ai lu. La citation suivante apparaît au début du livre :

« Beaucoup retourneront au sommet qui sont maintenant au plancher et beaucoup tomberont qui sont maintenant en honneur »

– Horace (traduction libre)

L'un des concepts les plus importants de l'investissement de style valeur est l'idée de la réversion à la moyenne. Cette notion veut que les entreprises qui génèrent des rendements élevés sur le capital vivent sur du temps emprunté, car le capitalisme garantit que tout profit excédentaire sera éliminé par la concurrence. À l'inverse, les entreprises sous-performantes cesseront éventuellement de détruire du capital et reviendront à leur rendement moyen.

En tant que nouvel amoureux de la philosophie d'investissement de Graham & Dodd, j'ai passé mes premières années à chercher des actions qui avaient chuté en période difficile. J'ai généralement ignoré les entreprises dominantes parce que je pensais que leur position concurrentielle était éphémère. Cela m'a laissé avec un univers d'investissement composé d'entreprises cycliques, trop endettées ou qui faisaient face à des défis structurels (parfois les trois en même temps!).

Avec le temps, j'ai remarqué que beaucoup de grandes entreprises ne perdaient pas vraiment leur avantage. Il existait des éléments structurels dans leurs avantages qui faisaient que même les concurrents les mieux capitalisés ne pouvaient pas les dépasser. En ignorant ces excellentes entreprises, de nombreuses occasions d'investissement incroyables m'ont échappé.

Je suis ensuite tombé sur une étude empirique effectuée par Credit Suisse qui a analysé des centaines d'entreprises mondiales sur une période de 28 ans (de 1985 à 2013).ⁱ Il s'avère que les bonnes entreprises restent bonnes 79 % du temps. En revanche, les entreprises plus faibles restent en dessous de la moyenne 83 % du temps. Voilà pour la notion de réversion à la moyenne!

Cymbria et les portefeuilles EdgePoint détiennent de merveilleuses entreprises (par exemple, Eurofins Scientific, Middleby Corp. et Restaurant Brands International Inc.) qui ont défié la gravité économique et continuent de générer des rendements du capital supérieurs à la moyenne.

Leçon 1 désapprise : *Les entreprises ne font pas toujours une réversion à la moyenne.*



Leçon 2 : Le prix payé représente votre marge de sécurité

En tant que jeune analyste en placements, j'ai été ravi d'avoir la chance de participer à un séminaire sur les placements à l'Université Columbia, le berceau de l'investissement de style valeur. Ben Graham y était professeur auxiliaire et Warren Buffett était son étudiant dans les années 1950. Au cours des dernières décennies, le légendaire professeur Bruce Greenwald a porté le flambeau de l'investissement de valeur à l'université. Le professeur Greenwald a commencé le séminaire en affirmant ce qui suit :

« L'investissement de style valeur consiste à acheter des actions malades qui ont perdu de la valeur... et l'investissement de style croissance est le rapport sexuel à risque du processus d'investissement. »

Lorsqu'on pense à l'investissement de style valeur, on pense souvent à des actions qui se situent dans un creux de 52 semaines, qui se négocient à des ratios peu élevés en matière de valeur comptable et qui affichent des bénéfices ayant des potentiels d'amélioration. En vérité, l'investissement de style valeur est beaucoup plus large.

Lorsque j'ai joint les rangs d'EdgePoint, la première entreprise que j'ai examinée était Constellation Software. L'action se négociait à un niveau record et avait déjà sextuplé au cours des sept années précédentes. Il ne s'agissait vraiment pas d'une « action malade »!

Après avoir analysé l'entreprise et m'être entretenu avec le PDG, nous estimions que l'entreprise était mal comprise. Les investisseurs mettaient l'accent sur le portefeuille de logiciels existants de la société et n'accordaient pas suffisamment de crédit à sa capacité à déployer des montants importants de capitaux dans des acquisitions créatrices de valeur. Il s'agit d'une façon fantaisiste d'affirmer que l'entreprise était encore sous-évaluée.

Pourquoi les actions de croissance comme Constellation Software sont-elles ignorées par les investisseurs qui suivent la méthode de Graham & Dodd?

De nombreux investisseurs traditionnels se fient aux règles d'évaluation empiriques. Par exemple, une entreprise dont l'action se négocie à 10 fois les bénéfices est considérée comme bon marché, un ratio de 15 est juste et un ratio de 20 est dispendieux. Dans son livre *Security Analysis*, Ben Graham affirme qu'investir dans une action qui se négocie à plus de 20 fois les bénéfices tient plus de la spéculation que de l'investissement.

Le problème que pose l'utilisation de ratios pour comparer les entreprises est qu'il n'y a pas deux entreprises identiques. Une entreprise qui génère des rendements élevés sur le capital et qui a un long chemin à parcourir pour croître ne devrait pas se négocier au même ratio qu'une entreprise dans une industrie de produits de base qui génère de faibles rendements sur le capital. Je pense que la plupart des gens seraient d'accord pour dire que l'acquisition d'Amazon à 20 fois les bénéfices est davantage un investissement de valeur que l'achat de Sears à 10 fois les bénéfices.

À EdgePoint, nous ne pensons pas aux entreprises en termes de ratios cours/bénéfice. Notre travail consiste à déterminer la valeur future d'une entreprise et à la comparer au prix actuel.

Ratio cours/bénéfice (C/B) : le ratio du cours de l'action d'une société par rapport à son bénéfice par action futur estimé.

CYMBRIA®

Voici un aperçu des 12 titres du Cymbria classés selon le ratio C/B de chaque société.ⁱⁱ Nous possédons des entreprises dans tous les domaines.

Exemple de 12 titres du Cymbria classés en fonction du ratio C/B



Source : FactSet Research Systems Inc.

Cela fait-il de nous des investisseurs de valeur ou des investisseurs de croissance? Nous croyons que la distinction entre les deux méthodes n'existe pas. Nous recherchons plutôt des entreprises qui peuvent prendre de l'importance à l'avenir (croissance) et nous ne voulons pas payer pour cette croissance future (valeur).

Une rétrospective

J'ai récemment passé en revue les erreurs que j'ai commises au cours de la dernière décennie et j'ai constaté qu'elles avaient toutes la même cause : Je me suis trop concentré sur l'évaluation et j'ai négligé le potentiel de croissance.

En 2013, j'ai analysé le Boyd Group Income Fund, le plus grand atelier de carrosserie automobile en Amérique du Nord. Il présentait une économie attrayante et une longue piste de croissance puisqu'il détenait moins de 1 % des parts de marché. Bien que l'entreprise me plut, je n'étais pas à l'aise avec son évaluation, alors j'ai décidé d'attendre un meilleur point d'entrée. Le titre de 23 \$ à l'époque se négocie maintenant à plus de 200 \$. J'attends toujours!

À peu près à la même époque, j'ai examiné la société Dundee, une entreprise que nous avons achetée dans le cadre du Portefeuille canadien EdgePoint. Dundee constitue une société de portefeuille aux actifs diversifiés (mines, agriculture, gestion de patrimoine, etc.). Bien qu'il s'agisse d'une entreprise de qualité inférieure à celle de Boyd, je n'ai pu résister à l'envie d'acheter l'entreprise à un prix inférieur à sa valeur de liquidation de l'époque.

Je n'aurais pas pu avoir plus tort. Boyd a exécuté brillamment son plan et la valeur intrinsèque de l'entreprise a augmenté à un bon rythme. De son côté, Dundee a continué de perdre de la valeur et ma marge de sécurité s'est finalement évaporée. Le fait d'ignorer la croissance s'est avéré être une erreur coûteuse.

Leçon 2 désapprise : La croissance (et pas seulement le prix) peut représenter une marge de sécurité.

•

Leçon 3 : Faire baisser le prix moyen d'achat

« Le prix moyen le plus bas l'emporte »
– Bill Miller (traduction libre)

Les investisseurs qui privilégient le style valeur se plaisent à raconter des histoires sur la façon dont ils ont acheté une action à 10 \$, 7 \$ et même 5 \$ avant qu'elle ne bondisse à 15 \$ et leur permette de faire fortune!

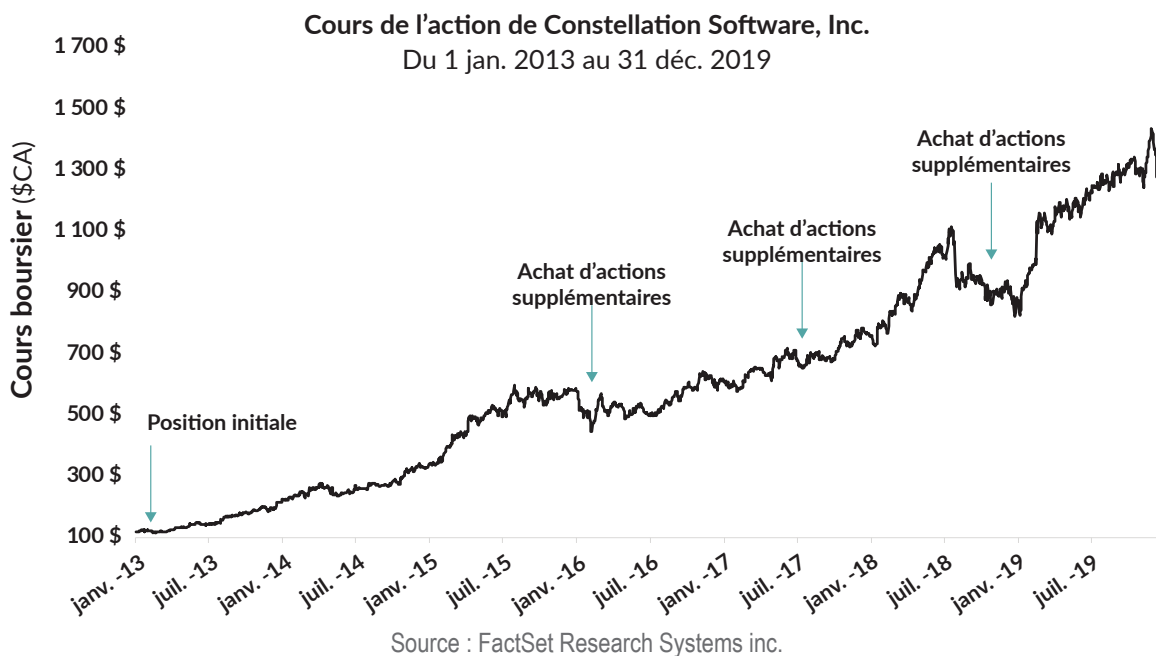
Bien qu'il puisse être rentable de réduire la moyenne d'achat d'un investissement, je pense qu'il est dangereux de se concentrer uniquement sur la réduction du coût moyen. Parfois, faire augmenter le prix moyen d'achat d'un investissement peut être une meilleure utilisation du capital.

Au début de ma carrière, j'étais obsédé par le prix d'achat initial lorsque j'analysais un titre. Il m'a fallu des années pour me rendre compte que le prix que vous (ou quelqu'un d'autre) avez payé pour un titre dans le passé ne vous indique pas si ce titre continuera d'être un bon investissement dans l'avenir. La seule chose qui compte est le prix que vous payez aujourd'hui par rapport à la valeur future de l'entreprise.

Il y a plusieurs bonnes raisons pour lesquelles vous devriez être prêt à faire augmenter le prix moyen d'achat d'une entreprise : la valeur intrinsèque de l'entreprise peut croître plus rapidement que le cours de l'action, l'entreprise pourrait devenir moins risquée à mesure que le modèle d'affaires fait ses preuves ou vous pourriez gagner plus de confiance dans l'équipe de direction.

Parfois, la meilleure décision que vous pouvez prendre est d'acheter une plus grande partie d'une entreprise que vous possédez déjà, à un prix plus élevé.

Jetons un coup d'œil au cours de l'action de Constellation Software au cours des sept dernières années. Nous avons acheté notre position initiale à 123 \$ dans le Portefeuille canadien EdgePoint. À mesure que nous nous sommes familiarisés avec l'entreprise, nous avons acheté d'autres actions à 450 \$ et avons continué d'accroître notre position à des prix plus élevés (plus récemment à 925 \$).



Nos porteurs de parts ont tiré profit du fait que nous n'avons pas été ancrés à notre prix d'achat initial puisque nous voyions toujours une croissance à venir.

Leçon 3 désapprise : Parfois il est sage d'acheter à prix élevé.

Leçon 4 : Éviter les tentatives de redressement

« Notre expérience en matière d'exploitation et d'investissement nous amène à conclure que les tentatives de redressement donnent rarement lieu à des redressements »

– Warren Buffett (traduction libre)

En règle générale, les tentatives de redressement se concrétisent rarement. Le cimetière des investisseurs est rempli de gens qui ont investi des milliards de dollars pour tenter de sauver des détaillants en faillite.

Cependant, certains redressements ont fonctionné. Si vous pouvez repérer les éléments qui font d'un redressement un succès, vous pouvez dénicher des occasions de placement attrayantes.

Qu'est-ce qui fait le succès d'un redressement? Nous recherchons des entreprises dont la franchise principale est saine, mais dont l'équipe de direction précédente a fait un faux pas opérationnel ou stratégique. Il s'agit généralement d'entreprises affichant de solides caractéristiques économiques sous-jacentes qui exercent leurs activités dans des secteurs en croissance.

Par exemple, Element Fleet Management Corp. constitue la position la plus importante du Portefeuille canadien EdgePoint. La gestion de parcs automobiles est un bon secteur d'activité parce qu'il s'agit d'un service essentiel. En tant que plus important joueur de l'industrie, Element possède des avantages d'échelle importants.

L'équipe de direction précédente s'est concentrée sur la croissance par acquisitions. Lorsqu'elle a tenté d'intégrer ses deux principales plateformes, l'entreprise a éprouvé des difficultés. Elle a eu à composer avec une série de problèmes opérationnels qui lui ont fait perdre des clients.

En mai 2018, la société a fait appel à un nouveau chef de la direction ayant une grande expérience en matière de redressement et a également restructuré le conseil d'administration. Bien qu'elle en soit encore à ses débuts, la nouvelle direction a fait un travail remarquable pour stabiliser l'entreprise et la positionner pour la croissance.

Les sociétés en redressement sont devenues un terrain de chasse fructueux pour notre équipe d'investissement. Parmi les autres entreprises de nos portefeuilles qui, selon nous, présentent un grand potentiel de redressement fructueux, notons Shiseido, CSX, Aramark, Uni-Select et AutoCanada.

Leçon 4 désapprise : Les sociétés en redressement peuvent constituer des investissements attrayants.



Leçon 5 : Portefeuilles concentrés

« La diversification est une protection contre l'ignorance. Elle n'a pas sa place si vous savez ce que vous faites. »

– Warren Buffett (traduction libre)

Charlie Munger, investisseur bien connu et partenaire d'affaires de Warren Buffett, a affirmé que vous n'avez besoin que de trois actions pour être adéquatement diversifié.

Bien que cela puisse être vrai pour eux, j'en suis venu à réaliser que la diversification est notre protection contre le fait de ne pas être Warren Buffett ou Charlie Munger.

Au cours des deux dernières décennies, j'ai observé que certains des plus brillants esprits en matière de placement trébuchaient parce qu'ils géraient des portefeuilles très concentrés. Des rendements satisfaisants sur plusieurs décennies ont été effacés par une seule erreur

À l'interne, nous appelons cela le danger de parier sur une seule idée et peut se produire lorsqu'un investisseur fait un pari sur un secteur très vaste ou est trop exposé à un seul investissement.

Par exemple, certains investisseurs célèbres ont investi de façon significative dans les banques et les assureurs américains juste avant la crise financière. Même si leurs portefeuilles ne semblaient pas trop concentrés, il s'est avéré que le rendement de presque toutes les sociétés financières était corrélé pendant la crise du crédit. Si vous aviez tort sur un placement, vous risquiez de vous tromper sur presque toute la ligne.

Nous avons observé un phénomène similaire au Canada lorsque certains gestionnaires vedettes ont éprouvé des difficultés après la fin du super cycle des produits de base.

Plus récemment, certains investisseurs très astucieux ont fait des paris importants et concentrés sur un titre individuel qui a mal tourné. En effet, leur portefeuille était composé à 20 % ou même 30 % de la société Valeant Pharmaceuticals.

Vous pensez peut-être que je choisis seulement des cas qui avantagent mes propos. Prenons l'exemple de Warren Buffett, le meilleur investisseur en actions du monde, pour montrer combien il est difficile de prédire l'avenir.

CYMBRIA®

Dans la lettre annuelle de Berkshire Hathaway de 1996, M. Buffett a décrit deux de ses investissements les plus importants comme étant « Inévitables ». L'idée était que ces entreprises allaient presque inévitablement dominer leurs industries et devenir beaucoup plus grandes à l'avenir.

« Des sociétés comme Coca-Cola et Gillette pourraient bien être étiquetées comme étant inévitables. Les prévisionnistes peuvent différer un peu dans leurs prédictions quant à la quantité exacte de boissons gazeuses ou d'équipement de rasage que ces entreprises produiront dans dix ou vingt ans [...] En fin de compte, cependant, aucun observateur sensé – pas même les concurrents les plus vigoureux de ces entreprises, en supposant qu'ils évaluent la question honnêtement – ne se demande si Coke et Gillette domineront leurs industries à l'échelle mondiale pendant toute la durée d'un investissement. Leur domination va probablement se renforcer ».

Si le raisonnement de Buffett a pu tenir pendant un certain temps, les ventes de sodas ont stagné et la position de Gillette sur le marché s'est affaiblie sous l'effet de l'arrivée de nouveaux concurrents.

À Cymbria, vous nous avez entendu parler de l'importance de la diversification par idée d'entreprise. Cela signifie posséder un groupe d'entreprises dont l'avenir ne dépend pas les unes des autres. Le fait que Shiseido vende davantage de produits cosmétiques à l'avenir ne devrait pas être corrélé aux prix des assurances chez Berkshire Hathaway ou à l'entretien des pompes et des valves chez Flowserve.

Cymbria possède un ensemble de 47 entreprises. Il y a une poignée d'entreprises dont la position concurrentielle s'érodera probablement au cours de notre période de détention. Nous ne savons tout simplement pas quelles sont ces entreprises. Mais si nous faisons bien notre travail et que nous diversifions par idée d'entreprise, la croissance du reste du portefeuille devrait plus que compenser les erreurs inévitables.

Leçon 5 désapprise : Diversifier par idée d'entreprise et éviter la surconcentration.

Le message à retenir

Les principes traditionnels dont j'ai parlé prudemment demeurent des règles empiriques précieuses pour les investisseurs, mais il faut parfois les enfreindre. Si vous pouvez faire preuve de souplesse dans votre méthode d'investissement, vous pourrez peut-être découvrir des occasions intéressantes que vous auriez peut-être manquées autrement.

ⁱ Les entreprises ont été divisées en quartiles en fonction de leur rendement sur le capital investi (une mesure de la qualité des entreprises). Les mêmes entreprises ont été examinées cinq ans plus tard pour voir si quelque chose avait changé.

ⁱⁱ Les estimations du bénéfice par action de 2021 ont été utilisées dans le calcul du ratio C/B des titres du Portefeuille mondial EdgePoint.

Des commissions, commissions incitatives, frais de gestion et frais d'investissement peuvent tous être associés aux opérations touchant Cymbria Corp. Veuillez lire la notice annuelle avant d'effectuer un placement. Un exemplaire de la notice annuelle est disponible à l'adresse www.cymbria.com. Sauf indication contraire, les taux de rendement pour les périodes de plus d'un an sont des taux de rendement antérieur, composés annuellement, déduction faite des frais, et tiennent compte des changements de la valeur des parts et du réinvestissement de tous les dividendes. 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. Sa valeur n'est pas garantie et change fréquemment 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. 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. Cymbria est gérée 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.

Publié le 10 janvier 2020