

Des sociétés performantes malgré les aléas du marché

Chères clientes, chers clients,

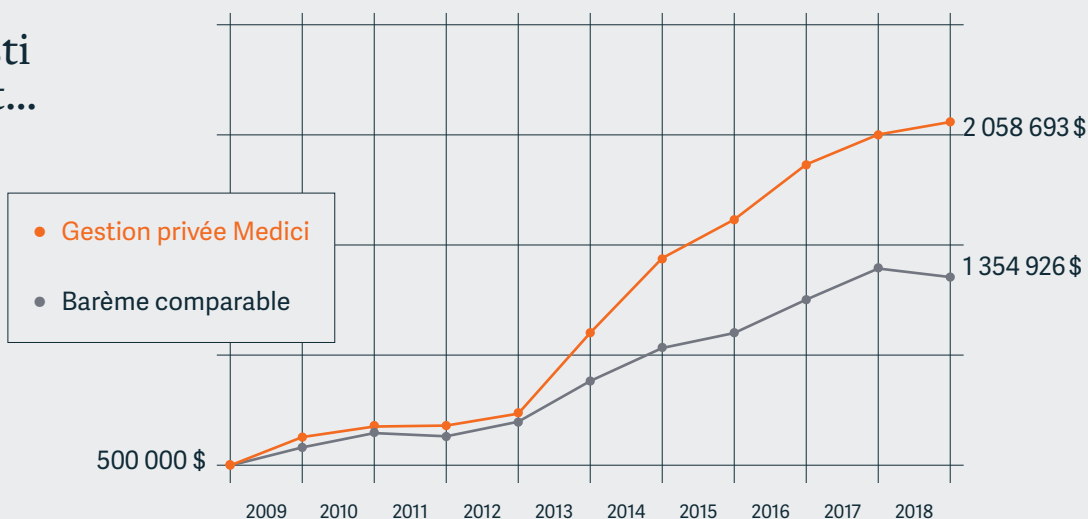
L'année 2018 marque la première décennie complète d'existence de Medici. Depuis le 1^{er} janvier 2009, nos clients investis à 100% en actions ont en moyenne obtenu un rendement annualisé après frais de 15,2%. Le tout se compare favorablement à notre barème, qui affiche une progression annuelle de 10,5%. Il s'agit d'une plus-value de 4,7% par année. Un tel écart peut sembler faible en pourcentage, mais la valeur ajoutée sur une période de dix ans est considérable. Par exemple, un portefeuille investi avec Medici et doté d'un actif de départ de 500 000\$ affiche aujourd'hui une valeur de 2,06 M\$. Le même portefeuille investi dans le barème comparable vaudrait 1,35 M\$, soit un manque à gagner de 700 000\$ sur dix ans.

Parmi les facteurs d'adhésion que nous demandons à nos clients d'observer, nous souhaitons que notre performance soit évaluée dans une perspective à long terme, idéalement sur cinq ans plutôt que sur quelques mois. Pour les cinq dernières années, les clients investis à 100% en actions ont obtenu un rendement annualisé moyen après frais de 13,4%. Il s'agit d'une valeur ajoutée de 4,4% par rapport au rendement de 9,0% enregistré par le barème.

Pour l'année 2018, les clients en gestion privée de Medici investis à 100% en actions ont obtenu un rendement moyen de +3,0%, comparativement au recul de 2,5% enregistré par le barème. Notre valeur ajoutée s'élève donc à 5,5%.

500 000 \$ investi il y a 10 ans vaut...

Sur une période de 10 ans, un portefeuille 100% actions géré par Medici affiche une plus-value de plus de 700 000\$ par rapport à notre barème.



Toujours en 2018, le rendement réalisé par les clients de Medici investis à 50% en actions et 50% en titres à revenu fixe s'établit en moyenne à +2,3%. Il s'agit d'une valeur ajoutée de 2,9% par rapport au rendement de -0,6% affiché par le barème.

Au cours de la dernière année, la devise américaine s'est appréciée de 8,7% par rapport à la devise canadienne. Puisqu'environ 50% des avoirs du portefeuille ont été investis sur le marché américain tout au long de l'année, nous estimons que le gain de devise a augmenté les rendements d'environ 4,4%. Ce même gain affecte tout aussi positivement le barème comparable. Par conséquent, le rendement excluant le gain de devise est estimé à environ -1,4% pour un portefeuille à 100% en actions. Pour sa part, le rendement du barème comparable se situe à -6,9%.

Notre barème comparable est composé de fonds négociés représentant la Bourse canadienne (iShares Core S&P/TSX Capped Composite Index ETF), de la Bourse américaine ramenée en dollars canadiens (iShares Core S&P 500 Index ETF), ainsi que du marché obligataire canadien lorsqu'applicable (iShares Core Canadian Universe Bond Index ETF). Ces trois indices ont enregistré des rendements de respectivement -8,8%, +3,8% et +1,3%.

Les rendements affichés dans cette lettre pourraient différer de ceux présentés dans votre rapport de rendement personnel. Les clients qui détiennent des comptes en gestion privée possèdent individuellement les titres dans lesquels nous investissons, ce qui peut causer de légers écarts par rapport à la moyenne. Les clients ayant joint Medici en cours d'année pourraient également observer un certain écart avec les rendements affichés. Les rendements obtenus durant une année tendent aussi à être inégaux d'un mois à l'autre. À noter que les ajouts et retraits d'argent réalisés dans l'un de vos comptes en cours d'année peuvent influencer positivement ou négativement votre rendement par rapport à la moyenne.

[PASSAGE RÉSERVÉ AUX CLIENTS MEDICI]

Quelques observations sur le portefeuille

Si la performance économique des entreprises que vous détenez continue d'être bonne, la performance boursière n'est pas au rendez-vous depuis quelques mois. Visiblement, les investisseurs anticipent une récession.

On ne le répétera jamais assez : il est essentiel de garder une perspective à long terme en Bourse. Il est impossible de savoir si la prochaine année sera celle où les marchés connaîtront un recul important. En revanche, la volatilité nous permet de saisir de nombreuses occasions.

Rendement moyen des clients investis à 100% en actions

	Rendement 2018	Rendement annualisé (5 ans)	Rendement annualisé (10 ans)
Medici	3,0%	13,4%	15,2%
Barème comparable	-2,5%	9,0%	10,5%
Valeur ajoutée	+5,5%	+4,4%	+4,7%

Il faut dire qu'outre une correction en 2011, les marchés boursiers n'avaient pas connu de recul important depuis la crise financière, il y a de cela dix ans. Pourtant, depuis 1928, la Bourse américaine a connu 20 baisses de plus de 20%. Cela signifie qu'un marché baissier a lieu tous les 4 à 5 ans en moyenne. Au cours de la dernière décennie, nous avons connu d'excellents rendements et peu de volatilité. La réalité est que la Bourse est plus volatile que ce à quoi elle nous a habitués depuis 2009. En ce sens, la 2^e moitié de 2018 fut un retour à la normale.

De nombreuses entreprises que vous détenez en portefeuille ont amélioré leur valeur intrinsèque de 20% ou plus dans la dernière année. Du nombre, on retrouve Berkshire Hathaway et Constellation Software.

On ne le répétera jamais assez : il est essentiel de garder une perspective à long terme en Bourse. Il est impossible de savoir si la prochaine année sera celle où les marchés connaîtront un recul important. En revanche, la volatilité nous permet de saisir de nombreuses occasions.

L'économie dans son ensemble continue de bien se porter et les banques centrales nord-américaines poursuivent leur campagne de resserrement des taux d'intérêt. Soyez assuré que votre portefeuille reposera sur de solides assises advenant un renversement de la vapeur.

Tout au long de l'année, par le biais de rencontres individuelles, notre équipe s'assure de deux éléments. En premier lieu, nous cherchons à éviter que vous ne procédiez à la vente précipitée de titres au pire moment en raison d'un besoin financier à court terme. Ensuite, nous discutons de votre tolérance personnelle à la volatilité

afin de déterminer la répartition d'actifs avec laquelle vous serez à l'aise dans un marché qui connaît des fluctuations importantes.

En ce qui concerne le contenu du portefeuille, quatre raisons nous permettent de garder notre calme face à une possible tempête.

Premièrement, notre stratégie éprouvée sert de repère au comité d'investissement et permet d'éviter des pertes majeures. Nos gestionnaires recherchent des entreprises qui détiennent des avantages concurrentiels durables, qui génèrent un rendement du capital élevé même dans les périodes difficiles et dont les dirigeants réinvestissent les bénéfices dans des activités tout aussi rentables. Une fois ces entreprises identifiées, nous visons à les acheter uniquement lorsque nous estimons le prix adéquat. Ceci, toujours dans le but ultime de réaliser un rendement supérieur aux indices de référence.

Deuxièmement, les bilans financiers de nos entreprises sont sains. Le tiers de nos entreprises détiennent d'abondantes liquidités et sont libres de dettes. Près d'un autre tiers présente un faible endettement qui ne les mettrait pas en danger en récession. Le dernier tiers est représenté par des entreprises qui ont un certain endettement, mais dont les activités prévisibles laissent croire qu'elles peuvent traverser une récession sans problèmes.

Troisièmement, nous estimons que près de la moitié de nos entreprises sont dirigées par de brillants allocateurs de capitaux qui ont fait leurs preuves lors de périodes économiques troubles. Nous pensons notamment à Warren Buffett (Berkshire Hathaway), Mark Leonard (Constellation Software) et Jonathan Goodman (Thérapeutique Knight), mais il y en a d'autres. Ces derniers seraient bien outillés pour tirer avantage d'un ralentissement économique.

Quatrièmement, plusieurs des sociétés que vous détenez présentent des caractéristiques anticycliques ou de résilience face aux récessions. En fait, comme votre portefeuille est absent des secteurs de l'énergie et des mines, il comprend

peu d'entreprises réellement cycliques. Outre deux sociétés américaines (qui représentent ensemble environ 12 % d'un portefeuille investi à 100 % en actions), nos sociétés génèrent toutes au moins une partie de leurs ventes de façon récurrente ou s'avèrent résilientes lors d'un recul. Des sociétés comme Constellation Software et TJX Companies ont prouvé leur résilience lors de la dernière crise financière.

La stratégie de Medici consiste à favoriser les entreprises qui affichent de bonnes performances, même dans les contextes économiques défavorables.

Comprenons-nous bien : nous ne sommes pas en train d'affirmer que le cours boursier des entreprises en portefeuille se comportera mieux que le marché à court terme. Dans une crise majeure, tous les titres en prennent pour leur rhume. Cependant, avec une stratégie éprouvée, un bilan sain et d'habiles allocateurs de capitaux, les meilleures sociétés arrivent à en tirer profit pour le long terme et à gagner des parts de marché.

Cela peut paraître contre-intuitif, mais autant une récession peut être difficile à vivre à court terme, autant elle serait favorable pour plusieurs entreprises de votre portefeuille à long terme. Dans plusieurs cas, celles-ci doivent affronter des acteurs plus endettés et/ou déficitaires. Une récession affaiblirait grandement ces concurrents qui doivent accéder au marché des capitaux pour demeurer en vie.

Diversification et recherche d'entreprises

Avec 19 entreprises en portefeuille, vous avez sans doute remarqué que vos avoirs sont plus diversifiés que par le passé. Le récent recul a eu pour effet de regarnir notre pipeline

d'entreprises de qualité à prix raisonnable, ce qui se reflète sur la quantité de sociétés que nous souhaitons détenir. Nous sommes à l'aise avec le niveau de diversification sectoriel du portefeuille. S'il est vrai que nous détenons plusieurs sociétés de logiciels, la pondération cumulative de ces participations demeure raisonnable. Idem pour l'industrie de la publicité, représentée par nos participations dans deux sociétés américaines. Notre comité d'investissement s'assure de maintenir une pondération combinée raisonnable dans les deux entreprises.

Nos efforts de recherches se sont intensifiés au cours des dernières années. Nous rencontrons et discutons davantage avec les entreprises et leurs concurrents afin de mieux comprendre leur modèle d'affaires et leur vision du développement. Bien qu'exigeantes en termes de préparation et de transport, ces rencontres nous procurent un avantage concurrentiel sur les autres investisseurs. Les questions que nous posons aux dirigeants sont souvent fort différentes de celles posées par les analystes lors des téléconférences, en plus de nous permettre d'élargir notre cercle de compétences.

Informations importantes à retenir

Vous devriez recevoir par courriel d'ici la fin de février votre rapport de gains et pertes pour l'année 2018 ainsi que les informations requises pour remplir votre formulaire T1135. Au même moment, vous recevrez de la Banque Nationale vos feuillets fiscaux et votre rapport de frais pour les comptes non enregistrés. Toutes ces informations seront nécessaires pour la production de votre déclaration d'impôts.

Un courriel sera aussi envoyé d'ici la fin janvier vous invitant à consulter votre rapport de rendement et de frais couvrant l'année 2018. Notez que ce rapport de frais couvre tous les comptes, y compris les comptes enregistrés. Il est envoyé à titre indicatif et non à des fins fiscales. Rappelons également que vous pouvez dès maintenant consulter vos rendements de l'année 2018 sur notre plateforme en ligne en accédant à la section «client» de notre site Web.

VERSION ABRÉGÉE POUR LE GRAND PUBLIC

info@gpsmedici.ca
www.gpsmedici.ca

Pour ceux qui détiennent les parts du Fonds privé Medici, les états financiers annuels vérifiés vous seront envoyés d'ici à la fin du mois de mars 2019.

Petit rappel, le plafond de cotisation annuel au CELI a été porté à 6000\$ le 1^{er} janvier 2019. N'hésitez pas à nous contacter si vous n'avez pas déjà effectué votre contribution au CELI ou si vous désirez effectuer une contribution au REER. Nous ferons également parvenir un courriel détaillé dans les prochaines semaines pour vous assister avec vos contributions.

Par ailleurs, nous avons le plaisir de vous annoncer que Philippe Veilleux, conseiller chez Medici, a récemment complété ses examens du CSI (le «Canadian Securities Institute»). Nous prévoyons qu'il deviendra gestionnaire de portefeuille adjoint au cours de 2019.

Toujours à propos du personnel, Medici a réalisé l'embauche d'une nouvelle adjointe administrative. Elle se joindra à l'équipe en début d'année et travaillera de concert avec Christine Morin, Carl Benjamin et Karine Turcotte pour vous offrir le meilleur service possible. Nous vous la présenterons avec plaisir lors de votre prochaine visite à nos bureaux.

Toute l'équipe Medici vous souhaite une bonne année 2019 remplie de bonheur et de santé !

Sincères salutations,



Carl SIMARD, B.SC.Act., MBA, CFA
Président – Gestionnaire de portefeuille
carl.simard@gpsmedici.ca



Karine TURCOTTE, B.A.A., D.Fisc., CFA
Gestionnaire de portefeuille – Associée
karine.turcotte@gpsmedici.ca



Pierre-Olivier LANGEVIN, CFA
Gestionnaire de portefeuille – Associé
po.langevin@gpsmedici.ca



Eddy CHANDONNET, B.A.A., CIM
Gestionnaire de portefeuille – Associé
eddy.chandonnet@gpsmedici.ca



Aaron LANNI, B.A.A., CFA
Gestionnaire de portefeuille – Associé
aaron.lanni@gpsmedici.ca

Les commentaires, analyses et opinions contenues dans ce document ne représentent en aucun cas une recommandation d'achat, de vente ou de conserver et ne devraient pas être interprétés ainsi. Gestion de Portefeuille Stratégique Medici (ci-apprélé « Medici ») se dégage de toute responsabilité quant à la mise à jour des informations contenues dans ce document. Ce document est destiné aux clients de Medici. Toute(s) reproduction(s) sans le consentement explicite de Medici est strictement interdite. Si vous recevez ce document par erreur, veuillez le supprimer immédiatement et aviser Medici par courriel au info@gpsmedici.ca.

* De 2009 à 2010, les rendements affichés représentent la moyenne des rendements obtenus par l'ensemble des clients du service de Gestion Privée Medici suivant une répartition d'actifs 35 % Revenus fixes et 65 % actions. À partir de 2011, les rendements affichés représentent la moyenne des rendements obtenus par l'ensemble des clients du service de Gestion Privée Medici suivant une répartition d'actifs 100 % en actions. Des frais annuels de 1,2 % avant taxes sont inclus dans le calcul des rendements. La monnaie de présentation des rendements est le dollar canadien. Les rendements passés ne sont pas garants des rendements futurs. Les rendements passés de Medici ont été obtenus grâce à un portefeuille diversifié de 10 à 20 entreprises sélectionnées conformément à la stratégie d'investissement affichée dans nos feuillets d'informations. Pour plus de détails concernant le calcul de nos rendements ou notre stratégie d'investissement, veuillez consulter le www.gpsmedici.ca. Le barème comparable est constitué des trois fonds négociés en bourse suivants : iShares Core Canadian Universe Bond Index ETF (XBB), iShares Core S&P500 Index ETF (XUS) et iShares Core S&P/TSX Capped Composite Index ETF (XIC). À partir de 2011, le fonds iShares Core Canadian Universe Bond Index ETF (XBB) ne fait plus partie de la formule de calcul du barème comparable. Le barème comparable inclut les frais de gestion prélevés à même les fonds négociés en bourse par iShares ainsi que les dividendes.

[ANNEXE 1]
LES PRINCIPES DE MEDICI ET LES FACTEURS D'ADHÉSION

Les principes Medici

Voici ce que vous devez savoir à propos de Medici

TRANSPARENCE

Nous vous traitons comme si nos rôles étaient inversés.

Ceci implique une absence de frais cachés et d'intermédiaires coûteux, puisque nous agissons à la fois comme conseiller financier et gestionnaire de votre portefeuille. Nos rapports de rendement sont clairs, nets de frais, comparés au barème et accessibles en tout temps. Nos communications sont franches et régulières et nous n'hésitons pas à reconnaître nos erreurs. Notre équipe est facilement joignable pour répondre à vos questions.

RESPONSABILITÉ

Nous investissons avec conviction.

Nous sommes passionnés par les entreprises plutôt que les cours boursiers. Nous prenons parfois plus d'une centaine d'heures afin de déterminer le prix que nous sommes prêts à payer pour acquérir les actions d'une entreprise exemplaire. Une fois l'entreprise ciblée, nous poursuivons nos recherches en continu afin d'en accroître nos connaissances. Notre travail de recherche intense nous permet d'investir avec conviction et d'éviter l'éparpillement du portefeuille. Nous possédons personnellement les mêmes entreprises que nos clients. Si une entreprise n'est pas bonne pour nous, elle ne l'est pas pour vous.

APPROCHE PERSONNALISÉE

Votre intérêt passe en premier.

L'intérêt de nos clients passe avant celui de la firme ou de ses gestionnaires. Nous mettons en place des pratiques qui visent d'abord et avant tout la satisfaction de nos clients plutôt que la rentabilité de la firme. Par exemple, nous rencontrons annuellement et individuellement chaque client et les aidons

à définir des objectifs réalistes. Une fois ces objectifs définis, nous les accompagnons vers l'atteinte de leur but.

Chez Medici, il n'y a pas de « silos ». Nos gestionnaires forment une équipe multidisciplinaire qui combine ses forces pour vous offrir le meilleur service possible. Plutôt que de faire affaire avec un seul gestionnaire, nos clients ont accès à toute l'équipe, peu importe leurs besoins.

Les facteurs d'adhésion

Afin d'assurer des normes de qualité élevées, Medici demande à ses clients de souscrire aux cinq facteurs suivants. En adhérant à ces facteurs, nos clients deviennent de vrais partenaires dans la gestion de leur portefeuille.

Votre compréhension est nécessaire.

La connaissance est le remède à de nombreuses appréhensions. Ceux qui prennent le temps de comprendre notre stratégie vivent les inévitables crises boursières avec une plus grande quiétude. Nous invitons nos clients à consacrer du temps à la lecture de nos lettres et à l'approfondissement de notre stratégie d'investissement tous les trimestres.

Une grande transparence de votre part est requise.

Pour bien vous servir, nous devons avoir une bonne idée de votre capacité et de votre tolérance personnelle aux risques. Ceci implique de prendre du temps pour bien vous connaître. Les clients doivent nous informer d'un changement de situation et doivent faire preuve de franchise quant à leur capacité à tolérer les périodes de turbulences.

Tôt ou tard, votre patience sera mise à l'épreuve.

Il est certain que nous sous-performerons à l'occasion. Depuis notre fondation, notre performance a été inférieure à celle des marchés dans leur ensemble une année sur trois même si nos rendements composés à long terme ont été supérieurs. Même les meilleurs investisseurs sous-performent de temps

à autre. Sachant que nous n'avons pas de contrôle sur les fluctuations à court terme, nous consacrons nos efforts à obtenir des rendements supérieurs aux marchés à long terme. Lors de périodes de sous-performance, votre patience sera requise.

Nous ne pouvons prédire les crises.

Des crises, il y en aura d'autres. Nous ignorons toutefois quand la prochaine se produira et nous ne tentons pas de la prévoir. Nous visons simplement investir dans des entreprises exemplaires qui s'offrent à prix raisonnable. Cela signifie que nous investissons vos avoirs en fonction des occasions d'investissement que le marché nous offre. Si nous trouvons moins d'occasions, les portefeuilles contiendront plus de liquidités. Nous encourageons nos clients à adopter une attitude similaire face au caractère imprévisible des crises.

Notre performance s'évalue sur quelques années et relativement au barème.

Nous fournissons le barème avec lequel nous souhaitons être comparés dans vos rapports de rendement. Il est composé de la Bourse canadienne, de la Bourse américaine, ainsi que des obligations canadiennes (si applicable). Il reflète l'effet du taux de change, les dividendes & intérêts versés ainsi que des frais de gestion. Conformément à notre perspective d'investisseur à long terme et à nos objectifs, nous souhaitons être comparés à ce barème sur 5 ans et non sur quelques mois.

Des crises, il y en aura d'autres. Nous ignorons toutefois quand la prochaine se produira et nous ne tentons pas de la prévoir. Nous visons simplement investir dans des entreprises exemplaires qui s'offrent à prix raisonnable.

**[ANNEXE 2]
REVUE DES ACTIONS DÉTENUES EN PORTEFEUILLE**

Conformément à votre souhait exprimé en 2016, nous ne manquons pas de réviser toutes les actions détenues en portefeuille chaque année.

Constellation Software

Conglomérat de logiciels spécialisés dans des marchés nichés. L'entreprise possède plus de 200 logiciels qui sont offerts autant au secteur public que privé un peu partout dans le monde.

Craignant une intensification de la concurrence, le PDG de Constellation Software, Mark Leonard, a mis fin en 2018 aux téléconférences avec les investisseurs et a cessé de publier ses populaires lettres annuelles. Voilà pourquoi assister à l'assemblée générale annuelle pour questionner les dirigeants devient de plus en plus critique. C'est un aspect auquel nous ne dérogeons pas depuis plusieurs années.

Les dirigeants n'excluent d'ailleurs pas la possibilité d'entrer dans une nouvelle industrie au cours des prochaines années si les occasions de déploiement de capitaux devaient se tarir. La seule condition que les dirigeants nous ont révélé est que cette industrie devra générer des revenus récurrents.

Si M. Leonard parle de concurrence accrue, les 9 premiers mois de l'année en ont fait fi. Les dirigeants de l'entreprise ont su intensifier leurs efforts d'acquisitions. Ainsi, 460 M\$ US ont été déployés durant la période. Le conglomerat est en voie de battre l'année record de 2013, alors que Constellation avait allongé un total de 523 M\$ US dans des acquisitions, dont celle de Total Specific Solutions (TSS) aux Pays-Bas.

Toujours sur cette période de 9 mois, Constellation Software a fait croître ses revenus récurrents de 28% et ses flux de trésorerie ajustés de 10%. Son bilan est sain avec un peu

VERSION ABRÉGÉE POUR LE GRAND PUBLIC

info@gpsmedici.ca
www.gpsmedici.ca

moins de 200 M\$ de dette nette de l'encaisse, un solde qui pourrait être remboursé en quelques mois. Les dirigeants ont d'ailleurs annoncé une augmentation de la facilité de crédit de 460 M\$ à 700 M\$ US. Rappelons que M. Leonard a répété à maintes reprises qu'il n'hésiterait pas à couper le dividende advenant une récession, afin de garder plus de capitaux pour les acquisitions. La même logique s'applique aussi pour l'émission de débentures, laquelle permet à Constellation de verser les intérêts en parts plutôt qu'en argent, sans causer un défaut de paiement. S'il devait y avoir une récession prochainement, Constellation mettrait fort probablement les bouchées doubles sur le plan des acquisitions.

Berkshire Hathaway

Conglomérat géré par l'illustre Warren Buffett, regroupe un portefeuille d'actions et d'obligations, des compagnies d'assurance, de chemin de fer, de services publics, des sociétés industrielles et de consommation de base & discrétionnaire.

Warren Buffett a finalement racheté l'an dernier ses propres actions à un niveau supérieur à 120% de la valeur aux livres. Lors du plus récent trimestre, les états financiers font état de rachats totalisant 928 M\$ US.

Les résultats pour l'année entière devraient être excellents. Le bénéfice net consolidé des entreprises à capital fermé (excluant les sociétés d'assurance) est passé de 13,6 G\$ US pour toute l'année 2017 à un niveau qui devrait atteindre près de 18 G\$ US en 2018. Il s'agit d'une croissance de 32%. Du côté des entreprises d'assurance, celles-ci performant également très bien avec une croissance des primes de plus de 10% dans les deux principales divisions (Geico et Berkshire Hathaway Primary Group), et une marge de souscription d'environ 8%. Tel que prévu, Berkshire a bénéficié énormément des baisses d'impôts. Le taux effectif d'imposition du conglomérat est passé de 35% en 2017, à environ 20,5% pour les 9 premiers mois de 2018. Cela représente une économie annuelle d'impôts de plus de 3 G\$ US.

Sur un portefeuille de titres de 328 G\$ US, M. Buffett conserve 32% de liquidités. À notre avis, ce trésor de guerre ne sera

déployé que dans un environnement de récession, où des entreprises en quête de capitaux contacteront M. Buffett pour renflouer leurs coffres.

Faute de récession, le capital s'accumulera au bilan, ce qui aura pour effet de ralentir la croissance de Berkshire Hathaway. C'est pour cette raison que nous avons diminué notre pondération dans le titre au cours de 2018.

[PASSAGE RÉSERVÉ AUX CLIENTS MEDICI]