

# Les crises n'ont jamais de précédent

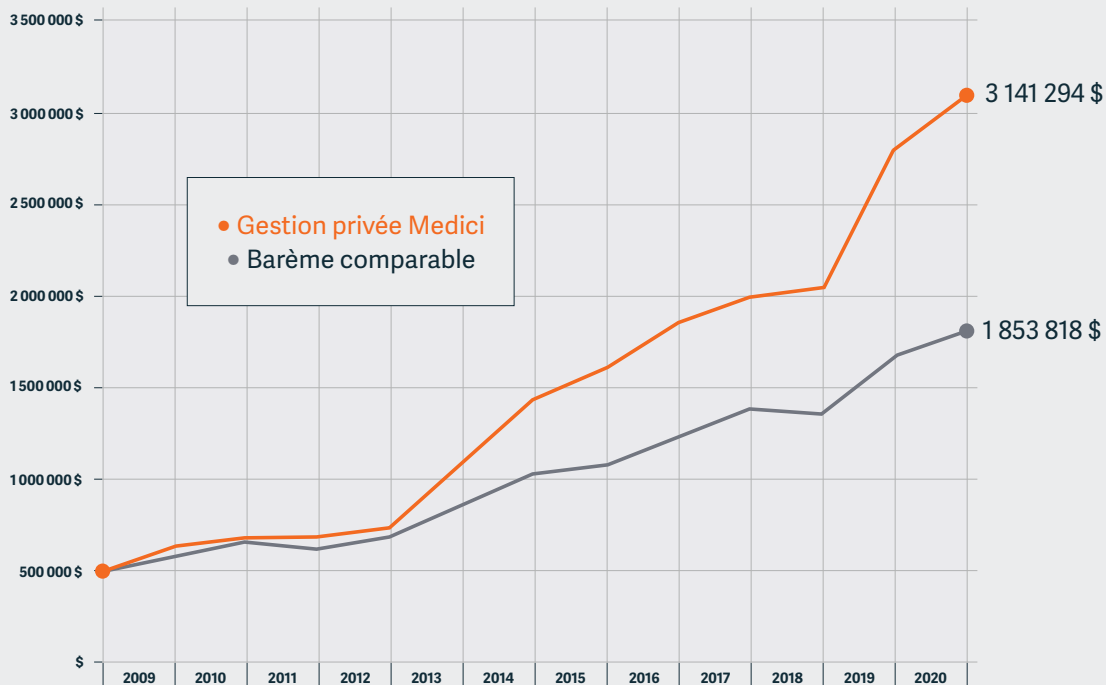
Chères clientes, chers clients,

Medici entame sa 13<sup>e</sup> année d'existence. Depuis le 1er janvier 2009, nos clients détenant un portefeuille investi à 100 % en actions<sup>1</sup> ont enregistré en moyenne un rendement annualisé après frais de 16,5 %. Ce résultat se compare favorablement à celui de 11,5 % affiché par le barème au cours de la même période. Cela représente une plus-value de 5,0 % par année. Un tel écart peut sembler faible en

absolu. La valeur ajoutée sur une période de douze ans est toutefois considérable. Par exemple, un portefeuille de 500 000 \$ investi il y a 12 ans avec Medici vaudrait aujourd'hui 3,14M \$. Le même montant placé dans un fonds reproduisant le barème comparable vaudrait 1,85M \$, soit un manque à gagner totalisant 1,29M \$ par rapport à la performance de Medici. C'est là toute la différence que peuvent faire quelques points de pourcentage sur de nombreuses années.

## 500 000 \$ investi il y a 12 ans vaut...

500 000 \$ investi il y a 12 ans avec Medici vaut aujourd'hui 3,14M \$. Le même montant placé dans un fonds reproduisant le barème comparable vaudrait 1,85M \$.



Évaluer notre performance dans une perspective à long terme, idéalement sur cinq ans plutôt que sur quelques mois. Voilà un des facteurs d'adhésion fondamentaux à rappeler tous les ans. Au cours des cinq dernières années, nos clients investis à 100 % en actions ont obtenu un rendement annualisé moyen après frais de 14,3%. Il s'agit d'une valeur ajoutée de 3,1 % par rapport au barème, qui a affiché un rendement annualisé moyen de 11,2% au cours de la même période.

En 2020, les clients investis à 100 % en actions ont réalisé un rendement moyen de 11,9%, comparativement à celui de 10,8% enregistré par le barème. Votre valeur ajoutée s'élève donc à 1,1% pour l'année 2020. Le rendement du Fonds privé Medici est légèrement inférieur.

Toujours en 2020, le rendement réalisé par les clients de Medici investis à 50 % en actions et à 50 % en titres à revenus fixes s'établit en moyenne à 7,2%. Le rendement affiché par le barème a été de 9,7%, ce qui dénote une sous-performance pour la partie de votre portefeuille investie en titres à revenus fixes. Nous traitons du sujet plus loin dans cette lettre.

Au cours de la dernière année, la devise américaine s'est dépréciée de 1,6 % par rapport à la devise canadienne. Puisqu'environ 50% des avoirs en actions du portefeuille ont été investis sur le marché américain tout au long de l'année, nous estimons que l'effet défavorable du taux de change a diminué les rendements d'environ 0,8%. Cette même perte affecte tout aussi négativement le barème comparable. Par

conséquent, le rendement excluant l'effet de la devise est estimé à environ 12,7% pour un portefeuille à 100 % en actions.

Comme toujours, notre barème comparable est composé des fonds négociés en Bourse suivants : la Bourse canadienne (iShares Core S&P/TSX Capped Composite Index ETF), la Bourse américaine ramenée en dollars canadiens (iShares Core S&P 500 Index ETF), ainsi que le marché obligataire canadien lorsque cela s'applique (iShares Core Canadian Universe Bond Index ETF). En 2020, ces trois fonds négociés en Bourse ont enregistré des rendements de respectivement 5,6%, 15,9% et 8,6%.

Les rendements mentionnés dans cette lettre pourraient différer de ceux présentés dans votre rapport de rendement personnel. Certains clients possèdent individuellement les titres dans lesquels nous investissons. Ceci peut créer de légers écarts qui s'expliquent par de petites différences quant à la quantité des titres détenus d'un portefeuille à l'autre. Les clients ayant joint Medici en cours d'année pourraient également observer un écart plus ou moins important selon la date d'arrivée avec les rendements affichés dans cette lettre. Les rendements obtenus durant une année peuvent aussi être inégaux d'un mois à l'autre, particulièrement cette année en raison des effets qu'a eus la pandémie sur les marchés en mars. À noter que les ajouts et retraits d'argent réalisés dans l'un de vos comptes en cours d'année peuvent également influencer positivement ou négativement votre rendement par rapport à la moyenne.

### Rendements annualisés de Medici sur différentes périodes

	1 an	3 ans	5 ans	10 ans	12 ans
<b>Medici</b>	11,9%	16,3%	14,3%	16,7%	16,5%
<b>Barème comparable</b>	10,8%	10,1%	11,2%	11,1%	11,5%

VERSION ABRÉGÉE POUR LE GRAND PUBLIC

info@gpsmedici.ca  
www.gpsmedici.ca

## Les crises n'ont jamais de précédent

Des crises, il y en a eu dans le passé, il y en a eu une cette année et il y en aura d'autres dans le futur. Ces crises qui se suivent diffèrent toujours à plusieurs égards. Et elles nous frappent souvent au moment où on s'y attend le moins. Elles sont toujours « sans précédent » et s'accompagnent immanquablement d'un lot d'incertitudes.

Pensons un instant à la bulle technologique survenue au tournant des années 2000 et à la dégringolade des marchés qui s'en est suivie. Les investisseurs ayant vécu ces années pouvaient s'imaginer que la révolution Internet en cours allait créer des occasions de placement sans précédent. Pour certains dirigeants d'entreprises de l'époque, il ne suffisait que d'ajouter le suffixe « .com » à la dénomination corporative pour se voir rapidement accorder une évaluation démesurée de, par exemple, 100 fois les revenus prévus. Vous avez bien lu, on parle ici de revenus et non de bénéfices. Les investisseurs avaient tout à fait raison d'affirmer que l'émergence du Web allait donner lieu à une véritable révolution et que cette fois-ci, les choses allaient être différentes. Ils ont toutefois fini par réaliser que les entreprises technologiques se négociaient à des évaluations défiant toute logique, alors que les taux d'intérêt partaient à la hausse. Ce qui devait arriver arriva et la bulle a éclaté. Ceux qui ont dérogé à leur discipline d'investissement habituelle et accepté de payer des prix excessifs ont subi de lourdes conséquences.

La crise financière de 2008-2009 n'avait également aucun précédent. Imaginez un instant : les États-Unis et leur classe politique ont dû sauver les banques avec des plans de sauvetage colossaux. On ne parle pas ici d'un pays en voie de développement ou à tendance socialiste, mais bien des États-Unis ! Le géant bancaire Lehman Brothers a été contraint à la faillite. Bear Stearns, une autre institution de Wall Street en quasi-faillite, a été achetée pour une bouchée de pain par JP Morgan... On disait à ce moment que le système économique était en train de s'effondrer, que le crédit était complètement gelé et que plus jamais on ne vivrait de la même façon. Plusieurs observateurs n'annonçaient rien de moins que la mort du capitalisme. Quiconque ayant vécu durant ces années aurait eu toutes les raisons d'affirmer que cet épisode était sans précédent.

En 2020, nous avons connu une autre crise qui n'avait jusqu'alors aucun précédent : celle de la COVID-19. Du jour au lendemain, de nombreuses entreprises ont été totalement privées de revenus. Des pans entiers de l'économie ont été momentanément fermés. Parlez-en aux dirigeants de TJX Companies, qui exploite notamment les enseignes Winners et HomeSense. La société a dû fermer tous ses magasins durant au moins cinq semaines. Rappelons que la dernière pandémie à avoir frappé l'humanité, la grippe espagnole, est survenue il y a plus cent ans. Soudainement, l'équipe de Medici a eu à évaluer combien de temps les entreprises que vous détenez en portefeuille allaient pouvoir survivre sans revenus.

Lorsque les événements se bousculent et que le contexte est dépourvu de repères historiques, il est normal de s'inquiéter. Dans un tel environnement, le premier réflexe est souvent de laisser place à la panique et d'être tenté de liquider son portefeuille d'actions. On nous a dit à maintes reprises que « nous faisons face à une pandémie, c'est différent cette fois-ci... » pour justifier la tentation de procéder à une vente de feu alors que la Bourse avait chuté de quelque 30 % à 40 %. Au risque de nous répéter, les crises diffèrent toujours d'une fois à l'autre. Or, lorsqu'on investit en Bourse, il faut accepter le fait que l'on ignore totalement à quoi ressemblera la prochaine crise. Cette incertitude est le prix à payer pour obtenir de bons rendements à long terme.

**Au risque de nous répéter, les crises diffèrent toujours d'une fois à l'autre. Or, lorsqu'on investit en Bourse, il faut accepter le fait que l'on ignore totalement à quoi ressemblera la prochaine crise. Cette incertitude est le prix à payer pour obtenir de bons rendements à long terme.**

À titre de gestionnaires de portefeuilles, nous avons vécu la crise aux premières loges. Les craintes dont certains nous ont fait part étaient légitimes, mais notre rôle premier a été de rappeler dans chacune de nos communications un des

VERSION ABRÉGÉE POUR LE GRAND PUBLIC

info@gpsmedici.ca  
www.gpsmedici.ca

pilliers sur lesquels s'appuie notre stratégie de placement : la grande solidité des entreprises qui composent le portefeuille. Dès que nous avons su que cette pandémie allait avoir des effets majeurs sur votre portefeuille ainsi que sur les comportements humains, nous avons mis en place une « cellule de crise » à la mi-mars. Cette cellule visait non seulement à répondre le plus précisément et rapidement possible à vos nombreuses questions, mais également à communiquer de façon transparente afin de vous permettre de constater vous-même la solidité des entreprises détenues. C'est la raison pour laquelle notre lettre du 1er trimestre a fourni un portrait détaillé de toutes les actions que vous déteniez. En dépit des turbulences qui secouaient les marchés à ce moment, notre message a été clair : nos entreprises sont peu endettées, détiennent d'abondantes liquidités et sont dotées d'avantages concurrentiels qui les rendent résilientes. On le remarque particulièrement lorsque l'économie se resserre.

« Si nous ignorons exactement quand tout reviendra à la normale, nous maîtrisons les fondements économiques et commerciaux de nos entreprises. Par rapport à la concurrence, nos entreprises ont une excellente capacité à affronter ces cygnes noirs. Nos entreprises ont également les ressources requises pour passer au travers de cette pandémie sans séquelles majeures. Plusieurs d'entre elles disposent en effet d'abondantes réserves financières qui leur permettent non seulement de se protéger, mais aussi de passer à l'offensive. »

— LETTRE TRIMESTRIELLE DE MEDICI INTITULÉE « L'IMPACT DE LA COVID-19 SUR VOS INVESTISSEMENTS », PUBLIÉE LE 31 MARS 2020.

À ce jour, aucune des entreprises que vous détenez, que ça soit par l'entremise d'actions ou de titres à revenus fixes, n'a été forcée de déclarer faillite ou connu de sérieuses difficultés financières. En fait, la majorité de ces sociétés généreront dès cette année des bénéfices plus élevés que l'an dernier. Ceux qui, bien qu'inquiets, ont évité de céder à la panique au plus fort de la tempête de 2020 sont aujourd'hui récompensés.

L'appel au calme et à la patience est le message que toute notre équipe a martelé à ce moment. Qu'il s'agisse de Pierre-Olivier Langevin sur les ondes de Radio-Canada le 10 mars, de Karine Turcotte lors de son passage à RDI Matin le 13 mars,

de la foire aux questions de Medici publiée le 19 mars, de Carl Simard dans une capsule vidéo diffusée le 19 mars, de Christine Morin, de Tania Strebel, d'Eddy Chandonnet, de Yannick Clérouin et de Philippe Veilleux forts actifs au téléphone durant toute la pandémie et d'Aaron Lanni le 17 avril dans une capsule vidéo, notre priorité a été de vous informer et de vous reconforter pour vous aider à maîtriser vos émotions. Pour Medici, surmonter une crise, ce n'est pas simplement gérer un portefeuille de titres. C'est aussi s'assurer que tous nos clients garderont leur calme et ne prendront aucune décision impulsive qui les appauvrira à long terme.

**Pour Medici, surmonter une crise, ce n'est pas simplement gérer un portefeuille de titres. C'est aussi s'assurer que tous nos clients garderont leur calme et ne prendront aucune décision impulsive qui les appauvrira à long terme.**

Comme ce fut le cas lors de la bulle technologique et de la crise financière, les investisseurs qui ont agi sous le coup de l'émotion lorsque la pandémie a frappé en 2020 se sont appauvris. Ceux qui ont tout vendu au creux de la fin mars ont encaissé une perte permanente d'environ 32 % par rapport au sommet de janvier enregistré deux mois plus tôt. Sur un portefeuille d'un million de dollars, c'est 320 000 \$ qui ont été perdus à jamais. Une telle perte peut nuire de façon significative à, par exemple, un projet de retraite, à l'achat d'une propriété ou à la maximisation d'un héritage.

En plus de déployer des efforts constants par le biais de communications régulières et transparentes, la stratégie de Medici demeure une excellente protection contre les inévitables crises « sans précédent ». Rappelons que nous visons à acheter à prix raisonnable des sociétés dotées d'avantages concurrentiels durables, dont la performance économique est exemplaire et qui sont bien gouvernées. Cette stratégie a fait ses preuves lors de nombreux reculs et a démontré à nouveau son efficacité au printemps dernier.

VERSION ABRÉGÉE POUR LE GRAND PUBLIC

info@gpsmedici.ca  
www.gpsmedici.ca

Notre comité d'investissement, qui évalue et approuve au préalable toutes les transactions, s'assure de ne pas y dévier.

## L'effet des faibles taux d'intérêt sur vos actions

Nous avons déjà communiqué les conséquences de la faiblesse historique des taux d'intérêt sur les titres à revenus fixes. Nous avons moins abordé l'effet des bas taux sur le marché des actions.

Chaque baisse de taux d'intérêt accroît normalement l'attrait d'un investissement en actions. Illustrons ce concept grâce à un cas pratique. Du jour au lendemain, les taux d'intérêt passent de 5% à 1%. Un investisseur vise à obtenir un rendement incertain de 10% avec une action. Souhaitant profiter de cette situation, l'investisseur choisit d'emprunter à un taux de 1% pour acheter des actions, lui laissant espérer un rendement net de 9% après avoir remboursé les intérêts de l'emprunt. Qu'arrive-t-il alors si un grand nombre d'investisseurs adoptent la même stratégie? Le cours des actions grimpe. En payant plus cher les actions, le rendement futur espéré diminue et est dorénavant non pas de 10%, mais plutôt de 6%, par exemple. D'un point de vue strictement mathématique, emprunter à 1% pour obtenir un rendement potentiel de 6% revient au même que d'emprunter à 5% pour (peut-être) obtenir un rendement de 10%.

Cette dynamique entre les taux d'intérêt et le cours des actions, les investisseurs la vivent depuis la fin des années 1980. En effet, les taux d'intérêt n'ont jamais cessé de baisser depuis environ 40 ans. Nous en sommes à un point tel où les taux sont pratiquement nuls. Ce contexte a permis d'obtenir d'excellents rendements en Bourse au cours des dernières décennies. Il s'accompagne toutefois d'un effet pervers: on ne peut plus espérer obtenir un rendement futur aussi intéressant avec les actions. Le taux de rendement qu'un investisseur peut espérer avec les indices boursiers se situe dans une fourchette de 6% à 7% par an, selon les normes d'hypothèses de projection 2020 de l'Institut québécois de planification financière.

Chez Medici, nous avons toujours utilisé un taux de rendement espéré entre 10% et 12% par an pour décider si nous achetons ou non les actions d'une société. En dépit des baisses de taux d'intérêt successives survenues ces dernières années, nous avons maintenu ce niveau. Or, maintenir ce seuil coûte que coûte trop longtemps serait irresponsable de notre part. Il nous forcerait en effet à acheter des actions de sociétés de plus en plus risquées pour obtenir, à l'avenir, ce même rendement à mesure que les taux baissent.

**Nous estimons qu'en moyenne, les actions des entreprises que vous détenez en portefeuille ont vu leur valeur intrinsèque progresser de 15% au cours de la dernière année. Cette appréciation dépasse non seulement nos attentes, mais cadre bien avec notre objectif de vous offrir des rendements supérieurs à notre barème après déduction de tous les frais.**

La réduction musclée des taux d'intérêt qui a eu lieu lorsque la pandémie a frappé nous a obligés à abaisser notre taux de rendement cible sur les actions. Cette décision évite ainsi une prise de risques excessive dans la sélection des entreprises composant notre portefeuille de placements. Nous acceptons désormais un rendement espéré de 9%, voire de 8%, pour des entreprises que nous estimons fort prévisibles, bénéficiant d'une situation financière hors pair, dotées d'avantages concurrentiels hautement durables et ayant démontré une gouvernance exemplaire. Cela peut aussi avoir pour effet d'accepter une évaluation plus élevée pour une société d'excellente qualité. Bref, cette décision vise à favoriser la qualité des entreprises plutôt que le simple prix payé. Il nous apparaît donc raisonnable de s'attendre à des rendements moins élevés dans le futur, comparativement à ceux que vous avez obtenus au fil des ans chez Medici.

## Commentaires sur le portefeuille d'actions

Nous estimons qu'en moyenne, les actions des entreprises que vous détenez en portefeuille ont vu leur valeur intrinsèque progresser de 15 % au cours de la dernière année. Environ 40 % de cette hausse s'explique par notre taux de rendement espéré diminué, tandis que 60 % s'explique par la performance économique favorable des sociétés détenues. Cette appréciation dépasse non seulement nos attentes, mais cadre bien avec notre objectif de vous offrir des rendements supérieurs à notre barème après déduction de tous les frais.

Notre investissement dans Wells Fargo apparaîtra comme l'un de nos mauvais coups pour l'année 2020. Nous avons réalisé une perte en devises américaines de 40 % en incluant le dividende. La capacité bénéficiaire de l'entreprise s'est érodée plus qu'on ne le croyait possible lorsque nous avons acheté le titre en septembre 2019. Tout comme lorsque nous avons vendu le titre en avril 2020, le plafond imposé aux actifs de la banque par les autorités américaines freine toujours sa croissance. Initialement, nous pensions que la limite à la taille de ses actifs serait éliminée en 2020.

Ceci a empêché Wells Fargo de consentir davantage de prêts alors que la demande augmentait de façon marquée durant la pandémie, laissant libre cours aux autres banques de gagner des parts de marché et de nouer des relations avec les emprunteurs. Wells Fargo n'a donc pas pu compenser le désavantage de la baisse des taux d'intérêt par une croissance du volume de prêts. Paradoxalement, le public a reproché au géant bancaire sa timidité à prêter durant la crise, alors que ce sont les régulateurs eux-mêmes qui l'en empêchaient! Compte tenu des enjeux vécus par Wells Fargo et de l'évaluation fort intéressante du secteur, nous avons choisi de prendre une perte fiscale et d'investir les dollars ainsi amassés dans une autre banque ayant fortement chuté, mais dont la qualité est supérieure à celle de Wells Fargo: société X (mention du titre réservée aux clients).

Notre investissement dans Groupe d'alimentation MTY a aussi miné notre rendement en cours d'année, bien que les choses se soient replacées depuis. Comme le franchiseur

de restaurants représentait 10 % du portefeuille d'actions au début de la pandémie, la baisse du titre d'un sommet de 60,50 \$ au début de février à un creux de 17,50 \$ à la fin mars nous a donné des maux de tête. Il faut dire qu'à un moment donné, il devenait difficile d'anticiper certains développements. D'abord, le nombre de franchisés que MTY allait ultimement perdre lors de la crise et ensuite l'ampleur des dépenses qui allaient être compressées par les dirigeants. Les franchisés se sont avérés plus résilients que prévu à ce jour et l'équipe de direction ne cesse de nous impressionner par sa faculté à contrôler les coûts. Nous pouvons admettre que les résultats dégagés par MTY dans le contexte nous ont agréablement surpris. Papa Murphy's et Cold Stone, les deux plus importantes chaînes détenues par le groupe et qui représentent près de 50 % des ventes, ont profité de la crise plus qu'elles n'en ont souffert. Heureux hasard aux suites de la pandémie: plus personne ne semble remettre en question la pertinence de l'acquisition majeure de Papa Murphy's en 2019.

**Les franchisés se sont avérés plus résilients que prévu à ce jour et l'équipe de direction ne cesse de nous impressionner par sa faculté à contrôler les coûts. Nous pouvons admettre que les résultats dégagés par MTY dans le contexte nous ont agréablement surpris.**

MTY ne représente pas en soi une erreur d'investissement, mais le fait de détenir une participation aussi importante que 10 % dans l'entreprise alors que plusieurs enseignes du groupe sont parvenues à maturité nous semble aujourd'hui moins approprié. La participation actuelle dans le titre reflète mieux cette réalité. Si c'était à refaire, le poids accordé au titre initialement serait plus faible.

Notre participation dans Thérapeutique Knight a également nuí à la performance du portefeuille, le titre ayant reculé de



29% au cours de l'année. Comme vous le verrez en annexe dans la revue de titres détenus, plusieurs éléments hors du contrôle des dirigeants sont en cause, dont la dépréciation des devises latino-américaines. Si le rendement généré par le titre à ce jour nous déçoit, son évaluation nous apparaît fort attrayante. Qui plus est, les éléments externes ne mineront pas l'entreprise éternellement.

Au chapitre des bons coups, Microsoft apparaît de plus en plus comme un coup de circuit. Depuis notre investissement initial, il y a près de deux ans, le titre a plus que doublé et la croissance du bénéfice par action a surpassé nos attentes. En 2019, la transformation chez Microsoft était déjà bien entamée par son PDG Satya Nadella, arrivé en poste en 2014. Ses décisions stratégiques ont été les suivantes :

- Mettre l'accent sur les technologies infonuagiques
- Migrer vers un modèle de souscription;
- Rendre les produits de Microsoft compatibles avec les systèmes d'Apple et de Linux;
- Réduire l'importance stratégique de Windows;
- Placer l'intérêt du client avant l'intérêt du système d'exploitation;
- Faire pivoter la culture de concurrence entre les employés vers une de coopération, d'innovation et d'écoute des besoins du client.

**Microsoft apparaît de plus en plus comme un coup de circuit. Depuis notre investissement initial, il y a près de deux ans, le titre a plus que doublé et la croissance du bénéfice par action a surpassé nos attentes.**

Malgré ces changements, le marché ne semblait pas reconnaître pleinement le potentiel de Microsoft. Depuis ce temps, la croissance de la division d'infonuagique Azure a surpris et la migration vers Office365 s'effectue sans trop d'embûches, ce qui offre une agréable expansion des marges bénéficiaires.

Un coup d'œil à nos lettres annuelles précédentes montre que jamais nous ne sommes revenus sur le cas de Constellation Software depuis 2014 comme l'un de nos bons coups. Or, depuis notre achat initial en juin 2012 à 91 \$ CA, le titre a offert un rendement total de 1741% et ce, sans même tenir compte des dividendes reçus. Tel un arbre fruitier, Constellation Software est une entreprise qui ne cesse de produire année après année. Sur une période de détention d'environ 8 ans et demi, le rendement annualisé a été supérieur à 41%! Ce rendement est exceptionnel, mais encore faut-il avoir la clairvoyance de conserver nos actions durant tout ce temps pour obtenir un tel rendement. Combien de fois, en huit ans et demi, aurions-nous pu liquider la participation sous le prétexte qu'elle était un peu chère à notre goût? Cet investissement nous a enseigné une leçon importante : plus une entreprise nous apparaît extraordinaire, plus il faut se montrer tolérant à l'égard d'une généreuse évaluation.

On nous a parfois posé des questions sur l'éventuelle succession de Mark Leonard à titre de PDG de Constellation Software, laissant entendre que son départ serait négatif pour notre investissement. Au début de 2020, moment où il était encore possible de réaliser des rencontres en personne, nous avons eu l'occasion de nous entretenir avec Bernard Anzarouth, le responsable aux investissements du conglomerat. Nous sommes sortis de cette rencontre avec la conviction que M. Anzarouth serait tout à fait apte à diriger le conglomerat dès demain matin. En fait, nous pensons que celui-ci serait un meilleur PDG que la majorité des dirigeants de sociétés inscrites à la Bourse de Toronto. La culture d'investissements rationnels et la notion de rendement du capital investi sont solidement ancrées à tous les niveaux de l'organisation. Pas seulement dans le haut de l'échelle. M. Anzarouth tenait d'ailleurs à faire participer à la rencontre deux jeunes employés, afin qu'ils entendent nos questions et puissent y répondre au meilleur de leurs connaissances. Il y a de nombreux parallèles entre la façon dont les dirigeants du conglomerat pensent et la stratégie d'investissement que nous appliquons chez Medici. À une différence près : ils combinent cette approche aux connaissances de pointe qu'ils ont acquises dans le domaine du logiciel vertical.

VERSION ABRÉGÉE POUR LE GRAND PUBLIC

info@gpsmedici.ca  
www.gpsmedici.ca

## Commentaires sur le portefeuille de titres à revenus fixes

Pour l'année, la performance du portefeuille de titres à revenus fixes a été largement inférieure au barème comparable. Nous estimons que l'écart avec le barème est négatif d'environ 6,4% sur la partie de vos avoirs qui sont investis dans cette catégorie d'actifs.

Cette performance décevante s'explique en partie par le fait que nous détenons des actions privilégiées à taux flottant, qui ont accusé en 2020 un recul moyen de 4,5%, dividendes inclus. Celles-ci sont corrélées avec le taux d'intérêt préférentiel canadien, qui a baissé subitement dans les premiers mois de la pandémie. Vous détenez également très peu d'obligations à longue échéance en portefeuille. Ces obligations tendent à s'apprécier lors de baisses de taux. En détenir peu nous a pénalisé lors des baisses successives du taux directeur en première moitié d'année.

Nous pensions avant la pandémie qu'il était peu probable que les taux d'intérêt baissent à nouveau, considérant qu'ils se trouvaient déjà à des niveaux excessivement faibles. Nous souhaitons donc que vos avoirs soient bien positionnés advenant une hausse des taux d'intérêt, mais c'est plutôt l'inverse qui s'est produit. C'est ce qui explique la meilleure performance du barème comparable, lequel a progressé de 8,6% sur l'année. Les prix des obligations composant le barème ont augmenté de manière si importante que le rendement espéré à long terme de ce barème s'établit aujourd'hui à 1,1% par année. Malgré les difficultés que les actions privilégiées flottantes ont connues au cours de la dernière année, elles offrent un rendement espéré d'un peu plus de 4%. C'est l'une des raisons pour lesquelles le portefeuille de revenus fixes présente un rendement espéré à long terme supérieur au barème.

Nous sommes insatisfaits de la volatilité observée au sein du portefeuille de revenus fixes en 2020. Cette partie de vos avoirs se doit d'offrir une plus grande stabilité, question de suffire à vos décaissements et de maximiser vos nuits de sommeil. Avec une telle catégorie d'actifs, la poursuite du

rendement se doit d'être adéquatement équilibrée avec les besoins de réduction de la volatilité du portefeuille dans son ensemble.

Pour améliorer la situation, nous étudions davantage le crédit d'émetteurs d'obligations de haute qualité dotées d'échéances plus longues. À titre d'exemple, vous remarquerez l'ajout des obligations de Telus et d'Hydro One dans vos comptes. En combinant ce genre d'obligations avec nos autres titres de revenus fixes, nous prévoyons atteindre un objectif double : offrir un portefeuille de titres à revenus fixes plus stable tout en surpassant le barème comparable à long terme.

L'extrême faiblesse des taux d'intérêt rend la vie bien difficile aux rentiers et à leurs gestionnaires. Pour illustrer ce propos, une obligation gouvernementale canadienne échéant dans dix ans offrira un rendement d'environ 0,7% par année, ce qui est pratiquement nul, voire négatif, si on considère les frais de gestion, l'impôt et l'inflation. Pour mettre les choses en perspectives, il était possible au début des années 2000 d'obtenir des rendements annuels de 5% à 6% avec ces mêmes titres. Plus que jamais, il est aujourd'hui critique de détenir la juste pondération en titres à revenus fixes. En détenir trop minera le rendement du portefeuille global, alors qu'en posséder insuffisamment peut faire perdre la quiétude. Notre équipe met tout en œuvre pour identifier la pondération optimale propre à la situation de chacun de nos clients.

**Plus que jamais, il est aujourd'hui critique de détenir la juste pondération en titres à revenus fixes. En détenir trop minera le rendement du portefeuille global, alors qu'en posséder insuffisamment peut faire perdre la quiétude. Notre équipe met tout en œuvre pour identifier la pondération optimale propre à la situation de chacun de nos clients.**



## Développements chez Medici

Medici a eu le plaisir d'accueillir Amélie Babcock à titre de coordonnatrice administrative vers la fin de l'été. Comme sa collègue Christine Morin, elle est responsable de répondre efficacement aux demandes administratives de tous genres concernant la gestion de votre portefeuille.

Amélie occupait des fonctions similaires dans un cabinet de services financiers auprès d'une clientèle privée. Son dynamisme, son intérêt pour l'investissement, son expérience et ses valeurs épousent clairement le sens du service exemplaire que nous désirons offrir à nos clients. Nous sommes heureux qu'elle ait choisi de rejoindre notre équipe. Vous aurez l'occasion de la connaître davantage lors de vos prochains contacts avec nous.

**Vous, clients, êtes la raison d'être de Medici. Toujours en quête d'améliorer nos services, nos interactions avec vous et nos communications, l'équipe de Medici prépare un sondage de satisfaction qui vous sera expédié par courriel au cours du mois de mars prochain. Nous vous invitons à participer à ce sondage afin de nous aider à mieux connaître vos attentes... et à les dépasser.**

## Invitation à participer à notre sondage satisfaction

Vous, clients, êtes la raison d'être de Medici. Toujours en quête d'améliorer nos services, nos interactions avec vous et nos communications, l'équipe de Medici prépare un sondage de satisfaction qui vous sera expédié par courriel au cours du mois de mars prochain. Nous vous invitons à participer à ce sondage afin de nous aider à mieux connaître vos attentes... et à les dépasser.

## Courriels importants envoyés au début 2021

Un courriel sera envoyé d'ici la fin janvier vous invitant à consulter votre rapport de rendement et de frais couvrant l'année 2020. 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 2020 sur notre plateforme en ligne en accédant à la section « client » de notre site Internet.

Ceux qui détiennent les parts du Fonds privé Medici recevront les états financiers annuels vérifiés d'ici à la fin du mois de mars 2021.

Nous ferons également parvenir dans les prochaines semaines un courriel détaillé pour vous assister avec vos cotisations REER, CELI, REEE et REEI.

VERSION ABRÉGÉE POUR LE GRAND PUBLIC

info@gpsmedici.ca  
www.gpsmedici.ca

\*\*\*\*\*

L'année 2020 est (enfin) terminée. Si la pandémie a été éprouvante pour plusieurs sur le plan personnel et que les mesures de confinement se poursuivent au Québec, nous pouvons à tout le moins nous réjouir du fait que les effets de la crise sur votre portefeuille ont été limités. Au nom de toute l'équipe de Medici, nous vous souhaitons une année 2021 remplie de santé, de bonheur et de riches relations sociales dans un monde où la pandémie sera rapidement derrière nous.

Merci de nous accorder votre confiance année après année.

Sincères salutations,

Votre comité d'investissement



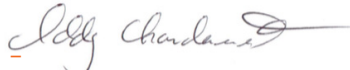
— **Carl SIMARD**, B.SC.Act., MBA, CFA  
Président – Gestionnaire de portefeuille  
carl.simard@gpsmedici.ca



— **Karine TURCOTTE**, B.A.A., D.Fisc., CFA, ASC  
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

**Mises en garde :**

Les commentaires, analyses et opinions formulés dans ce document ne représentent en aucun cas des recommandations transactionnelles 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 communiquées dans ce document. Ce document est destiné aux clients de Medici. Toute reproduction, même partielle, 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.

<sup>1</sup>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 moyens de 1,2% incluant les taxes de vente sont inclus dans le calcul des rendements. Les rendements affichés sont exprimés en dollars canadiens. 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 25 entreprises sélectionnées, conformément à la stratégie d'investissement présentée dans nos feuillets d'information. 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). Depuis 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. Medici collecte les données fournies par BlackRock sur son site Internet et juge les données fournies comme étant fiables au moment où elles ont été collectées.

**[ANNEXE 1]**  
**LES PRINCIPES DE MEDICI ET LES FACTEURS D'ADHÉSION****Les 3 principes de base de Medici**

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 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 avant d'acheter 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 5 facteurs d'adhésion à Medici**

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.

VERSION ABRÉGÉE POUR LE GRAND PUBLIC

info@gpsmedici.ca  
www.gpsmedici.ca**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 et 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.

**[ANNEXE 2]****REVUE DES TITRES (LA REVUE COMPLÈTE EST RÉSERVÉE À NOS CLIENTS)**

## Groupe d'alimentation MTY

**Conglomérat de près de 80 enseignes de restaurants sous un modèle de franchises. Le groupe compte plus de 7000 franchisés et détient entre autres les marques Papa Murphy's, Sushi Shop, Thai Express, Valentine, Scores, Bâton Rouge et Cold Stone.**

Au plus récent trimestre, les ventes du réseau de franchisés de MTY ont été de 18% inférieures à celles affichées lors de la même période de 2019. Malgré cette baisse de revenus pour les franchisés, les bénéfices de MTY ont diminué de seulement 6%, grâce notamment à l'excellent contrôle des coûts exercé par le franchiseur.

Nous estimons que la valeur intrinsèque de MTY a diminué de 36% au cours de l'année alors que le cours boursier a augmenté de 4%. La baisse de notre estimation s'explique principalement par des bénéfices sous forte pression à court terme. Si la perte de franchisés continue de nous surprendre favorablement et que les consommateurs retournent dans les salles à manger, notre estimation de valeur intrinsèque pourrait être révisée fortement en hausse. L'entreprise nous apparaît actuellement bien évaluée.

Nous estimons qu'environ le quart des franchisés subissent présentement une perte de revenus importante. L'achalandage plus faible dans les tours de bureaux et les carrefours alimentaires de certains centres commerciaux pèse sur les résultats. Les programmes d'aide gouvernementaux, le soutien de MTY et la persévérance des franchisés –des gens qui ont mis toute leur épargne dans un projet de restaurant– sont autant de facteurs qui aideront ces derniers à passer au travers de cette période difficile. Croyez-le ou non, mais depuis le début de 2020, le taux de perte de franchisés est légèrement sous la moyenne annuelle historique.

À l'inverse, les deux plus importantes enseignes de MTY, qui représentent environ la moitié des revenus de l'entreprise, se portent mieux que l'an passé. Papa Murphy's, qui vend de la pizza fraîchement préparée et prête à cuire à la maison, est le concept par excellence pour une pandémie. Cold Stone, qui vend de la crème glacée, plaît aux familles qui cherchent une sortie à l'extérieur durant une journée de confinement.

**MTY utilise présentement ses bénéfices pour réduire sa dette. Un retour à la normale lui permettrait de poursuivre à nouveau des acquisitions d'envergure, ce qui aurait des effets fort bénéfiques sur son cours boursier.**

MTY utilise présentement ses bénéfices pour réduire sa dette. Un retour à la normale lui permettrait de poursuivre à nouveau des acquisitions d'envergure, ce qui aurait des effets fort bénéfiques sur son cours boursier.

## Constellation Software

**Conglomérat de logiciels offerts aux entreprises et aux agences gouvernementales de partout dans le monde par le biais d'un abonnement annuel ou mensuel. Son offre jugée essentielle de plus de 200 logiciels est spécialisée dans des marchés nichés.**

Constellation n'a eu aucun problème à conclure des acquisitions durant la pandémie. Le capital déployé en 2020 est similaire à celui de l'an dernier, soit près de 400 millions \$US à la fin octobre. D'ailleurs, à l'assemblée annuelle, les dirigeants ont laissé entendre qu'il est plus facile de communiquer avec de potentiels propriétaires de sociétés de logiciels vu leur incapacité d'être sur la route. Si les acquisitions vont bon train, la croissance interne a tout de même faibli d'environ 2%, car les ventes de nouvelles licences et les implantations de systèmes ont été mises sur pause durant la pandémie.

Pour les trois premiers trimestres de 2020, les revenus récurrents et les flux de trésorerie libres ont respectivement progressé de 17% et de 31%. Notre estimation de la valeur intrinsèque de l'entreprise a suivi la même tendance, ayant augmenté de 18%. Le cours boursier affiche une hausse de 31% pour l'année.

Le PDG de Constellation, Mark Leonard, croit maintenant que l'entreprise deviendra moins cohésive et que le sentiment d'appartenance s'érodera lorsqu'elle comptera 50 000 employés. Elle en regroupe actuellement 22 000. Procéder à des essaimage tel que celui de Topicus prévu dans les prochaines semaines permettrait le développement d'une identité et d'une culture propres à certains groupes, en plus d'offrir des incitatifs financiers mieux alignés avec leurs opérations respectives.

**Procéder à des essaimage tel que celui de Topicus prévu dans les prochaines semaines permettrait le développement d'une identité et d'une culture propres à certains groupes, en plus d'offrir des incitatifs financiers mieux alignés avec leurs opérations respectives.**