

## Analyse de titres : lumières sur ce crucial travail de l'ombre

Chère cliente, cher client,

L'arrivée d'un nouveau titre en portefeuille suscite votre curiosité et parfois certaines interrogations lorsque vous connaissez peu ou pas une entreprise qui s'ajoute à vos placements. Certains clients nous demandent pourquoi il n'y a pas plus de transactions au sein du portefeuille. Si l'achat ou la vente d'un titre retient souvent le plus d'attention, il faut savoir qu'une décision menant à une transaction représente l'aboutissement d'un travail de très longue haleine qui peut s'étirer sur plusieurs mois, voire quelques années. Comme cette mission essentielle se déroule dans l'ombre et que vous n'en voyez que la pointe de l'iceberg, il nous apparaît pertinent de mieux vous la faire découvrir.

**« Si l'achat ou la vente d'un titre retient souvent le plus d'attention, il faut savoir qu'une décision menant à une transaction représente l'aboutissement d'un travail de très longue haleine qui peut s'étirer sur plusieurs mois, voire quelques années. »**

Dénicher les meilleures idées de placement est une mission névralgique chez Medici. Après tout, c'est grâce à la sélection rigoureuse de la crème parmi les milliers d'entreprises inscrites en Bourse que nous aspirons à continuer de surpasser le rendement du marché à long terme.

Chaque occasion de placement est présentée à notre comité d'investissement sous forme de rapport de recherche préparé avec minutie. Une analyse initiale peut s'étaler sur autant que 40 pages!

Or, avant la publication de tout rapport de recherche, un important défrichage doit être fait en amont pour séparer l'ivraie du bon grain. Nous consacrons de nombreuses heures à regarder brièvement des dizaines d'entreprises avant de décider lesquelles méritent qu'on s'y attarde plus sérieusement.

La quête des meilleures occasions de placement consiste dans un premier temps à écarter une panoplie de candidates potentielles pour diverses raisons. Aussi curieux que cela puisse paraître, notre travail d'analyse consiste à dire plus souvent non que oui.

Dans la majorité des cas, nous éliminons des sociétés sans hésitation. D'entrée de jeu, nous mettons de côté les entreprises déficitaires, surendettées et dont le modèle d'affaires est trop complexe. Les entreprises parvenues à maturité et au potentiel de croissance limité sont aussi rapidement rejetées. Par exemple, IBM est disqualifiée parce qu'elle n'a pas réussi à s'adapter au virage infonuagique. Certains détaillants bien connus, comme Canadian Tire et Loblaws, ne sont pas retenues en raison de la croissance limitée du marché mature auquel ils s'adressent. La croissance d'une entreprise revêt une grande importance, car l'évolution à long terme du cours d'un titre est étroitement corrélée avec la progression du bénéfice par action.

**« La croissance d'une entreprise revêt une grande importance, car l'évolution à long terme du cours d'un titre est étroitement corrélée avec la progression du bénéfice par action. »**

VERSION ABRÉGÉE POUR LE GRAND PUBLIC

info@gpsmedici.ca  
www.gpsmedici.ca

Une gouvernance déficiente représente une autre bonne raison de mettre une croix sur une entreprise. À première vue, Perimeter Solutions, un fournisseur de produits chimiques utilisés pour combattre les feux de forêt, répondait à certains de nos critères de sélection étant donné qu'il évolue dans un quasi-monopole aux États-Unis et qu'il compte de grands noms du monde des affaires parmi ses administrateurs (Nick Howley est PDG du réputé groupe Transdigm, Will Thorndike est auteur du célèbre livre *The Outsiders* et Tracy Britt Cool est une ex-protégée de Warren Buffett). Là où le bât blesse, c'est que l'entreprise octroie une rémunération démesurée à ses administrateurs. Ceux-ci reçoivent une rémunération de base équivalant à 1,5% de la valeur de l'entreprise, à laquelle s'ajoute une prime globale représentant 18% de l'appréciation de son titre en Bourse.

Il est essentiel d'écarter rapidement les entreprises ne répondant pas à l'ensemble de nos critères afin de minimiser le temps qui leur est consacré et de concentrer nos efforts sur les entreprises que nous jugeons exceptionnelles. Cela implique de rejeter un grand nombre d'entreprises. Par exemple, bien qu'elle soit reconnue comme une des belles réussites du Québec inc., Cascades ne se hisse pas parmi les candidates potentielles parce que le rendement de son capital est inadéquat relativement à nos barèmes. Winpak, une autre entreprise active dans le secteur de l'emballage, a pour sa part fait l'objet d'une analyse approfondie il y a cinq ans. Son rendement du capital, qui s'avère plus de deux fois supérieur à celui de Cascades, avait initialement suscité notre attention. Winpak a néanmoins été écartée parce que ses dirigeants laissaient dormir d'abondantes liquidités au bilan. Faute de répartir efficacement son capital dans des acquisitions d'entreprises ou de le redistribuer sous forme de dividendes aux actionnaires, Winpak ne présentait pas tous les attributs recherchés chez les entreprises qui réussissent à surpasser le marché à long terme.

Il s'avère parfois plus ardu d'écarter une candidate potentielle de prime abord. Dans de tels cas, nous creusons plus loin afin de déterminer si elle mérite une

analyse approfondie. C'est le cas de Five Below, une chaîne américaine de magasins qui cible les préadolescents et les adolescents en leur proposant une vaste gamme d'articles à moins de 5 \$ comme des jouets, des accessoires électroniques, des friandises, des articles de sport et de la décoration pour la chambre à coucher.

« Il est essentiel d'écarter rapidement les entreprises ne répondant pas à l'ensemble de nos critères afin de minimiser le temps qui leur est consacré et de concentrer nos efforts sur les entreprises que nous jugeons exceptionnelles. »

Ses commerces sont très rentables, le rendement du capital investi s'élevant à plus de 25%. Ses dirigeants ont aussi démontré leur capacité à anticiper les nouvelles tendances et à ajuster rapidement l'assortiment de produits en magasin. À ces atouts s'ajoute une expérience de magasinage fort agréable pour les ados : musique, présentation alléchante des produits et parcours de type chasse au trésor visent à séduire sa jeune clientèle. Pourquoi, donc, avoir écarté cette candidate potentielle démontrant à une première vue une rentabilité remarquable?

**Le rendement du capital investi constitue un baromètre clé de la faculté des dirigeants d'une entreprise à dégager des bénéfices avec le capital que leur confient actionnaires et créanciers. Une entreprise qui dégage un rendement du capital investi élevé de manière continue est bien placée pour créer de la valeur à long terme en Bourse.**

VERSION ABRÉGÉE POUR LE GRAND PUBLIC

info@gpsmedici.ca  
www.gpsmedici.ca

Parce que nous n'avons pas été mesure d'identifier des avantages concurrentiels qui perdureront. La chaîne, qui compte déjà plus de 1200 magasins, vise à en exploiter 3500 en 2030. Nous craignons cependant que le marché auquel elle s'adresse parvienne à maturité plus rapidement que ne le prévoit la direction. Non seulement sa clientèle cible représente seulement 15 % à 20 % de la population américaine, mais il nous apparaît également difficile de prévoir si les adolescents des générations suivantes accorderont autant d'intérêt à la chaîne. Il faut admettre que les adolescents ne sont pas les clients les plus fidèles et sont plus influencés par des modes éphémères que ne peuvent l'être les adultes. Enfin, rien n'empêche une importante chaîne d'imiter le concept de Five Below et de rapidement ouvrir des commerces similaires. Le géant Dollar General a d'ailleurs lancé une chaîne qui partage certaines caractéristiques des établissements de Five Below. Baptisé Popshelf, ce réseau de magasins vise les adultes en proposant des articles à 5 \$ ou moins. La direction de Dollar General souhaite exploiter 1000 commerces de ce genre en 2025 et autant que 3000 à plus long terme. Le créneau de Five Below risque donc d'être nettement plus encombré dans quelques années.

Autre entreprise que nous avons écartée? La pionnière du paiement électronique Paypal Holdings parce qu'elle n'est plus aussi bien protégée de la concurrence qu'elle l'était dans les années 2000. L'entreprise exploite une plateforme technologique qui permet aux consommateurs de régler leurs achats en ligne et aux commerçants de recevoir l'argent. Sa force principale est la taille du réseau qu'elle a bâti depuis 20 ans.

Comme elle compte plus de 400 millions d'utilisateurs actifs, les commerçants en ligne ont tout intérêt à offrir sa solution. Plus Paypal est proposée comme méthode de paiement, plus elle devient conviviale et utile pour le consommateur, et plus l'utilisation de sa solution augmente. Paypal bénéficie certes d'un effet réseau, mais elle n'est pas aussi bien protégée de la concurrence que Visa ou Mastercard, par exemple. La concurrence s'est également accentuée au cours des dernières années. Sa rivale Adyen a réussi à lui ravir son client le plus important, Ebay. Elle affronte aussi une rivale

en pleine effervescence, la société d'origine irlandaise Stripe. Évaluée à 74G \$US, l'entreprise qui bâtit une infrastructure de paiements en ligne constitue une opposante sérieuse qui met en péril l'avantage de premier arrivé (first mover) dont a historiquement bénéficié Paypal. C'est sans parler de l'émergence d'autres solutions de paiement qui ont connu une forte croissance ces dernières années, dont Apple Pay et Shop Pay, de Shopify. Amazon vient pour sa part de lancer l'outil « Buy with Prime », une solution de paiement et de logistique qui s'adresse aux petits commerçants.

Pour une évaluation presque similaire à Paypal, nous préférons Visa. Le réseau de la société qui relie les entreprises, les banques et les gouvernements bénéficie de toutes ces nouvelles solutions de paiement. Qui plus est, les cartes de crédit demeurent indispensables, peu importe l'outil de paiement utilisé.

**« Pour une évaluation presque similaire à Paypal, nous préférons Visa. Le réseau de la société qui relie les entreprises, les banques et les gouvernements bénéficie de toutes ces nouvelles solutions de paiement. Qui plus est, les cartes de crédit demeurent indispensables, peu importe l'outil de paiement utilisé. »**

Parfois, nous cessons le suivi d'une entreprise après quelques années, comme cela a été le cas pour la société de divertissement montréalaise Stingray. Nous avons effectué l'analyse initiale de Stingray en 2016. La société dirigée par Éric Boyko programme des chaînes musicales numériques et les commercialise auprès des exploitants de réseaux de télédistribution comme Vidéotron. Nous avons pris la décision d'arrêter de suivre Stingray lorsque nous avons conclu que son modèle d'affaires s'était fragilisé dans un marché en pleine mutation, marqué par le déclin

inéluctable de la télévision par câble. Les chaînes musicales de Stingray sont souvent incluses par défaut dans les forfaits de télédistribution. Or, chaque abonné qui coupe le cordon fait perdre des revenus à Stingray. Autre raison qui nous a incités à cesser le suivi : l'acquisition majeure qu'elle a réalisée dans le créneau de la radio, lequel n'a aucun lien avec les chaînes de télévision linéaires. Au risque de nous répéter, le temps que notre équipe consacre à l'analyse n'est pas infini. Il est donc essentiel de nous concentrer sur des occasions plus solides dès que le doute s'installe.

Bien que nous mettions tout en oeuvre pour parfaire notre démarche de recherche et la rendre la plus efficace possible, il nous arrive de ne pas saisir les occasions d'acheter des entreprises exceptionnelles à un prix raisonnable. Une des erreurs d'omission qui nous sert de leçon est celle de l'encanteur de véhicules endommagés Copart. Nous avons en effet suivi le titre pendant de nombreuses années avant d'acheter une participation initiale en 2020. Or, nous avons payé le titre plus cher bien plus tard que nous aurions pu le faire.

Nous vous avons décrit brièvement les fondations de notre processus de recherche. Comme bien des entreprises analysées ne se tailleront jamais de place au sein du portefeuille, une grande partie de ce travail est en quelque sorte effectuée à votre insu. Il peut arriver certaines périodes où vous verrez peu de transactions dans le portefeuille, ce qui peut vous amener à vous demander si nous demeurons à l'affût pour optimiser votre portefeuille. Rassurez-vous ! Même si vous constatez peu de mouvements à certains moments, nous évaluons en continu une multitude de candidates potentielles dans le but premier de détenir la crème des entreprises qui présentent le meilleur potentiel de vous enrichir à long terme.

## Développements chez Medici

Juste à temps pour la rentrée scolaire, nous avons réalisé une première chez Medici dont nous sommes très fiers : nous avons financé l'achat de 50 sacs d'école et l'équivalent de boîtes à lunch afin d'aider les élèves de la Fondation du Centre jeunesse de la Montérégie. La Fondation vient en aide à 2800 enfants issus de la DPJ qui ont soit été négligés, abandonnés, été victimes de violence physique, sexuelle ou psychologique.

Tout comme nous visons à faire une différence dans la vie de nos clients, cette contribution aspire à améliorer les chances de réussite de jeunes puisqu'un nombre croissant de familles doivent malheureusement composer avec des moyens financiers très limités. Notre don a aidé la Fondation à répondre au nombre record de 795 demandes cette année. Nous avons certes redonné aux suivants, mais nous exprimons une grande reconnaissance d'avoir pris plaisir à organiser cette activité d'équipe. Trouver les sacs d'école aux motifs désirés par les enfants, la bonne taille et en nombre suffisant... voilà un beau défi que les équipes de Medici ont dû relever. une grande reconnaissance d'avoir pris plaisir à organiser cette activité d'équipe. Trouver les sacs d'école aux motifs désirés par les enfants, la bonne taille et en nombre suffisant... voilà un beau défi que les équipes de Medici ont dû relever.

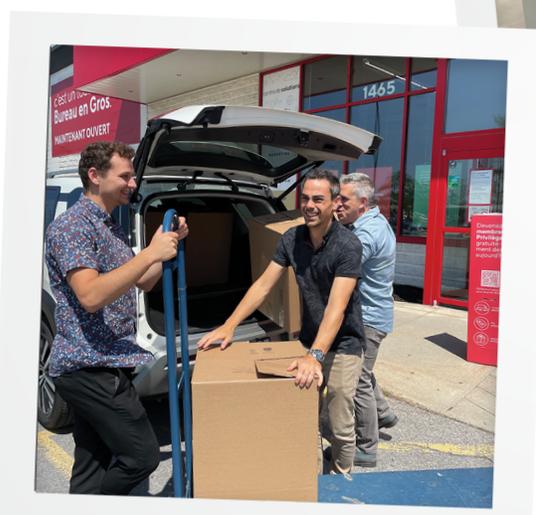
**« Tout comme nous visons à faire une différence dans la vie de nos clients, cette contribution aspire à améliorer les chances de réussite de jeunes puisqu'un nombre croissant de familles doivent malheureusement composer avec des moyens financiers très limités. »**

---

### 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.

« Merci pour le sac à dos avec les papillons et les beaux crayons et aussi la boîte à lunch rose. C'est mon sac préféré. J'aime beaucoup ma nouvelle professeure. »  
Laurie-Anne, 6 ans



VERSION ABRÉGÉE POUR LE GRAND PUBLIC

info@gpsmedici.ca  
www.gpsmedici.ca

À la fin de septembre, nous avons présenté notre troisième webinaire sur la plateforme du Journal *Les Affaires*. Intitulée Bourse : quoi faire en période d'incertitude, cette présentation visait à réunir les meilleurs conseils pour aider les investisseurs à mieux composer avec les turbulences boursières marquantes depuis le début de l'année.

[Cliquez ici](#) pour visionner le Webinaire animé par Pierre-Olivier Langevin, gestionnaire de portefeuille et associé de Medici, et Yannick Clérouin, gestionnaire de portefeuille. Nous vous invitons à partager le lien de ce webinaire avec vos connaissances qui se montrent inquiètes en raison de la volatilité des derniers mois.

Soulignons également qu'Étienne Boulonne, coordonnateur à la négociation de Medici depuis plus d'un an, a récemment réussi le Cours de formation à l'intention des négociateurs. Ce cours enseigne entre autres comment négocier sur les marchés au Canada en suivant les règles et les normes de négociation afin d'assurer la meilleure exécution possible pour les clients dans un contexte bien précis. Comme chaque transaction est différente, suivre des processus de marché efficaces est impératif. L'équipe tient à féliciter Étienne !

Nous vous remercions de la confiance que vous nous accordez. Les secousses survenues sur les marchés ces derniers mois ne sont jamais agréables à vivre, mais il s'agit d'un passage obligé pour obtenir de bons rendements à long terme. L'évolution de la Bourse au cours des cent dernières années l'illustre irréfutablement. Maintenir une perspective de placement à long terme demeure essentiel pour mieux surmonter les épisodes troubles des marchés.

« Nous vous remercions de la confiance que vous nous accordez. Les secousses survenues sur les marchés ces derniers mois ne sont jamais agréables à vivre, mais il s'agit d'un passage obligé pour obtenir de bons rendements à long terme. L'évolution de la Bourse au cours des cent dernières années l'illustre irréfutablement. Maintenir une perspective de placement à long terme demeure essentiel pour mieux surmonter les épisodes troubles des marchés. »

## ANNEXE 1

### REVUE DES PRINCIPALES TRANSACTIONS

Pour la période du 1<sup>er</sup> juillet 2022 au 30 septembre 2022

\*\*\* la version complète des transactions est réservée à nos clients. \*\*\*

## Ajout à Markel Corp

Markel est un conglomérat spécialisé en assurances qui gère activement un portefeuille d'investissements dans le même style que Berkshire Hathaway. Elle continue d'afficher une croissance notable de ses primes d'assurance à un rythme supérieur à 15 %, tout en dégagant une rentabilité supérieure à l'industrie. L'entreprise présente à Montréal devrait bénéficier de la hausse des taux d'intérêt, car elle réinvestit une bonne partie des primes d'assurances dans des titres à revenu fixe. Les investisseurs semblent pénaliser l'entreprise à cause du recul de son portefeuille d'actions inscrites en Bourse. Nous ne voyons pas d'enjeu à ce chapitre, car la performance de son portefeuille d'actions découle de la baisse généralisée des marchés. Son portefeuille s'avère très diversifié et est composé d'entreprises de qualité. La société détient aussi des entreprises à capital fermé dans plusieurs domaines par l'entremise de sa division Markel Ventures. Notons que les bénéfices de cette division ont plus que doublé sur cinq ans. Il se peut que le marché sous-évalue cette division. Markel figure parmi les titres les moins chers de notre univers de suivi.