

## commentaire du gestionnaire du 4<sup>e</sup> trimestre – felix narhi

« *Nous pouvons ignorer la réalité, mais nous ne pouvons pas ignorer les conséquences découlant du fait de l'ignorer.* » - Ayn Rand

Dans cette édition du Commentaire du gestionnaire, nous abordons les thèmes suivants :

- Il suffit d'apprendre à ne pas faire confiance à votre intuition et de vous discipliner à l'ignorer.
- Ce que nous avons fait en décembre dernier lorsque « la marée se retirait » : nos commentaires sur WYNN, SSNC et KKR.
- Les pièges du style valeur à l'ère des perturbateurs et le besoin de s'adapter.

L'année 2018 fut difficile aussi bien pour nous que pour les investisseurs, notamment au quatrième trimestre. La valeur de certains de nos titres en portefeuille a suivi la tendance baissière des marchés après la correction. Pour l'année, l'indice S&P 500 a chuté de 6,2 %, l'indice Dow Jones de 5,6 % et l'indice composé NASDAQ de 3,9 %, marquant le pire rendement annuel enregistré par les trois indices depuis 2008. La plupart des autres indices et catégories d'actif ont également été touchés. Il n'y avait nulle part où se cacher. À moins de détenir des liquidités, le rendement annuel de la plupart des investisseurs a accusé une baisse.

Bien qu'on ait toujours l'impression de traverser une année particulièrement difficile lorsqu'on la vit, sur le plan statistique et selon une perspective à long terme, l'année dernière fut tout à fait normale. Nous avons commencé le [commentaire](#) de fin d'exercice de 2017 avec une citation de Morgan Housel, « *Depuis 1871, le marché a bondi ou chuté de plus de 20 % quarante pour cent du temps. Les périodes de forte prospérité et de baisse marquée sont tout à fait normales* ». La phrase s'est avérée être une prédiction involontaire. Nous espérions ne pas en subir les conséquences, mais ce fut cause perdue. Du moins temporairement. La chute des marchés est inévitable. Lorsqu'elle se produit, les investisseurs feraient bien de donner l'occasion au « Kenny Rogers » en eux de s'exprimer : « *Il faut savoir quand plier et quand faire plier...* » Après tout, vos résultats à long terme en matière de placement seront principalement déterminés par vos actions pendant les périodes de turbulences sur le marché.

Bien que nous nous préoccupions beaucoup du risque de baisse permanente du capital, la chute des cours boursiers ne nous préoccupe pas outre mesure tant que nous estimons que les paramètres fondamentaux demeurent intacts. Les étudiants en histoire des marchés savent que [M. Marché](#) est reconnu pour son comportement maniaco-dépressif, où il décide soudainement de tout liquider à tout prix sans égard au prix qu'il obtient. Cela est tout à fait normal. Malheureusement, ses sautes d'humeur peuvent facilement se propager. En conséquence, il est difficile de résister à ce comportement « moutonnier » et de ne pas suivre la foule. Comme [nous l'avions remarqué](#) au beau milieu de la crise, il est important de garder à l'esprit le vieux dicton, « Et cela, aussi, passera. » En effet, il ne fait aucun doute que cette évidence a encore tenu le coup. Depuis la clôture de l'exercice, M. Marché semble avoir retrouvé la bonne humeur et, dans de nombreux cas, les cours boursiers ont retrouvé leurs niveaux d'avant la correction.

À notre avis, la volatilité engendrée par la peur extrême que nous avons constatée au quatrième trimestre n'avait que très peu à voir avec les paramètres fondamentaux à long terme. Pour nous, l'essentiel était de garder notre sang-froid et de chercher des occasions de placement d'une manière aussi impartiale que possible. Voilà qui est plus facile à dire qu'à faire. Si vous êtes comme la plupart d'entre nous, votre instinct vous dira de vous débarrasser des titres « douloureux » ou du moins de réduire votre exposition à ces titres pour éviter d'autres douleurs. Mais, dans de nombreux cas, votre

réaction instinctive serait incorrecte. Dans son ouvrage classique, *Et si vous en saviez assez pour gagner en Bourse...* (traduction de : *One Up on Wall Street*), le célèbre investisseur Peter Lynch offre ce conseil, « *L'astuce consiste à apprendre à ne pas faire confiance à votre intuition et de vous discipliner à l'ignorer. Défendez vos convictions, et vos actions, aussi longtemps que les paramètres fondamentaux de l'entreprise demeurent inchangés.* » Le sentiment de nausée que nous ressentions était un signe évident que la « marée se retirait » et qu'il était temps de passer à un autre mode de pensée.

### **Ce que nous avons fait en décembre dernier lorsque « la marée se retirait »**

En décembre dernier, nous avons fait allusion à certaines mesures que nous prenions pour tirer parti des erreurs d'évaluation causées par la peur extrême sur le marché. Selon nous, aucun de ces ajouts ne nécessitait un modèle analytique particulièrement différencié. En effet, la plupart des acteurs bien informés du marché qui avaient étudié ces entreprises auraient eu accès aux renseignements et aux analyses pertinentes qui nous ont menés à agir. Il fallait, cependant, avoir une longueur d'avance sur le plan comportemental et pouvoir « ignorer notre intuition » pour passer une commande d'achat dans une période d'incertitude extrême où les actions affichaient sans cesse des niveaux planchers jamais vus. Nous vous proposons ici des commentaires sur quelques achats notables que nous avons réalisés pendant la période de recul du marché au mois de décembre.

*WYNN - Recycler une bonne idée de placement permettant d'[exploiter l'escompte](#) lorsque son prix est intéressant.*

Nous avons acheté une participation dans Wynn Resorts (NASD : WYNN) qui possède et exploite certains des casinos les plus prestigieux au monde. Il nous arrive souvent de recycler d'anciennes idées et cela fait maintenant deux fois que nous établissons une position dans les titres de WYNN. Nous estimons qu'il s'agit d'une entreprise de grande qualité dont la croissance est néanmoins modeste. Le caractère cyclique de l'industrie du jeu, cependant, est un attribut qui peut parfois faire de cette action une transaction formidable.

Nous avons investi pour la première fois dans cette action à la fin de 2015 lorsque les investisseurs se préoccupaient du fait que les mesures de répression de la corruption en Chine engendreraient une réduction permanente du nombre de visiteurs et des investissements dans sa propriété de Macao. Nous avons estimé que l'action était largement sous-évaluée et qu'elle recelait un fort potentiel de croissance lorsque le cycle se retournait de nouveau sur le moyen terme. Il arrive souvent que l'industrie du jeu traverse des périodes baissières sur plusieurs années, mais le fait de miser sur la maison pendant ces périodes s'est avéré être avantageux, car les reprises peuvent également être importantes. Nous nous sommes dit que « cela, aussi, passerait ». Et nous avons eu raison. Les visiteurs sont revenus, le malaise s'est dissipé et le cours de l'action a monté en flèche. Nous avons ouvert notre position au prix d'environ 60 \$ par action et avons commencé à réduire notre participation au début de l'année 2018 au prix de presque 200 \$ par action, car nous estimions qu'elle s'approchait de sa pleine valorisation. Peu après, les faits qui étaient au cœur de notre thèse d'investissement ont soudainement changé. Nous nous sommes départis de toute notre participation restante lorsque les allégations d'irrégularités concernant Steve Wynn, fondateur de l'entreprise, ont été soulevées. Le risque d'entreprise atteignait des niveaux inacceptables. Ce fut, néanmoins, une transaction formidable. En tout et pour tout, nous avons presque triplé notre placement initial sur une période de deux ans et demi.

Nous avons pourtant continué à suivre l'entreprise. À la suite du scandale, Steve Wynn a été forcé de quitter l'entreprise et il a vendu toute sa participation. Mais le cours de l'action continuait de tomber vu les retombées du scandale telle la surveillance accrue des projets de développement existants de l'entreprise. La grande majorité des membres du conseil d'administration et ses cadres supérieurs de l'entreprise ont également été remplacés. Il s'agit là de mesures qui étaient nécessaires étant donné la gravité des allégations soulevées. Toutes ces incertitudes ainsi que la publicité négative ont continué à exercer des pressions sur l'action. Et parfois, quand il pleut, il tombe des cordes. WYNN tire la plus

grande partie de sa valeur de ses activités à Macao et la guerre commerciale sino-américaine, jumelée au ralentissement qui s'ensuit en Chine, a eu un impact négatif sur la confiance du marché envers ce titre. Le coup final vint au quatrième trimestre, lorsque la valeur de WYNN a encore chuté de concert avec le reste du marché.

Malgré le drame qui se déroulait aux échelons supérieurs de l'entreprise et le caractère cyclique de cette industrie, la réputation de Wynn Resorts comme l'une des principales entreprises de tourisme d'accueil les plus admirées du monde est demeurée intacte. Le cours de l'action ayant chuté de plus de moitié par rapport à son sommet atteint plus tôt, le risque lié au cours boursier avait également baissé considérablement. En outre, nous estimions que le risque d'entreprise était lui aussi beaucoup moins important, vu la refonte de l'équipe de direction et du conseil d'administration de l'entreprise. Nous avons donc décidé d'ouvrir une nouvelle position en décembre. Encore une fois, nous estimions que le cours du marché présupposait un avenir plutôt sombre pour cette entreprise, malgré le fait que les flux de trésorerie disponibles devraient augmenter au cours des prochaines années, au fur et à mesure que les revenus tirés de nouvelles propriétés commencent à rentrer, et que les dépenses en développement commencent à diminuer. Nous demeurons sûrs que cette expérience se terminera bien et que nous pourrions profiter de nouveau de cette idée permettant d'« exploiter l'escompte ».

*SSNC - Acheter les [titres créateurs de rendements composés](#) que vous avez toujours voulu détenir.*

Les périodes de panique sur les marchés ont tendance à faire baisser le prix des actions des entreprises, peu importe qu'elles soient de bonne ou de mauvaise qualité. À notre avis, *si tout se vend au rabais*, pourquoi ne pas tirer parti d'une [« double rémunération »](#) en achetant les meilleures entreprises plutôt que leurs homologues médiocres ? Cela fait longtemps que nous admirons SS&C Technologies (NASDAQ : SSCN) et que nous estimons qu'il s'agit d'un titre créateur de rendements composés de grande qualité. Nous avons finalement réussi à trouver un bon point d'entrée pendant la vague de liquidation du quatrième trimestre.

SS&C est une entreprise œuvrant dans le secteur des services financiers et des logiciels dirigée par William Stone, son fondateur, qui détient 13 % de l'entreprise. L'entreprise offre une gamme complète de processus d'affaires, comme l'administration de fonds et les services d'agent de transfert. En outre, elle offre des technologies de l'information de guichet et d'arrière-guichet pour les gestionnaires d'actifs institutionnels et alternatifs. M. Stone a insufflé à son entreprise une culture entrepreneuriale décentralisée avec un fort accent sur la satisfaction des besoins du client final. Les solutions offertes par l'entreprise sont qualifiées d'essentiels et de critiques et leur mise en œuvre est très exigeante. Bien que ces attributs prolongent le cycle de vente, ils augmentent également la capacité de l'entreprise à demeurer au sein des organisations avec lesquelles elle travaille et son revenu récurrent est très intéressant. Le rendement des actifs corporels donne l'eau à la bouche. Chose importante, nous estimons que l'entreprise dispose d'une bonne perspective de croissance à deux chiffres grâce à la combinaison d'une bonne croissance interne et d'une bonne stratégie en matière de fusions et acquisitions. Autrement dit, il s'agit d'une entreprise formidable, dirigée par un fondateur compétent dont les intérêts sont alignés sur ceux des investisseurs.

*KKR - Acheter des titres créateurs de rendements composés qui sont mal compris pendant les périodes de faiblesse du marché.*

Nous avons également ajouté à notre position dans KKR (NYSE : KKR) au quatrième trimestre. Il s'agit d'une entreprise emblématique du secteur du capital privé et d'un des plus importants gestionnaires alternatifs d'actifs au monde. C'est également la deuxième fois que nous investissons dans cette entreprise. *Cette fois-ci*, cependant, nous estimons que KKR est un titre créateur de rendements composés de haute qualité. L'an dernier, KKR est passée d'une société de personnes cotée en bourse à une société anonyme (« C-Corp ») plus traditionnelle. Nous estimons que cela change complètement la donne, car cela permet à l'entreprise de passer d'un placement permettant d'« exploiter l'escompte » à

un placement « créateur de rendements composés ». À l'avenir, plutôt que de distribuer la majeure partie de ses flux de trésorerie disponibles en versant des dividendes qui sont imposés de manière inefficace, l'excédent de capital sera principalement réinvesti et le versement en dividendes sera réduit. Étant donné que nous estimons que les entreprises sous-jacentes ont la capacité de dégager des rendements composés se situant près de 15 % au cours d'un cycle, il s'agit selon nous d'un choix judicieux qui est également avantageux sur le plan fiscal pour les investisseurs désireux de faire croître leur capital à long terme.

### **Les pièges du style valeur à l'ère des perturbateurs et le besoin de s'adapter.**

*« Comment avez-vous fait faillite ? De deux manières. Graduellement, puis soudainement. » - Ernest Hemingway, Le soleil se lève aussi*

*« Je suis un dinosaure terrifié... je vis dans ce monde douillet de vieilles marques et d'importants volumes. Nous avons acheté des marques qui, selon nous, allaient durer pour toujours et nous avons emprunté beaucoup d'argent à des taux intéressants, puisqu'ils l'étaient... Nous aurions pu tout simplement nous concentrer sur le fait d'être très efficace... Et tout d'un coup, on nous bouscule. » - Jorge Paulo Lemann, co-fondateur de 3G Capital (avril 2018).*

Nous sommes de plus en plus conscients de la façon dont l'âge actuel des « perturbateurs » peut avoir un impact sur la création de valeur et le processus de placement (voir nos commentaires précédents [ici](#) et [ici](#)). Il n'y a pas de doute qu'il n'est pas toujours facile d'être ouvert au changement, de prendre des risques et d'avoir le courage d'utiliser les flux de trésorerie pour financer de nouvelles occasions. Mais il pourrait être encore plus dangereux et peu judicieux de suivre sur la même voie et de maintenir le statu quo. En effet, les secteurs défensifs qui ont historiquement été à l'abri des perturbations ont été durement touchés et plusieurs titres ont fortement chuté vu les équipes de direction qui, l'une après l'autre, sabrent leurs perspectives pour l'avenir. Les stratégies utilisées lorsque l'économie est stationnaire mettent l'accent sur l'efficacité opérationnelle, les leviers financiers et les titres produisant des revenus. Cela a du sens lorsque les taux d'intérêt sont en baisse et que les menaces extérieures sont minimales, mais ce monde n'existe plus. En effet, plusieurs investisseurs découvrent que les « actions défensives » du passé sont actuellement tout aussi efficaces que la tristement célèbre ligne Maginot en France pendant la Seconde Guerre mondiale. Les entreprises qui ont hypothéqué leurs anciennes « fortifications » (*legacy moats*, en anglais) pour verser des dividendes et financer le rachat d'actions tout en ne mettant en œuvre aucune innovation ni aucune activité de commercialisation paient à présent le prix fort. À notre avis, le rythme des changements est susceptible de s'accélérer. Les anciens modèles d'affaires sont en train de disparaître, d'abord lentement, puis soudainement. De l'autre côté de la médaille de la perturbation, de nouveaux modèles d'affaires supplantent les anciens, d'abord lentement, puis soudainement. Il s'agit de thèmes connexes, et les profits passent des entreprises profitant d'anciennes « fortifications » à celles qui ont adopté de nouveaux modèles d'entreprise centrés sur le client et qui font appel à la technologie. Les temps sont incertains pour ceux qui sont incapables de s'adapter, mais ils sont passionnants pour ceux qui réussissent avec succès à bondir en avant.

Nous recherchons des fondateurs et des exploitants d'entreprises qui s'adaptent et qui sont prêts à se réinventer périodiquement. De même, nous nous attendons à nous adapter aussi. Maintenant que les marchés sont un peu plus tranquilles, nous recherchons encore les « aiguilles dans la botte de foin ». À notre avis, cependant, il est de plus en plus évident que les meilleures « aiguilles » ne sont plus cachées dans les mêmes bottes de foin que celles du passé. Lorsqu'on lui a posé la question récemment quant à savoir pourquoi plusieurs gestionnaires du style valeur traditionnel avaient du mal à s'en sortir, Charlie Munger a observé avec humour qu'ils étaient, « *comme un groupe de pêcheurs de morue après que toute la morue a été surexploitée. Ils n'attrapent plus beaucoup de morue, mais ils continuent à pêcher dans les mêmes eaux. C'est ce qui est arrivé à tous ces investisseurs du style valeur. Peut-être qu'ils*

*devraient se rendre là où se trouvent les poissons.* » Quelle idée originale ! Pour augmenter les chances de réussite dans un monde en constante évolution, il faut adopter de nouvelles façons de penser et, chose tout aussi importante, se défaire d'anciens modèles mentaux lorsqu'ils ne servent plus.

Pour toute question ou si vous avez des observations que vous voulez partager, n'hésitez pas à communiquer directement avec moi.

*Felix Narhi*

*Le 19 mars 2019*



[www.penderfund.com](http://www.penderfund.com)



[@penderfund](https://twitter.com/penderfund)



[Gestion de capital PenderFund](#)

**PENDER**

Forward thinking. Finding value.

*Les fonds communs de placement peuvent comporter des commissions de vente, des commissions de suivi, des frais de gestion et des dépenses. Veuillez lire le prospectus simplifié avant d'investir. Les taux de rendement indiqués correspondent à des taux de rendement composés annuels globaux historiques qui tiennent compte des variations de la valeur liquidative et qui sont présentés nets des frais de gestion et d'administration. Ils excluent les frais de souscription, les frais de rachat et les frais facultatifs, de même que tout impôt à payer par tout porteur de titres, lesquels montants viendraient réduire ces rendements. Les fonds communs ne sont pas garantis, leur valeur change fréquemment et leur rendement antérieur ne se répète pas forcément. Cette communication est destinée aux fins de renseignements seulement et ne constitue pas une offre de vente ou d'achat de nos produits ou services. Il ne vise pas à fournir des conseils en matière de placements ni des conseils financiers à l'égard de n'importe quel sujet et n'est fourni qu'à titre indicatif. Tout a été fait pour veiller à l'exactitude de l'information figurant à la présente. Certaines des déclarations faites peuvent contenir des énoncés prospectifs impliquant des risques connus et inconnus, des incertitudes et d'autres facteurs qui pourraient influencer sur les résultats réels, sur les rendements et les réalisations de l'entreprise et sur les résultats enregistrés par le secteur, et les rendre sensiblement différents des résultats, des rendements et des réalisations futures explicites ou implicites exprimées dans ces énoncés prospectifs.*

© Copyright PenderFund Capital Management Ltd. Tous droits réservés. Mars 2018.