

PORTEFEUILLE CIBLÉ D' ACTIONS CANADIENNES : CINQ ANS APRÈS

Septembre 22, 2023

Il n'y a pas si longtemps, nous avons créé le Portefeuille d'actions canadiennes ciblées. Michael Ballard et moi-même venions de créer notre partenariat d'investissement et le développement de ce portefeuille semblait être la prochaine étape logique pour gérer efficacement mon côté de l'entreprise.

Depuis, beaucoup de choses ont changé. Je suis passée d'un tout petit garçon et d'une petite fille à un garçon d'un mètre quatre-vingt-dix pesant près de cent livres et à une petite fille de six ans qui semble aller sur ses treize ans.

Nous avons également vu le monde changer brusquement avec la pandémie de grippe aviaire et la révolution du travail à domicile..

Résultats cumulatifs

Nous avons lancé le premier portefeuille discrétionnaire du Ballard Mudge Financial Group à la mi-2018 et les premiers fonds des clients ont été versés dans notre portefeuille d'actions canadiennes ciblées le 3 août 2018. L'objectif était de nous faciliter la vie. Notre activité a évolué et s'est développée au fil du temps. Il est d'abord devenu difficile d'essayer d'effectuer des transactions individuelles dans de nombreux comptes en même temps. Les transactions en bloc pouvaient faciliter les choses, mais il y avait encore beaucoup de travail en coulisses pour calculer la taille de la position dans le compte de chaque personne. Un modèle de portefeuille séparé est devenu la solution la plus simple pour gérer les positions individuelles en actions.

Nos résultats officiels sont suivis depuis le 1er septembre 2018. Ces chiffres sont reflétés sur la fiche descriptive du portefeuille disponible sur notre site web ou dans ma signature de courriel.

Les résultats officiels sont la somme totale de tous les comptes et les résultats peuvent être influencés positivement ou négativement par plusieurs facteurs externes, y compris les décisions des investisseurs individuels d'ajouter ou de retirer du capital, les décisions de vente de pertes fiscales, les liquidités ajoutées en USD vs CAD, etc. Les résultats officiels sont également fournis par notre société et sont fournis mensuellement au lieu du suivi quotidien que je préfère dans la gestion du compte de référence.

Je préfère suivre la performance du portefeuille en utilisant notre compte de référence à partir de la date à laquelle les premiers fonds externes ont été investis. Cette méthode permet aux investisseurs de visualiser les rendements et les décisions telles qu'elles sont prévues par rapport aux indices de rendement total pertinents.

Cela dit, le rendement brut du compte de référence a été de 10,50 % par an jusqu'au 31 août 2021, dépassant le rendement de l'indice de référence de 1,5 % par an.

Ce résultat est en deçà de notre objectif interne de capitalisation à un taux de 15 % par an.

Un investissement initial de 100 000 \$ le 3 août 2018 vaudrait maintenant 171 700 \$ le 31 août 2023, contre 157 666 \$ pour le rendement total de l'indice de référence au cours de la même période.

Retour de l'année civile

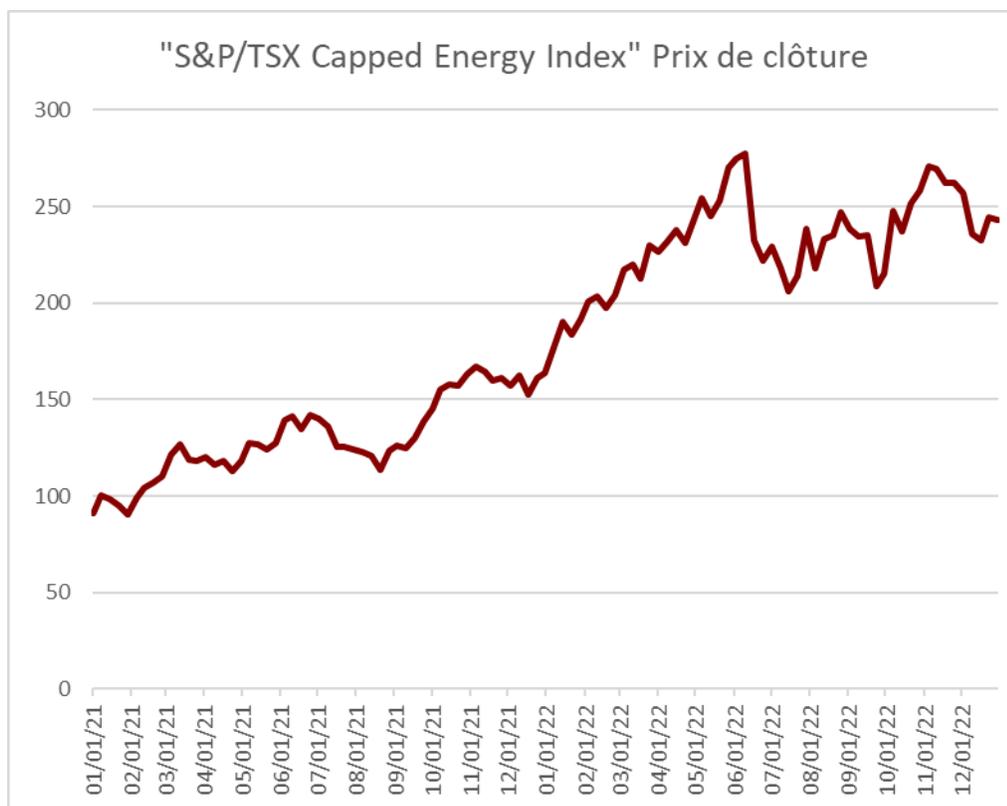
Vous trouverez ci-dessous les rendements par année civile du compte de référence décrit ci-dessus. Ces chiffres varieront par rapport aux chiffres officiels fournis dans les commentaires précédents.

Année	Rendement des actions canadiennes ciblées	Rendement de l'indice de référence ¹	Différence
YTD 2023 (Aug 31)	16.154%	8.99%	7.17%
2022	-13.55%	-7.74%	-5.81%
2021	11.91%	25.90%	-13.99%
2020	20.89%	8.77%	12.12%
2019	29.86%	23.53%	6.34%
2018 (Aug 3rd-)	-5.88%	-9.90%	4.02%

Les rendements cumulés et les rendements annuels des années partielles 2018, 2019, 2020 et de l'année 2023 ont surperformé.

Il y a eu des périodes de sous-performance relative. J'ai déjà mentionné que je n'avais aucune capacité particulière à prédire les flux et reflux des prix des matières premières ou les caprices des puissances étrangères qui contrôlent leurs mouvements.

Une grande partie de la sous-performance en 2021 et 2022 a été causée par l'envolée du secteur de l'énergie. L'indice plafonné S&P/TSX de l'énergie a progressé de 80 % en 2021 et de 48 % en 2022.



¹ 70% S&P TSX TR & 30% S&P 500 TR CAD

Le secteur de l'énergie représente actuellement environ 18 % de l'indice canadien. Une exposition au secteur de l'énergie au poids du marché en 2021 aurait contribué à hauteur d'environ 14,4 % au rendement en 2021 et à hauteur de 8,64 % en 2022.

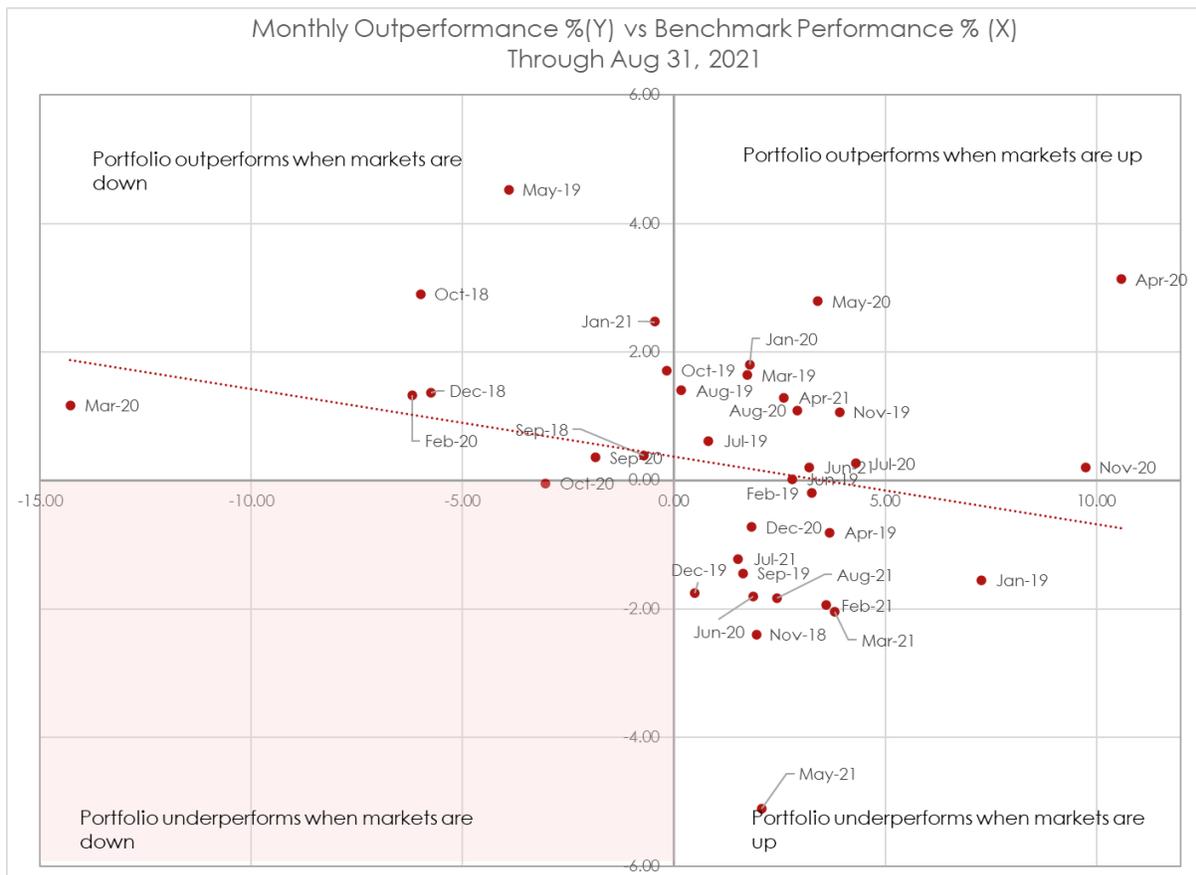
Notre exposition aux prix de l'énergie est très modeste de par sa conception. Elle comprend une société de redevances foncières, PrairieSky Royalty Ltd. De temps à autre, nous avons également détenu quelques sociétés de services énergétiques, notamment Pason Systems Inc.

Nous possédons Alimentation Couche Tard, une chaîne de dépanneurs qui vend de l'essence dans les postes d'essence et qui est en fait cotée dans le secteur de la consommation discrétionnaire. Nous détenons également Parkland Corp, une société de dépanneurs "plus pétroliers" qui possède également un réseau de distribution d'énergie et une raffinerie plus importants.

La sous-pondération du secteur de l'énergie a gravement nui à la performance en 2021 et 2022.

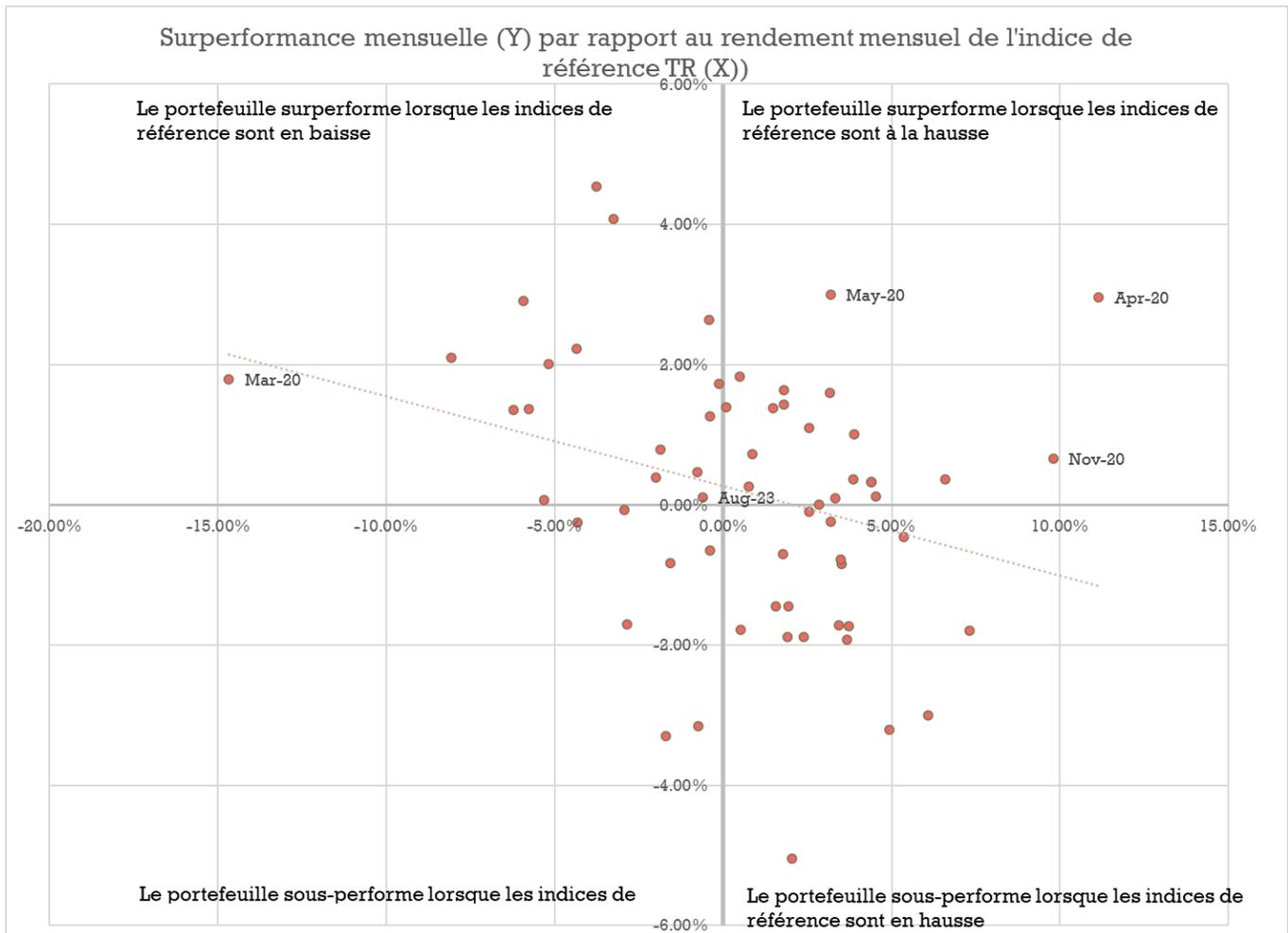
Historiquement, le portefeuille a obtenu ses résultats en surperformant lorsque les marchés étaient faibles et en captant l'essentiel de la hausse lorsque les marchés étaient forts.

Le graphique suivant montre que lorsque les marchés sont faibles (partie gauche du graphique), le portefeuille sous-performe rarement (partie inférieure du graphique). Il n'y a pratiquement aucun point de données dans la partie inférieure gauche du graphique.



Ce premier graphique date du 31 août 2021, le jour du troisième anniversaire du portefeuille, et signifie que nous n'avons jamais sous-performé au cours d'un mois négatif, mais l'impact de la forte reprise du secteur de l'énergie change la donne.

Par la suite, nous avons ajouté plusieurs mois de sous-performance pendant les marchés baissiers, l'énergie ayant été le seul secteur positif pendant la majeure partie de l'année 2022 (coin inférieur gauche).



Quoi qu'il en soit, nous continuons à montrer que nous avons tendance à surperformer pendant les mois négatifs et à sous-performer lorsque les marchés sont en forte hausse.

Notre processus

Nous avons déjà écrit sur notre processus, mais il est bon de rafraîchir les idées fondamentales de ce que nous faisons.

Nous recherchons des entreprises qui disposent d'un avantage concurrentiel durable. Ces entreprises ont moins de concurrence et peuvent facturer des prix plus élevés pour leurs produits ou services et réaliser des bénéfices économiques plus importants. Nous essayons ensuite d'estimer la croissance de leurs actifs nets (croissance BV/S) et le montant qu'elles devraient pouvoir gagner sur la base de ces actifs (ROE futur). Nous estimons également ce que les investisseurs futurs devraient être prêts à payer pour ces bénéfices dans cinq ans.

La nature à long terme de nos estimations nous empêche d'investir dans un grand nombre de sociétés de produits de base. La fluctuation des prix des produits finis rend les estimations des bénéfices à long terme difficiles et peu fiables.

Nous émettons ensuite des hypothèses sur le prix que nous pouvons payer pour l'entreprise afin d'atteindre notre objectif de 15 % de taux de rendement annuel sur les investissements, plus une marge de sécurité.

Nous prenons également en considération des sociétés qui ne répondent pas nécessairement aux critères ci-dessus, mais qui sont extraordinairement bon marché pour une raison ou une autre, si nous sommes convaincus que la décote disparaîtra avec le temps.

Nous avons tendance à conserver les entreprises pendant une longue période et nous essayons de maintenir la rotation du portefeuille à un niveau aussi bas que possible.

Le solde des liquidités du portefeuille varie en fonction du climat économique et des opportunités de déploiement du capital.

Comportement du portefeuille

Au cours des cinq dernières années, nous avons observé que notre style d'investissement a tendance à fonctionner de manière idiosyncrasique dans différentes conditions de marché.

a) **Sociétés d'énergie et de mines** - Comme nous l'avons mentionné plus haut, nous n'avons pas pu profiter de l'essor de ces secteurs. Nous n'avons pas non plus connu les difficultés de ces dernières années, lorsque les marchés finaux des matières premières se sont effondrés. Nos investisseurs ont également tendance à privilégier des investissements plus respectueux de l'ESG dans la mesure du possible. Historiquement, nous avons sous-pondéré les entreprises du secteur des matières premières.

b) **Entreprises technologiques**- Les géants d'hier avaient tendance à être des précurseurs dans un domaine, avec d'énormes capitaux immobilisés dans des biens immobiliers, des installations et des équipements. Ils utilisaient leur avantage de pionnier et leur taille pour battre la concurrence sur les prix et finir par dominer un marché.

Aujourd'hui, les géants de l'industrie n'ont généralement pas investi dans des immobilisations, mais ils ont accumulé des talents d'ingénieurs et investi des millions (milliards ?) dans la propriété intellectuelle, ce qui leur permet de dominer un secteur. Une fois réalisés, ces investissements dans la propriété intellectuelle ont le potentiel d'augmenter les revenus et les bénéfices d'une nouvelle manière non linéaire, ce qui fait des entreprises survivantes de véritables géants économiques.

Nous aurons tendance à surpondérer les entreprises technologiques rentables lorsque la valorisation et la pondération du portefeuille le permettent.

c) **PDG des investisseurs** - Il ne s'agit pas de se lamenter ou de se plaindre, mais l'allocation des capitaux est une tâche difficile. C'est ainsi que nous passons notre temps. Si nous pouvons trouver des propriétaires d'entreprises prospères qui sont habiles à allouer des capitaux et à développer leur propre entreprise, cela nous facilite quelque peu la tâche.

Au fil des ans, nous avons possédé plusieurs entreprises dirigées par de grands spécialistes de l'allocation de capital, comme Constellation Software, Fairfax Financial et, dans une moindre mesure, CI Financial, plus endettée.

Nous continuerons à rechercher des sociétés dont les dirigeants ont une forte capacité à allouer du capital.

d) **Entreprises spécialisées**- Nous aimons trouver des entreprises qui sont très bonnes dans ce qu'elles font et qui ne s'écartent pas de leur créneau. Nous cherchons des niches très rentables et des entreprises qui savent où se trouvent leurs propres limites. Certaines de ces entreprises peuvent être plus petites et échapper au radar des grands investisseurs.

e) **Traînée de trésorerie** - Notre objectif est de trouver des sociétés qui peuvent composer un capital de 15 % par an et de les conserver à long terme. Parfois, nous ne déployons pas la totalité de notre capital. Nous essayons également de trouver un équilibre entre le risque lié à la détention d'actions et les réserves de liquidités lorsque les marchés semblent prêts à chuter à court terme. Des liquidités ont également été accumulées dans le portefeuille lorsque de nouveaux fonds ont été ajoutés au portefeuille et qu'ils n'ont pas encore été entièrement investis.

Ces réserves de liquidités ont permis de préserver le capital au début de la vente de la pandémie en 2020, mais elles peuvent peser sur les performances lors des années positives\

Leçons

Plusieurs leçons ont été tirées au cours des cinq dernières années.

Patience

Au cours des cinq dernières années, il m'est arrivé à plusieurs reprises d'agir alors qu'une plus grande patience aurait été plus bénéfique aux investisseurs. Il y a plusieurs façons de procéder et voici quelques exemples.

Lors de la vente panique de COVID en mars 2020, j'ai acheté activement les 10 et 13 mars, alors qu'attendre de se rapprocher du plus bas du marché le 23 mars aurait ajouté beaucoup plus de valeur pour les investisseurs.

J'ai également acheté des sociétés qui étaient en baisse alors que la bonne décision aurait été d'attendre quelques trimestres pour avoir la validation de la thèse d'investissement dans les états financiers.

J'ai également vendu des sociétés trop tôt lorsque je m'étais senti frustré par un aspect de l'activité et que je n'avais pas attendu que la société change de cap ou de direction.

Ne pas agir avec suffisamment d'audace

Le dimensionnement des positions est un défi permanent. Il se résume toujours à une réflexion du type : "Je pense que x est une bonne valeur, mais quelle devrait être la taille de ma position ? Personne ne pense naturellement en termes de "J'aime ce titre, mais est-ce que je l'aime pour une pondération de 1 %, 3 % ou 5 % ?" Il est beaucoup plus facile d'être binaire. J'aime ou je n'aime pas. Une approche relationnelle nuancée est plus difficile.

La solution de facilité consiste à investir moins que ce que vous pensez être votre taille idéale, au cas où le cours baisserait et où vous pourriez en rajouter à un meilleur prix.

Cela a souvent été une erreur et vous vous retrouvez avec des positions plus petites dans des entreprises gagnantes qui auraient clairement dû être plus importantes.

Savoir quand contourner nos propres règles

Il n'est pas nécessaire d'être un génie pour se rendre compte que le monde en panique après la crise du COVID n'allait pas s'arrêter de bouger indéfiniment et que les prix négatifs du pétrole n'étaient pas viables. Pourtant, cet idiot est resté sur la touche. Ce n'était pas la façon dont je savais qu'il fallait investir. N'importe quelle fléchette lancée à l'aveuglette sur presque n'importe quelle entreprise du secteur de l'énergie au cours d'une période de six mois en 2020 aurait produit des rendements substantiels.

Le pire, c'est que je savais que ces entreprises étaient sous-évaluées, mais que j'ai choisi de ne pas investir. Une partie de moi a été apaisée par l'idée de "s'en tenir aux principes fondamentaux" et l'autre par le fait que le portefeuille serait plus attrayant à travers une lentille ESG.

Année en cours 2023 Mise à jour

La surperformance en 2023 a été principalement due à la résurgence de l'espace technologique après l'année difficile de 2022. Amazon.Com, Real Matters, Alphabet Inc, Apple Inc, Fairfax Financial Holdings Ltd, Microsoft Corp et Constellation Software ont tous progressé de plus de 30 % depuis le début de l'année jusqu'au 31 août.

Parkland Corp, Accenture, Moodys Corp, PrairieSky Royalty Ltd, TJX Co, Alimentation Couche Tard, Mastercard Inc, S&P Global et Boyd Group Services ont également enregistré de solides performances, chacune dépassant notre objectif annuel de 15 %.

L'année 2023 ne s'est pas déroulée dans la joie et la bonne humeur. Nous sommes confrontés aux difficultés des sociétés financières canadiennes (Banque Nationale, Definity et Banque TD), aux changements au sein de Walt Disney Co et à quelques-unes de nos activités de niche, notamment Park Lawn Corp et Richard's Packaging Income Fund.

Nous avons également obtenu de bons résultats dans le cadre d'une opération à court terme. Encore une fois, les transactions à court terme ne sont pas vraiment notre raison d'être. Dans ce cas, nous avons eu de la chance avec notre timing. Nous avons acheté Tucows Inc, qui possède plusieurs secteurs d'activité, notamment des services d'enregistrement de domaines, une plateforme logicielle à valeur ajoutée qui dessert l'industrie des télécommunications et un fournisseur d'accès Internet numérique par fibre optique. Nous étions intéressés parce que nous aimions l'entreprise et que nous pensions que les actions étaient sous-évaluées en raison d'un financement punitif récent (13-17% d'intérêt. Ouf!). Notre premier achat a eu lieu en avril au prix de 27,35 dollars par action. Nous avons réduit notre position à la mi-mai à 40 dollars, puis à la mi-juin à 43,60 dollars par action. Pour ce portefeuille, j'ai vendu la dernière position à 32,32 dollars le 4 août. Je pense que les actions restent probablement sous-évaluées pour les investisseurs à long terme, mais je manque de clarté en ce qui concerne les plans de remboursement anticipé de leur dette onéreuse.

Ce portefeuille a également vendu sa position dans CI Financial. Nous avons commencé à acheter les actions en septembre 2022 et avons effectué plusieurs achats, principalement entre 13,78 \$ et 14,50 \$. Nous avons vendu les actions cet été entre 16,55 et 16,75 dollars. Je pense que les actions sont encore sous-évaluées lorsque l'introduction en bourse de la division américaine sera achevée, mais je me suis inquiété d'une baisse potentielle des valeurs de marché et de l'impact sur les activités de CI, qui sont basées sur les honoraires.

Constellation Software a offert aux investisseurs en actions une occasion unique d'acheter une partie de la dette que la société aimerait lever. Habituellement, de telles opportunités sont réservées aux grands investisseurs institutionnels et aux gestionnaires de fonds de pension. Dans la mesure du possible, j'exécuterai en votre nom vos droits d'achat de la dette à taux variable, puis je déplacerai les nouveaux titres de créance du portefeuille vers un autre de vos comptes. Cela entraînera une légère baisse de la valeur des titres en portefeuille, mais je pense qu'il est dans votre intérêt de participer à la transaction.

Perspectives

Nous avons dit par le passé que nous n'avions pas de boule de cristal et que nous n'accordions pas d'importance aux prévisions. Il nous semble que les acteurs du marché, qui étaient très prudents à l'automne 2022, ont changé de cap et pensent désormais que nous pouvons maîtriser l'inflation sans déclencher de récession.

Nous voyons des risques dans ce discours. Nous nous inquiétons de l'impact d'une inflation qui resterait obstinément élevée et de la nécessité pour les banques centrales de relever les taux plus que prévu. Les actions des banques centrales ont un impact sur l'économie "avec des décalages longs et variables". Une fois que les Canadiens seront contraints de refinancer leurs prêts hypothécaires à partir des taux bas de 2020 sur leur résidence principale (ou secondaire !), nous verrons probablement d'autres signes de difficultés de la part des consommateurs canadiens.

Nous avons augmenté la part des liquidités dans le portefeuille, qui est passée de 4,7 % à 22,5 % à la fin du mois d'août. Nous souhaitons rester prudents tout en recherchant de nouvelles opportunités.

Nous serons là pour tenir la barre.

Sincerely

David Mudge, MBA. Gestionnaire de Portefeuille, Canadian Focused Equity Portfolio

CIBC Wood Gundy

David.Mudge@cibc.ca

Pour en savoir plus, veuillez consulter notre site web à l'adresse www.BallardMudgeFinancialGroup.com ou nous contacter directement à l'adresse David.Mudge@cibc.ca

Ces renseignements, y compris les divers avis, ont été obtenus de sources que nous considérons comme dignes de foi, toutefois nous ne pouvons en garantir l'exactitude et ils peuvent être modifiés. La Banque CIBC et Marchés mondiaux CIBC inc., leurs sociétés affiliées, administrateurs, membres de la haute direction et employés peuvent acheter, vendre ou détenir des titres des sociétés auxquelles il est fait allusion aux présentes, ou de leurs sociétés affiliées ou filiales, et peuvent également leur offrir des services de conseils financiers, de placement ou autres, ou leur consentir des prêts ou autres. Marchés mondiaux CIBC inc. et ses représentants peuvent toucher des commissions sur les ventes ou un écart entre les cours acheteur et vendeur si vous achetez, vendez ou détenez les valeurs mobilières mentionnées ci-dessus. © 2023 Marchés mondiaux CIBC inc.

Tout rapport d'évaluation de portefeuille ou rapport sur les relevés consolidés qui vous est fourni ne constitue pas un registre officiel. Les renseignements contenus dans ce rapport ont pour but de vous aider à gérer votre tenue de registre relative au portefeuille de placement et ne peuvent être garantis comme étant exacts pour les besoins de l'impôt sur le revenu. En cas de disparité entre ce rapport et votre relevé de compte ou feuillet d'impôt, ces derniers devront servir de registre officiel de vos comptes. Veuillez consulter votre conseiller fiscal pour plus de renseignements. Des positions dans le rapport peuvent être détenues auprès d'autres institutions financières ne bénéficiant pas de la protection du Fonds canadien de protection des épargnants (FCPE). Consultez vos relevés officiels pour déterminer les positions admissibles à la protection du FCPE ou celles gardées séparément. Les calculs et projections reposent sur des hypothèses; les résultats réels peuvent différer. Sauf avis contraire, les rendements/taux sont en date de ce rapport. Les totaux des indices de référence dans les relevés de rendement ne comprennent pas les valeurs des dividendes à moins que l'indice de référence soit un indice de rendement total, désigné par l'indication « RT » ou « rendement total ».

David Mudge est gestionnaire de portefeuille chez CIBC Wood Gundy à Montréal. Lui-même et ses clients peuvent détenir des titres mentionnés dans cette chronique. Les opinions de David Mudge ne reflètent pas nécessairement celles de Marchés mondiaux CIBC inc.

Avis de non-responsabilité propre à une entreprise

Alimentation Couche-Tard Inc.	12,2g,7
CCL Industries Inc.	13,2g
Constellation Software Inc.	2g
Fairfax Financial Holdings Limited	12,2a,2c,2e,2g,3a,3c
Granite REIT	2a,2c,2e,2g,7
Banque Nationale du Canada	2a,2c,2e,2g,3a,3c,7
PrairieSky Royalty Ltd.	2g
Park Lawn Corporation Limited	2a,2c,2e,2g,7
Definity Financial Corp	2g
CI Financial Corp	1b, 2a, 2c, 2e, 2g

1b CIBC WM. crée un marché pour les titres de cette société.

2a Cette société est un client pour lequel une société de Marchés mondiaux CIBC a fourni des services bancaires d'investissement au cours des 12 derniers mois.

2c Marchés mondiaux CIBC inc. a géré ou cogéré un appel public à l'épargne pour cette société au cours des 12 derniers mois.

2e Marchés mondiaux CIBC inc. a reçu une rémunération pour des services de banque d'investissement de la part de cette société au cours des 12 derniers mois.

2g Marchés mondiaux CIBC inc. s'attend à recevoir ou a l'intention de demander une rémunération pour des services bancaires d'investissement de la part de cette société au cours des trois prochains mois.

3a Cette société est un client pour lequel une société de Marchés mondiaux CIBC a fourni des services autres que des services bancaires d'investissement et des services liés aux valeurs mobilières au cours des 12 derniers mois.

3c Marchés mondiaux CIBC inc. a reçu de cette société une rémunération pour des services autres que des services bancaires d'investissement et des services liés aux valeurs mobilières au cours des 12 derniers mois.

7 CIBC World Markets Corp. et CIBC World Markets Inc. et leurs sociétés affiliées détiennent, au total, au moins 1 % d'une catégorie de titres de participation émis par cette société.

12 Les titres de participation de cette société sont des actions à droit de vote subalterne.

13 Les titres de participation de cette société sont des actions sans droit de vote.

Le logo CIBC et "CIBC Private Wealth" sont des marques déposées de la CIBC, utilisées sous licence.