

Lettre du 1er trimestre 2017 - publiée le 10 avril 2017

Notre stratégie dans les titres à revenu fixe

Dans cette lettre, vous retrouvez:

- Une présentation de notre stratégie dans les titres à revenu fixe
- Une revue des principales transactions effectuées depuis le début de l'année
- Un défi sans précédent pour l'équipe MEDICI
- Un nouveau membre se joint à MEDICI

Chères clientes, chers clients,

Au fil des ans, nombreux sont ceux qui se sont familiarisés avec notre stratégie d'investissement dans les actions d'entreprises. Si nous croyons qu'une bonne compréhension de notre stratégie améliore la confiance et la quiétude d'esprit, nous avons été moins volubiles sur notre stratégie d'investissement en ce qui concerne la portion en titres à revenu fixe. Puisque plus de la moitié des familles dont nous gérons le portefeuille possèdent des titres à revenu fixe, nous désirons vous rappeler comment MEDICI parvient à y créer de la valeur.

Notre stratégie de revenus fixes

Il y a deux raisons pour lesquelles nous recommandons à certains de nos clients de détenir des titres à revenu fixe.

La première est centrée sur vos besoins. Nous devons nous assurer de ne pas investir en bourse des sommes dont vous aurez besoin à court ou moyen terme. Vous le savez sans doute déjà, la bourse est imprévisible à court terme. Comme indiqué dans notre dernière lettre annuelle, qui aurait su, par exemple, prévoir à l'avance l'élection de Trump et son impact sur les marchés boursiers? Qui aurait su prévoir la chute du baril de pétrole? Nous croyons qu'investir à court terme en bourse les sommes dont vous aurez besoin prochainement est généralement inapproprié. En ce sens, nous avons l'habitude de provisionner jusqu'à cinq années de décaissements pour nos clients. Par exemple, un investisseur qui retire 50,000\$ d'un portefeuille de 1,25M\$ (soit un retrait de 4% par an) devra minimalement contenir 250,000\$ en titres à revenu fixe (soit 5 années

multiplié par 50,000\$ par année). De cette façon, nous évitons de faire une vente de feu dans des moments où les actions sont déprimées.

La seconde raison pour laquelle il nous apparaît justifié d'investir vos économies dans les titres à revenu fixe relève davantage de votre capacité à tolérer la volatilité et les risques de pertes en capitaux.

Puisque nous vous rencontrons à chaque année et que nous prenons le temps de documenter nos discussions, nous connaissons vos objectifs financiers et votre tolérance au risque. En faisant cet exercice, force est d'admettre qu'investir à 100% dans les actions n'est pas approprié pour tout le monde. Par exemple, certaines personnes ont vécu de mauvaises expériences avec leur ancien conseiller et ont vu la valeur de leur patrimoine affectée à un point tel que regagner confiance en un autre conseiller est ardu. Certains sont tout simplement incapables de voir leur portefeuille perdre 30% ou 40% de sa valeur dans une période de crise sans céder à la panique. Ces appréhensions se manifestent de plusieurs façons: présence de questionnements répétés, troubles du sommeil, nécessité de suivre quotidiennement les fluctuations du portefeuille, etc.

À titre de gestionnaire de portefeuille, il en va de notre rôle de questionner, de noter ces indices précurseurs et de vous formuler une recommandation de répartition d'actifs spécifiquement adaptée à votre situation. C'est la raison pour laquelle nos rencontres individuelles et annuelles sont d'une importance capitale. N'ayez craintes, si nous vous bombardons de questions lors de ces rencontres, ce n'est pas par excès de curiosité mais plutôt dans le but de formuler la meilleure recommandation qui soit. C'est la raison pour laquelle il est capital de nous livrer vos appréhensions telles que vous les vivez.

C'est seulement une fois que nous avons compris comment ces deux critères vous affectent que nous sélectionnons les titres à revenu fixe dans votre portefeuille. À cette étape, nous observons quatre critères précis.

Critère #1 : modèle d'affaire soutenable

Par opposition aux actions, nous ne cherchons pas forcément une société dont la performance économique est exemplaire. Nous cherchons une société stable qui peut continuer d'opérer sans trop de problèmes et qui aura la capacité de nous rembourser le capital à l'échéance.

Nous regarderons comment l'entreprise se comporte lors d'une récession. On s'intéressera par exemple à sa structure opérationnelle à savoir si elle a beaucoup de coûts fixes à supporter ou si la majorité de ses dépenses varient selon le volume d'affaires. On se demandera aussi si le produit ou service qu'elle offre traverse bien l'épreuve du temps ou s'il est à risque d'être désuet d'ici quelques années.

Par exemple, il y a deux ans, notre comité d'investissement a rejeté une opportunité dans les obligations de Corus Entertainment. La société produit du contenu télévisuel pour les abonnés au câble grâce à des stations comme Global, Food Network ou National Geographic. C'est le genre d'entreprise qui a beaucoup de coûts fixes dans sa structure et qui peut facilement perdre des abonnés puisque ces derniers ne s'engagent pas à long terme auprès du câblodistributeur. Nous pensions également que l'entreprise court le risque de voir sa clientèle s'effriter dans le contexte où de plus en plus d'auditeurs coupent le câble et se tournent vers l'internet pour consommer du contenu. Sur ce simple critère, l'opportunité fut rejetée.

Critère #2 : bilan de qualité

Nous étudions également de près le bilan financier de chaque société dans laquelle nous investissons. Lors d'une conférence à laquelle nous avons assisté l'an dernier à Omaha, Thomas Gayner, le chef des investissements chez Markel Corp soulignait à quel point un endettement important «fragilisait» une société qui autrement serait peu risquée. Il n'aurait pu mieux dire. Nous pensons que l'excès d'endettement d'une entreprise la prive d'une flexibilité importante dans la gestion de son capital.

Si le niveau d'endettement est important, la structure des emprunts de la société l'est tout autant. On se demandera si la société détient de la dette à taux d'intérêt fixe ou variable. Cette composante peut être critique dans l'éventualité où une hausse de taux augmenterait ses charges d'intérêt.

L'échéance des titres de dette qui composent son capital attirera également notre attention. Par exemple, on se demande si plusieurs créanciers seront

remboursés avant nous. Si oui, existe-il un risque qu'il ne restera plus de liquidités lorsque viendra l'heure du remboursement?

La politique de versement de dividende de l'entreprise est-elle si agressive qu'elle dépouille les créanciers d'un coussin de sécurité? Ceux qui se souviennent du Groupe Pages Jaunes comprendront l'importance de ce critère. L'ancienne équipe dirigeante de celui qui imprimait jadis le précieux bottin téléphonique versait toutes ses liquidités en dividendes. Pourtant, il devenait évident qu'un changement de modèle d'affaire devrait être piloté. Même les créanciers ne furent pas à l'abri d'une telle débâcle, devant accepter quelques cents pour chaque dollar de dette détenue dans la restructuration.

Critère #3 : rapport rendement/durée avantageux

Plus nous immobilisons votre capital pour une longue durée, plus nous désirons une forte récompense. Si les taux d'intérêts devaient augmenter au cours des prochaines années, immobiliser le capital dans une obligation à longue échéance nous privera de la capacité d'acheter de nouvelles obligations dont le coupon est plus élevé.

D'ailleurs, croyez-nous, ce n'est pas une mince affaire d'obtenir des rendements raisonnables aujourd'hui compte tenu de la faiblesse historique des taux d'intérêts. Les obligations canadiennes qui échoient dans 10 ans s'échangent à plus de 50 fois les profits et n'offrent même pas de possibilité de croissance (contrairement aux actions). À ce niveau, c'est une offre d'appauvrissement garantie. L'époque où l'on pouvait simplement acheter des obligations gouvernementales sur 5 ans et 10 ans et espérer un rendement de 4-5% est derrière nous. C'est pour cette raison que nous devons ratisser plus large en considérant les actions privilégiées et les débentures convertibles pour obtenir des rendements acceptables.

C'est également ce critère qui fait en sorte que nous épluchons le prospectus de chacun des titres de dette que nous analysons. Souvent, les débentures convertibles et les actions privilégiées sont assorties de différentes clauses qui peuvent représenter un avantage ou un désavantage pour ses détenteurs. On pense par exemple à une option de rachat par l'émetteur, une option de conversion pour le détenteur, une réinitialisation de taux à date prédéterminée, une option de conversion en un taux flottant, etc.

La débenture non-convertible de Constellation Software que nous détenons dans tous les

portefeuilles à revenu fixe est un bon exemple. Cette dernière voit son taux d'intérêt réinitialisé à tous les ans à un niveau de 6.5% supérieur à l'indice des prix à la consommation au Canada. À notre avis, cette opportunité représente une belle façon de se protéger du risque d'une hausse des taux d'intérêts. Si l'économie était en surchauffe, ceux qui détiennent la débenture verraient leur versement d'intérêt augmenter.

Critère #4 : liquidité globale du portefeuille

Finalement, le quatrième critère vise à étudier l'impact qu'aura un titre à revenu fixe sur l'ensemble du portefeuille.

On se demandera par exemple si le portefeuille de revenu fixe contient suffisamment de titres très liquides pour suffire à un taux de décaissement raisonnable de 4% par année. Nous étudierons aussi comment se comporte la classe d'actif étudiée dans un contexte de récession. Si on pense par exemple aux obligations à haut rendement (communément appelées «obligations de pacotille» ou «junk bonds»), leur valeur au marché, comme avec les actions, dégringole dans une crise. Ceci n'est pas souhaitable si l'objectif établi est de financer les décaissements avec les titres à revenu fixe. Il peut être également difficile de liquider ces titres lors d'une période moins glorieuse.

Créer un portefeuille de titres à revenu fixe est donc un ensemble de bons compromis. Nous voulons bien sûr obtenir un rendement adéquat mais nous devons porter attention à ne pas le faire au détriment de la liquidité du portefeuille car nombre d'investisseurs comptent sur cette liquidité pour suffire à leurs décaissements réguliers. C'est d'ailleurs pour cette raison que vous détenez des titres comme «HOME TR CEIE F» ou «B2B TR INV IE-F». Ces titres génèrent un rendement supérieur aux titres de marchés monétaires, ne fluctuent pas, peuvent être vendus à tout moment et sont garantis par la Société d'assurance-dépôts du Canada (SADC) jusqu'à un montant de 100,000\$ sous certaines conditions. Bien que le rendement soit très modeste, en détenir nous procure l'assurance morale de pouvoir générer suffisamment de liquidités en période de crise.

Note: Vous trouverez, en annexe de cette lettre, le résumé de notre stratégie sous forme schématisée.

Home Capital Group

Nous avons décidé de vendre toute notre position de Home Capital Group à la suite de la nouvelle du départ de Martin Reid (le PDG). Son départ a lieu

moins d'un an après avoir pris la relève de Gerald Soloway, le fondateur de la société.

Pour les deux dernières années, l'entreprise a accumulé suffisamment de vents de face pour qu'ils se transforment en tempête. Si au début, nous avons cru, probablement avec raison, que ces quelques problèmes étaient temporaires, il nous semble aujourd'hui que l'accumulation de ces défis rend la situation très difficile à gérer. Un peu avec la métaphore de la grenouille dans une marmite d'eau tiède, nous venons d'atteindre un point où l'eau devenait trop chaude pour demeurer dans la marmite.

Nous avons commencé à acheter le titre en début 2012. L'une des questions que nous nous posions à ce moment était à savoir si une relève crédible serait en place lorsque le très coloré Gerald Soloway allait partir à la retraite. Ayant rencontré Martin Reid à plusieurs reprises lors de ces cinq dernières années, nous étions impressionnés par son niveau de connaissances de la société et sa capacité à prévoir les défis qui touchent l'entreprise. La nouvelle de son départ, voyant qu'aucun remplacement permanent n'est en place, nous a fortement surpris.

Lorsque nous faisons le point aujourd'hui, on se rend compte que Home Capital Group:

- Génère maintenant un rendement sur l'avoir des actionnaires assez ordinaire;
- Est moins axée sur le service à ses courtiers (qui sont ses partenaires) et a alourdi ses procédures internes. Le tout l'a mené à perdre des parts de marché ;
- Fait croître un carnet de prêts commerciaux, un domaine où l'entreprise n'a pas autant d'expérience;
- Réalisera plusieurs dépenses de restructuration dans les prochains trimestres;
- Doit investir massivement dans les systèmes informatiques et dans les outils de gestion des risques tel qu'imposé par les régulateurs. Nous pensons que cette réalité risque d'être tenace pour les prochaines années;
- Doit composer avec plusieurs distractions notamment un recours collectif par des investisseurs mécontents et une enquête de l'OSC (équivalent de l'Autorité des Marchés Financiers en Ontario) concernant l'entreprise et certains dirigeants / administrateurs;
- Doit affronter le risque d'un durcissement supplémentaire des règles hypothécaires par le gouvernement;
- Compose avec un marché immobilier en Ontario qui est exubérant;
- N'a plus de PDG et se magasine possiblement un «sauveur» à l'extérieur de la société.

Un tel sommaire, lorsque lu d'un seul coup, peut paraître assez repoussant. Ces défis se sont

accumulés graduellement au cours des dernières années. Pendant un certain temps, l'ensemble semblait assez bien contrebalancé par la gestion active du capital effectuée par les dirigeants et la faible évaluation du titre. L'idée de voir Martin Reid, le successeur logique de Soloway à la tête de l'entreprise nous rassurait également. Le titre s'échangeait à un niveau tellement bas qu'il devenait difficile de se voir obtenir des rendements faibles ou négatifs.

Nous avons changé notre fusil d'épaule suite à la nouvelle du départ de Reid. Trouver un remplaçant exigera sans doute quelques mois. Le nouvel arrivant devra se familiariser à l'entreprise pour ensuite apporter ses changements. Le tout dans un contexte où un changement de capitaine n'est pas souhaitable vu la quantité déjà élevée de problèmes à régler. Lorsque nous faisons le récapitulatif des risques et opportunités liées à Home Capital Group, nous pensons qu'il y a des investissements plus faciles à réaliser dont la prise de risque sera moindre. Notre rencontre récente avec les dirigeants n'a pas su altérer notre évaluation de la situation. Par conséquent, la vente devenait une option logique.

Section réservée aux clients MEDICI

L'année dernière, Pierre-Olivier et l'un de nos clients ont participé au Défi 48 heures à vélo organisé par la fondation Fais-Un-Voeu Québec. Pour ceux qui ne sont pas familiarisés avec le défi, il consiste à former une équipe de 6 à 8 participants qui, sans relâche durant 48 heures, devront se relayer à vélo pour pédaler sur un circuit fermé. Beau temps, mauvais temps, jour ou nuit, en tout temps, l'équipe doit avoir au minimum un participant qui roule sur la piste.



Si ce défi est très exigeant physiquement pour les participants (notre client a parcouru plus de 500 km

l'an dernier et Pierre-Olivier plus de 400 km), c'est pour une cause que nous estimons juste et noble: celle de permettre à des enfants dont la vie est en danger et/ou la santé est gravement menacée de réaliser un rêve. Cela permet également aux parents d'enfants malades d'oublier la maladie le temps d'un instant et de se sentir comme une famille «normale».

Cette année nous faisons les choses en grand! Nous formons l'équipe MEDICI qui roulera sans arrêt durant 48 heures du 15 au 17 septembre prochain à Mirabel. Karine, Pierre-Olivier, Eddy, Aaron et Philippe prendront part au défi alors que Dany, Christine et Carl s'impliqueront dans la campagne de financement et aideront à l'organisation de l'évènement.

Notre objectif est d'amasser au moins 10,000\$ ce qui nous permettra de parrainer directement un enfant. Pour ce faire, nous vous invitons à contribuer à notre campagne de financement. Tous les dons donnent droit à un reçu d'impôts. MEDICI s'engage aussi à égaliser toutes les contributions de nos clients jusqu'à concurrence de 5,000\$. Enfin, tous les participants de notre équipe s'engagent également à faire une contribution personnelle. Vous n'avez qu'à cliquer sur le bouton jaune «Parrainez-nous!» sur la page du défi:

www.gpsmedici.ca/48h

Pour les plus financiers d'entre vous, sachez que la fondation Fais-Un-Voeu Québec a généré des revenus de 1,87M\$ en 2015, que ses frais administratifs correspondent à 2,6% de ses revenus totaux et que ses activités de collecte de fonds lui ont coûté 26,5% de ses revenus. Par conséquent, près de 71% des sommes données vont directement aux programmes, services et soutien. Ceci est supérieur à une autre fondation que nous avons étudié dont le mandat est comparable. Nous vous remercions à l'avance de votre support.

L'équipe MEDICI continue de s'agrandir. En début d'année, nous avons eu le plaisir d'accueillir Philippe Veilleux à titre de conseiller financier. Doté d'un baccalauréat en administration des affaires ainsi que diplômé de l'institut québécois de planification financière, Philippe gérait lui-même son propre portefeuille avant de rejoindre MEDICI. Propriétaire d'immeubles locatifs, il a su concrétiser de belles réalisations dans le secteur immobilier. Lors de son entrevue d'embauche, Philippe nous a impressionné non seulement par sa curiosité intellectuelle mais

aussi par l'organisation méthodique de sa situation financière et de celle qu'il prônait pour ses clients chez son ancien employeur. Philippe connaissait déjà MEDICI avant de nous rencontrer et appliquait déjà certains aspects de notre stratégie.

Chez MEDICI, Philippe assiste les gestionnaires de portefeuilles dans leurs tâches et contribue à maintenir un niveau de service hors pair. En support aux gestionnaires, il accompagne la clientèle vers l'atteinte de leurs objectifs financiers. Il nous fera plaisir de vous le présenter lors de votre prochaine revue de portefeuille.

Si vous avez des questions, n'hésitez pas à nous contacter. N'oubliez pas également que vous pouvez suivre nos capsules-vidéo sur la page «Média» de notre site web.

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
Gestionnaire de Portefeuille
karine.turcotte@gpsmedici.ca



Pierre-Olivier Langevin, CFA
Gestionnaire de Portefeuille
po.langevin@gpsmedici.ca



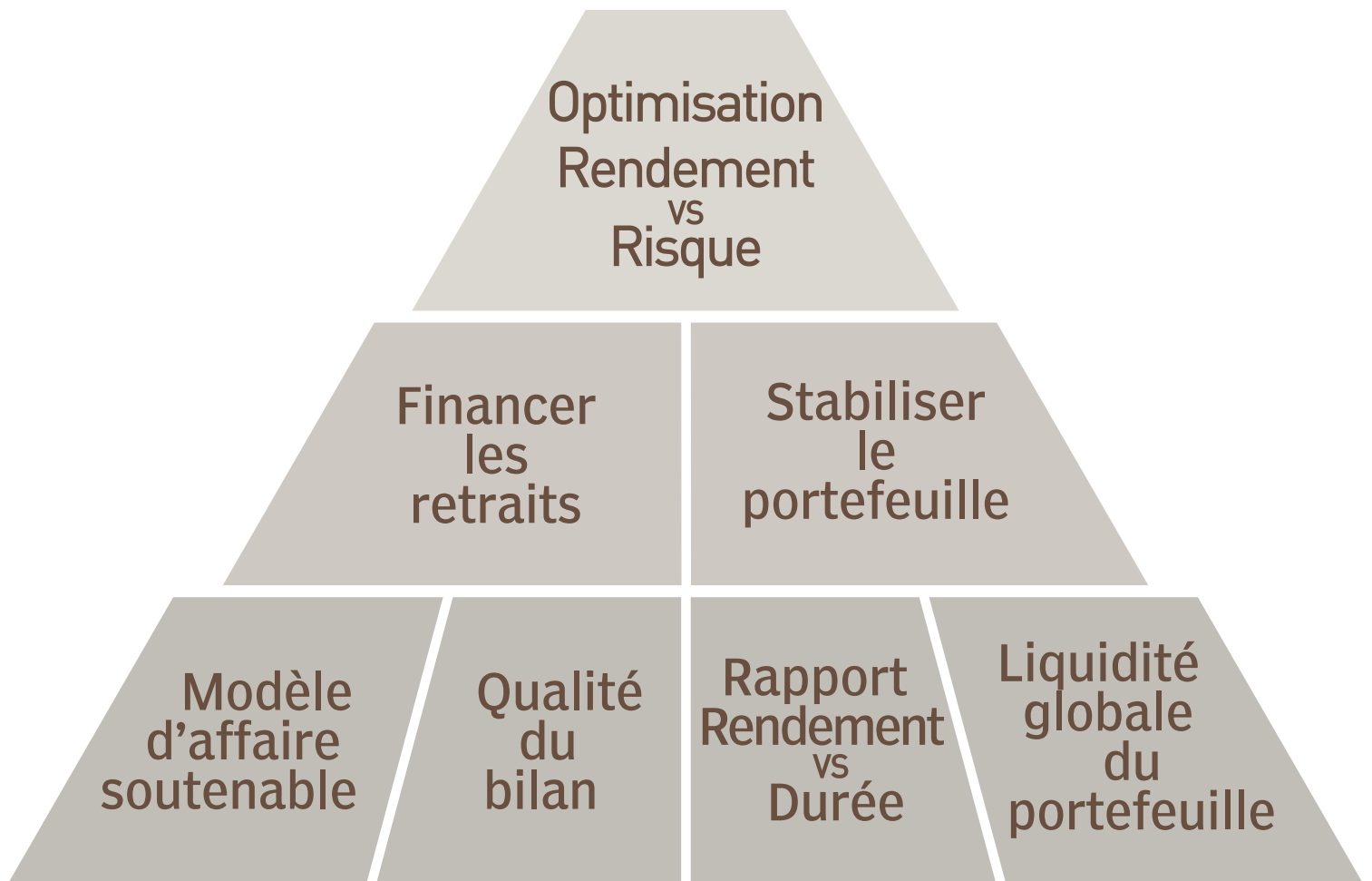
Eddy Chandonnet, B.A.A., CIM
Gestionnaire de Portefeuille
eddy.chandonnet@gpsmedici.ca



Aaron Lanni, B.A.A.
Analyste en investissement
aaron.lanni@gpsmedici.ca

LA STRATÉGIE **medici**

Pour les titres à revenu fixe



L'art d'investir

© 2008-2017. Gestion de Portefeuille Stratégique MEDICI inc. Tous droits réservés.