

- LETTRE FINANCIÈRE -
PREMIER TRIMESTRE 2022

Perspectives économiques et financières

Les faits marquants du premier trimestre ont été la guerre en Ukraine, la reconnaissance par les banques centrales de l'importance de l'inflation et l'émergence du variant Omicron BA.2. Le Fonds monétaire international vient de rabaisser ses prévisions pour la croissance mondiale en 2022 à 3,6% par rapport à 4,9% prévu en octobre dernier.

La guerre en Ukraine, une tragédie humaine, a beaucoup marqué les esprits et a provoqué beaucoup d'insécurité en chacun et dans les marchés financiers. Les sanctions des pays démocratiques contre la Russie ont été les plus sévères jamais imposées sur un grand pays; elles étaient très rapides et nouvelles dans leur contenu et leur portée. Leurs conséquences à long terme et leur durée sont encore incertaines, ainsi que l'issue de la guerre. En attendant, cette guerre provoque une pression haussière additionnelle sur le prix des matières premières et de l'énergie et possiblement une crise alimentaire dans certains pays en voie de développement. Sur le plus long terme, nous entrons probablement dans une ère de division économique entre l'axe Chine-Russie d'une part et l'axe des pays démocratiques de l'autre, avec de nombreux pays qui vont chercher à rester impartiaux. Cela pourrait provoquer moins de commerce mondial, plus de production locale et donc théoriquement plus d'inflation et une pression sur les niveaux de vie. Cela reste à être déterminé.

La réserve fédérale américaine et la banque du Canada prévoient à la fois hausser les taux et réduire leur portefeuille obligataire, ce qui habituellement provoque de la volatilité dans les marchés. Plusieurs experts pensent que les banques centrales devront hausser les taux plus agressivement que ce qui est escompté par les marchés pour juguler l'inflation et que cela provoquera une récession. Cela est bien possible. Les récessions sont des phénomènes sains et nécessaires pour l'économie puisqu'elles aident à nettoyer les excès qui s'accumulent au fil des ans : excès d'endettement et de liquidités, excès de consommation, excès de confiance et excès du prix des actifs comme l'immobilier et les actions en bourse. Une baisse de l'économie, des marchés financiers et immobiliers ne seraient que normal et nous, investisseurs de long terme, ne nous en faisons pas pour cela. Pour les personnes avec un horizon plus court, il est mieux d'avoir plus de revenus fixes pour bien supporter les corrections et krachs boursiers qui surviennent régulièrement.

Le variant Omicron a prolongé la dislocation dans les chaînes d'approvisionnement au premier trimestre, notamment avec la Chine qui procède de manière forte pour enrayer la propagation du virus. À noter toutefois qu'il semble y avoir récemment de l'amélioration dans certaines chaînes d'approvisionnement. Ici en Amérique ainsi qu'en Europe, les économies s'adaptent pour le moment avec vaccins, médicaments antiviraux et mesures de distanciations; il faudra suivre attentivement l'évolution du virus et de ses futurs variants.

Nos investissements

Le premier trimestre a été marqué pour nous par la vente d'**Intertape Polymer Group** à Clearlake Capital Group pour 40,50\$ par action. Il s'agissait de notre troisième plus importante position en actions avec près de 6% du portefeuille; le titre a fait un bond de 78% le jour de l'annonce. Cela a contribué sensiblement à augmenter notre performance. Le titre faiblissait depuis l'été et nous en ajoutions de temps à autre, notamment le 7 mars, la veille de l'annonce, simplement parce que nous le pensions peu cher. La vente est prévue pour tôt au troisième trimestre (juillet) et le vote des actionnaires le 11 mai. Nous avons très bien fait avec cette entreprise industrielle de Montréal qui semblait n'intéresser personne (ce qui nous interpelle souvent) mais dont la qualité nous sautait aux yeux. Notre rendement annualisé depuis nos achats de l'été 2018 est de 30,8%. Nos rendements sur les achats ultérieurs sont encore plus élevés, dont environ 78% en un jour pour notre achat du 7 mars 2022.

Nous avons sensiblement réduit notre position dans **Abbvie** à la toute fin de mars, après une hausse de 56,4% (incluant le dividende) en 12 mois. ABBV était notre septième plus importante position à près de 5% du portefeuille. Nous estimons qu'au prix vendu, l'équilibre des risques et des opportunités était moins bon, même si l'entreprise nous paraît bien gérée. Abbvie, que nous détenons depuis janvier 2013, est l'entreprise pharmaceutique majeure dont le rendement total a été le meilleur depuis son début en bourse en janvier 2013 (23,3% annualisé en USD, environ 25,9% pour nous en dollars canadiens), après **Elli Lilly**. Nous conservons maintenant une plus petite position.

Notre titre **Berkshire Hathaway** s'est réveillé depuis décembre dernier, alors que l'entreprise a fait quelques transactions importantes et le marché la perçoit comme un bon contreponds à l'inflation et un bon titre défensif en cas de récession. Le rendement du titre sur 12 mois au 31 mars a été de 41,2% en devise US. Sur 10 ans au 31 mars, le rendement annualisé est de 15,3% en USD, légèrement supérieur au S&P500 qui a fait 14,6%. Ce 15,3% sur 10 ans nous satisfait considérant le faible risque d'affaires du conglomérat et son énorme réserve d'encaisse.

Notre titre **Alimentation Couche-Tard**, acheté à un coût moyen d'environ 36,70\$ le 14 janvier 2021 au lendemain de l'annonce de l'offre d'acquisition sur Carrefour, a très bien fait depuis. Nous avons fait plus de 50% en un peu plus d'un an, mais cela ne corrige pas notre erreur de ne pas l'avoir acheté il y a dix ans, ou même après notre lecture en février 2017 du livre sur la vie d'Alain Bouchard, cofondateur de Couche-Tard.

Au début mars, nous avons ajouté à quelques-unes de nos positions de titres technologiques, notamment **Microsoft**, à un prix qui nous semblait acceptable pour une détention de long terme, sans être une aubaine. Nous pourrions ajouter à ces positions technos lors des prochains mois si les circonstances sont favorables.

Notre pire rendement depuis un an a été **Intel** (-18%), une situation de redressement avec un nouveau PDG depuis février 2021. Ce sera probablement une longue traversée du désert, car l'entreprise doit investir une somme colossale de capital et investir en R&D pour rattraper la concurrence qui l'a surpassée ces dernières années, par négligence de l'équipe de direction précédente. C'est un risque que nous sommes prêts à prendre parce que le caractère oligopolistique et l'importance géopolitique des grands fabricants de semi-conducteurs nous semblent favorables à Intel, et parce que le nouveau PDG Pat Gelsinger nous apparaît comme un passionné de technologie, ambitieux, énergique, avec une très longue feuille de route; il est bien placé aussi pour redresser la recherche et développement. Les

nouvelles embauches depuis un an, incluant des scientifiques et des gestionnaires de très grande expérience et les décisions d'allocation de capital, notamment l'essaimage partiel de **Mobileye** à un bon moment, l'achat de **Tower Semiconductor** et des annonces d'investissements majeurs en capacité manufacturière aux États-Unis et en Allemagne augurent bien à notre avis. Un plan de redressement détaillé jusqu'à 2026 a été présenté aux investisseurs en février dernier. Les gouvernements, grands clients, autres partenaires de l'industrie et investisseurs majeurs seront mis à contribution (notamment notre **Brookfield Asset Management**, qui sait flairer les opportunités). Une grande partie de notre thèse dans tous nos investissements repose sur la qualité des dirigeants. Quand nous voyons un élan de talent se diriger vers une entreprise en redressement, dans un secteur porteur, que l'on peut acheter à faible prix, c'est un signal pour y consacrer du temps et en apprendre plus. Pat Gelsinger a comme cible de doubler le profit par action en cinq ans, ce qui devrait en plus redresser le multiple d'évaluation. Sur cinq ans, nous devrions bien faire, mais il faudra être patients, suivre de près les développements et s'ajuster en conséquence.

Qu'il y ait une récession ou non ne changera pas notre philosophie de détenir des entreprises extraordinaires à travers vents et marées. Il se pourrait que nous achetions un titre ou deux plus cycliques si leur prix corrige suffisamment, mais sinon nous gardons le cap. Nos portefeuilles sont en général sous leur cible en actions, et encore plus si l'on considère Intertape maintenant comme une position d'encaisse. Nous avons donc de bonnes réserves de poudre sèche prêtes à être déployées dans un scénario de récession et de forte chute boursière. Quant à nos revenus fixes, en conservant des échéances moyennes très courtes, nous avons évité la chute de valeur de 7% observée dans les obligations canadiennes au premier trimestre 2022 et de 4,5% sur les douze derniers mois et nous nous positionnons maintenant pour augmenter leur durée moyenne.

Les sections suivantes sont réservées à nos clients

Le document est préparé à titre d'information seulement et ne constitue pas un conseil en matières légale, fiscale ou d'investissements. Tout le matériel constitue notre meilleur jugement au moment où il est écrit et est donné de bonne foi. Tous les faits, données et opinions peuvent changer en tout temps sans préavis. La performance passée ne garantit pas la performance future. La performance future n'est jamais garantie. Ce document ne constitue pas une sollicitation. L'utilisation du nom Préfontaine Capital Inc. ou de toute information contenue aux présentes ne peut être copiée ou redistribuée sans l'accord préalable de Préfontaine Capital Inc.