

MCLEAN CAPITAL

Lettre aux partenaires – mars 2016

TABLE DES MATIÈRES

Notre performance	2
La bourse	3
La bourse et le risque	4
Les règles de base	6
Les corrections boursières	7
Bestar	10
Notre position la plus importante	12
Bob Iger et Walt Disney	15
Variations de devise	16
Perspectives pour le futur	18
Conclusion	19

Notre performance

Voici un exposé de notre performance pour la période du 1^{er} janvier 2012 au 31 décembre 2015.

Ceci est un portefeuille réel. Il regroupe la totalité des comptes familiaux qui sont gérés depuis 2012 ; la première année complète où Ian McLean avait l'entière discrétion sur toutes les décisions d'investissement. Ce portefeuille sert de modèle pour les comptes chez McLean Capital.

Ce portefeuille est antérieur à l'inscription de McLean Capital à l'AMF.

Table 1 :

Année	McLean Capital	S&P/TSX	S&P 500
2012	28,7 %	7,2 %	16,0 %
2013	43,2 %	13,0 %	32,4 %
2014	18,0 %	10,6 %	13,7 %
2015	19,6 %	-8,3 %	1,4 %

Bien qu'une période de cinq ans me parait idéale pour évaluer la performance, je pense que trois ans est un strict minimum. J'ai donc décidé de présenter les résultats des quatre dernières années versus le S&P/TSX ci-dessus. Je pense qu'un tableau de la performance passée contre un indice général est la meilleure façon d'évaluer un gestionnaire de portefeuille.

Voici la performance cumulative :

Table 2 :

Année	McLean Capital	S&P/TSX	S&P 500
2012	28,7 %	7,2 %	16,0 %
2013	84,3 %	21,1 %	53,6 %
2014	117,5 %	34,0 %	74,6 %
2015	160,1 %	22,9 %	77,1 %

Vous vous demandez peut-être si j'ai choisi un indice de référence facile à battre. Pourtant, le S&P/TSX s'est montré un dur compétiteur. Sur les 65 dernières années, celui-ci a obtenu un rendement composé annuellement de 10,2 %. Sa pire année a été en 2008 avec un rendement de -33,0 % et sa meilleure année a été en 1950 avec un rendement de +48,4 %. Dans un article du Globe and Mail daté du 13 novembre 2014 qui s'intitule *Actively managed funds vs. the index: once again no contest*, on affirme que de 2009 à 2014, 80 % des fonds canadiens n'ont pas atteint l'indice après tous les frais et coûts engendrés.

Si nous surpassons la performance du S&P/TSX sur une longue période, la différence cumulative devrait être substantielle. Si la performance du marché (l'indice de référence) est négative (parfois de beaucoup) dans le futur, je serai satisfait si nous sommes moins

négatifs. Si le marché est de -30 % et que nous sommes -15 % dans une année donnée, je vais considérer cette performance supérieure à une année où le marché est +15 % et nous sommes +15 %. Nous n'allons surement pas surpasser le marché à chaque année mais si nous réussissons deux années sur trois ou mieux, ceci sera un bon départ.

Voici la performance après les frais de McLean Capital :

Table 3 :

Année	McLean Capital	S&P/TSX	Différence
2012	23,0 %	7,2 %	15,8 %
2013	34,6 %	13,0 %	21,6 %
2014	14,4 %	10,6 %	3,8 %
2015	15,7 %	-8,3 %	24,0 %

La bourse

Si vous croyez qu'on produit plus de biens et de services accessibles pour vous qu'on en produisait dans le temps de vos parents ou grand parents, vous croyez probablement dans notre économie. Si vous croyez dans notre économie, vous devriez croire dans la bourse.

La bourse est un véhicule qui vous permet de participer dans notre économie qui est menée par des entreprises qui sont menées par des individus. Le marché boursier est seulement un intermédiaire. Ce n'est pas une fin en soi ; c'est un moyen pour arriver à une fin. Comme lorsque vous achetez une maison avec l'aide d'un intermédiaire (courtier), vous pouvez aussi utiliser un intermédiaire pour acheter vos actions, obligations et fonds mutuels.

L'importante différence, du fait que la bourse est un intermédiaire si efficace et qu'une action ne vous donne pas la même utilité pratique qu'une maison (logement), est que les propriétaires d'actions, d'obligations et de fonds mutuels ont tendance à acheter et vendre beaucoup trop souvent et reçoivent de l'information sur les prix beaucoup plus fréquemment qu'ils en ont besoin.

Vous n'avez pas besoin d'un prix pour votre maison à chaque minute, chaque jour ou à chaque mois. Quelqu'un qui a acheté une maison au Canada en 1989 et qui la possède encore aujourd'hui n'est peut-être pas au courant qu'il avait une perte sur papier pour les 2, 3 ou 7 premières années. Il n'a jamais fait évaluer la valeur marchande de sa maison et s'il l'a fait, il n'était probablement pas inquiet car il a refusé de croire à cette évaluation.

Le prix moyen d'une maison canadienne en 1989 était de 150 000 \$. 2 années plus tard le prix moyen d'une maison était environ 20 % plus bas. À Toronto, le prix moyen a tombé de presque 30 % de 1989 à 1996.

Ce qui est intéressant est que plusieurs acheteurs de la fin des années 80 n'ont pas encouru de pertes. Comment est-ce possible? Ils ont été patient, ils n'ont pas réagi aux fluctuations du marché et ils ont donc pu profiter de la montée fulgurante des années suivantes. Plusieurs ont pu refinancer ou prendre des marges de crédit hypothécaires qui donnent l'impression que notre maison crée réellement de la valeur.

Si seulement les gens pouvaient se comporter de la même façon par rapport à leur participation dans l'économie ; par l'entremise d'actions, d'obligations et de fonds mutuels qu'ils possèdent.

Le prix moyen d'une maison canadienne en janvier 2016 était de 470 000 \$. On peut donc calculer que l'achat d'une maison en 1989 a procuré un rendement annuel de 4 % (excluant les taxes municipales et scolaires, l'entretien et les autres dépenses). Le revenu locatif moyen, qui est un type de dividende, pourrait être ajouté à ce rendement mais comme on exclut toutes les autres dépenses et les frais d'intérêts, je pense que c'est juste de l'exclure. Le S&P/TSX, l'indice boursier le plus populaire du Canada que n'importe qui peut acheter facilement et garder à long terme, a rapporté environ 8 % annuellement sur cette période incluant les dividendes.

Le but de cet exemple n'est pas de dire que l'immobilier est un mauvais investissement. Au contraire, l'immobilier peut être un très bon investissement sans considérer les aspects personnels/émotifs aussi très importants. L'objectif est de démontrer comment la perception et le comportement de plusieurs par rapport à la bourse sont erronés. Si les gens traitaient leurs actions comme ils traitent leur maison, ils auraient une bien meilleure performance à la bourse. Faites vos devoirs. Soyez patient. Ne vous inquiétez pas des fluctuations. Faites confiance au pouvoir de génération de richesse des entreprises et de l'économie.

La bourse et le risque

Il y a une énorme quantité de philosophies et de programmes proposés sur « comment investir son argent ». Certains préconisent la supposée sécurité avec un portefeuille composé en majorité d'obligations et de certificats de dépôt. D'autres ne jurent que par l'immobilier qui est supposé plus « tangible ». Certains vous diront qu'il est possible de faire de l'argent à la bourse avec des multitudes de méthodes techniques axées sur les tendances boursières et les transactions fréquentes à court terme. La majorité se retrouve probablement avec des billes un peu partout (sans trop être décidé sur une stratégie en particulier) dans un portefeuille souvent beaucoup trop diversifié. Donc qu'elle est la meilleure marche à suivre?

Premièrement, comme vous vous en doutez peut-être, il est important de considérer les objectifs et contraintes de chacun. Mais le fait demeure que la plupart des gens ne diraient pas non à une stratégie qui offrirait des rendements supérieurs avec des risques diminués. De plus, la réalité est que parmi toutes les différentes catégories d'actifs, les actions cotées en bourse ont mieux performé sur pratiquement n'importe quelle période à long terme durant les 150 dernières années. Le problème pour la plupart des gens est qu'ils se rappellent fermement des courtes périodes dans le passé où la bourse a été catastrophique et ils n'étaient souvent pas présents lorsqu'elle est revenue en force juste après. Pourtant à toutes les crises ou corrections boursières, la bourse a toujours su se refaire et atteindre des sommets historiques par après. 10 000 \$ investit dans l'indice boursier du S&P 500 il y a 50 ans vous aurait rapporté environ 10 % par année et vous auriez une somme de plus de 1 100 000 \$ aujourd'hui. Pendant ce temps, 10 000 \$ dans l'or ou un autre panier de commodités, dans des obligations ou dans l'immobilier vaudrait moins de 200 000 \$ aujourd'hui.

À l'école, on définit le risque boursier par ce qu'on appelle la volatilité ou l'ampleur des fluctuations boursières. On suppose que l'action d'une entreprise dont le prix a beaucoup fluctué dans le passé est plus risquée que l'action d'une entreprise dont le prix n'a pas beaucoup fluctué.

Voici le problème : si j'ai une action A qui a passé de 5 \$ à 20 \$ en trois ans mais que son parcours a été très rocailleux et que j'ai une autre action B qui a passé de 5 \$ à 3 \$ avec un parcours sans entailles, l'action A est jugée plus risquée.

Si les montagnes russes de l'action A sont dues à des réactions irrationnelles du marché à court terme et que la chute de l'action B sur trois ans est due à une dégradation de la performance de l'entreprise, il est beaucoup plus sensé de juger l'action B comme étant plus risquée.

Voilà pourquoi la bourse n'est pas nécessairement plus risquée pour quelqu'un qui peut être patient avec son argent et qui fait ses devoirs en analysant la valeur des entreprises sous-jacentes derrière les actions à la bourse.

On n'a pas besoin d'avoir un timing parfait pour avoir du succès en bourse car il est généralement beaucoup plus évident et suffisant de se contenter de déterminer si les actions sont déprimées (comme en 2009) ou surévaluées (comme en 2000) durant une période quelconque.

On peut aussi constater que certaines caractéristiques d'une entreprise sont plus évidentes que d'autres à déterminer et donc peuvent jouer comme facteurs importants pour diminuer le risque.

Par exemple, l'innovation peut sembler plus difficile à anticiper pour certains tandis qu'un management avec un historique de réinvestissement par acquisitions bénéfiques peut sembler plus facile à repérer. Du même ordre, le réinvestissement des bénéfices pour disperser géographiquement un concept déjà éprouvé (Dollarama) ou l'augmentation des prix d'un produit qui est en situation de « monopole » peut aussi nous sécuriser par rapport au risque.

J'espère que le court exposé ci-dessus vous aidera à changer votre perspective par rapport au risque d'investir à la bourse et vous donnera une meilleure idée de la philosophie de McLean Capital.

La plupart des gens ne comprennent pas le pouvoir des intérêts composés et de leur effet sur le capital investi à long terme. Devrait-on en mettre un peu de côté ou tout dépenser pour satisfaire nos besoins matériels? Voici 2 raisons qui supportent le premier choix :

1. Le pouvoir de l'intérêt composé

Si vous commencez avec un capital de 1 cent et que vous le doublez chaque année pendant 27 ans, quel sera votre capital avant taxes à la fin? Je vous mets au défi

de faire l'exercice. Si vous réussissez, appelez-moi. Ça me fera plaisir d'investir cet argent pour vous. 1,3 million \$ c'est pas mal pour commencer.

2. Ça pourrait être meilleur pour votre santé

Regardons un exemple de l'impact sur la santé d'un fumeur de consommer au lieu d'investir. Cet exemple provient du livre fort intéressant de Thomas J. Stanley et William D. Danko *The Millionaire Next Door*.

Les auteurs mentionnent un couple qui a commencé à fumer 3 paquets de cigarettes par jour aux alentours de 1950 et qui ont arrêté en 1996. Ils donnent aux lecteurs quelques calculs : ça représente 1 095 paquets par année ou 50 370 paquets sur 46 ans ; en terme d'argent c'est 33 190 \$ ce qui est plus que le prix qu'ils ont payé pour leur maison. Voici ce qu'ils auraient fait si ces sorties de fonds quotidiennes avaient été investi dans les actions de Philip Morris (la plus grosse entreprise de tabac) au lieu des cigarettes de Philip Morris : ils auraient un portefeuille de plus de 2 million \$.

Les règles de base

Voici les règles de base que vous devez connaître en tant que partenaire :

1. Les rendements futurs ne sont pas garantis et les rendements des années passées ne sont pas une représentation des rendements futurs ;
2. Les rendements sont calculés à partir de la valeur marchande qui inclue les gains réalisés et *non réalisés*. Les rendements peuvent donc avoir peu d'incidence sur les impôts à payer car les impôts sont applicables seulement sur les gains réalisés. Une approche à long terme avec peu de roulement a donc un avantage fiscal par rapport à une approche à court terme avec beaucoup de roulement ;
3. Notre performance ne devrait pas être jugée sur le rendement positif ou négatif dans une année donnée mais plutôt sur notre performance relative à un indice établi d'avance. Notre indice est et sera le S&P/TSX qui représente un agglomérat des plus grandes entreprises du Canada et qui devrait donc représenter la performance moyenne à long terme des meilleures entreprises au Canada ;
4. Mon travail ne consiste aucunement à prédire les fluctuations boursières ou les cycles économiques ;
5. Je ne peux pas garantir la performance future mais je peux garantir ceci :
 - a. Nos investissements seront basés sur une étude approfondie ;
 - b. Je vais considérer les titres de participation comme des parts d'entreprise (les actions ne sont pas des billets de loterie) ;

- c. Je serai patient car on investit à long terme sans essayer de prédire les fluctuations à court terme ;
- d. Je vais essayer de profiter des fluctuations boursières pour obtenir des prix plus alléchants et non pour essayer de prédire les soubresauts de la bourse ;
- e. Je vais suivre l'objectif de toujours payer un prix qui fait du sens et de cette façon on obtiendra une marge de sécurité sur nos achats ;
- f. Je vais investir dans ce que je comprends ;
- g. Je vais toujours apprendre et en particulier apprendre de mes erreurs.
- h. Je vais rechercher des entreprises avec des gestionnaires intègres, compétents et au service des actionnaires.

Les corrections boursières

Ce n'est pas *du tout* inhabituel que les marchés tombent de beaucoup de temps en temps. Durant les marchés haussiers, les gens ont tendance à oublier que les prix vont éventuellement retomber (de beaucoup) et durant les marchés baissiers, les gens oublient que les prix vont éventuellement augmenter (de beaucoup). J'ai l'habitude de dire à mes futurs partenaires que les actions pourraient tomber de 20 % dans les semaines après qu'ils se joignent à McLean Capital. Je fais ceci car je ne veux pas que mes partenaires paniquent dû à la nature normale de la bourse.

Les actions américaines ont eu leur pire semaine d'ouverture de l'histoire en 2016. Du 1^{er} janvier 2016 au 12 février 2016, le S&P/TSX a tombé de 4,5 %, le S&P 500 de 8,5 % et le NASDAQ de 13,3 %. Personne ne peut prédire ce que fera la bourse à partir de maintenant. Toutefois nous savons qu'un marché en baisse n'est rien de nouveau ou surprenant.

Historiquement, les actions ont tombé en moyenne de 10 % tous les 3 ans, probablement 20 % tous les 7 ans et 40 % tous les 50 ans (règle de pouce approximative). La chose importante à se souvenir est que malgré qu'on ne pouvait pas prédire le moment de ces baisses, la bourse est toujours revenue pour surpasser ses hauteurs précédentes. Aussi longtemps que vous avez confiance dans le pouvoir de génération de richesse des marchés libres, vous devriez avoir confiance que plusieurs entreprises vont faire de plus en plus de profits avec le temps et le prix des actions va suivre.

Ceci explique pourquoi je ne suis pas du tout inquiet des dernières semaines. Je dirais même que j'apprécie les opportunités qui se présentent dû à la contraction des ratios cours-bénéfices. Les actions étaient chères depuis un certain temps et dues pour un ajustement. Comme les marchés ont tendance à exagérer vers le haut et aussi vers le bas, il était impossible de savoir quand la tournure arriverait mais très facile de savoir que ça arriverait un jour (c'est toujours comme ça).

Causes

Je pense qu'on peut extrapoler sur les facteurs macro-économiques comme le ralentissement de la croissance mondiale, l'endettement élevé des ménages et de différents pays et certainement la Chine et le pétrole. Toutefois, la philosophie de McLean Capital est de ne pas se concentrer sur les tendances macro-économiques quand on prend des décisions d'investissement.

Je préfère penser que les événements des dernières semaines étaient une réévaluation des actifs après plusieurs années d'évaluations à la hausse. Quand les acheteurs de titres sont prêts à payer 1,50 \$ pour des actifs qui valent 1,00 \$, ils spéculent sur 0,50 \$. Dans ces circonstances, les mauvaises nouvelles ont tendance à avoir un impact plus fort sur les titres. Ceci est un problème qui peut être diminué en achetant des titres avec une marge de sécurité (en achetant en-dessous de la valeur intrinsèque).

Voici une mesure de l'évaluation des actions par le marché depuis la première année complète d'opération de McLean Capital :

Table 4 :

Date	Ratio cours-bénéfices du S&P 500
1 ^{er} janvier 2012	14,87
1 ^{er} janvier 2013	17,03
1 ^{er} janvier 2014	18,15
1 ^{er} janvier 2015	20,02
1 ^{er} janvier 2016	22,18

On peut voir que les actions sont devenues de plus en plus chères depuis les 4 dernières années. Historiquement, le S&P 500 s'est transigé à environ 16 fois les profits des 12 derniers mois. À 22 fois les profits au 1^{er} janvier 2016, les actions étaient rendues un peu chères même si elles ont parfois transigé à des ratios beaucoup plus élevés dans le passé.

Pour que le ratio cours-bénéfices (C/B) tombe, le prix des actions doit tomber et/ou les profits doivent augmenter. Pour un C/B de 20, une augmentation des profits de 10 % va causer une baisse du C/B à 18. Le problème est qu'après plusieurs années de coupes dans les dépenses et de croissance légère des revenus, l'augmentation des profits se fait lente pour l'instant. Sans une augmentation des revenus, ça devient de plus en plus difficile pour les entreprises d'accroître leurs profits. Encore une fois, cette situation n'est pas inquiétante. Ça ne fait que supporter la théorie que les actions sont dues pour un ajustement avant de pouvoir recommencer à augmenter dans le futur.

Les profits de nos entreprises

Les corrections et les marchés baissiers démontrent le caractère. Dans un marché haussier, plusieurs diront qu'ils resteront bien ancrés si le marché tombe. Mais lorsque la situation se présente réellement et que la peur est tangible, ils veulent sortir de la bourse le plus vite possible.

Mon conseil simpliste : ne vous inquiétez pas et concentrez vous sur la performance de vos entreprises. Sur de longue période, la variation du prix d'une action imite la variation de ses profits. La variation des profits nous donne une indication de la croissance ou décroissance de la valeur intrinsèque ; ce qui est sous-jacent à la performance boursière à long terme (faire référence à la page 16 – Table 8).

Regardons les résultats de nos 5 positions les plus importantes en 2015 :

Table 5 :

Compagnie	Variation des bénéfices par action (2015 vs 2014)	Variation du prix de l'action*
Position 1	37 %	30 %
Position 2	8 %	16 %
Position 3	1 %	-1 %
Position 4	15 %	12 %
Position 5	21 %	-12 %
Moyenne	16 %	9 %

* Exclut le rendement des dividendes et l'impact de la devise

À la lecture de ces résultats, on peut voir que la performance de nos entreprises les plus importantes a été satisfaisante. On constate que 4 de nos 5 positions ont eu des variations de prix qui n'étaient pas en ligne avec leurs profits mais plutôt en ligne avec le sentiment du marché envers ces titres (leurs ratio cours-bénéfices ont diminué). On peut s'attendre à ce que le marché ne nous en donne pas assez certaines années et trop d'autres années.

Pensée sommaire

C'est très important pour moi que mes partenaires comprennent que cette récente correction boursière aurait pu être pire et qu'il y en aura d'autres dans le futur. C'est la nature de la bourse. À court terme la bourse n'est pas toujours rationnelle et quelques fois très irrationnelle. À long terme les prix ont tendance à refléter la valeur intrinsèque.

Aucun investisseur n'est immunisé de ces soubresauts et c'est une des raisons pourquoi investir à la bourse n'est pas pour tout le monde même si c'est la meilleur classe d'actif en terme de performance historique à long terme.

Coca Cola est devenue publique en 1919. Quelqu'un qui avait acheté l'action sans jamais vendre jusqu'en 2010 aurait fait un rendement de 20 000 000 %. Toutefois, dans la période de 1973-1974 l'action est tombée de 70 %. Ceci n'était pas dû au fait que Coca Cola avait réellement perdu 70 % de sa valeur intrinsèque. C'était dû à l'irrationalité du marché à court terme.

Certains peuvent penser que d'après ce que je viens d'expliquer la clé est de demeurer froid lorsqu'on fait face à un marché craintif (ne pas avoir d'émotion). Je pense que c'est plutôt une question de demeurer conscient de ses émotions et de constater comment celles-ci affectent notre jugement. Dans ce sens, il s'agit de gérer ses émotions. La clé est la pensée indépendante. Vous devez être capable de penser pour vous-même en séparant l'émotion, la pensée rationnelle et ce que le marché vous dit de faire.

Je veux terminer avec une histoire drôle qui fait référence à la pensée indépendante que Benjamin Graham (excellent investisseur et auteur de *The Intelligent Investor* et co-auteur de *Security Analysis*) a partagé il y a environ 70 ans et que Warren Buffett a remémoré en 1986. Voici l'extrait de la lettre annuelle de 1985 de Warren Buffett traduit en français :

Vous pensez peut-être que les institutions, avec leurs grandes équipes de professionnels expérimentés et très bien payés, seraient une force pour la stabilité et la raison dans les marchés financiers. Elles ne le sont pas : les actions qui sont les plus achetées et suivies par les institutions sont souvent parmi les moins bien évaluées.

Ben Graham m'a dit une histoire il y a 40 ans qui illustre pourquoi les professionnels de l'investissement se comportent comme ils le font : Un prospecteur de pétrole, se dirigeant vers sa récompense divine, a été accueilli par Saint-Pierre qui avait une mauvaise nouvelle. « Vous êtes qualifié pour la résidence », a dit Saint-Pierre, « mais, comme vous pouvez voir, l'enceinte réservée aux hommes du pétrole est pleine. Il est impossible de vous faire entrer. » Après un moment de réflexion, le prospecteur demande à Saint-Pierre de dire quelques mots aux occupants actuels. Cette requête semblait inoffensive pour Saint-Pierre et donc le prospecteur mit ses mains en porte-voix et hurla, « Nous avons découvert du pétrole en enfer. » Immédiatement les portes de l'enceinte s'ouvrirent et tous les hommes du pétrole marchèrent vers les régions inférieures. Impressionné, Saint-Pierre invita le prospecteur à entrer et à s'installer confortablement. Le prospecteur s'arrêta. « Non, » il a dit, « Je pense que je vais suivre les autres. Il pourrait y avoir un fond de vérité à cette rumeur après tout. »

Bestar

Je veux prendre du temps pour revenir sur une expérience qui a été très enrichissante pour moi.

J'ai identifié cette compagnie en passant la liste des actions transigées sur la bourse CNSX il y a environ 4 ans. La plupart des compagnies sur cette bourse sont très petites et déficitaires mais certaines sont intéressantes. Bestar en était une. Deux ans plus tard, j'ai commencé à acheter.

L'entreprise

Bestar est un manufacturier de meubles prêts-à-assembler du Lac Mégantic. La compagnie a été fondée en 1948, est devenue publique en 1986 et a atteint des ventes de 40 millions en 1996.

De 1996 à 1999 les dirigeants ont pris avantage du faible dollar canadien et ont entrepris une expansion importante financée en bonne partie avec de la dette. Les revenus ont dépassé 80 millions \$ en 1999.

Au début des années 2000 la conjoncture a commencé à changer. Avec la récession aux États-Unis, le dollar canadien qui augmentait et la Chine qui intensifiait la compétition, la compagnie a commencé à perdre du terrain et les revenus ont diminué presque de moitié de 1999 à 2004. Comme les paiements d'intérêts n'ont évidemment pas diminué comme les revenus, la compagnie a commencé à avoir de la difficulté, elle a perdu une somme importante en 2002 et s'est restructurée en 2004 avec le support d'un actionnaire important de la compagnie : le Fonds de solidarité FTQ.

Même si la compagnie a rebâti son bilan et sa profitabilité avec le temps, l'action (qui est passée de la bourse de Toronto au CNSX) ne s'en est jamais remise. Des transactions s'effectuaient à des prix de plus en plus bas avec les années. L'action est tombée de son haut de 8 \$ (capitalisation boursière de plus de 100 millions \$) à la fin des années 90 à 0,05 \$ (capitalisation boursière de moins de 800 000 \$) en 2013.

Voici les résultats de la compagnie pour les 5 années avant que je commence à acheter à la fin de 2013 :

Table 6 :

Année	Revenus	Profits	Flux monétaires libres	Capitaux propres	Capitaux propres / passif
2009	37,2M \$	-0,1M \$	0,3M \$	12,1M \$	93 %
2010	33,7	-0,8	1,5	11,3	90
2011	33,6	-0,3	1,1	11,1	95
2012	29,4	0,2	1,0	11,3	116
2013	29,2	0,2	2,2	11,4	144

Certaines personnes étaient alors prêtes à me vendre leurs actions sur le marché à moins de ½ fois les flux monétaires libes et 7 % de la valeur comptable. Bestar était une compagnie gravement sous-évaluée. À ces prix, nous étions incapables d'en acheter beaucoup et nous avons alors acheté à des prix de plus en plus élevés en 2014 jusqu'à ce que le prix atteigne 0,15 \$ en novembre 2014.

Une offre pour acheter Bestar a été déposée au début de novembre par un petit groupe qui incluait le président du conseil de Bestar. Ils ont offert 0,18 \$ par action pour un total de 2,7M \$ en incluant les options d'achat et les actions privilégiées. Ce prix était légèrement plus que 1 fois les flux monétaires libes des 12 derniers mois. La compagnie avait 1,1M \$ en liquide dans son compte de banque et moins de 1M \$ de dettes. Elle possédait son usine de 300 000 pieds carrés sur un terrain de 600 000 pieds carrés dans le centre ville du Lac Mégantic et elle avait une marge de crédit inutilisée de 6M \$. La grande firme de comptables qui a été engagée pour évaluer l'offre a jugé que celle-ci était inéquitable pour les actionnaires.

Vous vous demandez peut-être pourquoi une offre comme celle-là pourrait être acceptée par les actionnaires. Ils ont utilisé une méthode qui leur a permis d'obtenir la compagnie avec seulement 2/3 des votes. Pour qu'une fusion fonctionne, seulement 2/3 des votes

sont nécessaires. Pour qu'une acquisition fonctionne, il faut 90 % des votes. Le groupe d'acheteurs a formé une compagnie Newco et a convaincu les 2 plus importants actionnaires d'accepter la proposition. Les gens du Fonds de solidarité FTQ voulaient sortir car cet investissement représentait une partie minime de leurs actifs sous gestion de plus de 10 milliards et ils avaient probablement dépassé leur horizon de placement depuis longtemps. On peut assumer que l'autre actionnaire important a vendu ses actions car il avait traversé des années très difficiles avec la compagnie et ne voulait plus continuer pour des raisons personnelles. En regardant son action qui n'allait nulle part et se disant peut-être qu'il n'y aurait pas d'autres acheteurs, il a décidé de vendre pour 0,18 \$.

Nous avons engagé des avocats pour compléter une diligence raisonnable et avons fait une offre vers la mi-décembre à 0,21 \$ par action. Dans notre cas on ne forçait pas le tiers des actionnaires à nous vendre à un prix inéquitable. Nous avons fait une offre publique d'achat, pas une proposition de fusion comme dans le cas de Newco. L'autre groupe a fait une contre-offre à 0,25 \$ (encore avec une proposition de fusion) et nous n'avons pas répliqué. Notre avocat nous a fortement recommandé de faire une offre initiale plus élevée que 0,21 \$ mais j'ai été borné et je ne voulais pas aller plus haut. Je sentais que notre offre était juste car elle donnait plus à ceux qui avaient accepté 0,18 \$ et ne forçait pas les 1/3 à accepter. Je pense qu'on aurait dû donner notre offre en main propre et un délai de réponse très court.

J'ai souvent pensé à Bestar et ce qui aurait pu arriver mais je considère ce court exposé la clôture d'une expérience qui m'a beaucoup appris. Je vais me rappeler de cette expérience comme étant la fois où moi et mon partenaire Gilbert Rousseau avons fait un cadeau de 1,2 million \$ à tous les actionnaires de Bestar qui ont reçu 28 % de plus pour leurs actions (nous avons couvert la facture légale nous-mêmes).

Notre position la plus importante

La position la plus importante du portefeuille modèle de McLean Capital est une banque américaine de taille moyenne avec une capitalisation boursière de moins de 5 milliards à la fin de 2015. Elle fait partie du portefeuille modèle de McLean Capital depuis le début et elle représente un de nos meilleurs placements.

Voici les rendements de la banque sur les 4 dernières années :

2012 : +16 %

2013 : +72 %

2014 : +37 %

2015 : +32 %

Total sur 4 ans : +261 %

Cette banque est une compagnie publique depuis 18 ans et demi. Si vous regardez sa performance historique, vous verrez un rendement annuel de 30 % sur l'action excluant les dividendes. Si vous aviez investi 100 000 \$ dans cette entreprise en 1997 à son premier appel public à l'épargne, ce placement vaudrait presque 13 millions de dollars aujourd'hui et vous auriez reçu presque 600 000 \$ en dividendes.

Qu'est-ce qui explique la qualité de cette banque?

Premièrement, elle a des actifs de haute qualité. Le rendement moyen sur ses actifs de 2,0 % sur les 5 dernières années est beaucoup plus élevé que la moyenne. Les plus grandes banques des États-Unis (le « Big Four ») ont eu les rendements suivants sur l'actif moyen sur les 5 dernières années :

JP Morgan : 0,9 %
Bank of America : 0,4 %
Citigroup : 0,6 %
Wells Fargo : 1,3 %

Sa provision pour créances douteuses a toujours été plus basse que la moyenne et est présentement de 1,0 % à la fin de 2015 (en pourcentage des prêts totaux). Les plus grandes banques aux États-Unis avaient ces pourcentages de provisions à la fin de 2015 :

JP Morgan : 1,6 %
Bank of America : 1,4 %
Citigroup : 2,0 %
Wells Fargo : 1,3 %

Le bilan est fort. Le ratio actif/équité (A/E), une mesure du levier financier, est en-dessous de la moyenne à 6,8 à la fin de 2015. Les plus grandes banques aux États-Unis avaient ces ratios A/E à la fin de 2015 :

JP Morgan : 9,5
Bank of America : 8,4
Citigroup : 7,8
Wells Fargo : 9,2

Mais plus que tout, ce qui résume vraiment la raison derrière ces chiffres est l'excellence de la gestion et de la culture de la banque engendrées par le fondateur et PDG qui est vraiment un excellent banquier.

Le secteur bancaire et la technologie

Je trouve le phénomène Uber fascinant. Il démontre le pouvoir énorme de l'internet sur la démocratie et peut inspirer du même coup la peur comme l'espoir.

Pour ceux qui ne connaissent pas encore Uber ; c'est une application internet qui permet de commander *un véhicule automobile terrestre privé, conduit par un chauffeur et destiné au transport payant de passagers et de leurs bagages, de porte à porte*. Uber se dit un service de covoiturage mais pour la plupart, c'est comme un taxi. C'est pour cette raison que j'ai retranscrit la définition de Wikipédia du mot taxi dans la phrase ci-dessus.

À Montréal, la licence pour opérer un taxi peut coûter jusqu'à 200 000 \$ et est administrée par le Bureau du taxi. Le fait que les travailleurs autonomes d'Uber ne payent pas cette licence les aide entre autre, à charger un frais moindre que les taxis.

Ce qui me fascine d'Uber c'est qu'ils ont réussi à utiliser l'internet pour contourner la loi et du fait même enlever beaucoup de revenus pour les villes sans trop de pression des administrateurs publics car ceux-ci veulent conserver leurs votes de la population qui, en général, adore Uber.

Ça nous amène à penser que d'autres industries pourraient être complètement dérèglementées par l'internet et le pouvoir de vote de la population. Comme l'internet permet d'obtenir une distribution énorme et très rapide à travers le monde, les régulateurs n'ont pas le temps de bloquer ces phénomènes avant que ceux-ci deviennent si importants que la population élargie refuse qu'on les influence.

Prenons l'exemple de la finance ou des banques plus précisément. Plusieurs services que seules les banques pouvaient offrir sont maintenant offerts par des services internet qui ne sont pas vraiment réglementés. PayPal permet de conserver une balance agissant un peu comme un compte de banque. L'entreprise permet aussi de faire des paiements de pair à pair. D'autres services internet offre des prêts ou des hypothèques (Quicken Loans) en ligne sans payer les frais de réglementation des banques.

La confiance des consommateurs semble être l'atout majeur que possèdent les banques en ce moment. Si on compare avec Uber, les taxis n'ont pas la confiance des consommateurs et ceci a beaucoup aidé Uber. La confiance est plus difficile à obtenir dans le cas d'une banque que d'un service de transport. Les banques ont aussi plusieurs services que les entités technologiques non réglementées ne peuvent pas encore offrir. C'est pour ces raisons que je pense encore que les banques ont des avantages compétitifs importants et qu'il est plus difficile pour un service digital de les déracer.

Comme les marques de commerce rendent les clients « collés » à leur banque, celles-ci ont aussi le temps de s'ajuster et d'offrir les services en lignes que les boîtes technologiques développent initialement.

Prenez Bitcoin comme exemple. Pour l'instant, Bitcoin agit comme un titre spéculatif. Il est difficile d'imaginer un monde où le Bitcoin devient une devise viable pour nos économies sans que celui-ci devienne supporté par une organisation d'ampleur (comme un gouvernement). Les gens doivent être confiants que leur devise sera très stable par rapport aux biens de consommation qu'ils se procurent ; ce que le Bitcoin n'offre pas en ce moment.

Toutefois, Bitcoin contient possiblement une innovation importante pour le secteur bancaire mondial : la chaîne de blocs. La chaîne de blocs est un grand journal comptable en ligne implanté sur un réseau mondial qui, en théorie, empêche de faire des changements rétroactifs. On peut s'imaginer que ce système pourrait être utilisé pour les transactions de titres, ce qui pourrait avoir un impact majeur sur les banques. Ce système pourrait éliminer le besoin d'un intermédiaire. Les banques regardent la possibilité d'implanter cette innovation eux-mêmes et ainsi protéger leurs profits.

Je continue de penser que le secteur bancaire a beaucoup de valeur malgré la lourde réglementation, les taux d'intérêt très bas et la menace des nouvelles technologies (principalement au niveau du robot-conseil, des paiements et de la chaîne de blocs). Je pense qu'il est toutefois important de suivre l'impact de la technologie sur la rentabilité des banques dans le futur.

Bob Iger et Walt Disney

Je veux prendre le temps d'écrire sur un de mes PDG favoris : Robert Iger. Il est devenu le PDG de Walt Disney en 2005 et il a fait un travail remarquable qui vaut la peine d'être souligné.

Pixar

On a sorti Steve Jobs d'Apple en 1985. Plusieurs ne le savent pas mais ce dernier a acheté Pixar (Graphics Group à l'époque) de Lucasfilm pour 5 millions \$ en 1986. Il a aidé le studio à devenir ce qu'il est devenu étant l'actionnaire le plus important de la compagnie et PDG quand Pixar a divulgué son premier grand succès : Toy Story. Disney a acheté Pixar pour 7,4 milliards \$ en 2006.

Bob Iger a supposément été la clé dans cette transaction. On a déclaré que Steve Jobs et le PDG de Disney avant M. Iger avaient une mésentente. De l'autre côté, Bob Iger avait une très bonne relation avec Steve Jobs et il est même devenu un bon ami. Il a vu la grande valeur de Pixar et a été capable de convaincre Steve Jobs que Disney était la bonne maison pour le futur de sa compagnie.

Voici les 9 films que Pixar a sorti depuis l'acquisition de 2006 :

Table 7 :

Date de sortie	Film	Budget (millions)	Box Office mondial (millions)
9 juin 2006	<i>Cars</i>	70 \$	461 \$
29 juin 2007	<i>Ratatouille</i>	150 \$	626 \$
27 juin 2008	<i>WALL-E</i>	180 \$	532 \$
29 mai 2009	<i>Up</i>	175 \$	731 \$
18 juin 2010	<i>Toy Story 3</i>	200 \$	1 060 \$
24 juin 2011	<i>Cars 2</i>	200 \$	560 \$
22 juin 2012	<i>Brave</i>	185 \$	554 \$
21 juin 2013	<i>Monsters University</i>	200 \$	743 \$
19 juin 2015	<i>Inside Out</i>	200 \$*	602 \$*
TOTAL		1 560 \$	5 869 \$

* Estimations

Les studios de cinéma peuvent être très profitables. Malgré que M. Iger a payé cher pour Pixar, cette « annuité » à long terme est une source de franchise très forte dans laquelle Disney pourra piger pour générer beaucoup de profits dans un futur lointain et qui apporte beaucoup à la valeur et la position compétitive de Disney.

Marvel

Disney a payé 4 milliards pour acheter Marvel Entertainment en 2009. À cette époque, plusieurs croyaient que Disney avait trop payé et étaient inquiets qu'on diminuerait la valeur artistique de la marque Marvel. Aujourd'hui Marvel semble plus forte que jamais et la valeur stratégique de l'acquisition semble une évidence (après coup). Le marché

comprend maintenant le pouvoir énorme de distribution de Disney et comment celui-ci peut être appliqué à des marques de commerce comme Pixar, Marvel et Lucasfilm pour augmenter considérablement leurs valeurs et profitabilités.

Lucasfilm

« C'était comme si Lucasfilm se situait sur la plus riche des réserves de pétrole au monde mais qu'on ne voulait pas faire de forage. »

- Wired (faisant référence à Lucasfilm avant l'acquisition de Disney en 2012)

Disney a aussi payé 4 milliards \$ pour acheter Lucasfilm en 2012. Cette fois-ci le marché a compris qu'on voulait appliquer la même stratégie qu'on avait utilisé avec Marvel.

Star Wars : Le Réveil de la Force a déjà amassé plus de 2 milliards US de revenus au box office et vous pouvez ajouter tous les produits de consommation et les ententes sous licence à ce montant. Ceci a été une merveilleuse acquisition et démontre le pouvoir énorme de génération de bénéfices de la compagnie Walt Disney ; particulièrement lorsque dirigée par un commandant de première classe comme Bob Iger.

Conclusion

Voici les résultats de Walt Disney pour les 10 dernières années :

Table 8 :

Année	Croissance des bénéfices par action	Variation du prix de l'action*
2006	+34,4 %	+38,2 %
2007	+37,2	-13,0
2008	+1,3	-29,0
2009	-22,8	+49,3
2010	+15,3	+26,8
2011	+24,1	-0,5
2012	+24,2	+33,8
2013	+9,3	+46,6
2014	+24,6	+31,6
2015	+15,0	+4,7
CUMULATIF	+301,6	+334,6
ANNUEL	+14,9	+15,8

* Exclut les dividendes qui apportent le rendement annuel total sur 10 ans à 17,1 %.

J'espère que Bob Iger va rester à la direction de Disney pour plusieurs années à venir. Il a seulement 65 ans et le conseil a déjà prolongé son mandat dans le passé. J'espère qu'ils vont continuer et que Bob Iger ne prendra jamais sa retraite!

Variations de devise

Depuis notre première année d'opération, nous avons eu une grande partie de nos placements dans des entreprises américaines transigées en dollars US. Mes partenaires

me demandent souvent quel a été l'impact de la variation de la devise sur notre portefeuille et à quoi on peut s'attendre dans le futur.

Dans les 2 dernières années, la variation de la valeur au marché de la devise américaine par rapport à la devise canadienne a augmenté notre rendement de 12 % en 2015 (le rendement sans la variation de devise aurait été environ 8 %) et de 8 % en 2014 (le rendement sans la variation de devise aurait été environ 10 %).

Même si je ne pense pas pouvoir prédire les variations de devises, je peux avoir une appréciation générale de la valeur intrinsèque d'une devise par rapport à une autre. Regardons quelques méthodes pour évaluer les devises.

La Parité du pouvoir d'achat stipule que la valeur d'une devise par rapport à une autre devrait être à un niveau où le pouvoir d'achat des deux devises est le même dans les deux pays. Par exemple (suivant l'index du Big Mac), un Big Mac coûtait environ 4,90 \$ US aux États-Unis en janvier 2016 et coûtait 5,80 \$ CDN au Canada en moyenne. Ceci implique une valeur de 0,84 \$ US ($4,90 / 5,80$) pour le dollar canadien par rapport au dollar US. À plus grande échelle, en utilisant le calcul du pouvoir d'achat de l'OCDE, le dollar canadien vaut 0,82 \$ US.

Une autre façon de calculer la valeur relative de la devise d'un pays est de regarder la productivité de la main d'œuvre. L'idée derrière cette théorie commence avec la perception de l'argent comme une note de crédit sur le temps des travailleurs car l'argent peut servir à engager des employés. Comme l'économie est constituée de travailleurs, quand nous mettons notre argent au travail en investissant, en fait nous achetons le temps de la population. Si un groupe de travailleurs est plus efficace qu'un autre groupe de travailleurs, on s'attendrait à payer plus pour le temps du premier groupe. D'après Le Conference Board du Canada, la main d'œuvre canadienne a été 19 % moins productive que la main d'œuvre américaine en 2012. D'après cette mesure, le dollar canadien avait alors une valeur de 0,81 \$ US. En janvier 2012, le dollar canadien se transigeait pour 0,98 \$ US.

Sur cette base, il était clair pour moi et je pense pour la plupart que le dollar canadien était surévalué au début de notre première année complète d'opération (2012). Même si j'ai acheté des actions américaines car je préférais le niveau des prix, je pensais aussi que la devise américaine sous-évaluée pourrait avoir un impact positif dans le futur ; sans savoir quand l'augmentation arriverait.

Je continue de croire que l'utilisation du S&P/TSX (ou le S&P 500) comme indice de référence sans ajustement pour les variations de devises fait du sens car la valeur intrinsèque d'une devise était et continue d'être prise en considération quand nous effectuons des investissements à l'étranger. Comme l'objectif est de battre le marché sur le long terme, ça fait du sens de comparer notre performance avec le marché directement; sans s'ajuster aux variations de devises.

À long terme, les fluctuations de devises ne devraient pas avoir un impact important sur notre portefeuille. Ils pourraient augmenter notre rendement sur certaines années et le diminuer sur d'autres mais au global je ne pense pas qu'elles auront un impact significatif à long terme.

Perspectives pour les années à venir

Je ne peux pas prédire le futur mais je peux élaborer différents scénarios pour nous donner une idée du potentiel de rendement futur. Il est possible d'obtenir notre rendement annuel composé en utilisant un modèle qui utilise trois paramètres. Le premier est la croissance annuelle des profits de nos entreprises. Le second fait référence à l'humeur du marché (le ratio cours/bénéfices) et le troisième est le niveau du dollar canadien qui affecte notre rendement sur nos titres à l'étranger (probablement tous achetés en dollars américains). Chaque scénario est une combinaison des trois paramètres.

Il est vrai que le ratio cours/bénéfices est souvent dépendant du niveau des taux d'intérêts et que la variation du dollar canadien est généralement liée à la variation des prix des ressources naturelles mais d'essayer de prédire ces données est extrêmement difficile voir impossible et ce n'est pas le but de l'exercice. De toute façon, la croissance annuelle des profits de nos entreprises est le paramètre le plus important sur le long terme et celui sur lequel je concentre mes recherches et analyses.

Le tableau à la page suivante présente sept scénarios possibles du plus pessimiste ou plus optimiste en considérant que nous avons présentement 64 % de notre portefeuille en \$ US et que notre ratio cours-bénéfices est de 15 (7 points en dessous de celui du marché).

Table 9 :

Scénario	Croissance annuelle des profits	Ratio cours/bénéfices dans 5 ans	Dollar canadien/dollar américain dans 5 ans	Rendement annuel composé
1	4 %	15 (identique)	1,00 \$	0 %
2	7 %	16	0,90 \$	5 %
3	9 %	18	0,82 \$	11 %
4	12 %	18	0,80 \$	14 %
5	12 %	20	0,70 \$ (identique)	19 %
6	14 %	21	0,70 \$ (identique)	22 %
7	16 %	21	0,60 \$	26 %

Si nous estimons la croissance annuelle des profits pour les entreprises du S&P/TSX à 4 % pour les cinq prochaines années et que nos entreprises réussissent à obtenir 5 % de plus ; que nous supposons que les taux d'intérêt augmentent mais qu'ils ne sont pas de retour à la normale ; et finalement que la devise se stabilise à sa vraie valeur qui est probablement aux alentours de 0,82 \$; le troisième scénario serait le plus réaliste et on pourrait s'attendre à un rendement annuel de 11 % par année (total de 69 %) pour les 5 prochaines années. Évidemment je préférerais faire mieux que ça et je pense que c'est possible. La croissance des profits de nos compagnies pourrait être plus forte que prévu et le marché pourrait évaluer nos compagnies plus généreusement.

Conclusion

Je veux remercier tous mes partenaires pour la confiance que vous m'accordez en devenant les premiers partenaires de McLean Capital.

Investir est une passion pour moi et McLean Capital est le début de quelque chose qui peut me permettre de partager et de développer ma passion encore plus dans le futur. Je suis très reconnaissant envers ceux qui m'ont permis d'accumuler l'expérience nécessaire pour obtenir ma licence avec l'Autorité des marchés financiers.

L'honnêteté et l'intégrité sont des valeurs fondamentales pour moi et McLean Capital. Ces valeurs ne sont pas seulement bonnes au sens moral ; elles sont aussi excellentes dans le sens économique!

Comme je pense que « partenaire » est un terme plus approprié, j'ai décidé d'utiliser ce terme au lieu de « client ». Comme je suis investi dans les mêmes titres que vous, nous sommes tous dans le même bateau et « partenaire » fait plus de sens.

J'espère que cette lettre a été intéressante et utile pour vous aider à mieux comprendre la philosophie de McLean Capital et ses principes sous-jacents. Si vous avez des questions, n'hésitez pas à m'appeler.



Ian McLean



MCLEAN CAPITAL