

## **Starbucks : Du succès *grande* aux problèmes *venti***

**Dan Rohinton**, Vice-président, gestionnaire de portefeuilles, dividendes mondiaux

*DIVULGATION : Les portefeuilles gérés par iAGMA contiennent des participations dans les types d'entreprises mentionnés ci-dessous.*

Au cours des dernières décennies, Starbucks a connu un long parcours couronné de succès. Au départ, la marque s'est imposée comme un leader sur le marché du café haut de gamme, avant de connaître le succès sur un marché chinois en plein essor. Ces deux piliers de croissance ont conféré à Starbucks le statut de valeur culte dans le secteur de la restauration, qui est en constante évolution.

Mais c'était le bon vieux temps. La voie à suivre semble aujourd'hui parsemée d'incertitudes et Starbucks a enregistré des rendements inférieurs à la moyenne au cours des cinq dernières années. L'avenir semble tout aussi incertain.

Quels sont donc les principaux obstacles auxquels Starbucks doit faire face ?

Les défis américains : La principale stratégie de la marque pour maintenir la croissance des ventes dans les mêmes magasins (SSS) s'est réalisée à travers les prix. Néanmoins, cette approche a entraîné une baisse du volume des transactions, les clients refusant de payer des prix élevés. Bien que Starbucks occupe une position de premier plan sur le marché du café, il s'agit toujours d'un produit de masse. L'augmentation des prix a un impact négatif sur la demande et le trafic, ce qui est le cas actuellement. Même le programme Starbucks Rewards a connu une baisse de 4 % du nombre de membres actifs depuis le quatrième trimestre. Ce programme de fidélisation est un facteur de distinction pour la marque, car il offre aux clients des promotions personnalisées pour maintenir leurs habitudes d'achat. Actuellement, l'entreprise navigue à travers des marées difficiles tout en espérant une amélioration du SSS au cours de l'année à venir.

Guerre des prix en Chine : il est intéressant de noter que les problèmes de Starbucks aux États-Unis semblent plus faciles à résoudre que ceux en Chine. La Chine présente des défis uniques, dont certains pourraient être de nature structurelle. L'époque où Starbucks pouvait ouvrir de nouveaux établissements et monopoliser le marché est désormais révolue. En fait, la marque perd des parts de marché au profit de concurrents nouveaux et existants. Luckin Coffee, à la suite d'un important scandale comptable, a rebondi et agrandi ses magasins par milliers chaque année, aux côtés d'un autre concurrent en pleine expansion, Shenzhen Meixixi Food & Beverage. Starbucks s'est retrouvée prise dans un cycle incessant d'offres promotionnelles afin de retenir les clients dans ses magasins, ce qui indique des failles structurelles plus profondes. Il semble improbable que Starbucks puisse inverser fondamentalement ces tendances. Les prix du marché du café sont largement inférieurs à l'offre de Starbucks et restent fermement centrés sur le thé. Le scénario de base prévoit une intensification de la concurrence, une perte de parts de marché et une baisse de la rentabilité.

Le déclin de Starbucks est loin d'être certain. Sa base fondamentale figure toujours parmi les meilleures de l'histoire de la restauration. Toutefois, cela nous rappelle que le secteur de la restauration pose des défis importants aux investisseurs. Les habitudes et les comportements des consommateurs sont imprévisibles, et il y a un afflux constant de nouveaux restaurants dans chaque catégorie, chacun offrant une ambiance et un choix de menus uniques. En outre, l'essor de la culture du café à domicile « à faire soi-même », qui a prospéré pendant la pandémie, pose un autre défi. Pour dire les choses simplement, le métier devient plus difficile.

Passez une bonne fin de semaine !

## Le réveil du Canada

**Dan Rohinton**, Vice-président, gestionnaire de portefeuilles, dividendes mondiaux

*DIVULGATION: Les portefeuilles gérés par iAGAM contiennent des participations dans les types d'entreprises mentionnés ci-dessous.*

(Avertissement : il s'agit de mon point de vue personnel)

En tant qu'investisseurs, nous passons beaucoup de temps à apprécier la vision des dirigeants et la manière dont ils espèrent façonner leur entreprise et avoir un impact indirect sur la société grâce à leur esprit d'entreprise. Au Canada, notre grande réussite est Shopify, fondée par Tobi Lutke. Il se trouve qu'il est également un fervent adepte des médias sociaux et, pour tout dire, Tobi s'inquiète de l'orientation de notre économie et surtout des perspectives de l'innovation technologique à l'heure où nous entrons dans l'ère de l'IA. En toute honnêteté, je suis surpris que ces articles du mois dernier aient été largement oubliés lorsqu'ils ont été publiés pour la première fois. Le fait qu'un entrepreneur technologique canadien à la tête d'une entreprise de 100 milliards de dollars se montre aussi pessimiste devrait être plus important. Explorons cela plus en profondeur et ayons une conversation plus approfondie sur les défis auxquels le Canada est confronté aujourd'hui et sur la façon dont nous pouvons construire une vision plus constructive pour l'avenir.



**tobi lutke** @tobi · Apr 16

Message from a friend: "Canada has heard rumors about innovation and is determined to will leave no stone unturned in deterring it"



**tobi lutke** @tobi · Apr 14

Such a depressing chart.

This can only lead to poverty



**Jay Vas** @jayvas · Apr 14

Dear Canada: this is a really sad graph.

### The widening gap between public, private and self-employment

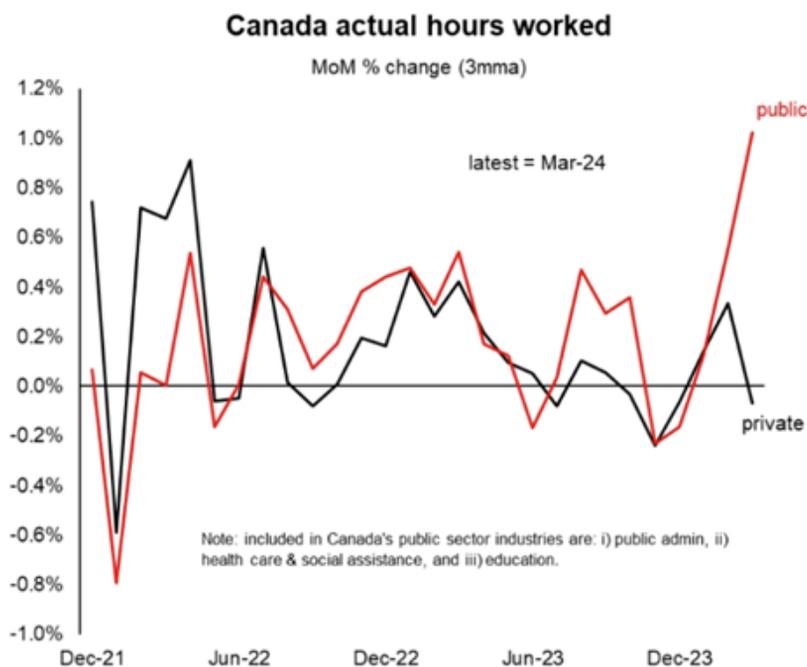
Percentage change since 2014



THE GLOBE AND MAIL, SOURCE: STATISTICS CANADA, GLOBE AND MAIL CALCULATIONS

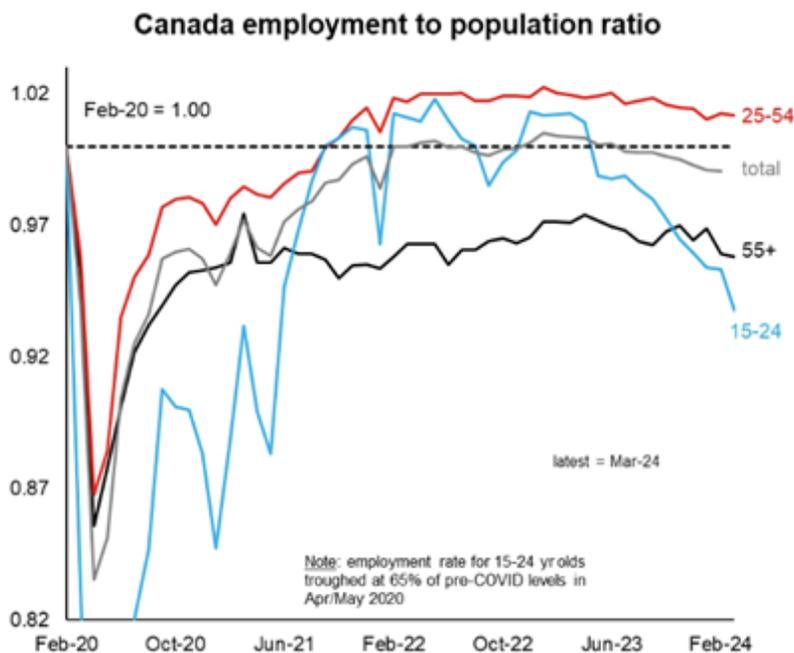
**Nos défis actuels :**

**L'élargissement du fossé entre l'emploi public et l'emploi privé :** Nous assistons à l'élargissement du fossé entre les heures travaillées dans le secteur privé et dans le secteur public. En d'autres termes, l'emploi et les heures travaillées dans le secteur public sont en plein essor, alors même que la masse salariale du secteur privé passe en territoire négatif. Étant donné qu'il s'agit d'une variation mensuelle, un petit écart dans les données se creuse rapidement sur un an ou deux. L'élargissement de l'écart est une source d'inquiétude à long terme car, par construction, le secteur public transfère des ressources économiques d'un domaine à l'autre, en faisant peser sur les entreprises privées une charge plus lourde pour générer la richesse économique à distribuer en premier lieu. Il s'agit d'un impôt indirect sur la productivité dont les effets en aval se font sentir des années plus tard. Nous venons d'avoir un bon rapport sur les salaires, mais il ne s'agit pas de mesures ponctuelles, mais plutôt d'une tendance générale sur plusieurs années.



Source: Macquarie Research

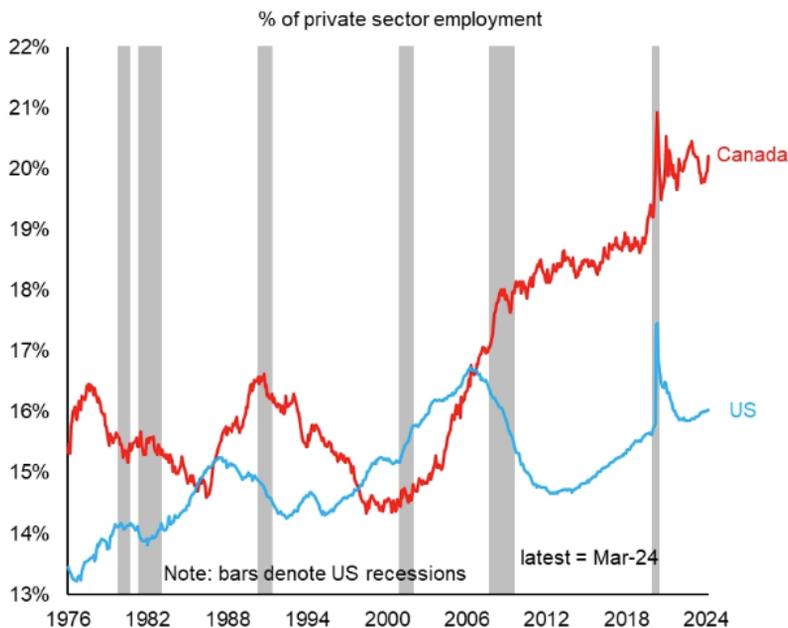
**La plus jeune génération prend du retard :** En examinant la recherche, la tendance qui m'a le plus surpris est l'accélération de la faiblesse, en particulier chez les Canadiens les plus jeunes qui viennent d'entrer sur le marché du travail. Le taux d'emploi des Canadiens âgés de 15 à 24 ans est en baisse accélérée et se situe désormais en dessous du groupe des 55 ans et plus, qui a connu une baisse structurelle en raison des départs à la retraite anticipés après la pandémie. La faiblesse des tendances économiques sous-jacentes est ressentie de la manière la plus aiguë par le groupe démographique le plus jeune et le plus ambitieux du bassin d'emploi. L'importance de ce vent contraire ne peut être sous-estimée. L'entrée sur le marché du travail est l'une des étapes les plus significatives de la vie d'une personne, et nous ne pouvons pas laisser cette partie du contrat social de la société se rompre.



Source: Macquarie Research

**Notre obsession pour l'immobilier :** Il n'est pas exagéré de dire que les Canadiens sont obsédés par l'immobilier. Vous êtes probablement en train de vous dire : « Dan, le ciel est bleu, et après ? », mais tenez-vous bien. Le point essentiel à souligner n'est pas seulement l'impact sur les bilans des consommateurs ou l'éviction de l'esprit d'entreprise par la spéculation immobilière, mais aussi l'impact sur l'emploi, dont on ne parle pas assez. Le secteur canadien des services financiers, qui s'occupe en grande partie de l'immobilier, a atteint des niveaux record, en particulier après la crise de la Covid-19. Les employés du secteur privé qui travaillent dans la construction et les services financiers, l'assurance et l'immobilier (FIRE) représentent plus de 20% de la masse salariale privée, ce qui creuse l'écart avec les États-Unis. Alors même que le secteur privé s'efforce de croître face à un secteur public en pleine expansion, nous constatons que les effectifs privés augmentent dans les domaines les plus sensibles sur le plan économique. L'emploi canadien est donc vulnérable aux fluctuations du marché du logement, car tout choc immobilier n'a pas seulement un effet de richesse, mais aussi un de revenu d'emploi.

## Construction & FIRE/financial activities employment



Source: Macquarie Research

L'aspect le plus troublant de cette analyse est que nous examinons les données dans un contexte économique mondial solide. Dans un scénario de récession, les problèmes structurels auxquels le Canada est confronté vont s'aggraver considérablement. Je garde l'espoir que nous aborderons ces sources de vulnérabilité économique rapidement et honnêtement avant qu'une récession ne fasse monter la température et ne favorise un environnement propice à des solutions provisoires à court terme qui ne s'attaquent pas aux problèmes fondamentaux.

### *Nos perspectives d'avenir :*

**Exploiter l'abondance de nos ressources :** Le Canada occupe une position unique en tant que superpuissance de l'hémisphère occidental en matière de ressources. Nos réserves dans un large éventail de matières premières essentielles comprennent le pétrole, le gaz naturel, le nickel, le cuivre, l'uranium, la potasse, les terres agricoles, le bois, la pêche, la production d'énergie hydroélectrique et bien d'autres choses encore. Nous pouvons et devrions être l'« Arabie saoudite », non seulement pour le pétrole, mais aussi pour un large éventail de produits de base dont les nations modernes ont besoin pour mettre au point les technologies et les procédés de fabrication de la prochaine génération. Il n'y a pas de véhicules électriques sans nickel et pas de sources d'énergie à faible coût pour les centres de données sans un approvisionnement abondant en uranium. Nous disposons de tout cela, avec une gouvernance et des réglementations environnementales solides pour garantir leur durabilité.

## Quand Goliath gagne

**Dan Rohinton**, Vice-président, gestionnaire de portefeuilles, dividendes mondiaux

*DIVULGATION: Les portefeuilles gérés par iAGMA contiennent des participations dans les types d'entreprises mentionnés ci-dessous.*

Les bons résultats récents de Nvidia, ainsi que les performances globales impressionnantes des « Magnificent 7 » tout au long de la saison des résultats, ont marqué un nouveau point culminant pour la concentration du marché. Les 7 Magnifiques représentent désormais 31% de la valeur de l'ensemble du marché boursier américain, ce qui représente une croissance notable par rapport à la dernière décennie, alors qu'ils ne représentaient que 8%. Ce phénomène n'est pas nouveau pour la plupart des marchés. En fait, il est assez courant dans la plupart des régions du monde et, jusqu'à récemment, les États-Unis faisaient figure d'exception. Prenons l'exemple du Canada, où les « cinq grandes » banques ont toujours représenté un pourcentage similaire de l'indice TSX pendant de nombreuses années.

**Chart 3: Magnificent 7 account for 31% of S&P 500 market cap**  
“Magnificent 7” market cap, as a % of S&P 500



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg. Magnificent 7 = Apple, Amazon, Google, Meta, Microsoft, Nvidia, and Tesla

BofA GLOBAL RESEARCH

Source: BofA Research

Mais qu'est-ce qui motive cette tendance ?

**Concentration naturelle du marché :** De nombreux secteurs, en particulier ceux axés sur la technologie, ont connu une consolidation continue des parts de marché par des acteurs plus importants. Ce phénomène peut être largement attribué aux forces économiques qui poussent les leaders technologiques dominants centrés sur le réseau (comme Meta, Google, Apple, Microsoft) à monopoliser leurs marchés respectifs. Pendant ce temps, les plateformes qui s'appuient sur une échelle mondiale massive pour offrir des produits compétitifs (Netflix, Amazon, Tesla) sont sous pression pour répondre aux attentes élevées des clients en matière de rapidité, de qualité et de service à des prix compétitifs. Par exemple, il est beaucoup plus efficace pour Netflix de produire une seule émission pour des centaines de millions d'abonnés plutôt que de répartir les téléspectateurs sur plusieurs émissions destinées au même public, ce qui illustre le concept d'économies d'échelle. Cette situation crée toutefois un paradoxe, notamment pour les consommateurs et les politiciens, compte tenu des nombreux procès antitrust et des critiques publiques à l'encontre de ces entreprises. Les alternatives - des produits de moindre qualité à des coûts à court terme plus élevés, pour finalement revenir à une structure de quasi-monopole ou d'oligopole - sont loin d'être idéales, comme l'histoire l'a montré avec AT&T.

**Le prix d'entrée :** Un facteur crucial souvent négligé dans le débat actuel est le coût sans cesse croissant de l'innovation. Alors que les grandes entreprises technologiques investissent dans des capacités de nouvelle génération, le prix d'entrée sur ces marchés monte en flèche. Il devient de plus en plus difficile, et aussi coûteux, de fabriquer de nouveaux semi-conducteurs qui nécessitent une ingénierie au niveau atomique. Ces complexités de la chaîne de valeur en amont font grimper les prix et rendent les investissements ultérieurs dans les centres de données ou les installations de fabrication beaucoup plus coûteux que par le passé. Peu d'acteurs ont donc la capacité, et encore moins la volonté, de pénétrer ou d'innover sur ces marchés lorsque les coûts peuvent atteindre des milliards, voire des dizaines de milliards. Il est surprenant de constater que Google consacre davantage de dépenses en capital en pourcentage de son chiffre d'affaires (16,1% cette année) que General Electric à son apogée (12,3%). Je m'attends à ce que ces coûts continuent d'augmenter, même si l'on ne sait pas s'il s'agira d'une fonction linéaire ou exponentielle.

Il ne fait aucun doute que l'étiquette actuelle « Magnificent 7 » changera avec le temps, évoluant au fur et à mesure que le récit du marché inclura de nouvelles entreprises et en exclura d'autres (tout comme FANG, FANG+BAT, MAGMA, BRICS). Le point essentiel à noter, cependant, est que nous sommes en train de passer à un marché et à une économie qui se concentreront de plus en plus au fur et à mesure que la technologie s'infiltrera dans de plus en plus d'aspects de nos vies déjà numérisées. Dans notre recherche d'opportunités d'investissement, nous prenons en compte à la fois les grandes et les petites entreprises, les plus proches et les plus lointaines, en nous laissant toujours guider par les fondamentaux ascendants.

Aujourd'hui, nous assistons à de nombreux scénarios David contre Goliath où la question n'est pas de savoir si Goliath va gagner, mais plutôt quand.

Passez une belle fin de semaine !

## BMO et RBC : des histoires très différentes

**Dan Rohinton**, Vice-président, gestionnaire de portefeuilles, dividendes mondiaux

*DIVULGATION: Les portefeuilles gérés par iAGMA contiennent des participations dans les types d'entreprises mentionnés ci-dessous.*

Dans l'ensemble, la saison des résultats n'a pas été passionnante pour les banques canadiennes, mais en y regardant de plus près, il y a d'importantes leçons à tirer. Une fois de plus, il est clair que dans les services bancaires aux particuliers et aux entreprises, l'investissement et l'accroissement de la part de marché au niveau local l'emportent sur l'expansion internationale. C'est ce qui ressort particulièrement des résultats de RBC et de BMO cette semaine.

Qu'avons-nous appris ?

Les déboires de BMO : Après avoir été pendant de nombreuses années une banque régionale de taille moyenne aux États-Unis, BMO a décidé de changer la donne en procédant à l'acquisition massive de Bank Of The West pour un montant de 21 milliards de dollars. Malheureusement, le moment était mal choisi, juste après l'effondrement de la Silicon Valley Bank. L'opération est ainsi entrée dans l'histoire comme l'une des plus malencontreuses de l'histoire moderne du Canada. Si le choix du moment est en partie excusable, je pense qu'il est essentiel d'examiner de près le raisonnement qui derrière la transaction elle-même. BMO Harris, qui est essentiellement une banque du Midwest, tentait de devenir une banque bicôtière super-régionale par le biais de cette transaction majeure. BMO a fini par payer une prime excessive de 1,57 fois la valeur comptable et de 11 fois le ratio cours/bénéfice synergétique. Malgré les synergies de coûts promises et le quasi-doublement de la taille du portefeuille américain, la rentabilité des fonds propres de BMO US a chuté d'une moyenne de 17,4% à un maigre 6,5%. Sans surprise, le revenu net pour les actionnaires est resté pratiquement inchangé, ce qui est nettement inférieur à toute période en 2022 précédant l'acquisition. BMO aurait pu utiliser son capital excédentaire pour racheter environ 13 à 18% de ses actions en circulation, évitant ainsi cette situation compliquée.

Le succès de RBC : En revanche, RBC a prospéré grâce à l'acquisition de HSBC Canada un an plus tard, l'un des derniers actifs stratégiques dans le paysage bancaire national. En dépit d'une concurrence plus vive, le ratio cours/bénéfice synergétique de RBC pour l'opération était plus modeste, à savoir 9,4 fois. Après un mois de résultats consolidés de HSBC Canada, nous pouvons constater une dynamique prometteuse. La direction a fait part de l'avancement du programme de synergies et a annoncé un programme de rachat pour compenser la dilution des capitaux propres résultant du préfinancement de l'opération HSBC. Le plan stratégique de RBC me semble plus plausible ; après tout, le Canada est son terrain de jeu et les clients de HSBC n'ont certainement pas besoin d'être présentés à RBC. Cela réduit le risque associé à une intégration complexe et permet à RBC d'atteindre son objectif de 27 % de rendement des capitaux propres marginaux. Bien qu'il soit encore trop tôt pour le dire, je le dirai tout dès maintenant : bravo RBC !

**Bâtir sur nos racines,  
innover pour l'avenir.**

L'appréciation des décisions d'allocation de capital prises par la direction est un élément crucial, mais souvent négligé, de notre recherche. Il est rare de voir deux décisions d'importance similaire contraster aussi nettement quant à l'orientation future d'un titre. Même si le Canada entre dans un cycle de crédit, le message est clair pour les banques canadiennes : si vous êtes « fabriqué au Canada », restez simple et restez au Canada.

Passez une bonne fin de semaine !

## **About iA Gestion mondiale d'actifs (iAGMA)**

### **BÂTIR SUR NOS RACINES, INNOVER POUR L'AVENIR.**

Pôle d'attraction des meilleurs talents en investissement, iAGMA est l'un des plus grands gestionnaires d'actifs au Canada, avec plus de 100 milliards de dollars sous gestion pour des mandats institutionnels et de détail. Nous aidons les investisseurs à atteindre leurs objectifs de création de richesse à long terme par des solutions de placement innovantes conçues pour les marchés complexes d'aujourd'hui. Nous nous appuyons sur notre succès historique, soutenons le développement de nos principaux atouts et explorons des moyens innovants pour répondre aux besoins des investisseurs. Nous bâtissons sur notre histoire et innovons pour l'avenir. Nos gestionnaires de portefeuilles expérimentés utilisent une méthodologie de placement propre, ancrée dans l'engagement fédérateur d'iAGMA envers une solide gestion des risques, la rigueur analytique et une approche disciplinée axée sur les processus d'allocation d'actifs et de sélection de titres.

### **Informations générales**

Les informations et les opinions contenues dans ce rapport ont été préparées par iA Gestion mondiale d'actifs. (« iAGMA »). Les opinions, estimations et projections contenues dans ce rapport sont celles de iAGMA à la date de ce rapport et peuvent être modifiées sans préavis. iAGMA s'assure que le contenu rassemblé est issu de sources que nous estimons fiables et contient des informations et des opinions précises et complètes. Cependant, iAGMA ne fait aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, et à cet égard, n'assume aucune responsabilité pour toute erreur ou omission contenue dans ce document et n'accepte aucune responsabilité quelle qu'elle soit pour toute perte résultant de l'utilisation ou de la confiance accordée à ce rapport ou à son contenu. Il n'y a aucune représentation, garantie ou autre assurance que les projections contenues dans ce rapport se réaliseront. Les informations financières pro forma et estimées contenues dans ce rapport, le cas échéant, sont basées sur certaines hypothèses et sur l'analyse des informations disponibles au moment où ces informations ont été préparées, lesquelles hypothèses et analyses peuvent ou non être correctes. Ce rapport ne doit pas être interprété comme une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'un quelconque titre. Le lecteur ne doit pas se fier uniquement à ce rapport pour évaluer s'il doit ou non acheter ou vendre des titres de la société concernée. Il doit déterminer s'il est adapté à sa situation particulière et en parler à son conseiller financier. « iAGMA » est un nom de commerce et un autre nom sous lequel iA Gestion mondiale d'actifs inc. et Industrielle Alliance Gestion de placements inc. opèrent. « iA Gestion mondiale d'actifs » est une marque de commerce de iA Gestion mondiale d'actifs inc. et Industrielle Alliance, Gestion de placements inc. Le logo de iA Gestion mondiale d'actifs est une marque de commerce de Industrielle Alliance, Assurance et services financiers inc.