

GROUPE COMMODARI ANTINORI / BMO NESBITT BURNS

ÉVOLUTION DU PORTEFEUILLE : ÉTÉ 2026

À première vue, le premier semestre de 2026 était une période parfaitement agréable pour détenir des actions. L'indice S&P 500 a inscrit un rendement d'environ 14,26 % en dollars canadiens, l'indice TSX a conclu le semestre en hausse de 11,17 % et les deux indices ont commencé l'été près de sommets records.

Mais ces résultats dissimulent plus que ce qu'ils révèlent. Les moyennes apparemment paisibles cachent six mois turbulents. Un conflit printanier a presque entraîné les marchés dans une correction; une remontée marquée les a ensuite portés à de nouveaux records. Derrière tout cela, le marché était pris entre l'euphorie et le désespoir, souvent sur le même sujet. Ce sujet? L'intelligence artificielle. Toute l'année, le marché a trié à la hâte les entreprises en deux séries : celles présumées gagnantes, pour lesquelles aucun prix n'est trop élevé, et celles présumées perdantes, dont bon nombre sont d'excellentes sociétés, sévèrement décotées aujourd'hui en raison de difficultés que les investisseurs semblent entrevoir dans cinq ans.

L'intelligence artificielle (IA) pourrait bien s'avérer la technologie déterminante de notre époque; nous n'avons rien à redire à ce sujet. Nous remettons toutefois en question la fiabilité du tri. Les cours peuvent fluctuer autant en cinq ans qu'en un après-midi, mais les faits arrivent quand même un trimestre à la fois. Nous étions peu enclins à participer aux prix élevés en surface sur ce marché, mais nous avons trouvé beaucoup d'occasions à saisir sous cette façade : refaire le tri nous-mêmes, vendre un peu de ce que le marché adore et acheter ce qu'il a décoté à la hâte.

Le tableau ci-joint présente les dix plus grandes fluctuations positives et négatives des cours parmi nos placements cette année. Comme d'habitude, des titres clairement sur la touche pas plus tard qu'en décembre, comme UnitedHealth et Elevance, comptent maintenant parmi nos meilleurs placements. Nous avons vu ce scénario se répéter à de nombreuses reprises au fil des décennies, Chipotle et Rolls-Royce étant les exemples les plus frappants : lorsqu'une entreprise est vraiment excellente, ses mauvaises nouvelles sont habituellement temporaires, et celles qui étaient à la traîne hier deviennent souvent les chefs de file de demain.

Source: BMO Retail Information Systems	Var. du	Source: BMO Retail Information Systems	Var. du
Titres les plus performants	cour ¹	Titres les moins performants	cour ¹
Rolls Royce Holdings Plc	28.3%	Zoetis Cl A	-40.9%
Taiwan Semiconductor	62.7%	Accenture Plc Ireland Cl A	-52.0%
Toronto-Dominion Bank	33.3%	Universal Music Group	-16.9%
UnitedHealth Group	30.3%	Lululemon Athletica	-43.1%
Alphabet Cl. C	16.6%	Intercontinental Exchange	-21.3%
Power Of Cda Sub-Vtg	21.2%	Capital One Financial	-14.3%
Ishares Capped Energy Index	24.0%	Liberty Broadband Corp Cl C	-29.2%
Elevance Health	14.2%	Meta Platforms Cl A	-11.7%
Canadian National Railway Co	24.7%	Paypal Holdings Com	-23.4%
Bio Techne	24.4%	Charles Schwab	-4.4%

¹ Variations de cours au 30 juin 2026 depuis le début de l'année. Calculs en dollars canadiens

Il faut faire preuve de prudence à la lecture de ce tableau : il indique les fluctuations des cours, pas nos résultats. Zoetis figure parmi les titres qui ont le plus nui au rendement, en baisse d'environ 41 % cette année, mais les actions que nous détenons ne nous ont coûté qu'un recul de l'ordre de 5 %, car c'est cette chute qui a créé notre occasion d'achat. L'inverse tient également : une action qui a progressé après que nous ayons réduit nos placements nous avantagé moins qu'à première vue. Les prix racontent ce que le marché a fait; ils en disent peu sur ce que nous avons fait en réponse.

Et nous en avons fait beaucoup. Au cours des six derniers mois, nous avons réduit la pondération de Rolls-Royce, de Taiwan Semiconductor, de Nutrien et de notre placement dans l'indice de l'énergie, liquidé nos placements dans Jacobs Solutions et vendu presque entièrement ceux dans Alibaba. Grâce au produit de ces ventes, nous avons établi des positions dans Zoetis, Accenture, Bio-Techne et MSA Safety, plus que doublé notre participation dans Universal Music Group et accru nettement nos placements dans ICON et à Elevance Health. Au 30 juin, nos 15 principaux placements représentaient environ 66 % de notre portefeuille d'actions. Quelques-unes de ces décisions méritent une explication plus détaillée.

Nous avons fait preuve de retenue dans la vente de nos placements dans **Nutrien** et l'indice de l'énergie. Les deux ont profité de la hausse des prix des produits de base, attribuable en partie au conflit au Moyen-Orient, et le terrain gagné grâce aux manchettes a tendance à être perdu à cause de celles-ci. Ce sont d'excellentes entreprises, mais elles sont cycliques, et nous préférons réduire la pondération des sociétés cycliques lorsque les événements, plutôt que les bénéfices, font la différence.

Parmi les achats, deux nécessitent un peu de franchise avant de célébrer leur rendement. Le nuage de l'intelligence artificielle continue de planer sur **Accenture**, dont le cours demeure inférieur au prix d'achat que nous avons payé. Nous croyons que la peur est exagérée; les actions se négocient maintenant à moins de dix fois les bénéfices, avec un dividende de près de 5 %. Mais l'éventail de résultats est vraiment large dans ce cas, c'est pourquoi nous avons choisi une position modeste au départ. **Universal Music Group**, quant à elle, a attiré une riche offre publique d'achat, dont nous parlerons sous peu.

Source: BMO Retail Information Systems	% de l'actif	Ann.
Titres	30 juin 26	Dét.
Rolls Royce Holdings Plc	12.8%	10.0
Icon PLC	6.6%	1.4
Toronto-Dominion Bank	5.9%	15.8
Alphabet Cl. C	4.6%	7.1
UnitedHealth Group	4.3%	6.2
Universal Music Group	4.2%	4.8
Taiwan Semiconductor	4.3%	5.9
Elevance Health	3.8%	5.1
Power Of Cda Sub-Vtg	3.1%	6.3
Capital One Financial	2.9%	3.6
Charles Schwab	2.8%	6.1
Nutrien Com	2.8%	6.3
Ishares Capped Energy Index	2.7%	6.3
Zoetis Cl A	2.6%	0.1
Sunbelt Rentals	2.5%	1.2
	65.74%	

Rien n'illustre mieux les changements d'humeur du marché au cours de cette période qu'**ICON**, la société irlandaise qui effectue des essais cliniques de médicaments pour le secteur pharmaceutique, actuellement notre deuxième placement en importance. Sur papier, l'action a tranquillement conclu le semestre en baisse de 1,6 %. En réalité, elle est passée d'environ 180 \$ à 70 \$ avant de rebondir. Elle a perdu plus de la moitié de sa valeur en raison d'une crainte comptable, puis s'est rétablie une fois que l'enquête terminée a révélé que la surévaluation représentait moins de 2 % des revenus et qu'elle dépendait principalement du **moment** où les dollars avaient été consignés, et non de leur **existence**. Nous avons augmenté le nombre de nos actions de plus de 80 % pendant les turbulences, et ces achats se sont déjà appréciés de plus de 60 %. Voici la dure vérité sur ces moments : la conviction ne s'emprunte pas. Faire le travail nous-mêmes nous a permis de largement nuancer les manchettes effrayantes.

Lululemon, franchement, nous a le plus mis à l'épreuve. Nous avons reçu une réponse en avril à la question sur la direction dont nous vous avions parlé, et le conseil d'administration a choisi Heidi O'Neill, une dirigeante de longue date de Nike étroitement associée aux stratégies qui ont nui à Nike. Ce choix ne nous a pas inspiré confiance. Alors que l'enjeu touchant **ICON** était une question comptable concernant une franchise intacte, celle de **Lululemon** est liée à la marque en elle-même. Nous traitons les deux très différemment! M^{me} O'Neill assumera la présidence en septembre. Nous jugerons son plan en fonction des preuves, mais notre patience est mesurée, et non inconditionnelle.

Rolls-Royce, malgré des réductions répétées, demeure notre placement le plus important, intentionnellement. Nos actions initiales, achetées il y a des années, ont été multipliées par environ huit, et c'est là que réside la leçon : les erreurs les plus coûteuses en matière de placement sont rarement les actions en baisse, mais

les excellentes entreprises vendues trop tôt, dont les décennies d'intérêts composés sont sacrifiées pour la brève satisfaction de réaliser un profit. Nous réduisons donc nos participations par prudence, car aucune entreprise ne devrait décider du sort de nos clients. Mais nous ne sommes pas pressés de nous départir de placements dans une entreprise exceptionnelle simplement parce que son cours a augmenté.

Nos trois achats dans le secteur de la santé partagent un fil conducteur. **ICON**, **Zoetis** et **Bio-Techne** représentent chacune un pont à péage pour ce qui est des progrès médicaux dans le monde : elles testent de nouveaux médicaments, traitent des animaux de compagnie et fournissent les protéines dont les chercheurs ne peuvent pas se passer. Chacune a perdu du terrain en raison de la pause dans les dépenses dans les segments de la recherche et des produits pharmaceutiques, et certains laissent de plus en plus entrevoir une reprise des dépenses. Nous n'avons pas attendu longtemps pour obtenir un deuxième avis. En juin, Merck KGaA, une société allemande bien établie qui a 350 ans d'histoire, a accepté d'acquiescer **Bio-Techne** pour 73 \$ l'action en espèces, ce qui représente une prime d'environ 25 % sur le marché et environ 45 % de plus que notre propre coût. Nous aurions préféré détenir ce joyau pendant des décennies, mais lorsque l'investisseur le plus fûté du secteur valide notre thèse en quelques mois, nous acceptons le compliment.

Nous avons reçu un compliment semblable dans le cas de **Universal Music Group**, propriétaire d'enregistrements allant des Beatles à Taylor Swift, dont l'action a été pénalisée par l'anxiété liée à l'IA. L'investisseur milliardaire Bill Ackman a de toute évidence fait les mêmes calculs que nous : sa société a fait une offre d'achat d'environ 64 G\$, ce qui est près de 80 % supérieur au cours actuel, et le conseil d'administration l'a rejetée parce qu'il la jugeait trop faible. Nous avons plus que doublé notre position.

La leçon que les récits précédents ont en commun est aussi vieille que les marchés eux-mêmes : le marché établit les cours, mais juger les valeurs demeure le travail de l'investisseur. Les moments de panique sur le marché nous ont permis d'investir dans **ICON** à moitié prix et dans **Bio-Techne** avant sa prise de contrôle, alors que les accès d'enthousiasme nous ont permis d'alléger notre participation dans **Rolls-Royce** et **Taiwan Semiconductor** à des valorisations généreuses ainsi que de réduire notre participation dans des sociétés cycliques pendant que la guerre les poussait à la hausse. La propension à acheter lorsque la peur prédomine, la discipline de vendre lors des moments d'euphorie et la franchise en matière de résultats, voilà ce qui nous définit.

Nous vous remercions de nous accorder votre confiance. Nous vous souhaitons, à vous et à vos proches, un merveilleux été. Profitez bien du soleil!



Mario Antinori
Gestionnaire de Portefeuille
Tel.: 514.286.7311
mario.antinori@nbpcd.com

Juillet 2026



Alessandro Commodari
Gestionnaire de Portefeuille
Tel.: 514.286.7254
alessandro.commodari@nbpcd.com

BMO  **Gestion de patrimoine**
BMO Nesbitt Burns

 **Communiquez
avec nous**

GROUPE COMMODARI ANTINORI
1501 Avenue McGill College, Bureau 3200
Montreal, Quebec H3A 3M8
www.commodariantinorigroup.com

BMO Gestion de patrimoine est le nom de marque du groupe d'exploitation qui comprend la Banque de Montréal et certaines de ses filiales, y compris BMO Nesbitt Burns Inc., qui offrent des produits et des services de gestion de patrimoine. MD « BMO (le médaillon contenant le M souligné) » est une marque de commerce déposée de la Banque de Montréal, utilisée sous licence. MD « Nesbitt Burns » est une marque de commerce déposée de BMO Nesbitt Burns Inc. Les opinions, estimations et projections contenues dans ce document ont été établies par l'auteur à la date indiquée. Elles sont sujettes à changement sans préavis et ne reflètent pas forcément celles de BMO Nesbitt Burns Inc. (« BMO NBI »). Tous les efforts ont été faits pour assurer que le contenu est tiré de sources considérées comme fiables et que les données et les opinions sont complètes et précises. BMO NBI ou ses sociétés affiliées peuvent cependant disposer d'informations n'y figurant pas. Toutefois, ni l'auteur ni BMO NBI ne peuvent donner aucune garantie, expresse ou implicite, à cet égard et ne peuvent être tenus responsables des erreurs ou omissions éventuelles, ni des pertes découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu. Ce document n'est pas une offre de vente ou une sollicitation d'achat de titres quels qu'ils soient, et ne devrait pas être considéré comme tel. BMO NBI, ses sociétés affiliées et/ou leurs administrateurs, dirigeants ou employés respectifs peuvent à l'occasion acheter, détenir ou vendre les titres mentionnés ici en qualité d'agent ou pour leur propre compte. BMO NBI peut, pour son propre compte, acheter de ses clients ou leur vendre des titres d'émetteurs mentionnés ici. BMO NBI, ses sociétés affiliées, leurs administrateurs, dirigeants ou employés respectifs peuvent avoir une position acheteur ou vendeur à l'égard de ces titres, des titres connexes ou des options, contrats à terme ou autres instruments dérivés. BMO NBI ou ses sociétés affiliées peuvent par ailleurs assurer des services de conseils financiers ou de prise ferme pour des sociétés émettrices mentionnées ici et peuvent recevoir une rémunération à cet effet. Une relation de crédit importante peut exister entre la Banque de Montréal ou ses sociétés affiliées et certains des émetteurs. BMO NBI est une filiale en propriété exclusive de la Banque de Montréal. Tout résident des États-Unis souhaitant effectuer des opérations sur des titres dont il est question ici doit le faire par l'intermédiaire de BMO Nesbitt Burns Corp. Si vous êtes déjà client de BMO Nesbitt Burns, veuillez vous adresser à votre conseiller en placement pour obtenir de plus amples renseignements.

BMO Nesbitt Burns Inc. est membre de Fonds canadien de protection des épargnants. Membre de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs du Canada.