



Mars 2019
Volume 25 | Numéro 1

Au gré des portefeuilles

Nous ne pouvons négliger le fait que la hausse des marchés boursiers depuis la dernière grande crise dure depuis maintenant très longtemps. Même si nous avons connu d'importants soubresauts durant l'an 2018, nous constatons que les évaluations des actions demeurent généralement élevées et que le potentiel de gain supplémentaire à long terme est plus faible qu'il ne l'était il y a quelques années.

À cet effet, nous avons décidé de diminuer notre pondération en actions ordinaires en faveur de titres à revenu fixe sécuritaires pour l'ensemble de nos profils d'investisseurs.

De plus, nous avons graduellement commencé à incorporer davantage de placements de type alternatifs au sein de nos portefeuilles afin d'augmenter la diversification et générer un revenu supplémentaire sans nécessairement nous exposer aux marchés boursiers et obligataires.

Mohawk Industries (MHK) fabrique des produits de **recouvrement pour planchers**. Elle domine l'industrie en duopole avec une filiale de Berkshire Hathaway. MHK vend des carpettes, tapis, tuiles de vinyle, céramiques, bois et laminés.

Une période plus difficile pour ce secteur **cyclique** durant la dernière année causait une chute de ses actions de près de moitié. La **rénovation résidentielle** compte pour la plupart du marché suivi du **commercial** et des **nouvelles constructions**.

Malgré une **croissance interne** imposante, de **nombreuses acquisitions** lui servaient de tremplin **afin de s'étendre** à l'ensemble de la gamme de produits et des régions en Amérique. À l'heure des grandes chaînes de distribution telles Home Depot et Lowes, la taille vaut son pesant d'or afin de courtiser ces dernières. À l'envers de la médaille, ces chaînes négocient ferme pour leurs approvisionnements.

La **gestion serrée des dépenses** constitue une part importante dans l'équation, car la fidélité de la clientèle existe peu ou pas au fil du temps. Le pétrole et le gaz naturel figurent parmi les principaux intrants comme le diesel qui propulse sa flotte de camions. Leurs prix ne varient pas toujours en synchronie avec ceux des produits finis.

Le **PDG Lorberbaum** occupe son poste **depuis 1994** et possède **14 % des actions**, plus que tout autre individu ou groupe. Nous pensons que Mohawk détient les atouts afin de réussir pendant le prochain cycle haussier.

Le modèle intégré de la Compagnie **Pétrolière Impériale (IMO)** l'épargne d'un creux plus substantiel. Le cours du baril canadien WCS (Western Canada Select) s'effondrait l'automne dernier aidant du même coup ses raffineries. L'imposition de **quotas de production** temporaires par le gouvernement albertain regonflait le WCS au point de le rendre non compétitif, lorsque transportée par train. On sait que l'essentiel du problème connaîtra son dénouement (le cas échéant) avec la mise en service de deux **pipelines supplémentaires**.

Les sagas du TransMountain et du Keystone XL s'allongent sans cesse. Quant aux affaires de la ligne #3 d'Enbridge, elles augurent mieux, mais en dents de scie comme le prouve les nouveaux délais pour l'obtention de permis au Minnesota.

Pendant ce temps, le titre (IMO) traîne de la patte et le CA en profite pour **racheter**, à des fins d'annulation, le maximum possible **d'actions**.

Du point de vue des **opérations**, les problèmes techniques au lac **Kearl** font partie du passé et ceux de **Syncrude** (partenariat avec Suncor) montrent des signes encourageants.

Après quelques années d'attente, IMO obtenait le feu vert des autorités pour mettre en branle le projet **Aspen** qui ajoutera une production notable.

Dans ce type d'environnement difficile, les organisations solides et disciplinées trouvent le moyen de s'ajuster au contexte et en ressortent, en général, plus fortes. Nous croyons qu'IMO fait partie de cette catégorie.

Alimentation Couche-Tard (ATD.b) marque une pause dans ses projets d'expansion à la suite d'une vague d'acquisitions en 2017. Elle devait réduire ses emprunts bien que ceux-ci ne portaient pas à l'inquiétude. De plus, il faut un certain temps afin **d'instaurer la culture « Couche-Tard »** chez les nouveaux dépanneurs. Fait inhabituel, la direction s'attend à gagner une expertise additionnelle via l'intégration d'une chaîne prospère du Centre des États-Unis (Holiday).

ATD s'impose dans son secteur et explore des **options** afin **d'accroître ses revenus** par dépanneur. Sa plus récente initiative, l'introduction d'aliments préparés, s'avère un succès. Par exemple, les observateurs verraient d'un bon œil la possibilité de servir en tant que point de chute de quartier pour le commerce en ligne. L'expansion géographique depuis une décennie fait maintenant en sorte qu'ATD couvre une large superficie des territoires canadiens et américains.

En 2021, les actionnaires de **contrôle** (Bouchard, Fortin, Plourde et D'Amours) devront convertir leurs actions à votes multiples de classe A en celles de classe B (un vote par action). Ils ne détiendront plus alors que 22 % des votes versus 65 % à ce jour. Considérant la valeur présente de l'entreprise qui gravite autour des quarante milliards de dollars, on ne compte pas une longue liste d'acheteurs potentiels. Le statu quo pourrait prévaloir à cette époque.

Au cours actuel, le titre nous paraît **bien évalué**. Par ailleurs, sa **capacité d'expansion** ajoute un intérêt supplémentaire. Nous suivons la situation de près.

AFLAC (AFL) se transige près du **haut de notre fourchette** d'évaluation. L'assureur tarde à regagner la confiance des investisseurs dont il jouissait avant 2008. AFL subissait alors des pertes importantes sur des placements perpétuels à revenu fixe d'institutions financières européennes. Depuis, ses revenus, profits et valeur aux livres affichent une progression moindre que jadis.

À l'instar des autres assureurs, les **taux d'intérêt anémiques** affectent sa rentabilité. Afin de payer les éventuelles réclamations, ils investissent la majorité de leurs revenus de primes en placements à taux fixe.

Dans cette perspective, AFL faisait une **croix sur un produit novateur** permettant aux assurés de convertir, à leur gré, des polices du vivant (protection contre les cancers) en polices d'assurance-vie.

Par ailleurs, une première **entente avec le Bureau de la Poste japonaise** pour la vente de ses produits à l'externe conduisait à une seconde. L'institution nipponne acquerra 7 % des actions d'AFL sur le marché boursier au fil des prochains trimestres. De son côté, son **surplus de capital** fait en sorte que la compagnie rachète ses propres actions et augmente son dividende à bon rythme.

Enfin, selon les cambistes, le **yen** se transigerait à **fort escompte** en rapport avec le dollar américain. Un retour à la parité entraînerait une hausse correspondante de ses bénéficiaires, lorsqu'exprimés en dollars US. Toutefois, comme nous le constatons avec le dollar canadien, ces ajustements s'étendent parfois sur de longues périodes et peuvent aussi se faire attendre.

En conséquence, nous aimons les affaires d'AFL, mais manifestons une tiédeur envers le prix des actions.

Dollarama (DOL) faisait face à une rare **chute de confiance** de la part des investisseurs à la suite de résultats inférieurs aux attentes. De surcroît, des allégations non prouvées à ce jour, de manipulations comptables inappropriées et des transactions immobilières entre la famille Rossy, principaux dirigeants et actionnaires, et la compagnie nuisait au titre.

DOL répond aux désirs des **« chercheurs de trésors »**, dont le prix passe avant la qualité comme motivation première. Par exemple, malgré la récente récession en Alberta, ses affaires y progressaient au même rythme qu'ailleurs au pays.

L'**ajout d'articles à 2 \$-3 \$-4 \$** élargissait son bassin de clientèle cible. Ses prix de vente pour des articles comparables varient de 30 % à 40 % moins chers que chez Canadian Tire et Wal Mart. À l'inverse, ils excèdent ceux d'autres magasins de type à « un dollar ».

Dans le même esprit que Costco, DOL offre un **nombre limité d'articles** (4000) en magasin. Cette politique rend la logistique de distribution simple, fluide et moins onéreuse.

Son **modèle d'affaires** s'avère **léger** en besoins de **capitaux**. Elle loue ses espaces et investit seulement 500 000 \$ pour l'ouverture d'un magasin. DOL génère ainsi des flux monétaires nets (free cash flows) appréciables.

Son réseau canadien arrivera bientôt à saturation. Les dirigeants pensent à la prochaine étape qui prend déjà la forme d'un **partenariat** pour l'établissement d'une chaîne en **Colombie et au Guatemala**. Toutefois, on sait que faire commerce en dehors de son pays d'origine procure rarement le même succès. On attend une décision ferme au courant de la prochaine année.

Par ailleurs, le commerce en ligne l'affecte peu et l'acceptation récente des cartes de crédit double le montant des achats moyens par client. Cependant, les hausses de salaire minimum, les taux de change (dollar canadien vs renminbi chinois) et la cannibalisation (trop-plein) des magasins déjà ouverts pourraient porter ombrage à ses performances futures.

À la cote actuelle, il s'agit d'un **titre attrayant** à notre point de vue.

La compagnie des Chemins de fer du **Canadien National** (CNR) livre la marchandise dans les deux sens du terme. Elle **investit des sommes importantes** afin de moderniser son réseau et le rendre plus efficace. Le CN remplace les **rails et traverses** à des intervalles allant de quarante à cinquante ans.

Il en coûte nécessairement beaucoup plus que la fois précédente. Elle construit des **lignes d'évitement** dans l'objectif de réduire les temps d'arrêt. Parmi les chemins de fer nord-américains, elle profitait avant tous les autres de la magie du modèle de logistique de précision d'Hunter Harrison.

La capacité d'augmenter les prix joue en sa faveur. Les camionneurs ne peuvent rivaliser, à cet égard, pour la majeure partie du transport sur de longues distances et font face à une pénurie de chauffeurs.

Son réseau s'étend de Prince Rupert Colombie-Britannique jusqu'à Halifax à l'est et au Golfe du Mexique au sud. Elle souhaite acheter le port d'Halifax tout en agrandissant ses installations de Québec. En utilisant les services du CN, un expéditeur de Shanghai voit sa cargaison atteindre Chicago huit jours plus tôt qu'en passant par Seattle ou Los Angeles.

Son **faible ratio de dépenses** et la **force de son bilan** surpassent ceux de la compétition. Malgré tout, la gestion de croissance ne se fait pas sans heurts comme en témoignait le changement subit de PDG en 2018. Les fermiers de l'Ouest décriaient la justification avancée selon laquelle le mauvais climat devait porter la responsabilité des retards de livraison de grains.

L'expansion générale du commerce de transport supplante l'aspect cyclique. Cette perspective explique notre appréciation favorable de CNR.

Rendements de nos portefeuilles gérés au 31 décembre 2018

Portefeuille	Rendement		Indice de référence		Différentiel	
	5 ans	10 ans	5 ans	10 ans	5 ans	10 ans
Valeur Actions	6,56%	10,38%	5,23%	8,18%	+1,33%	+2,20%
Croissance VEA	12,43%	12,46%	9,80%	11,09%	+2,62%	+1,37%

Malgré une année 2018 plus ardue, nos deux portefeuilles gérés se comportent bien en comparaison de leurs indices de référence sur une période de cinq ans. Le **Potentiel Global** n'existe que depuis 2015.

Selon le rapport annuel **Morneau Shepell** qui recense les **performances des gestionnaires** de caisses de retraite et fonds canadiens, le **Valeur Actions fait mieux que 90%** de ceux-ci pour la plus récente période de cinq ans. Quant au **Croissance VEA**, il se **compare à la médiane** parmi ses pairs.

Il faut examiner ces résultats en tenant compte du **facteur d'attrition**. **Les fonds médiocres disparaissent** avec le temps. Leurs rendements ne font plus partie des enquêtes. Alors, on comprend la difficulté de trouver des comparatifs sur dix ans.

La vigueur du marché américain et la faiblesse du dollar canadien expliquent une bonne partie de l'écart nominal entre le Valeur Actions et le Croissance VEA depuis 5 ans.

Stratégie taux fixe

Stratégie taux fixe			
Échéance	Actuel	Jan 2019	Mar 2018
1 an	2,49%	2,67%	2,25%
2 ans	2,66%	3,03%	2,50%
3 ans	2,71%	3,16%	2,75%
5 ans	2,88%	3,35%	3,08%
10 ans	2,97%	3,00%	3,18%
15 ans	3,17%	3,04%	3,21%

Note: Taux annuels de titres gouvernementaux ou certificats de dépôt (en date du 7 mars 2019)

La **courbe des taux** des obligations gouvernementales canadiennes et américaines reste **légèrement pentue**. Il s'agit d'un pronostic de lente croissance économique pour les trimestres à venir. Au tableau, nous constatons une régression des taux sur toutes les échéances de certificats de dépôt (cinq ans et moins).

L'effet positif de la **stimulation fiscale américaine** de 2017 (baisse d'impôts) s'estompe alors que les **discussions** à propos des **échanges commerciaux** continuent sur plusieurs plans.

À mesure que l'année progressera, nous en saurons davantage quant au sort de l'USMCA. Pour le Canada, un éventuel statu quo avec l'ALÉNA n'aurait pas l'allure d'une catastrophe.

Dans l'ensemble, l'inflation demeure bénigne. Toutefois, ses effets dépendent des habitudes de consommation. Les nouvelles technologies (télévisés, logiciels, sans-fil) coûtent beaucoup moins que par le passé. Pour leur part, les autos, le mobilier résidentiel et l'habillement affichent peu de variation. Toutefois, nous observons des hausses appréciables au chapitre des services gouvernementaux tels les soins de santé, de scolarité et de garde d'enfants. Au Québec, nous payons ceux-ci via les impôts les rendant moins visibles, mais tout aussi réels.

Sans tendance ferme à propos de l'économie et de l'inflation, Messieurs Poloz et Powell prennent **une pause**. Ils sentent une marge de manœuvre diminuée.

Gaétan Turmel, F.C.S.I.

Conseiller sénior

Gestionnaire de portefeuille

brunetgilbertpaquet.ca

Nous avons rédigé le présent commentaire afin de vous donner notre avis sur différentes solutions et considérations en matière d'investissement susceptibles d'être pertinentes pour votre portefeuille de placements. **Ce commentaire reflète uniquement les opinions des conseillers en placement, Richard Brunet, Sophie Paquet et David Gilbert, et peut ne pas refléter celle de Banque Nationale Groupe Financier.** En exprimant ces opinions, nous nous efforçons d'appliquer au mieux notre jugement et notre expérience professionnelle du point de vue d'une personne appelée à suivre un vaste éventail de placement. Par conséquent, le présent rapport représente notre opinion éclairée et non une analyse de recherche produite par le Service de recherche de la Financière Banque Nationale. Les titres mentionnés dans cette chronique ne s'adressent pas à tous les types d'investisseurs et ne devraient en aucun cas être considérés comme une recommandation, veuillez consulter votre conseiller en placement.

Financière Banque Nationale – Gestion de patrimoine (FBNGP) est une division de la Financière Banque Nationale inc. (FBN inc.) et une marque de commerce appartenant à la Banque Nationale du Canada (BNC) utilisée sous licence par la FBN inc. FBN inc. est membre de l'organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) et du Fonds canadien de protection des épargnants (FCPE) et est une filiale en propriété exclusive de la BNC, qui est une société ouverte inscrite à la cote de la Bourse de Toronto (NA : TSX).