



LE CONTACT

Mars 2017
Volume 23 Numéro 1

Rendements annualisés de nos portefeuilles gérés (au 31 décembre 2016)

	Portfeuille		Indice de référence		Différentiel	
	5 ans	10 ans	5 ans	10 ans	5 ans	10 ans
Valeur Actions	14,39%	7,71%	9,45%	4,95%	+ 4,94%	+ 2,75%
Croissance VEA	20,45%	9,23%	15,50%	6,55%	+ 4,95%	+ 2,71%

Les portefeuilles **Valeur Actions** et **Croissance VEA** se font une chaude lutte afin de surpasser leurs indices de référence. Toutefois, chacun excède largement la compétition vis-à-vis leurs marchés respectifs.

Selon le rapport Morneau Shepell scrutant les performances des gestionnaires de fonds

canadiens, **le Valeur Actions surpasse 90% de ces derniers** pour la plus récente période de cinq ans. Quant au **Croissance VEA, il se compare aux meilleurs** de son secteur. On doit considérer les chiffres en lien avec le facteur d'attrition. Les fonds médiocres disparaissent au fil du temps. Ainsi, leurs

résultats cessent de figurer dans ces enquêtes.

La faiblesse du dollar canadien qui se transigeait à parité avec le \$US en fin 2010 rehausse la performance du Croissance VEA. Son portefeuille se compose à 60% de titres américains.

Stratégie Taux fixe

Stratégie taux fixe			
Échéance	Actuel	15 janvier 2017	15 mars 2016
1 an	1,45%	1,48%	1,60%
2 ans	1,60%	1,66%	1,85%
3 ans	1,80%	1,78%	1,88%
5 ans	2,06%	2,01%	2,24%
10 ans	3,10%	2,96%	2,52%
15 ans	3,59%	3,49%	3,09%

Note: Taux annuels de titres gouvernementaux ou certificats de dépôt (en date du 13 mars 2017)

À la suite d'un recul brutal du marché des obligations à long terme dans les semaines après l'élection présidentielle américaine, on remarque la similitude des taux de janvier et mars.

D'un côté, le gouvernement Trump souhaite l'établissement de mesures protectionnistes et d'une politique fiscale expansionniste (déficits accrus). De l'autre, l'indicateur avancé

de l'économie américaine entrevoit de beaux jours pour le prochain semestre. Un tel contexte pourrait pousser la FED vers un rôle de pompier avec, entre autres, quelques

hausse de son taux d'escompte. Dans un tel cas, le coût des marges de crédit et emprunts à taux variables en subiraient les conséquences.

Stratégie Marché boursier

Le **Valeur Actions** disposait de son placement dans la Banque **Royale (RY)** au prix de 98,93 \$. Le regain de vie des titres bancaires au cours de 2016 conduisait à cette décision de réduire la pondération du secteur. Le portefeuille possède encore des actions des banques Scotia (BNS) et de Montréal (BMO).

Par la suite, il **augmentait** sa participation dans Loblaw (L) à 69,79 \$. Après quelques années d'investissements visant ses systèmes informatiques et l'intégration de Pharmaprix, elle jouit d'une situation concurrentielle plus solide.

Enfin, nous n'hésitons pas à augmenter l'**encaisse** lorsque les aubaines se font rares à notre point de vue. Ainsi, nous investirons dorénavant l'encaisse dans des **placements de marché monétaires différents** de ceux du reste de votre compte. Il s'agit d'un choix administratif.

Le **Croissance VEA gonflait** son actionariat dans Coca-Cola (KO) à 42,48 \$US. Le rendement en dividendes et les réductions de coûts augurent bien pour les prochains exercices financiers.

Nous révisons le mandat du **Potentiel Global** pour en faire un portefeuille **américain** et international. A cet égard, il disposait de Sun Life (SLF), Banque TD (TD), Shawcor (SCL) et Andrew Peller (ADW.A). Il rajoutait à ses placements dans Gilead (GILD), Lannett (LCI) et Cal-Maine (CALM). Dans cette optique, nous effectuerons d'autres transactions de façon graduelle. Le Potentiel Global reflétera mieux les besoins de la clientèle.

Portefeuille Valeur Actions

Rendements* (au 28 février 2017)	Cumulatif annuel	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
Portefeuille Valeur Actions	1,10%	22,79%	10,88%	13,60%	6,97%
Indice de référence**	1,48%	20,84%	7,02%	8,62%	4,98%

(*Tous les rendements et indices de référence ont été convertis en \$CAD et sont calculés avant frais)

(**L'indice de référence est composé comme suit: 75 % de l'Indice S&P/TSX, 15 % de l'Indice S&P500 et 10 % des Bons du Trésor 91 jours)

Le leader mondial de **fabrication de bouteilles de verre, Owens-Illinois (OI)**, ne réalise pas la performance anticipée lors de son acquisition en 2015. Pour celle qui gagne les deux-tiers de ses revenus à l'extérieur des États-Unis, la **vigueur du dollar américain** affecte ses bénéfices. OI opère dans un marché mature où la **canette d'aluminium** fait pression sur les ventes. Par contre, les **marchés plus raffinés** du vin et des micro-brasseries compensent en partie. Elle compte sur la clientèle des Molson Coors, SAB Miller, Heineken, Carlsberg et Anheuser-Busch. L'an dernier, l'entreprise **acquerrait** la mexicaine **Vitro** en partenariat avec Constellation Brands, un commerçant de vins et de bières.

Cette transaction fait en sorte que l'essentiel des flux monétaires nets (net free cash flows) sert au remboursement de la dette plutôt qu'en dividendes ou rachat d'actions.

Son **problème d'amiante se résorbe** lentement, mais sûrement. Les poursuivants doivent prétendre à des séquelles subies avant 1958. L'âge moyen des nouveaux réclameurs se monte à 84 ans.

Outre le dollar US, le **prix de la soude**, un intrant, augmente de manière sensible. Owens-Illinois doit composer avec cette situation à l'instar de ses compétiteurs.

Les conditions de l'industrie font en sorte qu'elle se constitue en **oligopole**. En conséquence, chacun se comporte de façon raisonnable. Une guerre de prix n'aiderait personne.

Dans l'ensemble, nous considérons **notre thèse de départ encore valide**. Elle incite à la conservation du titre qui se transige à un maigre **ratio cours/bénéfices** de 8X. Ce multiple signifie que le marché incorpore l'ensemble des défis auxquels fait face la compagnie, mais peu d'importance aux aspects favorables.

Portefeuille Croissance VEA

Rendements* (au 28 février 2017)	Cumulatif annuel	1 an	3 ans	5 ans	10 ans
Portefeuille Croissance VEA	0,23%	13,96%	18,11%	19,60%	9,13%
Indice de référence**	3,14%	19,99%	12,25%	15,02%	4,59%

(*Tous les rendements et indices de référence ont été convertis en \$CAD et sont calculés avant frais)

(**L'indice de référence est composé comme suit: 75 % de l'Indice S&P/TSX, 15 % de l'Indice S&P500 et 10 % des Bons du Trésor 91 jours)

Coca-Cola (KO) possède la **marque de commerce la plus connue** sur la planète. Ce tremplin permet l'ajout de breuvages non-gazéifiés qui, à leur tour, contribuent à rentabiliser le réseau de distribution. Les Powerade, Minute Maid, Fruitopia, Evian, Nestea et Dasani comptent pour le quart des revenus. Cette tendance devrait se poursuivre avec la diminution de popularité des boissons gazeuses.

KO confectionne des sirops et cultive l'image de ses produits. Dans les pays industrialisés, elle appuie sa stratégie de mise en marché sur la différenciation. A cet égard, la cie investit le double de Pepsico en proportion des ventes. Quant aux pays émergents, elle met l'accent sur les infrastructures de distribution.

Alors que ses partenaires embouteilleurs approvisionnent les chaînes d'alimentation, magasins à rayon et dépanneurs, Coca-Cola **fournit elle-même les restaurateurs et les commerces de divertissement** (Ex : Disney, Cinéplex). KO s'occupe aussi des machines distributrices dont elle améliore la profitabilité avec un plus grand choix de breuvages (peut aller jusqu'à une centaine) et des sirops davantage concentrés. A ce dernier effet, elle met en application une nouvelle technologie qui réduit, par le fait même, les besoins de transport.

Il incombe aux **embouteilleurs de livrer une marchandise prête à la consommation.** Cette activité requiert une logistique

d'approvisionnement en eau et un réseau de transport approprié. Au cours des dernières années, KO revoyait en profondeur ses ententes avec ceux-ci afin d'accentuer les volumes au moyen d'incitatifs ciblés en conséquence. Enfin, elle détient en général entre 10 % et 30 % du capital-actions de ses partenaires.

L'entreprise **domine** largement les **marchés émergents** avec des parts qui se situent souvent au-delà de 60 %. Cependant, la fermeté du dollar US affecte ses bénéfices, elle aussi.

Coca-Cola **augmente son dividende** à chaque **année**. Elle rachète ses propres actions surtout pour contrebalancer son programme d'options à l'intention des dirigeants. Le titre représente une valeur sûre. La **permanence de ce commerce ne fait aucun doute.**

Satya Nadella remplaçait Steve Ballmer à la tête de **Microsoft** (MSFT) en 2014. Du coup, il redessina l'organigramme dans l'esprit d'**une seule et unique équipe** plutôt qu'un ensemble d'unités en compétition les unes contre les autres. En surcroît, il reconnaissait la nouvelle réalité des fournisseurs de technologie à savoir que l'avenir passera par la **vente de services** plutôt que d'équipements. Souvent, il s'avère avantageux de donner ces derniers en retour de revenus récurrents avec les services.

L'infonuagique à valeur ajoutée **Azure** figurent en avant-plan du nouveau Microsoft. À l'heure présente, il fait sa niche en compétition avec Oracle (ORCL) derrière le leader Amazon (AMZN). Par ailleurs, **Office 365** connaît du succès tant auprès des particuliers que du marché commercial tandis que **Windows 10**, la tablette **Surface** et les consoles **X-Box** tirent leur épingle du jeu.

Les ventes de **PC diminuent** et devraient continuer ainsi quoiqu'à un rythme moindre que par le passé. Toutefois, les revenus des systèmes d'exploitation génèrent encore des contributions acceptables.

Ainsi, les **profits stagnent** depuis 2011, mais l'exercice financier courant prenant fin le 30 juin semble marquer un **revirement** des affaires.

MSFT détient des **liquidités** importantes à l'étranger. Nous les considérons susceptibles d'un **rapatriement** aux États-Unis advenant le cas où l'administration Trump donnerait suite à son plan de réduire les impôts lors de ces transferts. Ensemble, ces éléments contribuent à notre confiance envers Microsoft.

Dirigeants d'entreprises

Je termine cette série d'articles à propos de « héros dits obscurs » avec trois autres individus (familles) moins connus.

Alors que Métro Inc. (MRU) connaissait des jours difficiles au début des années '90, le C.A. confiait la direction à Pierre Lessard, un ancien de Provigo. **La minutie du détail** dans un commerce à faible marge et une **discipline constante** faisaient de cet homme discret un leader hors pair.

Il appliquait au quotidien le slogan publicitaire « notre profession : épicier ». Outre la filiale des pharmacies Brunet, il évitait d'autres types de commerce telle la vente de marchandises générales.

Au milieu des années 2000, il **acquérait la chaîne** A&P en Ontario. Bien que coûteuse au chapitre du rendement sur le capital, elle s'avérait **stratégique** et surtout.....bien mieux orchestrée que celle de Safeway Canada par Empire (IGA).

Son successeur Eric Richer-Lafèche **poursuit dans la même veine**. Leur gestion se traduit par le maintien des parts de marché. Métro résiste mieux aux assauts de Costco et Wal Mart que les indépendants et les deux autres chaînes canadiennes Loblaw's et Empire.

Larry Rossy dirigeait la chaîne qui portait le nom familial. Dans l'esprit des magasins 5-10-15 que les plus vieux se rappelleront sans doute, il démarrait ensuite Dollarama (DOL).

En y offrant de la marchandise au prix unique de 1 \$, il souhaitait générer de **gros volumes** par magasin pour ensuite augmenter le nombre de ceux-ci et gagner en **efficacité** globale. La venue de DOL sur le marché boursier permettait de financer la croissance. Aujourd'hui, il ne détient plus que 7 % des actions.

L'ajout graduel de marchandises à prix plus élevés et **la faible concurrence** dans ce créneau aidaient au reste du succès. Depuis près d'un an, son fils Neil agit comme chef des opérations tandis qu'il demeure impliqué en tant que président du C.A.

On a connu la **famille Lemaire** aux beaux jours du REA. Depuis, Cascades Inc. (CAS) manœuvre dans un **marché en décroissance**, mais se maintient grâce à un esprit « ingénieux ». Pendant ce temps disparaissaient toute une série d'entreprises

du secteur des pâtes et papier jadis présentes dans notre paysage.

Dans un domaine intensif en capital, Bernard et ses frères évitaient les investissements de grande envergure afin de survivre aux cycles baissiers.

En parallèle, ils se lançaient dans une **nouvelle aventure** aux activités connexes. Bernard mettait la main sur un petit **producteur d'énergie** par la vapeur, les copeaux de bois et des centrales hydro-électriques sans barrages.

Maintenant, son fils Patrick dirige un Boralex (BLX) fondé sur l'éolien. La tradition demeure : on opère de façon ingénieuse tout en évitant les batailles fastidieuses par le choix de sites peu sujets à la grogne populaire.

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, David Gilbert et Sophie Paquet, 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 Inc. (La Firme) est une filiale indirecte en propriété exclusive de Banque Nationale du Canada. La Banque Nationale du Canada est une société ouverte inscrite à la bourse de Toronto (NA: TSX). Financière Banque Nationale est membre du Fonds canadien de protection des épargnants (FCPE).