



Le Contact

DAVID GILBERT RICHARD BRUNET
418-649-2565 418-649-2509
ADRIANA POPA JULIE MESSIER
CHARLES-ANTOINE MONTREUIL
GAËTAN TURMEL

1-800-463-2635
www.fbn.ca/fr/brunetgilbert

15 janvier 2015
Volume 20 Numéro 6

Rendement quinquennal de nos paniers conseillers

Tout comme par le passé, nous signalons les rendements des deux portefeuilles au cours de la plus récente période de cinq ans. Bien

que ces chiffres et d'autres couvrant des périodes différentes soient publiés à chacune des lettres, il nous semble opportun

de mentionner leurs performances au fil d'un cycle complet.

Paniers :	Rendements 5 ans annualisés :	Indices de référence 5 ans annualisés :
Valeur Actions	11,98%	8,40%
Croissance VEA	15,50%	13,01%

Stratégie Taux fixe

Échéance	Actuel	14 novembre 2014	15 janvier 2014
1 an	1,90%	1,75%	1,46%
2 ans	2,11%	1,92%	1,80%
3 ans	2,17%	2,06%	2,10%
5 ans	2,55%	2,55%	2,81%
10 ans	2,81%	2,90%	3,51%
15 ans	3,37%	3,40%	4,19%

Note : taux annuels de titres gouvernementaux ou certificats de dépôt (en date du 13 janvier 2015)

À l'instar des derniers mois, la courbe des taux se compresse davantage. Cette fois, la baisse des prix de l'énergie, qui réduit les craintes d'inflation, explique la vigueur du marché obligataire. De ce côté, la Banque du Canada et la

Réserve Fédérale s'entendent pour appliquer des politiques monétaires neutres. Au pays, le recul du dollar fait contrepoids à la faiblesse des cours de l'énergie et, ce faisant, pave la voie à une meilleure position concurrentielle pour les manufacturiers exportateurs.

Dans l'ensemble, les indicateurs dépeignent un panorama favorable de l'économie pour les mois futurs. Outre la diminution des écarts entre les taux pour les échéances de deux et dix ans, celui entre les acceptations bancaires et les Bons du Trésor confirme la bonne santé du système. Il en va de même selon l'écart TED (différentiel entre le taux LIBOR et celui des Bons du

Trésor US). Enfin, l'indicateur avancé de l'économie américaine progresse de mois en mois.

Les marchés financiers faisant eux-mêmes office de baromètres, ce portrait ne prédit en rien leur propre comportement.

Dans cet univers de famine pour les portefeuilles de placement à taux fixe, notre firme double le nombre d'émetteurs de certificats de dépôts disponibles. Nous offrons maintenant les placements de seize institutions financières toutes couvertes par l'assurance-dépôt. La qualité du magasinage s'améliore d'autant.

Stratégie Marché boursier

À la mi-décembre, le panier **Croissance VEA** acquérait des actions de **Chicago Bridge and Iron (CBI)** au prix de 41,21\$US. Cette entreprise néerlandaise fournit une gamme de services et d'équipements pour les infrastructures en énergie. On parle de raffineries, d'usines de

pétrochimie, de gaz naturel liquéfié et autres processus de transformation. J'y reviendrai plus en détail en mars.

Lors d'une opération d'**arbitrage** en novembre, il réduisait sa participation dans **The Coca-Cola Company (KO)** à 42,37\$US afin d'augmenter celle dans la **Great-**

West Lifeco (GWO), une compagnie d'assurance-vie à 32,62\$. Ces nouvelles pondérations reflètent mieux les attentes de croissance respectives de ces deux titres détenus depuis le lancement du portefeuille en 2006.

Panier Valeur-Actions

(À la fermeture du 31 décembre 2014)

Rendements* (au 31 décembre 2014)	1 mois :	3 mois :	1 an :	3 ans (Annualisé) :	5 ans (Annualisé) :	Depuis le début : (1er décembre 2005) (Annualisé) :
Panier Valeur-actions	1,16%	0,44%	11,69%	15,69%	11,98%	7,09%
Indice de référence**	(0,13%)	0,21%	11,60%	11,64%	8,40%	6,13%

(*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 **Groupe CGI (GIB.A)** oeuvre dans une **industrie en croissance**, celle de la **productivité**. Les gouvernements et les entreprises doivent composer avec les progrès des technologies de production et de communication. La complexité des systèmes les obligent à faire appel à l'aide de spécialistes.

Ses opérations comptent **deux volets**. L'**impartition** concerne la gestion complète de services informatiques pour la clientèle qui préfère déléguer cet aspect de ses activités. CGI signe alors des ententes de durées fixes qui demandent des investissements initiaux en fonds de roulement. Par ailleurs, elle offre des **services conseils** dont les revenus varient au gré des cycles. Enfin, elle profite des fusions et acquisitions. Les nouvelles organisations doivent unifier leurs méthodes informatiques souvent issues de systèmes différents.

La **longue récession** en Europe et de faibles taux d'intérêt lui

permettaient de mettre la main sur Logica en 2012. Cette transaction faisait plus que doubler son chiffre d'affaires. Depuis, CGI tire 60% de ses revenus sur le Vieux Continent et le reste à parts égales entre le Canada et les États-Unis. Au cours des deux années suivantes, les dirigeants s'employaient à rationaliser les fonctions de marketing, finance, comptabilité et autres.

On pourrait croire que les **taux de change** influencent largement ses résultats dans cette dynamique. Le fait que les revenus et dépenses soient encourus dans une même proportion en devises locales mitige ce risque.

L'**actionnariat élevé** des hauts dirigeants et de l'ensemble des employés contribuent à leur engagement envers la prospérité de la firme.

Le CGI d'aujourd'hui s'avère le fruit de soixante-dix acquisitions en quarante ans. Je cite celles de

Cognicase au Québec et Stanley aux États-Unis comme autres étapes importantes.

Si l'entreprise continuait de **rembourser ses dettes** au rythme actuel, une hypothèse raisonnable, elle ne devrait plus un sou sur sa marge de crédit dès cet automne. Le solde de la dette se compose de billets à moyen et long terme. Groupe CGI pourrait alors **songer à d'autres acquisitions**, relancer un programme de **rachat d'actions** tel que celui exécuté entre 2006 et 2012 ou nous surprendre avec l'instauration d'une politique de dividende. En conséquence, nous pensons conserver ce placement pour un avenir prévisible.

Les affaires se **développent vite** chez **Boralex Inc. (BLX)**. La mise en opération de nouvelles éoliennes faisaient croître les revenus de 16% en 2014. Puisque le prix d'un kilowatt/heure est fixé par contrats renouvelables sur vingt ans et

indexés à l'inflation, l'intensité du vent prévaut sur ses résultats. Suite à disposition des actifs de production thermique et ceux de vapeur, l'essentiel des **revenus** (plus de 95%) découlent **de l'éolien et dans une moindre mesure de l'hydroélectricité.**

Elle récupère des projets approuvés par les gouvernements, mais demeurés au stade initial faute de financement adéquat. Boralex profite d'un site haut de gamme, celui de la **Seigneurie de Beupré, loin des regards et des oreilles sensibles,** mais près d'une ligne de transport d'Hydro-Québec. Ailleurs, l'Ontario et la Colombie-Britannique procurent des opportunités d'affaires lucratives.

Récemment, elle déposait une soumission dans le cadre d'un appel d'offre du gouvernement du Québec. Enfin, elle achetait en décembre une ferme éolienne en France qui augmente sa capacité installée de 25%.

L'absence de profit masque une **augmentation appréciable des flux monétaires nets.** Elle s'explique par l'amortissement accéléré des actifs. L'éolien demande un gros effort financier avant le démarrage.

À la même époque l'an dernier, Boralex versait un premier dividende trimestriel de 0,13 cents par action, typique d'une entreprise aux revenus prévisibles. Cette décision indiquait le

premier pas vers la **conversion forcée des débetures convertibles** en actions ordinaires en **septembre prochain.** Il s'agit d'une transaction majeure qui haussera le nombre d'actions en circulation de plus de 50%, diminuera le ratio dette/équité de moitié et la facture d'intérêts du tiers.

Les **principaux risques** auxquels font face les opérateurs d'éoliennes se présentent pendant la **phase de construction,** car les **marges de profit** se situent autour de 85% et varient peu avec le temps. Puisque les fondations de Boralex s'appuient maintenant sur du solide, notre confiance demeure pour le temps présent.

Panier VEA Croissance

(À la fermeture du 31 décembre 2014)

Rendements* : 31 décembre 2014)	1 mois :	3 mois :	1 an :	3 ans : (Annualisé)	5 ans : (Annualisé)	Depuis le début : (1 ^{er} février 2006) (Annualisé) :
Panier Croissance VEA	1,68%	8,56%	22,02%	22,23%	15,50%	8,22%
Indice de référence**	0,56%	5,55%	17,32%	18,95%	13,01%	6,40%

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

(**L'indice de référence est composé comme suit : 25% de l'Indice S&P/TSX, 60% de l'Indice S&P500, 5% de l'indice EAFE et 10% des Bons du Trésor 91 jours)

Microsoft (MSFT) conçoit des logiciels et solutions d'affaires en rapport avec l'efficacité des systèmes. Elle aide les organisations publiques et privées dans la **formulation et la gestion de systèmes d'architecture, de bases de données et d'entreposage.** Quant à la mission de sa division Affaires, elle consiste en l'amélioration de la productivité. Elle propose de la gestion de contenu, l'unification de systèmes de communication et la recherche de données. Et pourtant, la majorité des gens l'associent à Xbox, Bing et Windows qui ne comptent pour 40% des revenus et une faible part des profits.

D'une taille semblable à IBM et Hewlett Packard, ses **revenus progressent au rythme de 8%-10% par année** alors que ces derniers voient les leurs se contracter depuis quelques temps. Cette tendance témoigne de la qualité de ses produits et services.

Le nouveau patron Nadella accélère l'**approche collaborative** avec le milieu lancée par son prédécesseur Ballmer. Microsoft offre maintenant des solutions d'ensemble plutôt qu'un éventail de produits. Cet ajustement se veut une réponse à la transition aux appareils mobiles.

Parmi les **défis** opérationnels, on peut citer la **courte durée de vie des**

produits. En l'absence d'améliorations continues, les **faibles barrières à l'entrée** peuvent gruger dans les revenus et les marges. De plus, les changements structurels en cours pourraient perturber à certains égards.

Microsoft dispose d'un **bilan solide** avec une encaisse de 6\$US par action. Tout de même, elle n'impressionnait personne par ses acquisitions résultant en radiations : tablettes, téléphones et autres produits depuis longtemps retirés du marché.

Le titre se transige à un niveau raisonnable en rapport avec sa rentabilité et ses perspectives.

Cependant, le nouvel élan des affaires permet d'espérer un ratio cours/bénéfice supérieur. On demeure optimiste à son égard.

La Compagnie Pétrolière Impériale (IMO) intègre la plupart des aspects de l'industrie : exploration, production, raffinage, pétrochimie et distribution (Esso).

La production de pétrole provient surtout des sables bitumineux : Syncrude et la région de Cold Lake. L'éventuelle construction de pipelines et l'émergence du transport par le rail laisse entrevoir une

réduction de l'escompte que subit le pétrole albertain prisé par les raffineries du Sud des États-Unis. L'Impériale, comme le reste de l'industrie préfère tout de même le transport par pipeline, moins coûteux et plus sécuritaire.

Quant au gaz naturel, elle accélère son programme d'exploration dans les régions Horn, Montney et Duvernay en Alberta et Colombie-Britannique.

La discipline et l'orientation à long terme de la compagnie datent de longtemps. Elle planifie en fonction du prochain quart de siècle et prévoit

doubler sa production d'ici 2020. En quelques années, IMO investissait des sommes considérables à cet effet. Elles demeureront élevées pour la seconde partie de la décennie, mais dans une moindre mesure permettant de générer des flux monétaires nets (free cash flow) positifs. Tout de même, la croissance plutôt que les rachats d'actions qui dominaient de 1995 à 2010, marquera l'évolution prochaine de l'Impériale.

En conséquence, nous aimons ses perspectives au cours actuel.

Propos loufoques

Je termine cette 144^{ième} lettre sur une note légère. Les observateurs de la scène financière (journalistes, analystes, conseillers) s'expriment parfois de manière farfelue. Voici un échantillon de ces perles.

« Il n'a aucune dette, sauf une hypothèque et un prêt étudiant ». Un ex-client, dont je tais le nom m'a déjà présenté sa situation de cette manière.

« Les résultats de cette compagnie ratent les estimés ».

Il faudrait plutôt affirmer le contraire. Personne ne dit que la météo du jour rate les prévisions de Météomédia. Aucune autre industrie ne blâme la réalité pour expliquer son incapacité à prévoir l'avenir.

« Le Dow Jones recule de 150 points alors que les investisseurs réagissaient à la nouvelle X ». Quel individu connaît les motivations des centaines de milliers d'investisseurs transigeant

sur les marchés une journée donnée? Les gens sentent le besoin d'expliquer l'inexplicable dans l'heure suivant le fait.

Gaétan Turmel, F.C.S.I.

Conseiller sénior

Gestionnaire de portefeuille

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 et David Gilbert, et peuvent 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).

FCSE

MEMBRE