



Le Contact

 FINANCIERE
BANQUE NATIONALE
GESTION DE PATRIMOINE

DAVID GILBERT RICHARD BRUNET
418-649-2565 418-649-4717

SOPHIE PAQUET
418-649-4703

ADRIANA POPA DORICE HARDY
JULIE MESSIER LYDIA DESJARDINS
CHARLES-ANTOINE MONTREUIL
GAËTAN TURMEL

1-800-463-2635

<http://conseillers.fbnbp.ca/fr/equipes/brunetgilbertpaquet/>

15 septembre 2015

Volume 21 Numéro 4

Évaluation des dirigeants d'entreprises

Les **ressources humaines** constituent l'**élément primordial de la réussite** d'une entreprise. Les monopoles s'avèrent les cas d'exception. Souvent, on voit des évaluations qualitatives de dirigeants. Je cite des éléments tels que la réputation, l'expérience ou le style du président (dictateur, égocentrique, collaborateur, etc...).

Harold Geneen, architecte du conglomérat ITT, disait que la **performance détermine la réalité** : « Les mots ne sont que des mots, les explications que des explications et les promesses que des promesses... ».

Henry Singleton le bâtisseur de Télédynne, affirmait que la **qualité première** d'un président consiste à l'établissement d'une **allocation optimale du capital**. Ses options se résument à verser des dividendes, émettre ou racheter des actions, emprunter ou rembourser des dettes, investir dans les opérations courantes, acquérir d'autres entreprises ou vendre des filiales.

Dans cet esprit, nous développons un **modèle objectif** appuyé sur les réalisations quinquennales. Une telle durée s'apparente à un cycle complet et suffit à reconnaître des problèmes ou comportements louches. Les informations utilisées font partie du domaine public et aucune ne requiert une opinion subjective.

On considère neuf éléments pour lesquels on accorde des points. L'analyse porte sur la conviction des dirigeants, la gestion du capital et la rentabilité.

D'abord, on calcule la valeur de l'**actionariat médian et total des titres détenus** par les membres du C.A. Une étude de notre correspondant américain Crédit Suisse First Boston atteste qu'un engagement monétaire significatif se traduit en général par une meilleure performance boursière à long terme.

Ensuite, on considère le **rendement sur les rachats d'actions** (le cas échéant). Il faut

payer un prix raisonnable. De même, on attribue plus de points pour une **politique prudente de dividende**. L'absence de versements tout comme une trop grande générosité posent problème. La **croissance des revenus par action** pour le cycle s'ajoute à ces données.

À la dernière étape, nous déterminons le **rendement moyen de l'avoir des actionnaires**, les **profits d'opération** par rapport aux actifs et les ressources financières nécessaires afin de générer un dollar de **flux monétaire net** (free cash flow).

Le succès (ou l'absence de) des compagnies se révèle **compatible avec les résultats de ce test** dans les deux-tiers des cas, un bon degré de corrélation.

Ce nouvel **outil exclusif à notre équipe** ajoute à la compréhension de la dynamique des entreprises.

Stratégie Marché boursier

Le portefeuille Croissance VEA acquérait des actions de Wal Mart (WMT) d'abord au prix de 73,67\$US en juillet, et ensuite à 64,32\$US en août. Il obtenait un prix moyen acceptable en rapport avec les récentes fluctuations.

Le portefeuille Valeur-Actions réduisait sa pondération dans Loblaw (L) à 73,71\$. Le cours du

titre dépassait un peu notre cible de vente, mais l'élan favorable de l'industrie incite à conserver une part du placement. Ainsi, la proportion d'encaisse frôle les 20% dans l'attente d'occasions propices.

Les médias font grand état de la bourse chinoise comme le motif présumé de la baisse des

marchés. Nous restons fidèles à notre mode de gestion fondé sur la sélection de titres. Les reculs font partie intégrante des affaires financières. Des épargnants plus désireux de vendre qu'à d'autres moments peuvent le faire pour une myriade de raisons autres que la Chine.

Portefeuille VEA Croissance

(À la fermeture du 31 août 2015)

Rendements* : (au 31 août 2015)	1 mois :	3 mois :	Cumulatif Annuel (8 mois)	1 an :	3 ans : (Annualisé)	5 ans : (Annualisé)	Depuis le début : (1 ^{er} février 2006) (Annualisé) :
Portefeuille VEA Croissance	(4,58 %)	2,50 %	16,93 %	29,00 %	26,66 %	19,66 %	9,40 %
Indice de référence**	(4,17 %)	(1,98 %)	6,29 %	11,96 %	18,77 %	9,40 %	6,60 %

(*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)

Au cours des années '90 jusqu'au milieu des années 2000, **Wal Mart (WMT) révolutionnait l'industrie du commerce au détail** avec sa stratégie du « prix le plus bas à chaque jour ». Elle l'appliquait grâce à des efforts de logistique, une priorité à mousser ses volumes de vente et une pression continue sur les fournisseurs au chapitre des coûts. L'entreprise devenait un géant de l'alimentation qui compte pour plus de la moitié de ses revenus.

Ironiquement, Wal Mart doit à son tour améliorer son jeu d'un cran afin de contrer la compétition devenue plus agile. Les **Métro, Loblaw et Kroger** développent de petites surfaces de quartier et offrent une valeur ajoutée additionnelle. **Costco** opte pour un nombre

restreint d'articles en magasin. Tandis qu'Amazon se prive de profits pour augmenter ses revenus.

Wal Mart possède la majorité de son parc immobilier américain et loue les deux-tiers de celui à l'étranger. Sa **taille s'avère également un atout** dans une industrie où les volumes font la différence au chapitre de la rentabilité. Par ailleurs, la compagnie **consacre maintenant l'ensemble des profits aux dividendes et rachats d'actions** plutôt que la croissance tout azimuth. Enfin, elle développe un **nouveau concept de petits magasins** à proximité des banlieues peuplées.

Depuis quelques trimestres, on observe une **augmentation des revenus par magasin** après deux années de recul. Ces résultats

compensent pour la difficulté à contenir les dépenses.

Au cours des quinze dernières années, le titre progressait peu en raison du **ratio cours/bénéfices** qui fondait de trente à quatorze. Cependant, la nouvelle gestion du capital orientée sur la récompense immédiate aux actionnaires plutôt que la croissance évasive augure bien. La grille d'analyse **Stockpointer confirme cette tendance favorable.**

Quincaillerie Richelieu (RCH) jouit de son **expansion américaine** qui semble loin de tirer à sa fin. De plus, le cycle favorable de l'immobilier résidentiel aide à son essor.

L'entreprise **consolide l'industrie des artisans**, truffée de bonnes idées en rangement et décoration, mais sans

réseau de distribution adéquat. Elle peut les exposer à un vaste bassin de clientèle autrement inatteignable. Il s'en suit un **cercle vertueux** où chaque commerce acquis vaut davantage dans le giron de Richelieu qu'entre les mains de son propriétaire artisan.

L'organisation applique le **concept VEA**. Puisqu'elle dispose d'un bilan libre de dettes, on assiste à de fréquents **rachats d'actions et relèvements de dividendes**. Le président Richard Lord possède 8% des actions.

Malgré un marché canadien plus difficile, Quincaillerie Richelieu progresse de façon continue. Le titre atteint de **nouveaux sommets** et se transige dans le haut de notre fourchette d'évaluation. Toutefois, l'**impulsion** ne paraît pas sur le point de s'estomper de sitôt.

Portefeuille Valeur-Actions

(À la fermeture du 31 août 2015)

Rendements* (au 31 août 2015)	1 mois :	3 mois :	Cumulatif annuel (8 mois)	1 an :	3 ans (Annualisé) :	5 ans (Annualisé) :	Depuis le début : (1er décembre 2005) (Annualisé) :
Portefeuille Valeur- actions	(1,80 %)	(2,00 %)	3,07 %	(0,16 %)	14,75 %	12,29 %	6,92 %
Indice de référence**	(3,74 %)	(5,26 %)	(0,95 %)	(3,07 %)	10,19 %	7,80 %	5,58 %

(*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)

Loblaw (L) intègre bien Shoppers Drug Mart (**Pharmaprix**). Outre la nécessité de mettre en commun les systèmes informatiques, marketing et autres aspects opérationnels, elle y introduit la dimension alimentaire.

Le secteur de la distribution **pharmaceutique** profite d'une **croissance supérieure** liée au vieillissement de la population et les avancées en soins de santé. Les dirigeants implantaient cette judicieuse stratégie afin d'élargir la couverture de son marché avec des commerces de quartier. La clientèle urbaine, jeune et occupée tout comme celle moins jeune et moins mobile, apprécie ce type de services.

La compagnie avance rondement avec la rénovation du **réseau de supermarchés**. Au Québec, on observe le **visage rafraîchi** des Provigo et l'offre améliorée de produits frais. Il s'agit d'un retour à la formule gagnante des années '80 et '90. Un autre élément peu visible, mais important : après des années

d'efforts et de tracas, le **système informatique** opère enfin selon les attentes. Le tout se traduit par l'**augmentation sensible des ventes** après quelques années décevantes.

Il faut aussi ajouter le **meilleur contexte de l'industrie**. La disparition de Target, les croissances modérées de Wal Mart, Costco, Métro et Empire (IGA), en termes de pieds carrés, contribuent à l'augmentation de l'offre comparable à celle de la population. De plus, l'**inflation des produits frais** aident à l'absorption des coûts fixes.

La **création de la fiducie immobilière Choice** regroupe une part appréciable de ses propriétés et met leur valeur en lumière. Elle ouvre aussi la possibilité de monétiser le reste de celles-ci.

Loblaw se retrouve en position de récompenser ses actionnaires avec des **dividendes plus généreux**. Par ailleurs, plusieurs observateurs croient que la famille Weston aimerait ramener son actionnariat à plus de

50%. Lors de l'acquisition de Shoppers, l'émission d'actions diminuait son niveau de contrôle en bas du seuil absolu. L'objectif se concrétiserait avec des **rachats**.

L'ensemble de ces facteurs contribuent à notre optimisme.

=====
En cette période difficile pour les pétrolières, le raffinage sauve la mise chez **Suncor (SU)**. Certes, des **surplus d'inventaires** se manifestent pour le **pétrole brut**, mais on note une **situation normale pour l'essence**. Ce contexte mène à des marges de craquage (écart entre le coût du brut et les produits raffinés) au-dessus des moyennes.

Quant à la **distribution** (Pétro-Canada), la rentabilité s'avère à **son mieux pendant** les périodes de **diminution des prix**. De surcroît, la **rationalisation de l'industrie** conduisait à une réduction substantielle du nombre de stations-service, donc des volumes plus élevés pour chacune d'entre elles et des coûts

fixes moindres. D'un autre point de vue, on observe aux États-Unis (où on taxe peu l'essence) une reprise perceptible de la consommation.

Suncor concentre ses **efforts sur une gestion optimale de ses capitaux plutôt que faire croître la production.** Elle réduit ses investissements et priorise l'efficacité des installations existantes à l'exception du projet Fort Hills. Les dirigeants préfèrent aller de l'avant tandis que les fournisseurs se cherchent du travail à bon prix

pendant cette rude période en Alberta.

Dans l'Est du Canada, l'éventuel **renversement de la ligne #9** du pipeline d'Enbridge réduira les coûts d'approvisionnement de la raffinerie de Montréal. Quant aux actifs de production en **Syrie et Libye**, les espoirs d'un retour à la normale dans un avenir proche restent minces.

Nous ne faisons pas de prévision concernant les **prix de l'énergie**. Cependant, les cours actuels rendent la **situation intenable** à moyen terme

pour tous les producteurs. Dans les pays arabes avec de faibles coûts à la tête des puits, les budgets gouvernementaux requièrent des revenus de 100\$US le baril et plus. Ainsi, on peut parier sur une combinaison de baisse de l'offre et davantage de consommation pour ramener les prix à des niveaux acceptables pour l'industrie. Pendant ce temps, **les intégrées supportent mieux la misère** que les producteurs et fournisseurs de services.

Stratégie Taux fixe

<i>Échéance</i>	<i>Actuel</i>	<i>15 juillet 2015</i>	<i>22 septembre 2014</i>
1 an	1,75 %	1,66 %	1,60 %
2 ans	1,85 %	1,85 %	1,97 %
3 ans	1,91 %	1,95 %	2,15 %
5 ans	2,22 %	2,25 %	2,56 %
10 ans	2,66 %	2,44 %	3,22 %
15 ans	3,33 %	3,13 %	3,70 %

Note : taux annuels de titres gouvernementaux ou certificats de dépôt (en date du 15 septembre 2015)

La courbe des taux demeure stable. L'absence d'événements marquants explique la situation. Alors que l'indice avancé de l'économie américaine enregistrait un mince recul en juillet, une première depuis longtemps, la Réserve Fédérale mijote l'idée d'augmenter son taux directeur. Elle rend sa décision au moment de publier ces lignes.

Si elle devait agir ainsi, ce geste ne signifierait pas le début d'un

resserrement de politique, mais la poursuite d'une tendance enclenchée l'an dernier avec le freinage de croissance de la masse monétaire.

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, David Gilbert et Sophie Paquet, 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).

FCDE
M E M B R E