



Le Contact

 FINANCIÈRE
BANQUE NATIONALE
GESTION DE PATRIMOINE

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

1-800-463-2635

www.fbn.ca/fr/brunetgilbert

16 mars 2015
Volume 21 Numéro 1

Performances de nos paniers conseillers

Morneau Shepell publiait son survol 2014 des performances des fonds de retraite. Toutefois, sans être une revue exhaustive des gestionnaires de portefeuilles canadiens, il constitue un sondage suffisamment large pour servir de base de comparaison à nos propres résultats.

Tout comme le panier Valeur Actions, le Croissance VEA surpasse 85% des gestionnaires comparables respectifs au cours des cinq dernières années.

Un faible taux de roulement des titres et la discipline constituent des traits communs aux deux paniers. Chacun transige

en moyenne six fois l'an. Quant à la rigueur de gestion, les opérations du Valeur Actions s'appuient sur des cibles d'achats et de ventes établies au moins une fois l'an. Un modèle de recherche hybride basé sur nos propres travaux et ceux d'une kyrielle de correspondants nous permet d'arriver à nos fins. Le Croissance VEA utilise l'outil StockPointer et son modèle de valeur économique ajoutée (VEA), mais aussi d'autres services de recherche tel Value Line pour confirmer ou infirmer ses opinions.

Alors que le marché américain se compose d'une vaste gamme

d'entreprises, le marché canadien s'avère plus restreint. On ajuste la gestion en conséquence.

Afin de maintenir ou même améliorer notre performance, l'équipe investissait encore davantage dans la recherche avec l'embauche de Charles-Antoine à l'été dernier. Nous portons attention aux détails quotidiens, afin d'obtenir des rendements supérieurs sur l'ensemble d'un cycle.

Stratégie Marché boursier

Le panier Croissance VEA récupère sa mise de fonds sur Nucor (NUE) six ans plus tard. Tout de même, il recevait un dividende annuel de 3% dans l'intervalle. Malgré des dirigeants de qualité, la compagnie ne peut faire abstraction du surplus de production à l'échelle mondiale.

Notre patience prenait fin avec la vigueur du dollar américain qui rend les importations asiatiques encore plus compétitives. Des modes de production à faibles coûts par rapport aux autres aciéries des États-Unis et l'implication des employés dans les processus des opérations ne

parviennent pas à générer une rentabilité acceptable.

=====
Dans un second temps, il réduisait du tiers sa participation dans Unitedhealth (UNH). Le titre se transige au double de son cours à l'achat. Pendant l'instauration de la réforme Obamacare, les actions des

entreprises reliées à la santé souffraient des inquiétudes des investisseurs. Alors que l'on relègue aux oubliettes l'hécatombe annoncée, **le marché s'enflamme** maintenant pour celles-ci. Les **perspectives** restent **bonnes** à cause de la **démographie** et des avancées en **pharmaceutique**. Donc, nous conservons une participation élevée dans cette société.

35,50\$, 40,17\$ et maintenant 51,50\$. À première vue, quelqu'un pourrait considérer ces dispositions comme des erreurs. Cependant, on ne peut établir une saine gestion du risque avec un portefeuille composé d'un titre comptant pour le cinquième des actifs bien que le rendement soit **supérieur**. Malgré les aspects **favorables** élaborés dans notre parution de janvier, nous préférons engranger une part des profits.

carrossiers américains qui progresse au rythme annuel de 8-10%.

Aux États-Unis, de nombreux ateliers de débosselage font face au problème du **transfert des commerces aux jeunes**. Uni-Sélect pourrait mettre la main sur ces entreprises à la manière de grossistes tels Métro Inc. et Quincaillerie Richelieu qui ajoutent un aspect supplémentaire à leurs opérations.

On poursuivait dans la même veine en diminuant la mise d'un peu plus de moitié sur l'épicier **Kroger (KR)** à 72,67\$US. Le titre faisait plus que tripler en valeur depuis l'achat en février 2012. À l'époque, les marchés ne voyaient d'avenir que pour WalMart et Costco. Et pourtant... à l'instar des épiciers canadiens, les dirigeants de Kroger appliquaient une saine stratégie de différenciation par rapport aux escompteurs.

Le panier **Valeur-Actions** diminuait son placement dans le **Groupe CGI (GIB.A)**, soit une 4^{ième} opération du genre depuis son acquisition à 7,41\$ en fin 2005. Au fil des ans, on vendait à 16,06\$,

Enfin, **Uni-Sélect (UNS)** volait la vedette au **courant des dernières semaines**.

Elle vendait sa **division américaine de distribution de pièces d'autos à un prix bien supérieur** aux autres transactions observées dans le secteur. Le montant reçu se révèle également surprenant puisque les **revenus diminuaient** depuis la récession de 2008-09. Lorsque conclue au second trimestre, cette entrée de fonds effacera toute la dette. Le « nouveau » Uni-Sélect sera formé de sa filiale de distribution de pièces au Canada qui croît de façon régulière et celle de vente de peinture aux

Ainsi, non seulement les **profits pourraient augmenter à un rythme accéléré**, mais les investisseurs accepteraient de payer un **ratio de bénéfices supérieur**. Ceci créerait un double effet d'entraînement. Les dirigeants fournissaient un indice en ce sens en décembre dernier avec le **rachat** par anticipation des **débtures convertibles** au prix de 41,76\$ jusqu'en janvier 2016. Cette décision semblait anodine alors que l'action ordinaire se transigeait à 29\$. On comprend maintenant qu'ils désirent éviter une dilution dans l'éventualité où le titre se négocierait au-delà du prix de conversion. Voilà une opinion à considérer de la part de ceux en connaissance de cause.

Panier Valeur-Actions

(À la fermeture du 28 février 2015)

Rendements* (au 28 février 2015)	1 mois :	3 mois :	Cumulatif annuel (2 mois)	1 an :	3 ans (Annualisé) :	5 ans (Annualisé) :	Depuis le début : (1er décembre 2005) (Annualisé) :
Panier Valeur-actions	4,09%	7,36%	5,65%	12,59%	16,05%	13,34%	7,60%
Indice de référence**	3,59%	4,89%	4,89%	12,40%	11,51%	9,60%	6,57%

(*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)

TEVA Pharmaceutical (TEVA), leader mondial dans la fabrication et la distribution de **médicaments génériques** achève une période tumultueuse. Deux présidents successifs quittaient en moins de trois ans. Elle bénéficie maintenant

d'une situation stable à cet égard et peut regarder l'avenir avec un **plan d'affaires intéressant**.

Parmi les principaux éléments, citons une **attention centrée sur quelques produits** génériques plutôt qu'une gamme élargie. TEVA se

limitera dorénavant aux traitements de la douleur chronique, les problèmes respiratoires et produits bio-similaires, un champ nouveau, mais que l'on croit prometteur. De plus, elle souhaite s'étendre davantage sur les **marchés**

émergents. Elle vend déjà ses produits dans plusieurs pays. L'organisation dispose de l'expertise pour transiger avec différents systèmes réglementaires. Si cette approche devait réussir, elle permettrait de mieux répartir ses coûts fixes et sa rentabilité progresseraient plus vite que ses revenus.

Enfin, bien que TEVA ne tire que le quart de ses revenus de médicaments brevetés, *Copaxone* (sclérose en plaques) vaut pour la moitié de ses bénéficiaires et le **brevet original expire à l'automne.** Elle offre déjà une seconde version orale prise à fréquence réduite. Toutefois, la compétition de génériques fabriqués par d'autres entreprises se fait sentir et en parallèle, les

inévitables batailles légales. Les notes aux états financiers touchant les poursuites occupent autant d'espace que dans les cas de compagnies de tabac.

Le titre se transige à un prix qui n'anticipe **aucune croissance.** Nous pensons que la sommation des **risques** et du rendement potentiel **justifie de le conserver** pour l'avenir **prévisible.**

Panier VEA Croissance

(À la fermeture du 28 février 2015)

Rendements* : (au 28 février 2015)	1 mois :	3 mois :	Cumulatif Annuel (2 mois)	1 an :	3 ans : (Annualisé)	5 ans : (Annualisé)	Depuis le début : (1 ^{er} février 2006) (Annualisé) :
Panier VEA Croissance	5,76%	13,16%	11,29%	31,77%	25,09%	18,03%	9,22%
Indice de référence**	3,62%	8,87%	8,25%	21,59%	20,06%	14,97%	7,21%

(*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)

En décembre, on ajoutait **Chicago Bridge and Iron (CBI)** à 41\$US au portefeuille. Il s'agit d'une entreprise néerlandaise cotée à la bourse de New York et active partout dans le monde. Elle vend des **produits et services en lien avec les infrastructures en énergie.** On pense au nucléaire, au charbon, les renouvelables et les fossiles. Dans ce dernier secteur, CBI traite avec les raffineurs, les usines de pétrochimie, celles de gaz naturel liquéfié (GNL) et les pipeliniers. On recherche aussi ses compétences pour les systèmes de pompage, pressurisation et réservoirs pour le stockage. Enfin, elle conçoit des projets, s'occupe d'ingénierie, de construction et de maintenance.

En **environnement**, elle restaure des sites contaminés, répond aux cas d'urgence et fait de la récupération de désastres sur des sites d'enfouissement.

Son département des **nouvelles technologies** cherche et instaure des solutions de sécurité et de productivité. Par exemple, ses réservoirs d'énergie thermique servent dans les grands édifices. Ils redirigent la chaleur issue des systèmes d'air conditionné pour des besoins de chauffage ailleurs dans les bâtisses.

Elle compte sur la clientèle des Chevron, Exxon Mobil, Statoil de Norvège, la mexicaine Pemex, la chinoise CNOOC et la russe Rosneft. CBI complète la construction de Gorgon en Australie, le plus important site de GNL au monde à ce jour.

La firme **vit de contrats.** Par conséquent, ses revenus peu prévisibles subissent en partie l'influence des **cycles** de l'énergie. Les **ententes** peuvent être à coût plus profit, mais aussi à **coût fixe.** Dans le second cas, des

modifications, imprévus, problèmes techniques, sous-estimations de coûts et retards affectent ses résultats.

CBI **s'appuie d'abord sur le capital humain.** Elle nécessite peu d'immobilisations outre quelques usines de fabrication. Il en va de même pour son fonds de roulement. L'entreprise paie ses comptes au même rythme qu'elle perçoit les siens et nécessite peu d'inventaires

Par sa nature, Chicago Bridge and Iron **retourne la majeure partie de ses profits aux actionnaires.** Cependant, la variabilité des affaires fait en sorte qu'elle accorde une **prépondérance aux rachats d'actions** plutôt qu'aux dividendes. Nous pensons que le recul du titre, lié aux misères de l'industrie pétrolière, procure un point d'entrée acceptable. De plus, Warren Buffet et son équipe détiennent à ce jour une participation de 10% des actions de la société.

Stratégie Taux fixe

Échéance	Actuel	15 janvier 2015	14 mars 2015
1 an	1,50%	1,90%	1,45%
2 ans	1,75%	2,11%	1,82%
3 ans	1,85%	2,17%	1,92%
5 ans	2,15%	2,55%	2,55%
10 ans	2,44%	2,81%	3,48%
15 ans	3,06%	3,37%	4,07%

Note : taux annuels de titres gouvernementaux ou certificats de dépôt (en date du 12 mars 2015)

L'encre séchait à peine sur les copies du dernier Contact que la **Banque du Canada annonçait une baisse imprévue de son taux directeur**. Cette décision contribuait au **repli de 10% du dollar canadien** face à la devise américaine. Tout de même, sa politique fait écho à celles des autres banques centrales de pays industrialisés qui sortent la « planche à billets » à la moindre crainte de ralentissement. Ces approches nous laissent perplexes. Dans un monde où les

technologies améliorent sans cesse la **productivité des organisations**, elles tentent de créer de l'inflation envers et contre tous. Il leur semble inopportun qu'une plateforme puisse forer 25 puits pétroliers plutôt qu'un à partir d'un emplacement unique... qu'une auto consomme moins d'essence que jadis... que Walmart, Costco et Amazon diminuent les prix via des logistiques efficaces de distribution... que les UBER et Airbnb pressent les modèles commerciaux existants.

Par ailleurs, on apprend une **nouvelle susceptible de réjouir la FED** et ses comparses. Depuis la reprise de 2010, on entend que la qualité des nouveaux emplois laisse à désirer entre autre, au chapitre des salaires. Voilà que **Walmart**, le plus important employeur privé américain **annonce une hausse substantielle du salaire**

minimum de ses « associés ». Il devient plus difficile de recruter du personnel.

En tant qu'investisseurs pragmatiques, il **faut accepter cette réalité monétaire** et composer avec son effet principal : une inflation des actifs financiers, autant les obligations que les actions. Pour la partie **garantie** des portefeuilles, on ose à peine parler de titres à revenu. On doit vivre avec la grille de taux et **éviter les véhicules dits « créatifs »** pour gagner quelques dollars de plus, mais au prix de risques inacceptables.

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).

FC **E**
M E M B R E