



Le Contact

**FINANCIÈRE
BANQUE NATIONALE**
GESTION DE PATRIMOINE

• David Gilbert 418 649-2565 • Richard Brunet 418 649-4717 • Sophie Paquet 418 649-4703 • Charles-Antoine Montreuil 418 649-2516 •
• Gaëtan Turmel • Adriana Popa • Dorice Hardy • Julie Messier • Lydia Desjardins •

1-800-463-2635

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

20 Janvier 2016
Volume 21 Numéro 6

Rétrospective 2015

Portefeuille Valeur Actions

(À la fermeture du 31 décembre 2015)

Rendements* (au 31 décembre 2015)	1 mois :	3 mois :	2015 :	3 ans (annualisé) :	5 ans (annualisé) :	10 ans (annualisé) :
Portefeuille Valeur Actions	(1,14) %	4,51 %	3,95 %	13,16 %	9,95 %	6,79 %
Indice de référence**	(1,97) %	0,55 %	(3,03 %)	7,83%	4,85 %	4,84 %

(*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.)

Ce numéro est un bilan de l'année qui vient de se terminer. Il **couvre les différentes opérations effectuées**, nos **réflexions**, les réussites et les aspects plus difficiles.

L'**encaisse** du portefeuille augmentait légèrement passant de **21 % à 23 %**. Les ventes partielles dans un but de rééquilibrage servaient à l'achat d'Owens Illinois (OI) et l'ajout d'actions de Boralex (BLX). Quelques placements susceptibles de nous intéresser se pointaient à l'horizon. Cependant, le nombre limité de ceux-ci me rappelle l'exemple des consommateurs russes et vénézuéliens qui se présentent à l'épicerie pour y découvrir des rayons pratiquement vides. En l'**absence d'un choix varié**, on préfère attendre

un moment plus propice pour utiliser ses liquidités. À ce jour, le recul du marché canadien et le piétinement de ceux aux États-Unis en confirment le bien-fondé.

Autant pour le portefeuille Valeur Actions que le Croissance VEA, le fait saillant se nomme **Uni-Select (UNS)** qui faisait plus que doubler suite à la disposition des activités de distribution de pièces automobiles au sol américain. Le remboursement complet de sa dette lui permettra d'accroître ses opérations parmi ses deux secteurs à succès, à savoir la distribution de peinture aux États-Unis et celle de pièces au Canada. La direction envoyait un **signal intéressant en fin 2014** avec le **rachat des débetures convertibles**

en actions ordinaires au prix de 40 \$ alors que celles-ci se négociaient à peine à 28 \$. La décision semblait d'abord absurde, mais recelait finalement une belle surprise!

Toutefois, la vie d'un gestionnaire passe aussi par des **déceptions et occasions ratées**. À première vue, la décision d'investir le cinquième des fonds dans le secteur de l'énergie peut sembler le cas. À cela, je réponds que le choix politico-économique de l'Arabie-Saoudite tout comme le ralentissement chinois font partie des imprévus qui chambardent les espoirs. Je souris à l'écoute d'observateurs prévoyant qu'une reprise des prix de l'énergie prendra de nombreuses années. Ils oublièrent pourtant de nous prévenir

18 titres (maximum 25)	
TEVA, CGI, Financière Power	28 % de l'actif
Encaisse	23 % de l'actif
Taux de roulement de l'année	16 %
Achats	Boralex, Owens Illinois
Ventes partielles	Loblaw, Intact, CGI, Uni-Select
Secteurs surpondérés	Technologie, santé, industriel
Secteurs sous-pondérés	Banques, matériaux, télécom

de l'hécatombe. En réalité, le déroulement des choses continuera de nous surprendre.

Les **ventes prématurées d'Alimentation Couche-Tard (ATD.B) et d'Industries CCL (CCL.B) en 2013** font davantage mal. Bien que nous vendions ces titres avec des gains de plus de 100 %, la valeur du premier triplait alors que la cote du second se multipliait par cinq. Le maintien d'une position minimale dans ces organisations en essor aurait bonifié le portefeuille.

Parmi les titres détenus, **Boralex mature bien** avec une capacité de production éolienne atteignant les 1000 MW. Ses installations génèrent des revenus stables. **RONA (RON) relance ses affaires**, malgré des marchés immobiliers difficiles au Québec et en Alberta ce qui augure bien lorsque l'industrie connaîtra des jours meilleurs. **TEVA prend un virage productif** avec de nouveaux médicaments génériques, l'acquisition d'une division d'Allergen et une dépendance moindre envers Copaxone. **Loblaw (L) termine la mise au point de son réseau**, poursuit **l'intégration de Pharmaprix**, alors que le secteur de la distribution alimentaire vit une **concurrence moins vive**. Enfin, **Intact (IFC) domine son industrie** et se retrouve en position pour consolider de petits et moyens assureurs.

Notre mode de gestion

Au cœur de nos décisions, la **sélection de titres prime** sur les autres facteurs. Nous attribuons peu d'importance aux poids sectoriels quoique sur la base d'une relation risque/rendement, nous **aimerions ajouter des banques** si l'opportunité se présentait un jour.

Au sujet de ces dernières, nous les évaluons largement en fonction des paramètres observés depuis la fin des années '80. Notre chiffrier se compose des **valeurs aux livres, dividendes, bénéfiques et rendements des avoirs d'actionnaires**.

On accorde une influence importante aux valeurs aux livres (capital d'une banque divisé par le nombre d'actions), suivant le dicton, « il faut de l'argent pour faire de l'argent ». Ainsi, au gré de l'humeur des marchés, les titres bancaires se négocient à l'intérieur des fourchettes se répétant d'un cycle à l'autre. Les multiples varient parmi les banques. La Royale (RY) et la Toronto Dominion (TD) jouissent de primes alors que la Nationale (NA) subit un escompte permanent. Jusqu'au milieu des années 2000, les analystes expliquaient le phénomène par les craintes politiques. Depuis, on la considère trop dépendante de ses opérations sur les marchés des capitaux.

Nous établissons des cibles d'achat selon les creux annuels des multiples de valeurs aux livres. Ensuite, on les corrobore avec le rendement sur le capital que nous traduisons par la **capacité de générer des profits durant un cycle complet**. Nous allouons une valeur secondaire aux estimations des analystes. Ce procédé traduit une volonté de se fier le moins possible aux prévisions que des événements fortuits peuvent altérer assez vite.

Nous **peaufinons** sans cesse **nos méthodes d'analyses**, notamment par l'augmentation du nombre de **filtres de sélection** utilisés. Nous ajoutons cette année **les tests d'Altman** et de **bilans de faillite**, tout comme **les évaluations chiffrées de management**.

Pour chacun des trois paniers, les **décisions** proviennent **d'un seul gestionnaire**, mais **appuyé par les membres de l'équipe**. Il doit justifier ses choix et répondre aux questions, le cas échéant. Cette façon de faire **évite les pièges de décisions diluées** parce qu'elles sont **prises en comité**. Nous affichons maintenant un **HISTORIQUE DE DIX ANS DE SURPERFORMANCE**. Pour le Valeur Actions, il s'agit d'une cinquième année consécutive supérieure à son indice de référence. Lorsqu'il performe davantage (six années au total), il le fait par environ 5 % par an. À l'inverse, les quatre années plus faibles se terminaient par des manques à gagner moyens de 4 %. À long terme, de meilleurs résultats découlent, entre autres, d'une volatilité moindre.

Portefeuille Croissance VEA

(À la fermeture du 31 décembre 2015)

Rendements* : (au 31 décembre 2015)	1 mois :	3 mois :	2015 :	3 ans : (annualisé)	5 ans : (annualisé)	Depuis le début : (1 ^{er} février 2006) (annualisé) :
Portefeuille VEA Croissance	3,93 %	8,75 %	27,63 %	28,92 %	19,67 %	10,04 %
Indice de référence**	0,66 %	6,44 %	11,47 %	19,21 %	13,33 %	6,84 %

(* 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)

Le Croissance VEA ajoutait des parts à son placement dans **Chicago Bridge and Iron (CBI)** (revendu en décembre) et acquérait **Progressive Corp (PGR)** et **Wal-Mart (WMT)**. Le premier offre des produits et services dédiés aux infrastructures en énergie, le second vend de l'assurance de dommages pour les automobilistes, tandis que le dernier se passe de présentation. On peut relier les trois achats à un **facteur commun**, soit une **amélioration du rendement de leur capital**.

Le filtre **Stockpointer** fait partie intégrante de notre processus décisionnel. Il discipline les sélections basées sur des **données fondamentales et sur l'élan des affaires d'une entreprise**. Au fur et à mesure que les actions d'une compagnie progressent, son coût de capital diminue, car l'opportunité d'émettre de nouveaux capitaux coûte de moins en moins cher en dilution pour les actionnaires en place.

Notre mode de gestion

Tout comme le Valeur Actions, le Croissance VEA s'adonne au **rééquilibrage**. Il relève parfois sa participation dans une entreprise qu'il juge sous-évaluée et, en

d'autres circonstances, diminue celles dont la valeur fait de nouveaux sommets tout en démontrant des perspectives encore intéressantes. De plus, bien que la politique de placements autorise une proportion jusqu'à 15 % dans un seul titre, nous préférons éviter une telle concentration.

Le portefeuille se concentre plus particulièrement **sur les secteurs populaires**. On sait que l'on peut gagner bien plus avec une hausse de ratio cours/bénéfice qu'il ne s'avère le cas avec une croissance de profits. Le **plus bel exemple** en 2015 est **Microsoft (MSFT)**. Pendant longtemps, ses actions stagnaient malgré une progression raisonnable des revenus et profits. L'arrivée de nouveaux dirigeants aux idées quelque peu différentes a fait doubler le titre, tandis que ses affaires avançaient à un rythme inférieur à celui observé par le passé.

Un élément capital dans l'approche de David, qui pilote le Croissance VEA, concerne le **dédain pour l'endettement**. Quand arrive un moment difficile au cours d'un cycle, qu'il s'agisse de l'immobilier (2007-09), des technologies (2000-03) ou des ressources naturelles en

ce moment, les entreprises libres de dettes survivent et achètent les faillites. Les actionnaires de ces dernières années subissent, quant à eux, des pertes permanentes.

La **politique de dividende** constitue un aspect important à notre avis. Nous aimons les organisations qui versent une certaine part des bénéfices aux actionnaires et qui laissent entrevoir la possibilité de l'augmenter de façon constante. Notre préférence va à celles qui **distribuent entre 15 % et 40 % de leurs profits**. Elles conservent la **flexibilité** pour accroître leurs opérations ou racheter leurs actions.

Depuis sa création en fin janvier 2006, le portefeuille Croissance VEA a conservé quatre titres en permanence; AFLAC (AFL), Coca Cola Inc. (KO), Great-West Lifeco (GWO) et Quincaillerie Richelieu (RCH). Un cinquième Wells Fargo (WFC), fut vendu puis racheté.

Un **faible taux de roulement** se conjugue souvent avec une **performance supérieure**. Les entreprises se portant bien ne bénéficient pas nécessairement de

16 titres (maximum 20)	
Uni-Select, Wells Fargo, United Health	22 % de l'actif
Encaisse	15,6 % de l'actif
Taux de roulement de l'année	30 %
Achats	Chicago Bridge and Iron, Progressive, Wal-Mart
Ventes totales	Chicago Bridge and Iron, Nucor
Ventes partielles	United Health (deux fois), Kroger

la faveur populaire. Bien malin celui qui prétend les acheter au moment idéal. Plusieurs opportunités intéressantes se perdent à un tel jeu. La **durée moyenne de détention** d'un placement se situe entre **trois et quatre ans**.

Plusieurs placements font partie de l'indice Dow Jones (30 compagnies). On dénombre IBM, Microsoft, United Health (UNH), Wal-Mart, Coca Cola inc., et General Electric

(GE). Elles contribuent à la stabilité de l'ensemble par leur rentabilité prévisible, de lucratifs dividendes et la richesse de leurs biens respectifs.

Enfin, le Croissance VEA vise une **pondération moyenne de 25 % en titres canadiens**. En ce moment, il détient cette proportion, mais les cinq titres font une **large part de leurs affaires aux États-Unis** (Richelieu, Uni-Select, Thomson

Reuters(TRI)) et en **Europe** (Great West, Thomson Reuters).

L'économie de notre pays vit des moments inquiétants suite à l'effondrement des ressources et des répercussions qui pourraient se faire sentir pour un temps. Quant aux fortunes de la Pétrolière impériale (IMO), elles dépendent d'abord du marché international de l'énergie.

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 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).