



LE CONTACT

Novembre 2018
Volume 24 Numéro 5

Stratégie Taux fixe

Stratégie taux fixe			
Échéance	Actuel	sept. 2018	nov. 2017
1 an	2,75%	2,33%	1,76%
2 ans	3,14%	2,68%	2,21%
3 ans	3,26%	2,85%	2,45%
5 ans	3,48%	3,18%	2,75%
10 ans	3,30%	3,16%	3,03%
15 ans	3,38%	3,13%	3,18%

Note: Taux annuels de titres gouvernementaux ou certificats de dépôt (en date du 8 novembre 2018)

L'écart entre les taux à court et à long terme **se rétrécit davantage**, un thème récurrent cette année. La Réserve Fédérale et la Banque du Canada réagissent aux **signaux inflationnistes**. Les salaires augmentent suivant la régression du chômage. Les coûts du transport par camion font de même avec les règles plus strictes qui limitent les heures de travail des chauffeurs et créent la rareté de ces derniers. Les prix de certaines matières premières

progressent au fil des nouveaux tarifs et barrières commerciales. Par contre, les innovations technologiques contribuent à mettre des pressions à la baisse sur les prix.

En somme, les **banquiers centraux craignent plus l'inflation que les investisseurs obligataires**. Le temps nous dira lequel des deux camps évalue mieux la conjoncture.

Stratégie Marché Boursier

Tandis que le portefeuille géré **Valeur Actions** conservait le **statu quo**, le **Croissance VEA** et le **Potentiel Global** apportaient plusieurs modifications à leurs compositions respectives.

Le **Croissance VEA** disposait de General Electric (GE) à 10 \$ US. En parallèle, il réduisait ses participations dans le gestionnaire de soins de santé Unitedhealth (UNH) à 264,25 \$ US et Microsoft (MSFT) à 108,60 \$ US. En contrepartie, il augmentait son actionariat dans Transcontinental

(TCL.a) à 21,09 \$ et acquérait un placement initial dans l'éleveur de poulet Sanderson Farms (SAFM) à 98,73 \$ US.

Le **Potentiel Global** larguait le fabricant de véhicules de loisirs Polaris Intl. (PII) à 93,83 \$ US et le gestionnaire de personnel Robert Half Intl. (RHI) à 68,32 \$ US. Il diminuait son placement dans Apple Inc. (AAPL) à 221,82 \$ US afin d'accroître celui du fabricant de produits plastiques et chimiques LyondellBasell (LYB) à 94,92 \$ US. Enfin,

il mit la main, lui aussi, sur des parts de Sanderson Farms à 100,05 \$ US.

Ce **grand ménage d'automne** permet d'éliminer des titres aux capacités moindres pour faire place à d'autres avec des perspectives favorables. On peut comparer ces gestes au jardinier qui sème de nouvelles graines, renchasse ses platebandes et enlève les mauvaises herbes.

Euphorie... quand tu t'empares d'un marché

De façon **périodique**, les **investisseurs s'emballent** pour un secteur économique en particulier. Tous se souviennent de la « **bulle NASDAQ** » de la fin des années 90 et de son équivalent canadien avec ses vedettes Nortel, JDS Uniphase etc. Comme à chacune des occurrences passées (immobilier, pétrole, or...), l'**euphorie** se déploie **sur un fond de vérité**. La naissance d'internet créait divers scénarios utopiques. Nous savons maintenant l'impact majeur de ce

nouveau mode de communication. Et pourtant, il ne reste que quelques survivants de cette folle époque tels Amazon et eBay.

De nos jours, les **assembleurs de métadonnées** jouissent à leur tour de l'exubérance du public. Pour la plupart, leurs évaluations élevées ne concordent en rien avec leurs revenus et bénéfices actuels. Ce faisant, ils siphonnent les capitaux au détriment du reste du marché.

Les **investisseurs de style « valeur »** voient leurs performances relatives en **souffrir en attendant le retour du balancier**. Peu importe ce que les technologies de demain nous réservent, les humains devront se nourrir, se loger, se transporter, faire des opérations avec des institutions financières fiables et utiliser différentes formes d'énergies. Les **entreprises sachant s'adapter** à l'évolution **créeront encore de la valeur** pour leurs actionnaires.

Au gré des portefeuilles

On connaît **Valener** (VNR) sous son ex-marque de commerce **Gaz Métro** et maintenant **Énergir**, une nouvelle appellation liée à sa volonté de promouvoir les énergies propres. VNR possède, pour seul actif, 29% de cette entreprise. Celle-ci opère le réseau de distribution de gaz naturel au Québec, détient une participation dans les éoliennes de la Seigneurie de Beupré et distribue de l'électricité au Vermont.

Elle s'approvisionne en gaz via le réseau pancanadien de TransCanada Corp. et des champs de l'Ohio et de la Pennsylvanie. Dû à la proximité de ces derniers, Énergir économise sur les coûts de transport au bénéfice de sa clientèle.

On la paie uniquement pour distribuer le gaz et l'électricité. Des **régies gouvernementales établissent ses tarifs**. Au Québec, elle vend des services auxiliaires (Exemple : stations-service pour le gaz naturel) afin de faire valoir son utilisation.

Puisqu'elle verse l'essentiel de ses profits en **dividendes** et envisage de **majorer** ceux-ci de **4%/an** au moins jusqu'en 2022, nous établissons sa valeur en fonction de ce paramètre. Compte tenu d'un **rendement courant de 5,7%**, nous croyons que Valener fournit une combinaison de sécurité et de croissance favorable à ses actionnaires.

Sanderson Farms œuvre dans le domaine du **poulet d'élevage** aux États-Unis. Selon un modèle **d'intégration verticale**, elle achète des poussins « d'un jour » qu'elle confie à des opérateurs de couvoirs indépendants. Par la suite, des fermiers d'élevage prennent le relais jusqu'à ce que les poulets arrivent à maturité. Tout au long du processus, SAFM demeure propriétaire de la volaille et défraie les coûts en alimentation. Ensuite, elle procède à une transformation sommaire à l'intention de sa clientèle de détaillants et grossistes.

Il s'agit d'une **industrie cyclique**, car les prix des céréales, maïs et soya en particulier, varient rarement en tandem avec ceux de la viande de poulet. Parfois, SAFM paie cher pour la nourriture et obtient peu pour le produit final. L'inverse s'avère également possible. Ces conditions exposent la compagnie et ses compétiteurs à des radiations occasionnelles d'inventaires. De nos jours, le marché des exportations ajoute un autre élément susceptible d'accentuer la variabilité des affaires.

Sanderson Farms **tente d'établir des marques de commerce** de qualité supérieure. Cependant, elle vend un produit de commodité sujet à peu de fidélité de la part des clients.

Par ailleurs, la **réglementation** toujours **plus stricte** concernant la qualité des produits et les **restrictions** courantes en rapport avec l'**immigration** peuvent contribuer à l'augmentation des coûts.

SAFM relève son **dividende** presque chaque année et **émet rarement de nouvelles actions**. La famille Sanderson et les employés possèdent 10% de l'entreprise. L'industrie se retrouve dans une phase difficile. Lorsque l'équilibre reviendra, le titre devrait bien faire en bourse.

Le titre d'Owens Illinois (OI) ne satisfait pas nos attentes malgré des résultats opérationnels atteignant nos attentes. En cours d'été, Atlantic Investment, une firme de gestion de placements dite « activiste », annonçait qu'elle possédait alors 6% des actions et suggérait de nouvelles stratégies aux dirigeants afin de stimuler le titre.

OI fabrique des **bouteilles de verre** dans une vingtaine de pays, toujours en situation de monopole ou de duopole. Il s'agit d'une industrie à faible croissance qui entre en **compétition avec** les fabricants de **canettes d'aluminium** et de contenants de plastique. En conséquence, elle s'applique à réduire les coûts de production dans la mesure du possible. Toutefois, dans le cas de la

soude (un intrant onéreux), OI doit accepter les termes de ses fournisseurs.

Owens **convertit des capacités** destinées aux bouteilles de bière, touchées par l'adoption des canettes, à d'autres types de contenants pour **breuvages haut de gamme**. Le verre s'accorde mieux à ceux-ci pour leur mise en marché en offrant un aspect distinctif et de prestige. Son partenariat avec Constellation Brands (la bière Corona entre autres) figure dans cette optique.

Le dossier de **l'amiante s'atténue** et les nouveaux poursuivants, par la force des choses, dépassent le cap des 80 ans. Il faut prétendre à des dommages de santé subis avant 1958 pour faire des réclamations.

Au cours de la dernière année, OI **refinçait** une bonne part de ses **emprunts** à des **conditions avantageuses**, signe de confiance de ses créanciers.

Owens Illinois se transige à un **ratio cours/bénéfice de 6x** et un rendement supérieur sur ses flux monétaires nets. Nous attendons avec patience l'élément déclencheur qui propulserait le titre à un niveau acceptable à la lumière de nos analyses.

Uni-Sélect (UNS) opère trois divisions; la **distribution de pièces** de rechange automobiles au Canada de même qu'au Royaume-Uni et la distribution de **peinture** pour les carrossiers aux États-Unis.

L'absence de progression significative au pays jumelée au recul des affaires du côté américain amenait le conseil d'administration à LA question existentielle : que faire de l'entreprise? Dans un premier temps, elle **remerciait le président des opérations** sans chercher de successeur immédiat. De deux, elle **embauchait une banque d'affaires** pour l'assister dans sa quête de solutions.

Cette approche laisse planer **plusieurs avenues possibles**. Elle pourrait **disposer de sa filiale américaine** qui évolue dans un marché stable. Les automobilistes ne choisissent pas le moment d'un accident. La **vente complète de la compagnie** reste une hypothèse. Toutefois, puisque l'on parle de trois régions bien distinctes, il s'avère plus improbable de trouver un acheteur unique pour l'ensemble, ou même trois acheteurs différents, dans un court laps de temps.

Tout dépendant des options tangibles sur la table, le conseil d'administration pourrait ensuite se mettre à la recherche, au besoin, d'un nouveau patron.

UNS ne se trouve pas dans une situation sans issue. Sa rentabilité justifie amplement sa valeur boursière. Cependant, elle doit reprendre le chemin de la croissance afin de créer de la richesse pour ses actionnaires. Sinon, la disposition d'une partie ou de la totalité de ses actifs semble la route à emprunter. Les **prochains mois** devraient apporter la **réponse**.

N.B. UNS publie ses résultats trimestriels pendant le processus de montage de ce numéro.

Dans un article paru au printemps 2017, nous faisons mention des difficultés jadis rencontrées par **AFLAC Inc.** (AFL) pendant et après la crise de 2008-09. Les placements en **titres perpétuels** fixes d'institutions financières européennes **ne causent plus d'inquiétudes** depuis longtemps. Par ailleurs, le **taux de change** entre le yen et le dollar US se **stabilise** malgré la sous-évaluation du premier en comparaison avec le second. Le pays du Soleil-Levant génère la majorité des revenus de l'assureur. Enfin, les **taux d'intérêts** américains reprennent **un peu de vigueur** ce qui tonifie toute l'industrie.

Néanmoins, les taux restent anémiques au Japon conduisant AFL à retirer son

offre de polices d'assurance-vie. Ce choix masque les progrès réalisés en assurances complémentaires pour les cancers et soins médicaux. Dans un second temps, l'entreprise investit les primes reçues en placements garantis libellés en dollars américains. Pour se protéger des fluctuations de devises, elle achète des contrats à terme.

La **direction croit en l'avenir** d'AFL à en juger par son actionnariat d'ensemble. Le tout commence par la famille Amos qui possède deux millions d'actions.

La compagnie évolue dans un secteur en lente expansion. Ainsi, **sa gestion de capital** concernant les dividendes et rachat d'actions comptent pour une **part importante de la récompense** espérée. Au cours des deux plus récents exercices financiers, elle augmentait le dividende de 20% et rachetait plus de 5% des actions.

AFLAC opère un **commerce en apparence ennuyeux, mais de nature solide et rentable**. Depuis 18 mois, le titre fait mieux que le marché et nous pensons que cet élan pourrait se poursuivre pendant quelque temps encore.

La multinationale d'origine danoise **LyondellBasell** (LYB) exploite des usines de **pétrochimie** aux quatre coins de la planète en plus d'une **raffinerie** à Houston, Texas. La taille de cette dernière se compare au complexe Jean-Gaulin de St-Romuald. À l'aide de gaz naturel et de pétrole, LYB fabrique des **produits** plastiques et chimiques à **usages industriels**. Au final, ils servent à la confection de revêtements, peintures, adhésifs, produits nettoyants, cosmétiques, fluides automobiles... On les utilise aussi dans les emballages souples et légers destinés au secteur alimentaire.

À l'image de plusieurs autres industries, la **pétrochimie se consolide** autour de quelques gros joueurs. Aux États-Unis, la

fusion entre Dow Chemical et Dupont de Nemours aboutira à leur fractionnement en trois entités indépendantes. Elles se verront renforcées dans leurs spécialités respectives dont l'une entrera en compétition directe avec Lyondell. En réaction à cette tendance, elle **acquerrait** cette année **une entreprise** (A. Shulman) **qui élargit sa gamme** de produits. Cette transaction ralentira possiblement son programme de rachat d'actions.

Le **principal facteur de compétitivité** s'avère **les prix** de vente. La nouvelle production américaine de gaz de schiste et de pétrole de schiste contribue à la réduction des coûts en Amérique.

La direction identifie la **réglementation** et la **sécurité** au premier chapitre des risques encourus par LYB. Elle souscrit à des polices d'assurance qui, toutefois, ne couvrent pas tous les problèmes possibles. De plus, il s'agit d'un secteur cyclique et intensif en capital. On ne

construit pas une usine de pétrochimie à peu de frais.

LYB revient de loin. En 2010, elle émergeait de la faillite, mais elle retrouvait le chemin d'une **robuste rentabilité**. Ses profits d'opération couvrent ses frais d'intérêts par plus de quinze fois.

En conséquence, elle se permet de **verser tous ses profits à ses actionnaires** sous forme d'un dividende (rendement courant de 3,5%) et du rachat de ses actions (30% en cinq ans).

En signe de son bilan de qualité, elle empruntait au taux de 3,5% pour dix ans au courant de 2017. Tous ces éléments expliquent notre confiance envers LyondellBasell.

La gestion de placements comporte de bons et de moins bons coups. Hélas,

Maxar Technologies (MAXR) fait partie du second groupe. De piètres résultats au dernier trimestre et pour les mois à venir (selon les dirigeants), à la division de fabrication de satellites, expliquent cette déception. Par ailleurs, l'entreprise prévoit déménager son siège social aux États-Unis afin de bénéficier d'un taux d'impôt inférieur. En ce moment, les marchés escomptent le pire. Heureusement, leurs autres opérations se portent mieux. Nous suivons la situation de près.

Gaétan Turmel, FCSI
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'investissements susceptibles d'être pertinentes pour votre portefeuille de placements. **Ce commentaire reflète uniquement les opinions des conseillers en placement, Richard Brunet, Sophie Paquet et David Gilbert, 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 – Gestion de patrimoine (FBNGP) est une division de la Financière Banque Nationale inc. (FBN) et une marque de commerce appartenant à la Banque Nationale du Canada (BNC) utilisée sous licence par la FBN. FBN est membre de l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) et du Fonds canadien de protection des épargnants (FCPE) et est une filiale en propriété exclusive de la BNC, qui est une société ouverte inscrite à la cote de la Bourse de Toronto (NA: TSX).