Fonds petite capitalisation internationale Ninepoint — Vue du marché

31 mai 2019

Nos spécialistes en investissement

Chers clients et collègues,

La semaine a encore été difficile pour les marchés boursiers qui ont été affectés par des guerres commerciales ainsi que des inquiétudes à propos de l'effondrement des rendements obligataires et de l'inversion qui est souvent indicative d'une récession à venir. Nous préférons nous tenir loin des nouvelles quotidiennes et plutôt nous concentrer sur la recherche fondamentale effectuée sur le terrain.

Au cours des deux dernières semaines, plusieurs d'entre nous à Global Alpha avons participé à des conférences en Asie, en Amérique du Nord de même qu'au Japon. Nous avons eu l'occasion de passer dix jours au Japon pour participer au 15e forum CLSA du Japon. Nous avons également visité certaines de nos sociétés de portefeuille et avons voyagé dans diverses villes secondaires. Nous n'étions pas si loin des nouvelles, puisque le président des États-Unis a visité Tokyo pendant que nous étions dans le pays.

Le Japon est la quatrième plus importante économie de marché libre au monde. Il excelle dans plusieurs secteurs comme l'électronique, la robotique, l'automobile et les soins de santé. L'économie de ce pays est reconnue pour son efficience et sa compétitivité dans les secteurs orientés vers l'exportation, mais sa productivité est inférieure dans les secteurs comme l'agriculture, la distribution et les services. Une croissance lente et un rythme de réforme lent sont anticipés pour l'économie du Japon. Toutefois, le fait que la stabilité politique soit à son niveau le plus élevé depuis les années 50 est positif. Nous entendons souvent parler des défis auxquels le Japon fait face. Nous discuterons de quelques-uns de ces défis plus loin dans ce document.

Les investisseurs ont tendance à établir une corrélation entre la croissance du PIB et la performance du prix des actions, mais la recherche a démontré que la corrélation est faible entre ces deux éléments. La récente performance du marché boursier chinois en est un exemple et nous oublions peut-être que de 1960 à 1968, le PIB du Japon s'est apprécié de 179 % alors que son marché boursier a diminué de 4 %.

Alors, qu'est-ce qui pourrait pousser le marché boursier japonais à remonter et même à dépasser la performance des autres pays? Quelques ingrédients clés, en commençant par des évaluations très basses.

Les titres du marché boursier japonais se négocient actuellement à 12 fois les profits. Ce résultat est comparable à l'indice MSCI Europe qui se chiffre à 13,4 fois et à l'indice S&P 500 se chiffrant à 16,5 fois. Cinquante-quatre pour cent des entreprises ont un solde de trésorerie net et 4 % des entreprises japonaises ont un solde de trésorerie net plus élevé que leur capitalisation boursière.

Le deuxième ingrédient est la croissance des profits et le RCP plus élevé. Depuis que le premier ministre Abe est revenu au pouvoir en 2012, la profitabilité a doublé et le RCP s'est amélioré d'environ 4 à 8 %.

Ce qui n'est peut-être pas si connu est le fait que les entreprises japonaises tirent seulement environ un tiers de leurs profits du Japon. Aussi, entre 1993 et 2018, les profits des entreprises japonaises ont été plus élevés que ceux des entreprises américaines, bien qu'ils aient été plus volatiles (cycliques). Un ajustement multiple important a eu lieu dans ces deux marchés depuis 2018 : une contraction du marché au Japon et une expansion du marché aux États-Unis.

Le troisième ingrédient est l'activisme. Toutes les grandes sociétés activistes américaines et les sociétés de capital-investissement sont maintenant présentes au Japon. Le nombre de rachats d'actions explose. Nous avons vu l'effet positif sur les entreprises, par exemple, Sony dont la taille a doublé depuis 2016 à la suite de sa participation dans le Fonds Third Point de Daniel Loeb.

Au Japon, les dividendes ont grimpé de 9 % dans la dernière année par rapport à l'année précédente, malgré le fait que le ratio dividendes/bénéfice est toujours bas, autour de 38 %. Une valeur considérable pourrait être débloquée. Nous avons également mentionné la force des bilans. Actuellement, plus de 2 billions $ US en espèces et en titres réalisables à court terme est affiché aux bilans des entreprises japonaises, excluant les banques.

Voici quelques préceptes pour débloquer les valeurs :
• Adopter et publier l'écart sur les capitaux propres;
• Rechercher une structure du capital optimale et la divulguer;
• Adopter des pratiques environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) afin d'améliorer le RCP;
• Divulguer les critères de placement en matière de participation croisée et éliminer celle-ci si elle est non justifiée;
• Adopter une politique de dividende basée sur la structure du capital optimale;
• Diversifier la structure du conseil d'administration et nommer plus d'administrateurs indépendants.

Le quatrième ingrédient pourrait provenir d'une participation accrue au marché. Contrairement à ceux des États-Unis, les fonds de pension japonais maintiennent toujours un actif composé d'obligations à plus de 65 %. Au Japon, les particuliers ne participent pas au marché boursier; seulement 9 % d'entre eux possèdent un compte de placement. Ceci malgré le fait qu'ils aient l'un des niveaux d'épargne les plus élevés au monde, où les actifs en espèces s'élèvent à plus de 150 000 $ US par ménage. Les fonds étrangers sont sous-pondérés au Japon.

Nous sommes d'avis que ces quatre ingrédients forment les composantes d'une performance solide du marché boursier japonais à l'avenir.

Abordons maintenant quelques autres éléments intéressants.

La guerre commerciale menée par le président Trump se mondialise. En plus de la Chine, nous avons appris aujourd'hui que le Mexique fera aussi face à des tarifs douaniers. Nous ne faisons pas référence aux tarifs comme ceux imposés précédemment sur l'acier canadien ou britannique ou à la menace de tarifs douaniers sur les voitures européennes. Alors quelle est la probabilité que les États-Unis imposent des tarifs douaniers au Japon? Malgré le fait que rien ne pourrait nous surprendre, nous sommes d'avis que la probabilité est faible. Le déficit commercial du Japon avec les États-Unis est peu élevé. Le Japon a généralement de faibles tarifs, sauf en ce qui a trait aux produits

d'agriculture. Il n'impose aucun tarif douanier sur les voitures et la machinerie en provenance des États-Unis.

Le gros problème est l'agriculture, comme le président Trump l'a clairement indiqué. Nous croyons que le Japon acceptera d'augmenter ses importations; il n'a pas le choix. Ce pays produit seulement 38 % de la nourriture dont il a besoin et ses agriculteurs vieillissent. Par conséquent, il augmentera ses importations.

Un autre sujet suscitant l'intérêt est la taxe de vente (taxe sur la valeur ajoutée), qui doit hausser de 8 à 10 % cet automne. Nous croyons qu'il est improbable que cette taxe soit mise en place cette année.

Les analystes du marché surveillent de près les augmentations salariales japonaises et l'incapacité de hausser les salaires de plus de 2 % par année. À l'image de plusieurs statistiques affectant l'IPC, celle-ci est erronée. Au Japon, les salaires sont en fait en hausse de plus de 2 %, sauf le salaire de base qui n'augmente que de 0,8 %. L'IPC ne prend pas en compte les bonis annuels ou les augmentations salariales liées à l'ancienneté ou aux promotions. Lorsqu'on les inclut, le pourcentage se situe plus près de 2,5 %.

Une statistique réellement positive dont nous avons discuté dans des commentaires précédents est la hausse du tourisme au Japon. Il y a huit ans, 8 millions de personnes visitaient ce pays avec un visa de tourisme. En excluant les visiteurs d'affaires, le nombre de vrais touristes était probablement autour de 2 millions de personnes. Jusqu'à présent cette année, le pays a reçu 35 millions de touristes, ce qui fait du Japon le 11e pays le plus visité au monde, et le 8e pays sur le plan des revenus, en hausse du 26e rang il y a huit ans.

Quarante millions de visiteurs sont anticipés en 2020. Ce nombre est probablement gonflé par les Jeux olympiques, mais toute personne ayant visité le Japon sera d'avis que ce pays est attrayant et possède un immense potentiel en tant que destination touristique.

Pour ce qui est de la langue, tous les trains, le métro et les places publiques ont une signalisation et des directives audibles en anglais. De plus en plus de Japonais parlent anglais, spécialement dans l'industrie du tourisme d'accueil.

Finalement, nous avons rencontré les gens de quelques-unes de nos sociétés de portefeuille et avons eu l'occasion de visiter les magasins d'autres de nos sociétés.

Milbon

Milbon est une société faisant partie de notre portefeuille international à petite capitalisation. Elle est une chef de file dans le secteur des produits de soins et de coloration capillaires vendus par les salons de coiffure. Qu'avons-nous appris?

Milbon croit qu'elle est en mesure de doubler sa part de marché au Japon, soit de passer de 16 à 30 %. Sa part de marché a déjà atteint 35 % à Osaka. Son objectif en Chine est de croître à un TCAC de 15 % pour au moins les dix prochaines années. Cela signifie que l'entreprise pense pouvoir quadrupler ses affaires en Chine au cours de cette période. En Corée, sa part de marché est de 5 % et Milbon croit pouvoir l'augmenter à 20 %. Bien qu'elle soit très petite, l'entreprise croit qu'à long terme les États-Unis pourraient être son plus gros marché.

En 2019, la société a formé une nouvelle coentreprise avec Kose, une grande société japonaise de

produits cosmétiques, afin de vendre des produits de soins de la peau dans les salons. Auparavant, Kose avait une coentreprise semblable avec L'Oréal qu'elle a résiliée.

Nous avons également rencontré les gens de Lasertec, un manufacturier d'équipement semi-conducteur. Le prix de l'action de l'entreprise est très bas depuis les six derniers mois comme pour la plupart de ses pairs. Toutefois, nous sommes d'avis que Lasertec est solidement positionnée. Elle détient 50 % des parts du marché des inspections et des mesures et a un seul concurrent, KLA Tenkor. Il s'agit d'une entreprise de niche, très focalisée, ayant une expertise en optique. Elle collabore avec toutes les sociétés importantes de semi-conducteurs, d'Intel à Samsung en passant par TSMC. Lasertec détient 100 % du marché des systèmes d'inspection à blanc de masques pour la fabrication des semi-conducteurs et 100 % des parts de marché des systèmes de nettoyage et d'inspection de la partie postérieure des masques EUV, une nouvelle technologie qui sera adoptée au cours des cinq à sept prochaines années alors que les entreprises de semi-conducteurs passeront à un nœud de 5 nanomètres. Quatre-vingt-trois pour cent des ventes de Lasertec sont effectuées à l'extérieur du Japon et soixante pour cent de ses employés sont des ingénieurs.

Nous avons aussi rencontré quelques autres de nos sociétés de portefeuille; nous avons des photos des magasins de Seria et Ain Holdings, si vous êtes intéressés.

Finalement, nous avons participé à un groupe d'experts immobiliers au sujet du secteur immobilier de Tokyo, que nous avons trouvé particulièrement intéressant. Les investisseurs établissent souvent une corrélation entre l'immobilier et les facteurs démographiques. De façon certaine, dans des pays comme la Chine et le Japon, il est particulièrement inquiétant de voir que la population vieillit rapidement et que ces pays verront probablement leur population décroître à moins d'une hausse de l'immigration. Mais le Japon n'est pas Tokyo. La population de Tokyo est en croissance depuis l'année 2000 et cette croissance devrait se poursuivre jusqu'à au moins 2030.

Au Japon, la demande dans le secteur immobilier est en hausse, malgré la diminution de la population. Pourquoi? En raison des ménages plus petits. Aussi, bien que la croissance du PIB au Japon soit faible, le PIB par habitant est en hausse.

Revenons à Tokyo. Il s'agit d'une ville riche et le tourisme y est florissant. Comme déjà mentionné, 35 millions de touristes ont visité le pays jusqu'à maintenant en 2019. C'est la première destination des Thaïlandais et plus de 12 millions de Chinois y iront en visite cette année. Une classe moyenne asiatique en pleine croissance fera augmenter le tourisme. Les touristes asiatiques aiment le Japon et le reste du monde découvre également ce pays.

En 2018, 2,5 millions de travailleurs étrangers vivaient au Japon, une hausse par rapport à 2 millions de travailleurs en 2015. Une réforme récente relative aux visas fera augmenter ce nombre à 3 millions l'an prochain. Les investissements étrangers directs se poursuivent. Le Japon est la Suisse de l'Asie!

Tokyo est un endroit où il fait bon vivre. Elle a été classée parmi les dix villes les plus agréables à vivre au monde en 2018. Les acheteurs étrangers commencent à acheter des biens immobiliers résidentiels à Tokyo et dans d'autres villes. Il n'y a aucune restriction pour les acheteurs étrangers.

Le marché immobilier japonais est très coûteux. Les loyers sont en hausse et le taux d'occupation est bas. Un des problèmes est que les taux de capitalisation se sont comprimés; tout est coûteux. Et ces taux ont aussi convergé. Ainsi, qu'il s'agisse d'immeubles de bureaux, d'hôtels ou d'immeubles industriels ou résidentiels, les taux sont presque identiques. Donc, la meilleure occasion comportant

le moins de risque est de faire l'achat moins conjoncturel d'une propriété résidentielle dans le centre de Tokyo.

Bonne fin de semaine.

L'équipe de Global Alpha

[1]Tous les rendements et les détails sur le Fonds a) font référence à la série {{disclaimerClass}}; b) sont présentés après les frais; c) sont annualisés pour les périodes supérieures à un an; d) figurent au mai 31, 2019. L'indice est composé à 100 % de l'indice MSCI EAFE Small Cap NR USD (CAD) et calculé par Partenaires Ninepoint LP en fonction des renseignements destinés au public à son sujet. [2] Le cas échéant, tous les chiffres sont annualisés et basés sur les rendements mensuels depuis la date de création. Le taux d'intérêt hors risque et le rendement minimal acceptable sont calculés en fonction du taux des bons du Trésor canadien sur une période mobile de 90 jours. Le taux de rendement ou la table mathématique présenté(e) n'est utilisé(e) que pour illustrer les effets du taux de croissance composé; son but n'est pas de donner une indication des valeurs futures du fonds commun de placement ou du rendement des investissements dans le fonds commun de placement. [3] Les dix principales participations en actions sont présentés au mai 31, 2019. Les répartitions sectorielle et géographique sont présentés au 29 décembre 2017. Les pondérations sectorielles sont calculées en pourcentage du portefeuille de la valeur liquidative. Les totaux peuvent ne pas paraître exacts en raison de l'arrondissement. La trésorerie et les équivalents de trésorerie comprennent les actifs ou passifs hors portefeuille.

Le Fonds est généralement exposé aux risques suivants. Veuillez consulter le prospectus du Fonds pour obtenir une description de ces risques : Risque lié aux CAAÉ; Risque lié à la concentration; Risque de credit; Risque de change; Risque lié à la cybersécurité; Risque lié aux marchés émergents ; Risque lié aux fonds négociés en bourse; Risque lié aux placements étrangers; Risque lié à l'inflation; Risque lié à la liquidité; Risque lié au marché; Risque lié à la réglementation; Risque lié aux opérations de prêt, de mise en pension et de prise en pension de titres; Risque lié à la série; Risque lié aux petites sociétés; Risque lié à un émetteur donné; Risque lié aux sous-conseillers; Risque lié à la fiscalité.

Partenaires Ninepoint LP est le gestionnaire de placement des Fonds Ninepoint (collectivement appelés les « Fonds »). Un placement dans les fonds communs de placement peut donner lieu à des frais de courtage, des commissions de suivi, des frais de gestion, des honoraires au rendement, le cas échéant, et d'autres frais et charges. Veuillez lire attentivement le prospectus avant de faire un placement. Le taux de rendement des parts de série F présenté pour la période close le 30 avril 2019 représente le rendement global antérieur, composé annuellement, compte tenu des variations de la valeur des parts et du réinvestissement de toutes les distributions. Il ne tient pas compte des frais de vente, de rachat, de distribution ou des frais optionnels, ni des impôts sur le revenu à payer par le porteur de parts, lesquels auraient réduit le rendement. Les fonds communs de placement ne sont pas garantis, leur valeur uctue fréquemment et leur rendement passé n'est pas indicatif de leur rendement futur. Les renseignements contenus dans la présente communication ne constituent pas une o re ni une sollicitation par toute personne résidant aux États-Unis ou dans toute autre juridiction où une telle o re ou sollicitation n'est pas autorisée ou à toute personne qu'il est illégal de solliciter ou à qui il est illégal de faire une telle o re. Les investisseurs éventuels qui ne résident pas au Canada devraient s'adresser à leur conseiller nancier pour déterminer si les parts du Fonds peuvent être légalement vendues dans leur juridiction.

SERVICES AUX COURTIERS : CIBC Mellon GSSC Record Keeping Services: sans frais : 1.877.358.0540