

TIRER PARTI DU MARCHÉ MONDIAL

Pourquoi comprendre les paramètres des profits économiques peut mener à de meilleurs investissements à l'échelle mondiale



Par Stephen Way, CFA
Vice-président principal
Placements AGF Inc.

Sommaire

Le profit économique, soit le rendement d'investissement excédentaire d'une entreprise sur son coût du capital – est un indicateur clé du déploiement des capitaux d'une société. Mieux connu sous le nom de valeur économique ajoutée (EVA ou *Economic-Valued Added*)¹, le profit économique combine le coût des fonds propres et des capitaux des emprunts pour comprendre la valeur ajoutée par une entreprise. Tout gestionnaire de portefeuille compétent doit savoir faire l'évaluation adéquate du profit économique d'une entreprise afin de standardiser le déploiement de capitaux d'une société sur tous les créneaux. Cette compétence permet également d'analyser une situation avec plus de précision qu'en se fiant simplement sur les paramètres habituels de la comptabilité, comme les bénéfices par action (BPA). Nous jugeons que l'application des concepts de la EVA permet de cerner la valeur réelle ajoutée par une société, qui devrait normalement se traduire par de la valeur à long terme pour les investisseurs.

Le présent document se penche sur certaines limites de l'application des principes comptables généralement reconnus pour analyser des sociétés d'envergure mondiale et évaluer comment une structure axée sur la EVA peut contribuer à créer des conditions équitables et démystifier leurs pratiques commerciales sous-jacentes. Nous mettrons également en lumière les concepts et paramètres d'évaluation clés dont il faut tenir compte dans l'application d'une structure axée sur la EVA, ainsi que la façon dont ces paramètres peuvent nous jumeler à des sociétés plus en mesure de créer de la valeur pour leurs actionnaires. La combinaison de la EVA et d'un sens clair de la rigueur en matière d'évaluation des titres peut mener à des placements plus judicieux.

Limites des principes comptables généralement reconnus

L'analyse fondamentale (ascendante) repose en grande partie sur les états financiers et les données comptables. Dans l'analyse du profit économique, un des plus importants éléments à prendre en considération est la transposition des états financiers en données qui reproduisent fidèlement la réalité économique et permettent d'effectuer des comparaisons selon divers cycles et pays. Habituellement, les états financiers sont préparés selon un ensemble de règles connu sous le nom de principes comptables généralement reconnus (PCGR). Ces principes comptables peuvent varier selon la région et l'industrie qu'ils représentent, sans nécessairement refléter la réalité économique ou les dynamiques d'affaires sous-jacentes. Dans l'investissement à l'échelle mondiale, ces différences régionales prennent toute leur importance et se manifestent par le traitement de données comme le coût des baux d'exploitation (crédit-bail), la conversion de devises, les rentes de retraite des employés, etc. Même à l'intérieur d'une même région, ou encore entre deux sociétés œuvrant dans la même industrie, des divergences des normes de la comptabilité peuvent exercer une influence considérable. Les variations du taux d'inflation peuvent avoir des conséquences importantes sur les états financiers et compliquer la comparaison entre des pays touchés par des taux d'inflation distincts.

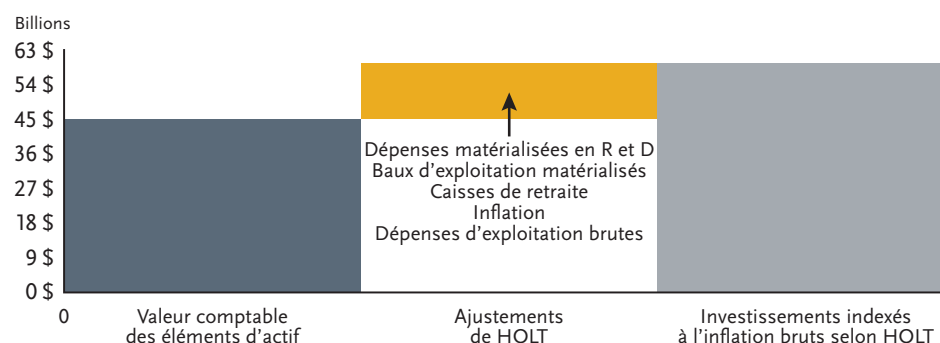
¹ Marque de commerce de Stern & Stewart.

Dirigée par Steve Way, l'équipe des actions mondiales d'AGF préconise une approche d'investissement axée sur la EVA depuis plus d'une décennie. Cette structure s'est révélée fructueuse pour cette équipe qui peut mieux ajuster son tir selon les lacunes inévitables des états financiers produits selon les PCGR, et ainsi mieux évaluer la viabilité de l'exploitation d'une société. Le capital investi est utile pour faire la distinction entre la réalité économique et une convention comptable. Dans certains champs d'application en comptabilité, les PCGR exigent des sociétés qu'elles passent en charge les coûts engagés pour la recherche et le développement (R-D) au cours de l'exercice achevé. Or, en économie, toutes les dépenses engagées en prévision de la réalisation des bénéfices futurs doivent être considérés comme du capital investi. Nous croyons donc que les coûts de R-D doivent être matérialisés dans le bilan financier pour être ensuite déduits ou amortis sur une période donnée, car ils représentent un investissement dans les produits futurs qui, à leur tour, produiront éventuellement des bénéfices. Le fait de passer en charge ou de capitaliser les coûts de la R-D peut faire une sérieuse différence dans un bilan financier et du coup, fausser les ratios comme le rendement du capital investi. Par exemple, passer en charge les coûts de R-D peut résulter en un rendement du capital investi relativement élevé. Prenons comme exemple deux sociétés de vente au détail, l'une d'entre elles loue les emplacements de ses magasins et l'autre est propriétaire de ses sites. Dans une telle situation, il devient difficile de comparer les bilans. Le détaillant locataire qui a passé son loyer en charge affichera un rendement du capital injustement supérieur à la société propriétaire qui accusera une dépréciation de ses magasins. Il devient alors nécessaire de faire des ajustements pour effectuer une comparaison plus équitable.

Pour faciliter l'analyse et la comparabilité, les analystes doivent tenir compte du degré de latitude de la direction par rapport aux états financiers, particulièrement à l'égard des pratiques comptables qui peuvent donner lieu à une certaine subjectivité. Les rendements peuvent être améliorés par des pratiques comptables ne figurant pas au bilan qui permettent de mieux tirer parti du capital investi. Une analyse détaillée des pratiques comptables est exigée, particulièrement dans les cas où la latitude de la direction et la subjectivité sont en cause. Le tableau 1 illustre l'impact possible de ces ajustements sur les décisions d'investissement. Des ajustements de l'ordre de plus de 14 billions de dollars US ont été apportés à des actifs comptables déclarés se chiffrant à 45 billions de dollars US. Une approche axée sur la EVA se base sur un capital investi plus réaliste en ajustant les éléments d'actif comptables pour des facteurs comme les coûts de R-D capitalisés, les loyers d'exploitation capitalisés et l'inflation.

Tableau 1 : Profits économiques moins appelés à être manipulés

Indice mondial – Éléments d'actif déclarés c. investissements bruts selon HOLT (LFY)



HOLT a effectué des ajustements de l'ordre de 14 billions \$ pour les éléments d'actif déclarés au cours de la dernière année financière.

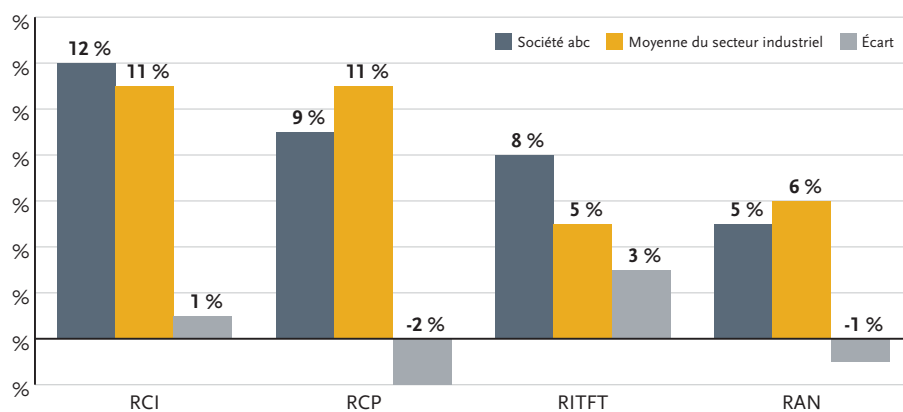
Sources : HOLT ValueSearch, Indice mondial de sociétés de capitalisation supérieure à 500 millions \$ (FPI, sociétés d'assurance et financières); 6 000 sociétés. Toutes les données sont exprimées en dollars US et basées sur le dernier exercice, mai 2012.

Paramètres clés utilisés pour calculer la création de valeur future

L'analyse du profit économique s'effectue au moyen d'un certain nombre de paramètres, dont un que nous jugeons particulièrement pertinent afin de prédire avec précision la création de valeur future, soit le RITFT², ou rendement de l'investissement en termes de flux de trésorerie. Le RITFT est un paramètre d'évaluation qui évalue le capital dont la société aura besoin pour produire chaque dollar du flux de trésorerie. Il s'agit du taux interne de rendement réalisé sur l'ensemble du capital déjà investi. Toutefois, ce paramètre de taux de rendement n'inclut pas le coût du capital de la société. Utilisé seul, le RITFT ne révèle donc pas la valeur économique qu'une entreprise a créée, ni le taux futur de création de valeur. Toutefois, il est possible de déceler des éléments générateurs de valeur en décomposant le RITFT. La stabilité du RITFT comparativement au rendement typique du capital investi (RCI) et autres paramètres comptables favorise les prévisions et permet de suivre la production réelle de profit économique (voir tableau 2). Pour les sociétés non financières, les principaux catalyseurs du RITFT comprennent les ventes, marges et rotations de l'actif. Pour les sociétés financières, le RCPTFT (rendement des capitaux propres en termes de flux de trésorerie) s'avère un paramètre plus adéquat, compte tenu de l'usage important de l'endettement dans le secteur financier. Il est essentiel de connaître les catalyseurs du RITFT pour analyser la capacité d'une entreprise à créer de la valeur et arriver à une évaluation adéquate de son titre.

Tableau 2 : Importance de la EVA : différents paramètres = résultats différents

ciété abc : RITFT c. rendements comptables



HOLT ValueSearch, en mai 2012; données hypothétiques à titre informatif seulement. RCI – rendement du capital investi; RCP – rendement des capitaux propres; RITFT – Rendement de l'investissement en termes de flux de trésorerie; RAN – rendement de l'actif net.

Un autre paramètre qui contribue à notre analyse est le coût moyen pondéré du capital (CMPC) d'une entreprise. Il s'agit essentiellement de trois données : le coût de la dette, le coût du capital et les taux d'imposition. Ces coûts peuvent varier selon l'entreprise, la région du monde et les conditions du marché. Par exemple, l'accès au financement par emprunts, les taux d'intérêt et les régimes de retraite varient énormément d'un pays à l'autre. Le CMPC fait office de taux de rendement minimal de l'entreprise, un taux de rendement minimal qui permettra à la société d'atteindre le seuil de rentabilité de ses investissements dans le sens comptable du terme. De nombreuses sociétés ont tendance à sous-estimer leur coût total de capital en omettant de tenir compte du coût des capitaux propres, ce qui peut les pousser à entreprendre des projets qui semblent prometteurs en matière de bénéfices, mais qui pourraient en fait détruire la valeur économique de ces entreprises.

² Marque de commerce de HOLT.

Si une société produit un RITFT excédentaire à son CMPC, elle réalise alors un profit économique. Comme le passé n'est pas nécessairement garant de l'avenir, une analyse plus approfondie de la viabilité des catalyseurs historiques du rendement et du coût du capital est indispensable. L'écart entre le RITFT et le CMPC indique également à quel point les entreprises peuvent résister aux périodes de difficultés économiques. Si l'écart est positif et que la situation semble en voie de se maintenir en période d'adversité, même à une cadence modérée, la société pourrait continuer d'offrir une valeur économique à ses actionnaires au moyen d'un réinvestissement décisif dans l'entreprise pour accroître sa part du marché.

Importance vitale de la capacité d'affecter des capitaux de la direction

En s'appuyant sur une structure de profit économique bien planifiée et établie, une équipe de direction compétente peut fournir une direction stratégique à son entreprise tout en cernant et en saisissant les occasions d'en relever la valeur économique. Si une société concentre ses efforts sur la réalisation de profit économique, elle n'affichera pas les mêmes résultats financiers qu'une entreprise dont les activités sont axées sur les mesures du profit comptable.

Lorsqu'ils décident d'effectuer des dépenses en capital, les gestionnaires de portefeuille doivent évaluer les projets et baser leurs décisions sur les mesures internes du rendement de l'entreprise. Le jumelage de ces mesures de rendement aux paramètres de la comptabilité ne traduit pas nécessairement la réalité économique ou la valeur réelle qui a été ajoutée. La compréhension et la mise en œuvre des mesures de profit économique permet aux gestionnaires de portefeuilles de cerner le rendement éventuel d'un investissement et le coût du capital requis pour l'effectuer.

Si une entreprise est en mesure de créer une valeur supérieure à son CMPC, elle a le potentiel de créer de la valeur pour ses actionnaires. Par exemple, dans un contexte de faibles taux d'intérêt, en tenant compte de mesures de profit comptable, il peut sembler prometteur en matière de bénéfices d'entreprendre plusieurs projets et acquisitions, car le coût d'endettement est faible. Par contre, cette mesure ne reflète pas fidèlement le coût réel du capital, qui inclut les capitaux propres et la dette. En plus de tenir compte des coûts de financement, une société doit être en mesure de comprendre et équilibrer la croissance entre les projets qui produisent initialement une valeur économique peu élevée, mais qui présentent un solide potentiel de croissance à long terme (nouveaux investissements) et les projets déjà établis exigeant moins de capital mais offrant un potentiel limité de croissance à long terme (investissements établis). La direction doit donc faire preuve de discernement et évaluer chaque projet individuellement en tenant compte du rendement économique, du potentiel de croissance et du coût du capital en jeu.

Il faut également examiner les pratiques de l'entreprise en matière de rémunération et leur alignement par rapport aux paramètres d'évaluation pour établir la valeur que les décisions stratégiques à long terme de la société pourraient ajouter. Prenons l'exemple du Hannover Re Group (tableau 3), un des plus importants groupes de réassurance au monde. Hannover utilise un modèle de capital économique qui vise à réaliser un profit supérieur à son coût de capital. Appelé « création de valeur intrinsèque » (CVI), ce profit représente le ratio clé sur lequel la société se base pour gérer son exploitation³. Les profits et objectifs de croissance de l'entreprise s'y rattachent également, de même que la gestion du risque, l'affectation des capitaux et les primes de rendement.

³ Hannover Re Group, *Strategy at a glance*, 31 mai 2013.

Tableau 3 : rendement de Hannover Re⁴

Rendement global cumulatif (\$US), par année civile

Jusqu'à la fin de 2012	3 ans	5 ans	10 ans
Hannover Re	93,3 %	116,1 %	353,7 %
Indice MSCI Monde	23,2 %	-2,0 %	131,0 %

Les structures de rémunération qui se rapprochent davantage du rendement des actionnaires à long terme prévoient des options d'achat d'actions sur des périodes prolongées. Bien qu'il existe un grand nombre de méthodes de rémunération offrant une foule d'avantages et de désavantages, nous croyons que l'outil idéal doit inclure des méthodes liées aux mesures de profit économique.

Devancer le déclin – création de valeur pendant le cycle de vie d'une entreprise

Il est important de porter une attention particulière à la situation d'une entreprise par rapport au cycle de vie de l'industrie, car les sociétés qui ont atteint la moitié de leur cycle de vie ont des chances de donner un meilleur rendement du capital. Ce phénomène s'explique sans doute par le fait qu'elles ont des avantages concurrentiels comme un sens de l'innovation et une faible concurrence ou des obstacles que les nouvelles entreprises doivent surmonter. Toutefois, avec le temps, à mesure que l'avantage concurrentiel de l'entreprise commence à s'atténuer, son taux de rendement sur les investissements commence à décliner lui aussi. Il s'agit du « déclin » du RITFT. Pour éviter ce déclin, la société doit prendre des décisions d'investissement qui maintiendront plus longtemps les niveaux de RITFT au-dessus du coût du capital à long terme. Les entreprises qui opèrent sous la barre de leur coût du capital peuvent détruire leur actif au point de se voir forcées à faire une rationalisation de leur exploitation, faire l'objet d'une acquisition ou même déclarer faillite.

Nous recherchons des sociétés qui sont en mesure de « devancer le déclin ». Ces entreprises conservent une EVA positive plus longtemps que les prévisions du marché. Cela s'accomplit par une réduction de coûts pour conserver les marges, des activités favorables à la création de valeur comme la segmentation ou le remaniement des produits, ou encore par le biais d'innovations continues qui catalyseront les ventes, les marges et la rotation de l'actif (« conservation de l'actif »). De plus, les sociétés peuvent conserver une EVA positive par l'entremise d'une image de marque solide, ce qui favorise l'établissement de ses prix.

La société IBM est un excellent exemple de ce concept. Une des plus importantes transitions stratégiques effectuées par IBM visait sa transformation en une société spécialisée en logiciels. Il y a plus de dix ans, IBM était surtout une société principalement capitalisée par ses opérations de fabrication d'ordinateurs et de disques durs. L'entreprise tire maintenant la plus grande partie de son chiffre d'affaires des logiciels et services dont les exigences en capital sont moins importantes. Parmi les décisions stratégiques prises sous l'administration du président et chef de la direction Samuel J. Palmisano, on note l'acquisition en 2002 de la division d'experts-conseils de PricewaterhouseCoopers et la vente de la division d'ordinateurs personnels très dispendieuse en capitaux à Lenovo⁵ en 2004. Ces décisions ont permis à IBM d'augmenter ses marges de façon très substantielle, rehaussant ainsi la valeur des services qu'elle offre à sa clientèle qu'il s'agisse de logiciels, de services d'experts-conseils ou analytiques, tout en réduisant l'importance du capital requis par l'entreprise.

La pire erreur à faire dans l'évaluation d'une entreprise est de sous-estimer l'importance de l'établissement des prix. Il est essentiel de bien comprendre les paramètres fondamentaux des profits économiques pour faire des placements plus judicieux à l'échelle mondiale.

Warren Buffett

⁴ Bloomberg, au 31 décembre 2012.

⁵ IBM Investor Relations, 14 mars 2013.

Principaux catalyseurs du profit économique

En plus de comprendre où l'entreprise se situe par rapport au cycle de vie de son industrie, nous effectuons une analyse approfondie des principaux catalyseurs du profit économique pour déterminer les sources futures de création de valeur de celle-ci.

Principaux catalyseurs	Exemples de facteurs	Exemples de questions
Croissance des ventes	Établissement des prix Remaniement des produits Expansions par fusions ou acquisitions	La croissance des ventes a-t-elle été graduelle ou en dents de scie? Quel a été l'impact de l'incertitude macroéconomique mondiale? La société a-t-elle ajouté des secteurs d'activité plus cycliques?
Marges de bénéfices	Produit unique en son genre, brevets Faible concurrence de l'industrie Faibles coûts de production Innovation constante Augmentations de prix Gamme de produits diversifiée Conséquences de la réglementation	Comment la société est-elle parvenue à accroître ses marges de profit et à partir de quels secteurs d'activité? La société pourra-t-elle maintenir la cadence ou se surpasser à l'avenir?
Rotation de l'actif	Efficacité de la gestion Croissance des ventes par suite de tendances démographiques Gains de part du marché Canaux de distribution Efficacité de fabrication Dépenses en capital Gestion des fonds de roulement	La direction a-t-elle fait preuve de prudence dans l'utilisation efficace de l'actif? Sera-t-il possible de conserver l'actif encore plus longtemps? Les dépenses en capital sont-elles aussi cycliques que la croissance des ventes?

En conclusion

Bien qu'il existe une foule de méthodes pour évaluer les sociétés et leurs états financiers, nous croyons qu'une structure axée sur le profit économique est le reflet le plus fidèle de la réalité économique d'une entreprise, comparativement aux méthodes comptables plus conventionnelles. Plusieurs paramètres permettent de mesurer le profit économique et nous croyons qu'une approche axée sur la EVA, avec une concentration sur le RITFT, procure la base la plus solide d'évaluation du rendement d'une société sur son investissement. Cette structure élimine toute subjectivité liée à la comptabilité et donne une idée claire de la création historique de valeur de la société.

Il est également primordial de regarder où une entreprise se situe par rapport au cycle de vie de son industrie. Pour contrer tout déclin, les sociétés doivent prendre des décisions d'investissement qui maintiendront plus longtemps les niveaux de RITFT au-dessus du coût du capital à long terme, prolongeant ainsi leur avantage concurrentiel.

Nous croyons qu'en effectuant une analyse quantitative et qualitative détaillée des éléments catalyseurs d'une société, comme la croissance des ventes, les marges de profit et la rotation de l'actif, nous sommes en mesure de prédire la création future de son profit économique. Ce processus nous offre un aperçu plus approfondi et précis des sociétés dans lesquelles nous investissons et surtout, il nous donne une idée de la création de valeur future pour leurs actionnaires.

Glossaire

CMPC – Coût moyen pondéré du capital. Une estimation du coût réel du capital d'une entreprise, incluant la dette, les capitaux propres et les taux d'imposition.

« **Conserver l'actif** » – Maximiser l'efficacité de l'actif.

Déclin du RITFT – Déclin empirique du RITFT observé avec le temps en raison de la maturité d'un placement par rapport à l'industrie. « Devancer le déclin » – Lorsqu'une société parvient à dépasser le seuil de déclin du RITFT, qui peut être obtenu par un avantage de la société, acquis à l'interne.

Marges de profit – Une façon de mesurer les bénéfices réalisés par dollar de ventes.

PCGR – Principes comptables généralement reconnus. Lignes directrices en comptabilité qui peuvent varier selon leur champ d'application.

RCI – Rendement du capital investi. Un paramètre axé sur le flux de trésorerie qui traduit le taux de rendement du capital investi.

RCPTFT – Rendement des capitaux propres en termes de flux de trésorerie. Il s'agit d'un paramètre axé sur le flux de trésorerie qui traduit le taux interne de rendement implicite sur les capitaux propres, habituellement utilisé pour évaluer les entreprises financières en raison de l'endettement élevé.

RITFT – Rendement de l'investissement en termes de flux de trésorerie, soit le rendement des capitaux propres en termes de flux de trésorerie. Il s'agit d'un paramètre axé sur le flux de trésorerie qui traduit le taux interne de rendement implicite sur les investissements, habituellement utilisé pour évaluer les entreprises non financières.

Rotation de l'actif – Une façon de mesurer le volume de ventes produit par chaque dollar d'actif.

EVA – Valeur économique ajoutée. Il s'agit d'une méthodologie servant à évaluer le profit économique d'une société supérieur au rendement exigé par les investisseurs.

Au sujet de l'auteur

Stephen Way dirige à Toronto l'équipe qui est chargée des actions mondiales à AGF. Il continue aussi de gérer de nombreux mandats relatifs aux actions mondiales et aux marchés émergents de cette firme, en plus d'être l'auteur du processus d'investissement axé sur la valeur économique ajoutée (EVA) qui est utilisé pour ces mandats de premier plan. Il est appuyé par une équipe qui met à profit son expérience collective et ses antécédents culturels variés pour cerner des occasions de placement qui n'ont pas été encore reconnues sur le marché.

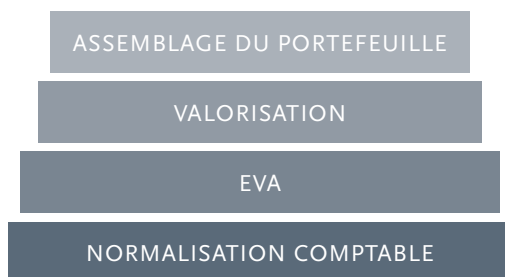
Stephen Way est entré dans le domaine en 1987. En 1991, il a établi, à Dublin (en Irlande), la filiale à part entière *AGF International Advisors Company Limited*, dont il a été directeur général jusqu'en 1994. Il est titulaire d'un baccalauréat en administration et en commerce de l'Université Western Ontario. Il est analyste financier agréé (CFA) et membre de la Toronto CFA Society.

Au sujet de l'équipe des actions mondiales d'AGF

L'équipe des actions mondiales d'AGF effectue une analyse approfondie d'une société, de son équipe de direction et de sa situation concurrentielle afin d'en comprendre les principaux catalyseurs de rendement, qui comprennent la croissance des ventes, les marges et la rotation de l'actif. L'équipe de direction est passée au peigne fin afin de s'assurer de ses compétences à ajouter de la valeur, surtout à l'égard de la valeur future offerte aux actionnaires et afin que nous puissions voir où l'entreprise se situe par rapport au cycle de vie de l'industrie, dans le but ultime de déceler la création de valeur future. L'application conjointe des paramètres du RITFT et du CMPC forment la base de l'analyse ascendante de l'équipe qui lui permettra de cerner les éléments de création de profit économique. Cette démarche s'accompagne d'une analyse rigoureuse des catalyseurs futurs du profit économique de ladite société afin de prédire ses résultats futurs à cet égard. L'équipe croit qu'une analyse détaillée des catalyseurs futurs du profit économique d'une société donne un aperçu plus précis de la création de valeur.

Processus d'investissement en actions mondiales d'AGF

Notre processus d'investissement commence par la normalisation des pratiques comptables à l'échelle mondiale, ce qui facilite la comparaison entre les sociétés et leurs pairs dans une optique géographique et historique. L'attention particulière sur le RITFT met en lumière des sociétés de haute qualité et de premier rang. Toutefois, une société solide n'est pas nécessairement un bon titre à posséder. Notre analyse de la valorisation nous permet de dénicher des titres présentant un potentiel de croissance des bénéfices intéressant de l'ordre d'au moins 15. L'étape finale consiste à assembler le portefeuille et nous cherchons alors à bâtir un portefeuille diversifié avec un profil de risque-rendement attrayant.



Au sujet de Placements AGF Inc.

Depuis plus d'un demi-siècle, AGF propose ses services de gestion de l'actif à des institutions et à des particuliers dans le monde entier. À titre de firme indépendante, sa direction s'efforce d'« aider les investisseurs à réussir » en offrant le summum de l'excellence en gestion des investissements et en matière de service à la clientèle.

Notre gamme variée de solutions d'investissement a une portée mondiale et s'adapte à un vaste éventail de clientèles comprenant des caisses de retraite, des régimes d'entreprise, des fonds souverains, des fonds en dotation et des fondations. Nos compétences en gestion de portefeuilles de placements couvrent de grands pans du secteur et sont éprouvées. Nous comptons sur des gens de la plus grande compétence dans chacune de nos filiales : Placements AGF Inc., AGFIA Limited, Acuity Investment Management Inc. et Highstreet Asset Management Inc.

AGF a des bureaux et des équipes de service à la clientèle sur le terrain en Amérique du Nord, en Europe et en Asie. Cette présence régionale importante assure à nos clients qu'ils aient accès à des informations en temps opportun et à des perspectives et à une compréhension des marchés mondiaux à jour, quel que soit l'endroit où leur organisation est située.

Dénis de responsabilité

Les opinions que renferme ce document sont fournies à titre de renseignements d'ordre général basés sur des informations disponibles le 31 juillet 2013 et ne devraient pas être considérées comme des conseils personnels en matière de placement, une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières. Nous avons pris les mesures nécessaires pour nous assurer de l'exactitude de ces commentaires au moment de leur publication, mais elle n'est cependant pas garantie. Les conditions du marché peuvent changer et le gestionnaire de portefeuille n'accepte aucune responsabilité pour des décisions de placement prises par des individus et découlant de l'utilisation ou sur la foi des renseignements contenus dans ce document.

Toute référence concernant des titres précis est présentée uniquement pour illustrer l'application de notre philosophie de placement et ne doit pas être considérée comme étant une recommandation de la part de Placements AGF. Les titres spécifiques identifiés et décrits dans ce commentaire ne représentent pas tous les titres achetés, vendus ou recommandés pour le portefeuille et il ne faut pas supposer que les investissements dans les titres identifiés étaient ou seraient rentables. Les données contenues dans les présentes sont fournies par le Service de l'exploitation AGF. Elles ne constituent pas des conseils en investissement applicables à n'importe quelle situation en particulier et ne doivent pas être considérées comme étant des conseils en investissement. Les conditions du marché peuvent changer et peuvent avoir une incidence sur la composition d'un portefeuille. Placements AGF n'assume aucune responsabilité en ce qui concerne toute décision d'investissement fondée sur les renseignements contenus dans le présent document.

Placements AGF est un groupe de filiales à part entière de La Société de Gestion AGF Limitée, un émetteur assujéti au Canada. Les filiales faisant partie de Placements AGF sont Placements AGF Inc. (« PAGFI »), AGF Investments America Inc. et AGF Asset Management Asia Limited, AGF International Advisors Company Limited (AGFIA) et AGFIA Limited (AGFIA Ltd.). AGF Investments America Inc. est inscrite auprès des autorités en valeurs mobilières aux États-Unis à titre de conseiller. PAGFI et AGFIA Ltd. sont inscrites à titre de gestionnaire de portefeuilles auprès des commissions de valeurs mobilières canadiennes. AGF Asset Management Asia Limited est inscrite à Singapour à titre de gestionnaire de portefeuilles. AGFI et AGFIA Ltd sont également réglementées par la banque centrale d'Irlande. Les filiales faisant partie de Placements AGF sont responsables de la gestion de plusieurs mandats comprenant des actions, des titres à revenu fixe et des éléments d'actif équilibrés.

Le présent document est réservé à l'usage exclusif des investisseurs admissibles.

Date de publication : le 24 juillet 2013.

BUREAUX D'AGF POUR SA CLIENTÈLE INSTITUTIONNELLE

TORONTO

66, rue Wellington Ouest, 33^e étage
Toronto (Ontario) M5K 1E9
Téléphone : 416-367-1900
Sans frais : 1-888-243-4668

BOSTON

53 State Street, 13th floor
Boston, MA 02109
Téléphone : 617-742-3290
Sans frais : 1-866-622-2438

LONDRES

80 Coleman Street, 6th Floor
London
EC2R 5BJ
Téléphone : + 44 207 653 6737

DUBLIN

34 Molesworth Street
Dublin 2
Irlande
Téléphone : + 353 1 661 3619

BEIJING

Unit 16, 11/F, Tower A,
Beijing Hanwei Plaza
(CCBC office),
No. 7, Guanghai Road
Beijing, Chine, 10004
Téléphone : 86-10 8526-1820x15

www.AGF.com/Institutional



AGF est fière de parrainer le Fonds mondial pour la nature qui protège le tigre et d'autres espèces en voie de disparition.

AGF collabore à la création de solutions commerciales pour faire face à la demande de ressources naturelles de l'industrie. AGF est fière d'être associée au Fonds mondial pour la nature pour protéger des espèces en voie de disparition comme le tigre de Sumatra et offrir un environnement renouvelable aux générations futures. C'est pourquoi le présent document est imprimé sur du papier certifié par le Forest Stewardship Council® (FSC®). La certification du FSC® garantit que le papier du présent document contient des fibres provenant de forêts bien gérées et exploitées de façon responsable qui sont soumises à des normes environnementales et socio-économiques rigoureuses.