

Lettre aux partenaires – 3^{ème} trimestre 2009 (tous droits réservés)

Survol des marchés financiers

Dans notre lettre du 1^{er} trimestre, nous écrivions que la Bourse avait touché un creux le 9 mars 2009 alors que le S&P 500 avait atteint le niveau de 677. À l'époque, où plusieurs prévoyaient la fin du système capitaliste (rien de moins), nous avons osé parler "d'occasion d'une génération". La Bourse a fait un rebond impressionnant depuis et les perspectives économiques s'améliorent de plus en plus. En effet, au troisième trimestre, l'économie américaine a crû de 3.5%, sa première progression en plus d'un an. Les programmes gouvernementaux ont contribué pour environ les deux tiers de la hausse mais c'est tout de même une excellente nouvelle. Les exportations, aidées par la faiblesse du dollar US, ont aussi joué un rôle important dans ce retour à la croissance. Au Canada, la croissance économique est encore nulle (-0.1% en août et 0% en juillet).

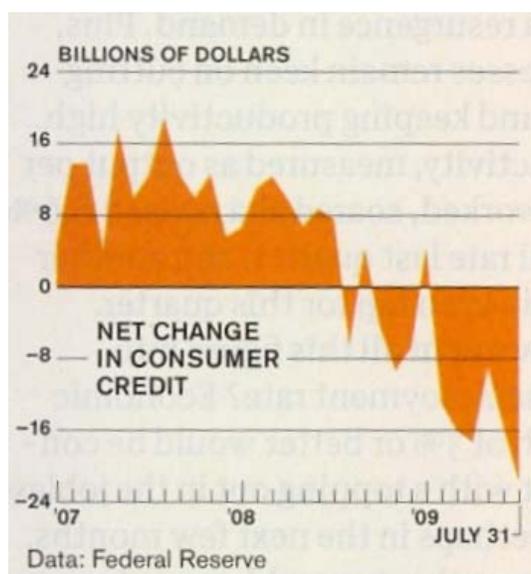
Le déficit commercial : aux États-Unis et au Canada

Au plus récent mois (août), le déficit commercial américain a été de \$30.7 milliards soit la moitié du niveau moyen de 2008. Même si cela ne s'est pas réflété encore dans le marchés des devises, c'est une excellente nouvelle pour le dollar US.

Pendant ce temps au Canada, le déficit commercial a été de \$2 milliards dû à une plus forte baisse des exportations que celle des importations (les conséquences de la hausse du huard, aussi temporaires soient-elles, ne sont pas négligeables). L'année 2009 est la première en 34 ans où le Canada réalisera vraisemblablement un déficit commercial.

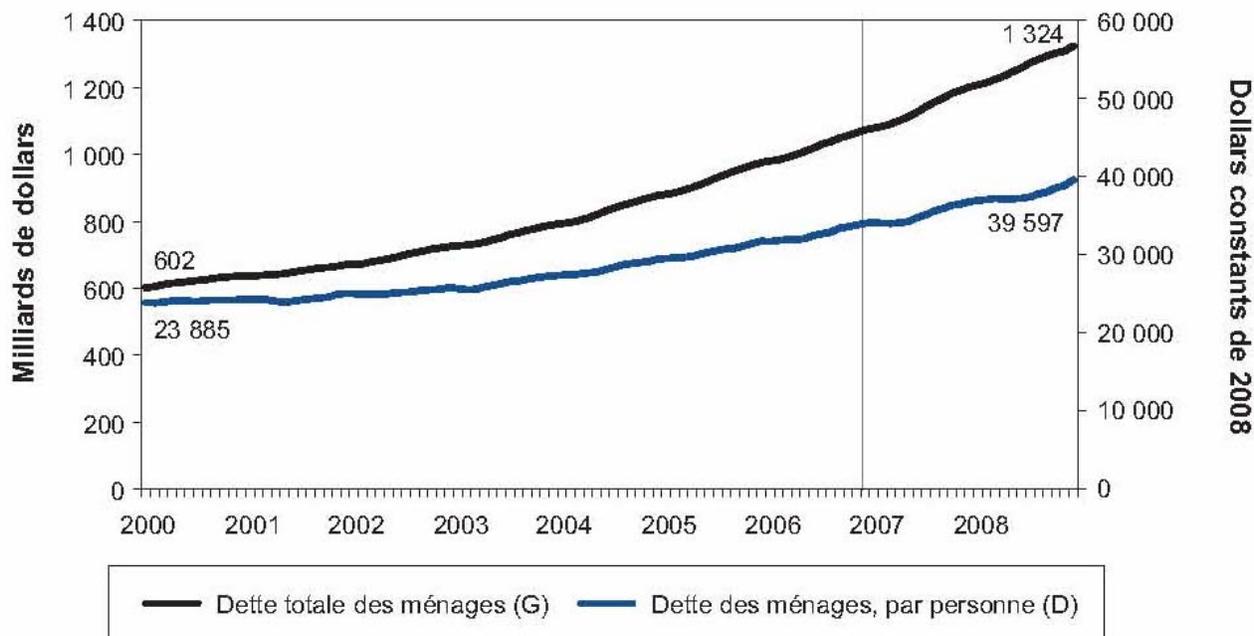
La dette des consommateurs américains et canadiens

Une autre excellente nouvelle est que les consommateurs américains continuent de réduire leur niveau d'endettement. Comme l'indique le graphique ci-bas, les foyers américains ont commencé à réduire leur niveau de dette à la consommation en 2008. Et le processus se poursuit en 2009.



Source : Business Week

Au Canada, c'est une situation différente : Les ménages augmentent leur dette. La dette totale des ménages canadiens a doublé depuis 2000 et la dette par habitant (en dollars constants de 2008) est passé de \$23 885 à \$39 597, une hausse de 66% en moins d'une décennie.



Source : Tableaux CANSIM 176-0032, 051-0005 et 326-0020; calculs de CGA-Canada

De plus, un chiffre incroyable a été atteint en 2008 au Canada: le crédit à la consommation par dollar de bien consommé a touché les \$1.06. En 2000, il y a huit ans à peine, ce chiffre était de \$0.67.

Bulle dorée ?

Une fois par génération, semble-t-il, l'or revient à la mode. La dernière fois que l'or a été aussi populaire c'était en 1980 alors qu'il avait touché le niveau de \$800 US l'once. Pour ceux aimant l'histoire : vingt ans plus tard, la même once d'or se transigeait à \$250. C'est un des nombreux exemples des dernières décennies qui démontrent qu'acheter ce qui est populaire est dangereux.

Plusieurs considèrent l'or comme un investissement. Et pourtant, en sens strict du terme, ce n'est pas le cas. Un investissement est un actif qui génère des revenus. Parfois, ce sont des revenus actuels (les bons du trésor) parfois ce sont des revenus futurs estimés actualisés (les actions ou l'immobilier). L'or, évidemment, ne génère aucun revenu. Comme a dit Warren Buffett : « *C'est un produit qu'on sort d'un trou pour mettre dans un autre trou (note : Fort-Knox ou la voûte d'une banque suisse). Les Martiens nous observeraient et ne comprendraient rien à cette activité* ».

Il est vrai que dans des périodes de désarroi, l'or a une vertu de devise universelle. Mais si on considère qu'il y a un siècle, l'or se vendait à \$19, l'accroissement par un facteur de 50 fois a à peine couvert l'inflation (tout comme les bons du trésors en fait). Quand on compare ce chiffre aux actions durant la même période - leur valeur a été multiplié par un facteur de 11 500 fois - on réalise que le seul réel bouclier à l'inflation, ce sont les actions. Durant cette période, elles ont fait 200 fois mieux que l'or, l'inflation et les bons du trésor.

Cela n'empêche évidemment pas certains spéculateurs de faire grimper le prix de l'or sur une courte période. Certains d'entre eux croient que l'or est devenu rare et la production en baisse. Les chiffres

racontent pourtant une autre histoire : La production minière était en hausse de 7% après 6 mois en 2009. Et les \$40 milliards investis en nouveaux projets depuis le creux de 2001 devraient générer environ 450 tonnes annuelles d'ici 2014. De plus, la hausse du prix de l'or a pour effet d'augmenter l'offre de la "scrap" d'or – de vieux bijoux, des dents, des pièces de monnaie, etc. - que les consommateurs s'empressent d'échanger quand le cours est élevé. Dans la première moitié de cette année, 900 tonnes de ce type d'or ont été échangées.

Si on regarde du côté de la demande industrielle et bijoutière, c'est l'inverse : elle a reculé de 20% l'année dernière. Évidemment, les arguments des optimistes sur l'or sont de nature plus psychologique et spéculative que basés sur l'analyse fondamentale.

Le négativisme envers le dollar US

De l'autre côté du spectrum de popularité se trouve le dollar américain. Une manière grossière – mais souvent juste – de voir si un actif financier est sous-évalué ou sur-évalué (sans nécessairement embarquer dans le jeu de la prédiction boursière) est de regarder le niveau d'optimisme et de pessimisme envers cet actif. En avril 2008, au haut de la bulle des matières premières, le niveau d'optimisme envers le dollar US chez les cambistes était de 6% (donc 94% étaient pessimistes). Le dollar canadien était alors à \$1.00. Un gros neuf mois plus tard, le dollar canadien avait chuté à \$0.78. Et à ce moment là, le taux d'optimisme envers le dollar US était de 93% (oui oui, les mêmes "experts" avaient complètement changé d'idée). Aujourd'hui, après une forte baisse du dollar américain, le taux d'optimisme est de 3% soit un niveau de 97% de pessimisme ce qui est un record historique. Nous croyons que le pessimisme envers cette devise est grandement exagéré.

Nos compagnies

Évidemment, à Giverny Capital, nous n'investissons pas dans "le marché" ou selon des thèmes macroéconomiques. Nous possédons des entreprises exceptionnelles de partout dans le monde. Voici des nouvelles sur plusieurs d'entre elles :

- **O'Reilly Automotive** continue de réussir à bien intégrer son importante acquisition de l'an dernier, CSK Auto. Au dernier trimestre, les revenus ont grimpé de 13% et les BPA de 58%. Les ventes organiques ont grimpé de 5.3%. Les ventes organiques ont surtout été positives pour les magasins CSK, maintenant intégrés dans le réseau, ce qui est une excellente nouvelle. Les perspectives pour le 4^{ème} trimestre sont bonnes.
- La plus grande surprise du trimestre nous est venue de **Carmax**. La compagnie a annoncé des bénéfices par action (BPA) de \$0.46 alors que les analystes misaient sur \$0.18. La division financière est redevenue profitable, ce qui est une excellente nouvelle (car c'était notre principale source d'inquiétude). Carmax gagne des parts de marché dans son industrie car plusieurs joueurs sortent du marché. GM, par exemple, fermera un grand nombre de points de vente (tous des compétiteurs indirects à Carmax). Nous avons été rencontrés la compagnie à Richmond (Virginie) durant le trimestre et sommes revenus convaincus que le pire est passé pour cette compagnie et que les prochaines années seront bien meilleures.
- À son troisième trimestre, la compagnie montréalaise **MTY Food** a annoncé des revenus en hausse de 61%, principalement grâce aux acquisitions récentes de Tutti Frutti, Taco Time et Country Style. Les BPA ont grimpé de \$0.14 à \$0.18 soit une hausse de 27%. La compagnie a maintenant 1534 restaurants sous ses diverses bannières, dont 64 ont été ouverts depuis le début de l'année, dépassant déjà l'objectif initial de 60 pour l'année 2009. Le bilan est toujours sans dette et avec des liquidités de \$11.2 millions.

- **5N Plus**, une autre compagnie montréalaise, a sorti des résultats un peu décevants mais positifs dans l'ensemble. Les revenus trimestriels ont grimpé de 14% à \$16 millions et le carnet de commande de 6% à \$57 millions. Par contre, les profits ont reculé de 25% à cause de plusieurs facteurs non reliés aux opérations : des pertes de devise et des frais liés à une acquisition qui ne s'est pas matérialisée. La bonne nouvelle du trimestre est que 5N Plus a renouvelé son entente avec First Solar, son principal client. Les marges seront un peu moins bonnes mais l'augmentation de volume à prévoir en 2010-2011 devrait compenser. General Electric a aussi annoncé son intention de se lancer dans les panneaux solaires à films photovoltaïques ce qui pourrait être une nouvelle source de revenus pour 5N.
- Nos trois banques américaines ont sorti de bons résultats à leur dernier trimestre. **Bank of the Ozarks** a réalisé des BPA de \$0.50, en baisse de 6% par rapport à l'an dernier. La hausse des réserves pour mauvais prêts a masqué l'excellente hausse de 19% des revenus nets d'intérêts et les marges exceptionnelles de 4.80%. Du côté de **Wells Fargo**, les marges ont touché 4.36% et les BPA ont augmenté de 14% malgré une forte hausse des réserves. Le bilan continue de s'améliorer et la compagnie est bien au-dessus des objectifs du gouvernement américain pour son capital. De plus, la direction de Wells Fargo a annoncé qu'elle croit que le sommet des réserves pour mauvaises créances sera atteint en début 2010. Finalement, **M&T Bank** a augmenté ses revenus nets d'intérêts par 12%. Après réserves, les BPA ont augmenté de 8% à \$0.98. Par contre, la rentabilité actuelle de M&T Bank est bien en-deça de sa réelle capacité (le rendement de l'actif est de 0.78% soit la moitié du potentiel que nous anticipons dans les années futures).
- M&T Bank continue de profiter du malheur de ses concurrentes. Par exemple, les neuf succursales de la Brandford Bank de Baltimore, saisies par la FDIC, ont été ré-ouvertes avec la bannière M&T. Notre banque de Buffalo – déjà bien implantée à Baltimore – a donc pu mettre la main sur \$338 millions de dépôts.
- La compagnie chinoise **China Fire and Security Group** a annoncé d'excellents résultats à son second trimestre : les revenus ont grimpé de 37% et les BPA de 24%. Les marges brutes ont atteint 64%, un niveau très élevé. La compagnie a aussi augmenté ses anticipations de BPA pour l'année.
- **Hanfeng Evergreen**, notre autre entreprise chinoise, a connu un bon trimestre : Les revenus ont été stables et les profits ont grimpé de 43%. Le bilan de HF continue de s'améliorer, les liquidités ayant passé de \$26 millions à \$92 millions après deux trimestres.
- Les dépenses d'infrastructures du stimuli gouvernemental américain devraient commencer à prochainement bénéficier **Martin Marietta**, un des plus importants joueurs dans l'industrie de l'agrégat. Pour 2009, nous nous attendons à une baisse des profits de l'ordre de 29%. Par contre, on prévoit qu'environ 65% du programme de refonte des routes sera dépensé en 2010.
- Notre compagnie australienne de produits médicaux pour l'apnée du sommeil, **Resmed**, a annoncé un excellent trimestre : les revenus ont grimpé de 7% (15% en devise constante) et les BPA de 55%. Resmed va particulièrement bien aux États-Unis où la croissance a été de 20%. Elle a donc augmenté sensiblement ses parts de marché.
- **Pason Systems** continue de souffrir du faible niveau de forage de puits au Canada et aux États-Unis (ses clients) à cause du prix extrêmement déprimé du gaz naturel. Les revenus ont chuté de 59% et les profits sont tombés à zéro. La compagnie est en bonne santé financière, avec aucune dette et \$154 millions de liquidités.
- **Knight Transport**, notre entreprise de camionnage de l'Arizona, a réalisé des revenus (avant surcharge d'essence) en baisse de 4% pour son trimestre et les BPA ont reculé de 16%. La compagnie note une légère amélioration dans ses chargements ce qui est de bonne augure. Il est à noter qu'en octobre, Knight a été nommé dans la liste des « 200 meilleures petites entreprises des USA » du magazine Forbes pour la quinzième année consécutive.

- **Fastenal** continue d'éprouver des difficultés : les ventes des mois d'août et de septembre ont reculé de 21%. La compagnie continue d'ouvrir de nouveaux points de vente malgré le contexte économique difficile. Son bilan immaculé est certainement un atou.
- La multinationale **Procter & Gamble** a annoncé ses résultats du dernier trimestre : des ventes en baisse de 6% mais des BPA en hausse de 3%. La compagnie a récemment coupé le prix de plusieurs de ses produits pour regagner des parts de marché. Et les résultats semblent positifs : P&G prévoit un retour à une plus forte croissance durant le trimestre en cours avec des ventes organiques en hausse de 2 à 5%. Et c'est sans compter l'apport d'un dollar US plus faible qui devrait aider les résultats dès ce trimestre.

À la lumière des résultats de nos compagnies, nous croyons que les perspectives continuent de s'améliorer. Selon nos analyses, dans leur ensemble, nos titres sont encore grandement sous-évalués. Nos estimés de rendement futur, tels que présentés dans notre dernière lettre trimestrielle, nous semblent donc encore réalistes.

Bon trimestre à tous nos partenaires.



François Rochon et toute l'équipe de Giverny Capital