

Lettre aux partenaires – 1^{er} trimestre 2010 (tous droits réservés)

L'économie et la Bourse

L'année dernière à pareille date, la récession était à son apogée et la Bourse à son creux. Un an plus tard, l'économie et la Bourse semblent être retournées sur leur voie historique ascendante.

De notre côté, les nouvelles continuent d'être bonnes. Nos compagnies vont bien et ont connu un excellent trimestre en général. Et cela s'est reflété en Bourse : Nos titres ont en effet très bien fait durant le trimestre même en prenant en considération les effets de la hausse de la devise canadienne. Ils ont surtout mieux fait que nos indices de référence. Dans les périodes difficiles, nous énonçons le caractère futile des fluctuations boursières à court terme. Nous devons donc adopter la même attitude prudente dans les hausses.

Cela dit, selon nous, la hausse de nos titres est justifiée et nous croyons que nous en sommes qu'au début d'un long *bull market* dans le cadre d'un nouveau cycle économique.

Plusieurs croient que les actions sont devenues chères après la hausse rapide des derniers mois. Il ne faut pas oublier, en premier lieu, que les compagnies – incluant le dividende qu'elles versent – augmentent leur valeur intrinsèque par environ 10% par année. Il est donc normal – à longue échéance – de voguer de records en records pour le niveau des indices.

De plus, un titre qui se transigeait au tiers de sa valeur il y a un an (33 cents dans la piastre) et qui double (à 66 cents dans la piastre) est encore sous-évalué de 34%! Cela en dit plus long sur la sous-évaluation qui existait à grande échelle l'année dernière que sur la hausse boursière des derniers mois.

Hausse des taux d'intérêts au Canada

En 1981-82, les taux d'intérêts sur les obligations à long terme ont touché les 15%. Environ 27 ans plus tard, les taux sur ces mêmes titres de dette touchaient un creux de 3%. Une telle baisse des taux sur une si longue période a été source de grande récompense pour les détenteurs d'obligations à long terme et aussi une grande source de stimulation économique. À un certain moment cet automne, il était possible d'avoir un taux hypothécaire de 2% et quelques au Canada. Il semble maintenant que cette période de très bas taux soit terminée.

En effet, les banques canadiennes ont récemment annoncé des hausses de taux hypothécaires non-négligeables. Puis la Banque du Canada a annoncé qu'elle augmenterait le loyer de l'argent prochainement. Cela a eu comme première conséquence de stimuler le huard (une mauvaise nouvelle pour les exportateurs). Mais les conséquences à moyen terme pourraient aussi être à un autre niveau.

En effet, comme nous indiquions dans notre lettre annuelle, nous croyons que le prix de l'immobilier résidentiel au Canada est très élevé par rapport à la capacité de production des foyers canadiens. Les canadiens n'ont jamais été aussi endettés (1,47\$ de dette pour chaque dollar de revenu). Quoique la hausse des taux ne semble pas inquiéter nos concitoyens, nous croyons qu'elle pourrait s'avérer être un frein à la spéculation immobilière actuelle.

Et si la SCHL devait se retrouver d'ici quelques années dans une situation où elle se retrouverait à soutenir des hypothèques en difficulté, il est difficile de mesurer l'ampleur des impacts.

L'immobilier en Chine

Si le prix des maisons au Canada nous semble élevé, c'est aussi le cas de ce qui prévaudrait en ce moment en Chine. J'utilise le conditionnel sciemment car il faut avouer que les données économiques nous provenant de Chine sont plus nébuleuses que celles émanant du Canada (est-ce un terme assez diplomate?). Nous devons donc faire preuve de prudence avant d'émettre une quelconque conclusion.

Prenons un simple exemple : le prix d'un condo neuf construit à Beijing ces jours-ci. Le prix moyen serait d'environ 100-150\$ par pied carré. Pour un appartement typique de 1000 pieds carrés, cela revient à environ 125 000\$ ce qui ne semble pas une somme énorme. Mais quand on compare cela au revenu moyen de 8 000\$ d'un couple en Chine, c'est l'équivalent d'un ratio de 15 fois le revenu. Ce serait l'équivalent pour un couple canadien moyen gagnant 60 000\$ par année d'acheter un appartement de 900 000\$. Manifestement, ce n'est pas la classe moyenne chinoise qui pourrait s'acheter un nouvel appartement dans un tel environnement. Il y a quelques années, on disait - humoristiquement - que les condos neufs de Miami étaient achetés par toute la planète sauf par les résidents! On sait ce qui est éventuellement arrivé à la valeur de ces actifs...

Comme la construction immobilière représenterait de 50 à 60% de la croissance du PIB, ralentir la croissance immobilière n'est pas bienvenu de ceux qui veulent voir continuer l'accroissement annuel de 10% du PIB chinois. Et il est difficile de prévoir comment la main invisible du capitalisme va agir sur un gouvernement communiste qui se veut pour le libre-marché.

Déficit commercial au Canada !

Il est difficile de passer sous silence le fait que la balance commerciale canadienne a été négative en 2009 pour la première fois depuis 1975. En effet, en 2009, les importations canadiennes ont reculé de 16% à 374 milliards de dollars (\$B) et les exportations ont reculé de 25% à 370\$B pour un déficit commercial de 4,5\$B.

Quand on décortique les chiffres de commerce extérieur, les surprises sont de taille. Le surplus commercial avec les États-Unis (notre plus important partenaire représentant 63% du commerce extérieur) a chuté de 89\$B à 35\$B. Il est à noter que la récente hausse du huard pourrait annuler une partie des bienfaits de la reprise économique actuelle aux États-Unis. Le Canada a un déficit commercial avec le reste du Monde : Il est passé de 42\$B à 39\$B en 2009. La majorité de ce déficit commercial est avec la Chine. Malgré la perception que la croissance de la Chine est un eldorado pour le Canada, les chiffres indiquent que nous sommes pour l'instant plus un eldorado pour eux que l'inverse! Le déficit commercial avec la Chine a en effet été de 28,5\$B en 2009.

(en milliards)	2009	2008
États-Unis	34,8 \$	89,1 \$
Chine	(28,5 \$)	(32,0 \$)
Total ex-USA	(39,3 \$)	(42,2 \$)
Total balance	(4,5 \$)	46,9 \$

Nouvelles sur nos compagnies

Comme vous le savez, notre philosophie de placement s'appuie d'abord et avant tout sur l'activité d'investir dans des compagnies exceptionnelles et non sur des prédictions macro-économiques (ces dernières sont plus utiles pour savoir quoi éviter plutôt que quoi acheter).

Voici donc quelques nouvelles sur nos compagnies :

- Pour son exercice financier se terminant en février 2010, notre compagnie japonaise **Nitori Co** a réalisé des ventes de 284 milliards de yens (¥B) versus 242¥B en 2008 soit une hausse de 17%. Les bénéfices d'exploitation ont grimpé de 42% à 41¥B et les bénéfices par action (BPA) de 54% à 418¥.
- **M&T Bank** a annoncé des BPA en hausse de 135% à son premier trimestre 2010. Ses dépôts ont augmenté de 12% grâce à ses récentes acquisitions. De plus, ses réserves pour mauvais prêts ont reculé de 34% par rapport au même trimestre de 2009.
- **Wells-Fargo** a annoncé des profits similaires à ceux de son premier trimestre 2009 mais a ajouté que, selon elle, les réserves pour mauvais prêts ont atteint leur zénith et que les profits à venir seront en croissance.
- **Carmax** a annoncé qu'à son plus récent trimestre les revenus ont grimpé de 1,47\$B à 1,83\$B soit une hausse de 24%. Les ventes organiques ont cru de 12% et les BPA ajustés ont grimpé de 53%.
- **O'Reilly Automotive, Inc.** a poursuivi sur sa lancée de 2009 : les revenus ont grimpé de 10% au 1^{er} trimestre 2010, dont 6,9% de manière organique. Les marges brutes sont passées de 46,6% à 48,3%. Finalement, les BPA ont augmenté de 52%.
- Le succès phénoménal du film « Alice in Wonderland » en fait le 4^{ème} plus important film de l'histoire des studios **Disney**. La mise en marché vidéo (Blu-Ray) est prévue pour le 1^{er} juin prochain. Il est encore temps, chers partenaires, d'aller voir le film en salle (en 3D c'est assez spectaculaire) et de générer quelques autres dollars pour notre entreprise!
- **Fastenal** a annoncé des revenus en hausse de 6% et des BPA en hausse de 15% pour son premier trimestre 2010. Les ventes en mars ont cru de 12% soit la plus forte hausse mensuelle depuis septembre 2008.
- **Buffalo Wild Wings** a connu un bon premier trimestre : les revenus ont grimpé de 16% et les BPA de 23%. Par contre, les ventes organiques étaient similaires à celles de l'an dernier (+0,1%) et la compagnie a ajouté que les ventes organiques d'avril seraient en baisse d'environ 3%. La compagnie a tout de même maintenu ses estimés pour 2010.
- Notre entreprise de franchises alimentaires **MTY Food Group** a connu un premier trimestre du tonnerre! Les revenus ont grimpé de 46% pour atteindre 14 millions de dollars (\$M) et les bénéfices nets ont cru de 37% à 3\$M. La seule ombre au tableau est la croissance organique qui a été de -1,2% durant le trimestre. C'est donc principalement l'acquisition de *Country Style* qui a été à la source de la forte croissance. Le bilan de la compagnie continue de s'améliorer : les liquidités ont atteint 20\$M soit 4\$M de plus qu'en fin d'année 2009. Elle pourra donc continuer à faire des acquisitions.
- **Omnicom** a vu ses revenus grimper de 6% à son premier trimestre, une hausse aidée par la faiblesse du dollar américain. Les BPA ont été stables. Il s'agit tout de même d'une stabilisation importante pour la plus importante agence de publicité au Monde. En effet, les revenus organiques ont progressé de 2% ce qui est une amélioration notable par rapport au -6% enregistré au 4^{ème} trimestre 2009.
- **Astral Media** a aussi vu une amélioration de ses revenus. Ils ont progressé de 4% et les bénéfices d'exploitation de 12%. La hausse des profits provient de la division télévision

et de l'affichage extérieur. Ces deux divisions ont compensé pour le recul de profitabilité de la division radio.

- **Microsoft** a annoncé de bonnes nouvelles elle aussi. Les revenus ont grimpé de 6% et les BPA de 36%, aidés par le succès de Windows 7. En effet, déjà 10% de tous les PC dans le Monde ont adopté le nouveau système d'exploitation, ce qui est un taux de conversion historiquement très rapide.
- La meilleure nouvelle nous est venue d'**American Express**. AMEX a annoncé que ses revenus ont grimpé de 11%, ses provisions pour mauvais prêts ont baissé de 48% et ainsi ses BPA sont en hausse de 135%. Son rendement de l'avoir a atteint 17%. Ainsi, le pire semble être passé pour notre compagnie de cartes de crédit.

Nouvel investissement : Dollarama

Nous connaissons Dollarama depuis des années. Nous avons toujours été des admirateurs de son fondateur, Larry Rossy. Nous étions bien déçus en 2004 quand la compagnie a décidé d'être acquise par un fonds privé, Bain Capital, au lieu d'entrer en Bourse. Mais la compagnie a refait surface récemment par l'annonce d'un premier appel public (IPO).

La compagnie restructurée a hérité d'un bilan avec passablement de levier quoique les émissions subséquentes à l'IPO ont permis de réduire la dette à un niveau acceptable. Dollarama est de loin le leader canadien des magasins « à un dollar » (quoique plusieurs items se vendent plus chers) avec 603 magasins à travers le Canada. Malgré sa forte domination, nous croyons que le potentiel d'expansion est encore important.

À son premier trimestre comme compagnie publique, les ventes ont grimpé de 15% et les ventes organiques de 9%. Les bénéfices d'exploitation ont grimpé de 50%. Il est difficile d'arriver à des chiffres précis pour les BPA en 2010 mais nous prévoyons environ 1,60\$. Ainsi, à son cours récent, le titre se transige à environ 15 fois les profits ce qui nous semble très raisonnable.

Pèlerinage annuel

Comme à chaque année, nous allons nous rendre en début mai à Omaha pour l'assemblée annuelle de Berkshire Hathaway, la compagnie dirigée par le légendaire Warren Buffett. Cette année, notre séjour sera suivi de près par le « Journal Les Affaires » auquel nous collaborerons ainsi que quatre de nos amis du monde des affaires.

Je tenterai cette année encore de poser une question à M. Buffett! De son côté, Nicolas devrait se mesurer à nouveau avec Bill Gates au bridge! Et vous pouvez dormir tranquille : nous allons manger chez Buffalo Wild Wings et prendre le dessert chez Dairy Queen (une compagnie appartenant à Berkshire). Il est hors de question d'envoyer des dollars à la compétition.

Ne manquez donc pas notre compte-rendu de l'assemblée pour tout connaître de notre rocambolesque périple au Woodstock des capitalistes !



François Rochon et toute l'équipe de Giverny Capital