

Lettre aux partenaires – 2^{ème} trimestre 2010 (tous droits réservés)

Commentaires

La Bourse a connu une correction en fin de trimestre. La situation économique en Europe inquiète bien des investisseurs (Note personnelle : avec une vision à court terme devenue fort répandue chez nos confrères et consœurs boursicoteurs, nous devrions peut-être songer à trouver un terme plus adéquat pour désigner la majorité des participants aux marchés financiers).

Nos compagnies ont à ce jour bien résisté à la correction et ainsi notre portefeuille est fortement en avance sur les indices en fin de premier semestre. Les résultats de nos entreprises continuent d'être excellents – dans bien des cas, supérieurs aux attentes – et les perspectives pour le reste de l'année nous semblent solides. Nous trouvons plusieurs opportunités intéressantes et avons fait quelques transactions dans nos portefeuilles pour en profiter.

Comme le veut la tradition à Giverny Capital, nous utilisons le rapport de mi-année pour répondre aux questions de nos partenaires.

Vos questions

Nous avons reçu plusieurs questions de votre part. Nous avons des partenaires qui suivent de près leurs finances! Il serait impensable de répondre à toutes. Vous remarquerez sans doute que certaines questions portent sur des sujets qui ont été déjà abordés dans nos derniers rapports annuels et trimestriels ainsi qu'à l'assemblée annuelle. Malgré tout, nous prenons vos préoccupations au sérieux et allons donc parfois répéter certains des commentaires émis lors de discussions précédentes.

Question : Dans une des lettres ultérieures, un partenaire avait demandé si monsieur Rochon avait des projets pour Giverny Capital à long terme. De mémoire, la question portait surtout sur un modèle semblable à Berkshire Hathaway et la possibilité de transformer Giverny en un genre de conglomérat plutôt que de s'en tenir à de la gestion de valeurs mobilières. Alors voici ma question: Est-ce qu'il s'agit d'une option envisageable pour Giverny Capital d'acquérir dans le futur des positions dans des entreprises privées (en partie ou en totalité)? Et/ou d'acquérir des parts importantes dans des entreprises publiques (+10% du capital)?

Réponse : Je dirais que nous gardons l'esprit ouvert. Il y a 5 ans environ, Laura Secord était à vendre et nous avons étudié le dossier. Le montant était important considérant notre taille mais l'entreprise cadrait totalement dans notre philosophie. Un des problèmes pour nous – en plus de trouver quelques dizaines de millions de dollars – aurait été de trouver des dirigeants aptes à bien gérer l'entreprise (je sais comment manger du chocolat mais pas comment le fabriquer!).

Il y a bien des années, Bernard Mooney et moi avons songé à une stratégie pour acquérir une importante participation dans le groupe BMTC qui nous semblait incroyablement sous-évalué en Bourse (et le titre a grimpé de 1500% depuis). Mais nous étions pauvres, sans contact bancaire et sans partenaire d'affaires.

À Giverny Capital, nous avons fait un bout de chemin depuis. Ainsi, acquérir 10% d'une entreprise est certainement une possibilité qui existe aujourd'hui (nous sommes rendus avec environ 2% des actions de MTY Food). Mais il n'est pas clair que nous aimerions être en situation d'initié dans notre actionariat (avec les restrictions qui s'y rattachent).

Comme nous bâtissons Giverny Capital pour les 50 prochaines années, nous sommes toujours en mode apprentissage et gardons un œil sur l'avenir et nos possibilités d'expansion. Par contre, la nature de notre fiduciaire – TD Waterhouse – fait que pour le moment nous devons nous en tenir aux valeurs mobilières. Il n'est pas dit que nous ne mettions sur pieds un jour une entreprise parallèle avec un mandat plus large. Mais nous n'en sommes pas là.

Ceci étant dit, il est beaucoup plus enrichissant d'acheter 0.1% de la compagnie ABC se transigeant en Bourse à 50% d'escompte de sa valeur intrinsèque que d'acheter 100% ou même 10% mais avec moins d'escompte. L'irrationalité de la Bourse à court terme est un bel allié.

Q : On parle beaucoup dernièrement des dettes des gouvernements autour du monde. Il y a plusieurs pays qui sont en très grandes difficultés comme la Grèce, l'Espagne, Irlande, Grande-Bretagne, ..., etc. Plusieurs économistes sont également inquiets des énormes déficits des USA ainsi que sa dette qui ne cesse de gonfler. Ma question est la suivante: Est-ce qu'il y a déjà eu une période comme celle que nous vivons présentement? Est-ce que cette situation de surendettement peut continuer longtemps et quelle sera son impact pour les actions en général?

R : Il y a plusieurs questions dans cette question (et encore ce n'est que la première de quatre).

Certainement, l'endettement des pays occidentaux est le sujet de l'heure (on se fait marteler la cervelle à tous les jours). A-t-on déjà vécu un endettement aussi important en Occident? La réponse est malheureusement oui et plus d'une fois. Les problèmes de dettes et défauts de dettes ne datent pas d'hier. Je vous recommande la lecture d'un extraordinaire ouvrage qui vient d'être publié qui s'intitule : « This Time is different : Eight Centuries of Financial Folly ». On y découvre que si on fait une moyenne sur 200 ans, en tout temps, environ un pays sur cinq est en défaut ou en reconstruction de sa dette. Lors d'une importante récession, environ un tiers des pays doivent restructurer leur dette.

Plusieurs pays sont en réelles difficultés ces jours-ci comme la Grèce, l'Irlande et l'Espagne (avec 20% de chômage). Le Brésil, qui est aujourd'hui un pays en forte croissance, a eu sa part de difficultés. Juste dans le dernier siècle, sa devise a été dévaluée totalement à cinq reprises. L'Allemagne, qui est une des puissances mondiales, a vu son économie complètement détruite à deux reprises au siècle dernier. En 1923, le mark a connu une des pires inflations de l'histoire (en fin 1923, il en coûtait 20 milliards de marks pour envoyer une lettre par la poste).

À la sortie de la seconde guerre mondiale, la plupart des pays étaient fortement endettés (45% des pays du monde était en reconstruction de leur dette). Les gouvernements alliés avaient emprunté tout ce qui était possible de leurs citoyens (avec les « bons de la guerre »). Et, le Japon et l'Allemagne étaient complètement anéantis. Aujourd'hui, nous avons des problèmes il est vrai, mais nous avons encore nos villes, nos infrastructures, nos hôpitaux et notre main d'œuvre. Imaginez-vous deux secondes être entourés de ruines et avec une population dont les jeunes travailleurs ont été décimés. Tout était à reconstruire.

En plus d'avoir emprunté pour l'effort de guerre, les États-Unis ont décidé de payer pour la reconstruction de l'Allemagne et du Japon. Et les années 1950 ont été une des plus glorieuses décennies économique. La Bourse américaine a fait 18% par an durant cette décennie. Et de son côté, le Japon a connu une ère de croissance sans précédent de 1950 à 1990.

Aujourd'hui, c'est la Chine qui est en mode de forte croissance après plusieurs décennies d'immobilisme, dû en partie à l'impérialisme extérieur et ensuite au communisme (de Mao Zedong).

Quelles seront les conséquences de l'endettement de nombreux pays? Certainement, la façon d'en régler une partie pour les gouvernements sera de laisser dévaluer leur monnaie. Comme les devises ont toujours une valeur relative aux autres – et que la plupart des pays occidentaux ont des problèmes similaires – c'est vraiment au niveau de l'inflation que l'impact sera important.

Quel est le meilleur rempart à l'inflation? Posséder des entreprises qui ont un produit unique et avec une capacité d'en augmenter le prix. Si j'avais été un investisseur allemand en 1945, j'aurais voulu posséder Porsche, Beck's, Hugo Boss, Bayer, Braun et Nivea. La valeur en ancienne devise allemande peut devenir nulle mais si la marque est solide, on peut avoir des revenus dans toute devise. C'est notre travail de sélectionner des entreprises assez solides pour résister aux aléas économiques.

Le pire investissement en temps d'inflation? Les obligations. L'objectif des gouvernements trop endettés sera de les dévaluer pour que leur poids en soit réduit. Pourtant, qu'est-ce que les investisseurs font ces jours-ci? Ils achètent agressivement des obligations et délaissent les actions. Ils pestent contre la dette mais ils continuent d'acquérir des papiers du gouvernement ou de laisser leur argent en banque à 1% d'intérêts.

Quant à nos valeureux économistes, ils sont bien souvent inquiets ne trouvez-vous pas? Quand ils ne le sont pas, on dirait que c'est juste avant une crise économique. Au bout du compte, on observe avec les années, que plus ils sont inquiets, plus il y a des aubaines pour l'investisseur!

Si vous me permettez une touche philosophique, j'ajouterais que le grand penseur Victor Frankl aimait dire que la plus grande liberté de l'être humain est de choisir son attitude envers l'adversité. Se résigner, se cacher, se plaindre sans agir, ce ne sont pas des attitudes constructives. La peur et le pessimisme n'ont jamais rien construit à part un abri anti-nucléaire.

Les problèmes des nations, c'est la condition humaine. Si on attend un moment sans problème pour construire quelque chose de nos vies (investir c'est construire!), cette vie ne sera pas suffisante. Et pourtant, quand on regarde objectivement les accomplissements de notre civilisation, nous sommes en constant progrès malgré toutes les difficultés rencontrées. Et les actions de plusieurs des économies développées ont réalisé autour de 10% par année pour leurs actionnaires.

À Giverny Capital, nous avons choisi de miser sur l'optimisme et sur la croyance que l'humanité est foncièrement en progression. Même si la prudence encadre notre processus de sélection, à ce jour, nous avons été récompensés par cette attitude constructive.

Q : Croyez-vous comme Warren Buffett, que le marché de la Corée du Sud présente les meilleures opportunités de placement ?

R : En fait, Warren Buffett considérait le marché sud-coréen comme intéressant en 2002. Il a acheté à l'époque un lot de compagnies se transigeant à 3 ou 4 fois les profits. Malheureusement, la Bourse de Séoul a remonté depuis et les évaluations ne sont plus aussi intéressantes qu'alors. Nous suivons quelques entreprises en Corée du Sud et trouvons le marché intéressant. La faiblesse de sa devise (par rapport à sa juste évaluation de parité de pouvoir d'achat) est un atout pour ses exportateurs.

Nous suivons aujourd'hui beaucoup plus d'entreprises asiatiques qu'il y a 10 ans. Nous continuerons donc à acquérir des entreprises de cette région – comme nous l'avons fait avec Nitori et China Fire & Security – selon les opportunités qui se présenteront à nous.

Q : J'aimerais savoir comment l'équipe de Giverny dénêche ses idées de placement. Lorsqu'on regarde les journaux financiers, ce sont toujours les mêmes compagnies qui reviennent et qui sont souvent suivies par une cohorte d'analystes. J'ai lu le livre de Peter Lynch où il mentionne que ses meilleurs placements ont souvent été des compagnies qui avaient des noms ennuyeux, qui évoluaient dans des domaines ennuyeux et qui n'étaient pas suivies par les analystes de Wall Street.

R : Je suis un grand fan de Peter Lynch et je partage son enthousiasme pour les compagnies qui sont peu excitantes mais qui – si gérées de mains de maître – sont hautement rentables. Nous aimons donc les business simples et qui n'attirent pas trop la compétition ni les analystes. Fastenal est un bon exemple : c'est une compagnie qui vend de la boulonnerie et que nous possédons depuis 1998. Nous avons fait beaucoup d'argent avec Bed Bath & Beyond de 1998 à 2005. Lorsque j'ai rencontré les dirigeants de Bank of the Ozarks à Little Rock (Arkansas), ils étaient une quinzaine de hauts dirigeants à m'attendre dans la salle de conférence en plus du président. Clairement, ils n'avaient pas de visite de Wall-Street souvent!

Comment nous dénêchons des idées de placement? Nous regardons toutes les entreprises ou presque. Nous avons des filtres qui rapidement éliminent 95% des entreprises (il faut que la compagnie soit rentable, qu'elle ait un beau bilan, qu'elle ne soit pas trop cyclique, etc.). Mais malgré cela, nous suivons de près plusieurs centaines de compagnies de partout dans le monde. Nous ne voulons pas nous enfermer dans un carcan si typique de la gestion institutionnelle (large-cap vs small-cap, valeur vs croissance, pays émergents, etc.). Nous recherchons de superbes entreprises, peu importe leur grosseur ou leur nationalité. Et nos antennes de capitalistes sont toujours allumées. Quand nous voyageons, nous visitons des magasins, des restaurants, nous regardons les affiches publicitaires dans les aéroports, etc. Nous sommes toujours en mode découverte.

C'est un peu comme être un fan de hockey. Imaginez qu'il y ait dix parties par jour à la télévision (des matches de la LNH mais aussi de la ligue de Russie et celle de Suède) et que vous en regardez trois quotidiennement et ce pendant vingt ans. Après quelques temps, vous êtes familiers avec presque tous les joueurs et connaissez bien ceux qui se démarquent. Et ce n'est pas du travail. Vous regardez le hockey parce que vous aimez ça. Tout s'apprend mieux quand ce n'est pas une corvée!

Q : Parmi nos entreprises, y en a-t-il certaines pour lesquelles un dollar canadien fort est un atout important?

R : Celle qui en bénéficie le plus est probablement Dollarama (une autre entreprise peu excitante). Une importante partie des articles vendus dans ses magasins sont achetés en Chine. Ainsi, un dollar canadien fort va faire augmenter les marges brutes.

Q : En comparaison du S&P 500 qui a un rendement du dividende autour de 2%, à combien se situe celui du Portefeuille Giverny sachant que nos fortes positions (Berkshire, MTY) ne versent pas de dividende ?

R : Il est vrai que plusieurs de nos compagnies ne versent pas de dividende mais d'autres en versent (M&T Bank, Medtronic ou Omnicom par exemple) ce qui fait que pour l'ensemble le rendement en dividende doit être grosso modo similaire à celui du S&P 500. Comme nous favorisons généralement

des entreprises qui peuvent maintenir un taux de croissance plus élevé que la moyenne, nous devons parfois faire un compromis sur un dividende plus petit.

Q : On entend beaucoup parler ces temps-ci que l'an 2010 ne sera pas une très bonne année côté bourse. Au cours des dernières semaines, les indices boursiers ont pris une baisse significative. Pouvez-vous nous en dire plus sur votre prévision du marché pour 2010 sachant que 6 mois sont derrière nous maintenant?

R : En 1949, Ben Graham a écrit dans « l'Investisseur Intelligent » qu'à court terme la Bourse était imprévisible et irrationnelle; Qu'elle se comportait comme une entité maniaco-dépressive. Mais qu'à long terme, elle finissait toujours par refléter la juste valeur intrinsèque des entreprises. Rien n'a changé depuis. La nature humaine – et par ricochet celle de la Bourse – est toujours la même. Si la Bourse est irrationnelle à court terme, par définition elle ne peut donc pas être rationalisée (ni prédite). Cela n'empêche pas les experts – et les moins experts – d'y aller régulièrement de leur prédiction boursière. La grande quantité d'opinions émises à gauche et à droite, amplifiée par la prolifération du nombre de médias ces dernières années, ne change rien aux principes de base.

À Giverny Capital, nous ne faisons donc pas de prédiction boursière à court terme. Basés sur nos analyses financières, nous faisons des estimés de rendement sur cinq ans pour les titres que nous suivons ainsi que pour le S&P 500. Pour faire mieux que les indices, nous choisissons des entreprises que nous croyons supérieures à la moyenne et les achetons lorsque leur cours nous semble attrayant.

Lorsque les bourses baissent, les cours des actions en général voient leur potentiel d'appréciation futur augmenter. En ce moment, comme les actions sont très peu chères, leur potentiel de gain bousier est donc très élevé. Est-ce que ce sera réalisé en 2010 ou en 2011, nul ne le sait. J'oserais ajouter : Est-ce vraiment important que ce soit en 2010? Ce qui importe vraiment, c'est ce qui arrive aux entreprises que l'on possède puisque c'est cela qui sera éventuellement reflété dans la valeur marchande de notre portefeuille boursier.

Q : Qu'est-ce que ça prend pour qu'un excellent investisseur devienne un investisseur génial?

R : C'est une question un peu inhabituelle mais oh combien intéressante. C'est un peu comme demander qu'est-ce que ça prend pour qu'un bon joueur de hockey devienne un autre Bobby Orr ou un autre Wayne Gretzky. Par définition, le génie est rare. Des Pablo Picasso, des Wolfgang Amadeus Mozart, des Victor Hugo ou des Warren Buffett, il n'y en a pas souvent.

Mais la bonne nouvelle est qu'on n'est pas obligé d'être génial pour devenir riche en Bourse. Il est vrai que ceux qui font mieux que le marché – surtout sur une très longue période – sont rares. Il est bien connu qu'environ 85% des gestionnaires ne battent pas le marché et que la vaste majorité des investisseurs individuels aussi. C'est un sujet auquel j'ai réfléchi longuement et ce depuis mes débuts (il y a presque vingt ans maintenant). Je sais que ce n'est pas une question d'intelligence, de bonne volonté ou de travail. La majorité des investisseurs ont de telles qualités.

Lorsque j'étais jeune, j'ai donc fait le raisonnement inverse : Qu'est-ce que ceux qui battent le marché font de différent des autres? J'ai alors tout lu sur Peter Lynch, John Neff, Ben Graham, Phil Carrett, John Templeton, Philip Fisher et bien entendu Warren Buffett. Peter Lynch pouvait avoir 500 titres en portefeuille et Phil Fisher seulement six. Mais, ils avaient tous une approche fondamentalement similaire : ils voyaient les actions comme des parts d'entreprises et n'avaient pas peur d'aller à contre-courant de la foule boursière.

Ben Graham a expliqué dans ses écrits que réussir en Bourse c'est une question principalement d'attitude : D'être capable de voir les actions comme des parts d'entreprises et de ne pas être affecté par les cotes boursières. Il ajoute que « Vous n'avez pas tort ou raison parce que les autres sont d'accord ou non avec vous. Vous avez raison parce que votre raisonnement s'avère valide ». Ainsi, vous vous devez d'être imperméable aux jugements des autres (les autres en fait *sont* la Bourse). Warren Buffett a utilisé à maintes reprises l'adjectif RATIONNEL pour qualifier les bons investisseurs. Un investisseur rationnel ne se laisse pas influencer par les modes ou affecter par les crises. Il ne laisse pas les émotions l'emporter sur la raison. M. Buffett a ajouté récemment que, selon lui, cette capacité de ne pas être affecté par les cotes boursières semblait acquises au départ (lire qu'elle serait codée dans les gènes d'une minorité d'individus).

En plus d'une attitude rationnelle, je crois qu'une autre qualité est importante (et présente chez Warren Buffett) : la capacité de toujours vouloir apprendre et progresser. Le monde est en constante évolution et il n'est pas facile d'être aussi en évolution. Pour être en état constant d'apprentissage il faut non seulement avoir la passion pour son art, il faut en plus être humble. Sans humilité, il n'y a pas d'ouverture possible au nouveau.

Ainsi, paradoxalement, pour devenir un bon investisseur, il faut savoir combiner une solide confiance en son jugement et en même temps faire preuve de constante humilité. Un difficile et fragile équilibre.

Q : Est-ce que le bilan de responsabilité sociale d'une entreprise figure parmi vos critères de sélection de vos titres?

R : Je répondrais oui à votre question mais avec une certaine nuance. D'abord, le concept de « responsabilité sociale » est nécessairement subjectif. Pour un socialiste qui trouve que toutes les entreprises exploitent les honnêtes travailleurs, le point de vue sera probablement différent de celui du président d'une compagnie (ou le directeur des ressources humaines dans une grande entreprise). Le point de vue sur la « responsabilité sociale » d'un militant de Greenpeace serait aussi fort différent.

Il y a quelques années, j'avais rencontré Barnett Helzberg, celui qui a vendu les bijoux Helzberg Diamonds à Berkshire Hathaway. Et il m'avait dit que selon lui, de bien traiter les employés était la clé; Que tout le reste découlait. Mais après notre expérience avec Cognex (voir notre lettre annuelle 2006), nous sommes sceptiques que c'est le seul facteur qui importe. Un exemple intéressant est Disney, qui a publié en 2008 un exhaustif rapport de responsabilité corporative. Vous pouvez le consulter à l'adresse : <http://disney.go.com/crreport/home.html>

J'ai ma propre vision de ce qu'est la responsabilité sociale. Je crois qu'une entreprise doit viser d'atteindre un équilibre dans son mode de gestion où tous les intervenants sont traités avec respect et justesse : les employés, les clients, l'environnement, les dirigeants et les actionnaires. Donc dans cette optique, nous recherchons des entreprises qui tentent de maintenir cet équilibre. Au bout du compte, selon moi, ce seront de telles entreprises qui devraient connaître le plus de succès.

Ce n'est pas facile d'user de sagesse pour adresser un problème de nature subjective. Mais nous osons croire que notre expérience du monde des affaires et notre vision à long terme sont des outils de jugement adéquats.

Q; Croyez-vous que le cours de vos titres sont toujours sous-évalués actuellement? Quelles sont vos projections de croissance pour les 3-5 prochaines années?

R : Nous croyons que nos actions sont encore grandement sous-évaluées. Selon nous – dans leur ensemble – elles se transigent à environ 40% sous leur juste valeur. Et c'est en prenant un taux

d'actualisation de 6% dans nos calculs. Cette sous-évaluation serait encore plus spectaculaire si on la comparerait aux actuels taux d'intérêts à long terme (autour de 4%).

Notre objectif est de réaliser un rendement annuel de 5% supérieur au niveau des indices à long terme. Nous possédons un titre en portefeuille car nous croyons qu'il possède les qualités nous permettant d'anticiper un tel enrichissement. Comme nous croyons que les indices (par exemple le S&P 500) vont réaliser au moins 10% par année dans les 5 prochaines années, nous croyons pouvoir réaliser un rendement annuel d'environ 15% d'ici 2015.

Q : La philosophie de placement de Giverny, selon ma compréhension, est d'investir dans des compagnies de qualité avec peu ou pas de dette, ayant une croissance raisonnable de ses revenus et profits sur le moyen et long terme. Comme l'équipe fait de l'analyse fondamentale des entreprises dans lesquelles elle investit, le risque de faire des erreurs de placement devrait en être d'autant diminué. Ma question: Pour quelles raisons Giverny doit-elle avoir dans son portefeuille entre 30 et 35 titres alors que le fait de bien connaître les entreprises sélectionnées pourrait permettre de n'investir que dans le 10 ou 12 des meilleurs stocks sur l'ensemble des titres suivit par Giverny et par le fait même augmenter les chances de faire de meilleurs rendement?

R : Certains gestionnaires que nous admirons comme Peter Lynch, Walter Schloss ou John Templeton avaient 100 titres (et plus) dans leur portefeuille alors que d'autres comme Phil Fisher en avait moins de dix. Le grand nombre de titres composant leur portefeuille n'a pas empêché Schloss et Templeton d'avoir d'excellents rendements pendant plusieurs décennies. Dans une limite raisonnable, je crois que la quantité de titres est plus une question de style d'investissement que de profondeur d'analyse.

Historiquement, nous avons toujours eu environ 20 à 25 titres en portefeuille. Récemment, nous avons plus de titres pour deux raisons. La première est que nous trouvons plus d'aubaines depuis quelques années donc parfois il est difficile de choisir entre deux titres, par exemple ABC et XYZ. Ainsi, au lieu d'investir 4% dans un des deux titres, nous investissons 2% dans chacun d'eux. De plus, notre objectif d'il y a quelques années de nous ouvrir au monde et d'investir hors de l'Amérique du Nord a fait que notre bassin de titres candidats à nos portefeuilles a probablement plus que doublé.

Récemment, nous avons décidé d'acquérir des compagnies œuvrant dans le secteur de la santé mais – à cause des risques liés aux brevets et/ou à la technologie médicale – nous avons opté pour une approche plus diversifiée (par exemple en choisir quatre à 2% plutôt que deux à 4%). Donc il y a des périodes où nous aurons moins de titres et d'autres où nous en posséderons un peu plus, comme c'est le cas actuellement. C'est vraiment lié aux opportunités disponibles en Bourse, leur nombre mais aussi leur nature. Je ne crois pas que nous dépasserons le niveau actuel par contre.

Q : Comment se comportent nos compagnies européennes (ou qui font des affaires en Europe) suite aux tumultes de l'euro? Est-ce que les changements annoncés au sujet de la « flottabilité » du yuan affecteront nos compagnies qui œuvrent en chine?

R : Nous n'avons que de petites participations dans des compagnies européennes. Parmi nos multinationales américaines, celle qui est probablement la plus affectée est Omnicom qui a environ 30% de son chiffre d'affaires en Europe. Mais l'évaluation du titre est telle que tout cela est déjà escompté. Et les derniers résultats montrent que la compagnie se tire somme toute bien d'affaire. En fait, nous commençons à trouver plusieurs aubaines en Europe et tentons d'y dénicher des compagnies qui cadreraient dans notre philosophie de placement.

Nous avons trois placements en Chine, le plus important étant China Fire & Security. Comme cette compagnie fabrique des systèmes de prévention d'incendies en Chine pour des clients chinois, elle n'est pas affectée directement par le niveau de la devise chinoise. Et la majorité de ses clients sont des aciéries qui vendent leurs produits en Chine pour les besoins en infrastructure. Une réévaluation du yuan affecterait plus des compagnies manufacturières dont les clients sont en occident.

Selon moi, à long terme, un yuan plus fort est un élément central à l'atteinte d'une meilleure stabilité de l'économie mondiale car c'est la devise la plus sous-évaluée à l'heure actuelle et son niveau anormalement bas crée un déséquilibre important dans les niveaux des balances commerciales, au Canada, aux USA et en Europe.

Q : Pouvez vous élaborer sur la question de l'immobilier canadien, il semble bien que le ralentissement soit déjà commencé, particulièrement au Canada anglais où les ventes baissent drastiquement. Or, c'est précisément cela (le manque d'acheteur) qui a précipité la crise aux USA. Quel effet une défaillance du marché immobilier pourrait avoir sur l'économie, la devise et le reste?

R : J'invite d'abord nos partenaires à relire notre plus récente lettre annuelle (sur la saveur du jour) pour avoir plus de détails sur notre analyse du niveau de l'immobilier au Canada. Il y avait un article dans *Bloomberg Business week* récemment sur le prix des maisons à Vancouver : Un petit bungalow peut s'y vendre pour plus d'un million de dollars.

Cette hausse des prix, irrationnelle à nos yeux, finira par s'estomper. Un retour à la normale des prix nous semble inévitable (tous les actifs finissent par se transiger à leur juste valeur un jour ou l'autre).

Les effets d'une baisse des prix de l'immobilier au Canada? Je n'aime pas jouer aux prophètes de malheur (je laisse ça à d'autres de mes confrères) mais il faut être réaliste : Un scénario pessimiste ne serait pas rose. Le problème principal est que le gouvernement fédéral – par l'entremise de la SCHL – s'est transformé en une Fannie Mae canadienne. Si la SCHL, et par ricochet le gouvernement fédéral, se trouve prise avec des titres hypothécaires ayant perdu 15% ou 20% de leur valeur, il me semble qu'il pourrait y avoir des conséquences importantes. D'abord sur le déficit fédéral qui pourrait augmenter de manière importante. Et il y aurait probablement des conséquences négatives sur la devise canadienne qui ne serait alors plus vue comme "supérieure" aux autres.

Et plusieurs de nos concitoyens propriétaires, qui du jour au lendemain auront l'impression de ne plus s'enrichir comme ils le croyaient, pourraient décider de réduire leur dépense à la consommation. Qui plus est, une grande partie de ces dépenses ces dernières années ont été financées par de la dette!

Comment se protéger d'un tel scénario? Nous évitons actuellement les titres qui pourraient être affectés par une baisse importante de l'immobilier résidentiel canadien. Nous croyons par contre que des compagnies comme Dollarama ou MTY Food ne devraient pas être trop affectées. Et advenant un retour à un niveau normal pour le huard, nos placements étrangers seraient doublement profitables.

Q : Le titre de Berkshire Hathaway sera-t-il un jour surévalué?

R : Cette question provient possiblement d'un partenaire un peu lassé de nous entendre dire (ou de lire dans nos écrits) que le titre de Berkshire Hathaway est sous-évalué. Je sais que la Bourse finira par refléter adéquatement la juste – et grande – valeur de Berkshire. Est-ce que ce sera à un point où l'enthousiasme des investisseurs pourrait hisser le titre à un niveau plus élevé que sa juste valeur? Nul ne le sait. C'est certainement possible connaissant la nature de la Bourse. Si cela arrivait, nous vendrions nos actions.

En passant, le titre a déjà été surévalué. En 1998, le titre était bien au-dessus de sa juste valeur. Non seulement cela mais en plus les titres en portefeuille de M. Buffett (comme Coca-Cola ou Gillette) étaient eux-mêmes grandement surévalués en Bourse. Donc il y avait une « double surévaluation » : un groupe de titres à prime dont l'ensemble se fait ajouté une prime. Aujourd'hui, c'est probablement la situation totalement inverse : une « double sous-évaluation ».

En 1998, les *blue-chips* américains avaient la cote des investisseurs de partout dans le monde (le S&P 500 était vu comme un indice sans risque). Je me souviens qu'à l'été, j'avais été invité à faire une conférence à des employés de la Banque Scotia (qui possédait une participation importante dans la firme de gestion pour laquelle je travaillais à l'époque) sur le sujet d'investir dans les titres américains. C'est amusant de penser que 12 ans plus tard, le S&P 500 est plus bas qu'alors et maintenant plus personne ne veut investir aux États-Unis.

Il ne faut pas oublier que les choses changent vite parfois : moins de deux ans après l'enthousiasme de 1998 envers Berkshire, durant la folie des technos, l'approche de M. Buffett n'était plus à la mode et le titre a chuté de près de 50% en Bourse. Tant mieux pour nous et tant pis pour ceux qui ont vendu: nous en avons acheté le titre pour la première fois, à environ le tiers du niveau actuel!

J'ajouterais que Warren Buffett savait en 1998 que son titre était surévalué et a fait l'acquisition de General Re justement pour en profiter. En payant avec des actions de Berkshire (20% de la compagnie), il profitait de la force de son titre. Aussi, l'ajout de l'important portefeuille de GenRe (son *float*) a dilué l'importance de titres chers comme Coca-Cola dans le portefeuille de Berkshire.

Q : À long terme, quelle évaluation peut-on faire de la venue de la réforme de la santé aux USA par rapport à la croissance des bénéficiaires de Medtronic? Cette compagnie pourtant solide et prospère me semble sous-évaluée, pourquoi? Pour ma part vous avez vu juste en acquérant des actions de Medtronic et face au constat actuel pourquoi ne pas profiter de la méfiance des autres et acheter d'autres actions à prix d'aubaine?

R : En général, la grande majorité des titres liés aux soins de santé, aux USA et en Europe, nous semblent sous-évalués. La réforme de la santé aux USA ainsi que la perte de nombreux brevets pharmaceutiques en sont les causes principales (qui s'ajoutent au pessimisme généralisé). Dans le cas de Medtronic, la question des brevets ne s'applique pas. Par contre, la réforme de la santé ajoutera une taxe spéciale pour les compagnies de produits médicaux (et Medtronic est une des plus importantes). D'un autre côté, les revenus de ces compagnies seront augmentés par la plus grande couverture des soins pour l'américain moyen.

Nous espérons que, en mesurant le pour et le contre, Medtronic continuera à croître ses profits d'environ 10-12% par année comme elle l'a fait ces dernières années. Comme le titre se transige à 10 fois les profits (la moitié de son niveau historique), nous croyons qu'il est grandement sous-évalué. Et nous songeons, en effet, à augmenter notre participation.

Q : On entend dire, et on lit aussi que la « nouvelle économie » i.e. la mondialisation et la vitesse de réactions des marchés, n'est plus propice à l'approche « buy and hold ». Est-ce que la bourse se comporte vraiment de façon différente de nos jours?

R : On « entend dire » bien des choses tout le temps. Si on s'y fiait pour investir nos capitaux, nous serions pauvres rapidement. En fait, si on résumait les « entendus » en une phrase ce serait celle-ci : « Ce qui a été la tendance des dernières années va se poursuivre dans le futur ». J'ai déjà dit que la plus grande qualité des analystes financiers est leur capacité d'extrapolation.

Il y a des cycles dans toute économie, tout secteur et toute classe d'actif. Qui aurait cru – après 10 ans de stagnation dans les années 1990 – que l'immobilier ferait si bien ces dernières années au Canada? Pourtant, en 1999, on « entendait » dire qu'il fallait investir dans la « nouvelle économie » comme la fibre optique (Nortel) et l'Internet (Yahoo!). On n'entendait pas parler en 1999 que l'immobilier serait un bon placement. Paradoxalement, c'était le meilleur temps pour acheter une maison au Canada et on sait ce qui arrivé à la « nouvelle économie » en 2000-2002.

En 2005, on « entendait » dire qu'en achetant une maison – ou un condo – aux États-Unis, on ne pouvait pas perdre; que ça montait toujours. Il y avait des files d'attente devant les projets de nouveaux condos à Miami. Il y a deux ans, on « entendait » dire que la Chine (et Dubaï aussi) était la terre de la croissance future. L'indice chinois est aujourd'hui 60% plus bas qu'à son haut de 2008. Et investir dans l'immobilier à Dubaï ne fut pas l'eldorado annoncé...

Le « buy and hold » n'est pas une mode. C'est un principe. Les actions nord-américaines, en général et sur une longue période, ont fait 10% par année car les entreprises augmentent leurs profits de 7% par année et versent un dividende annuel de 3% en moyenne. Si on conserve un groupe de compagnies moindrement représentatif du marché pendant de nombreuses années, ce sera le rendement annuel du portefeuille. Malheureusement, la majorité des investisseurs ne réalisent pas ce rendement de 10%. Trop souvent, ils achètent quand tout va bien (et/ou ce qui est populaire) et paient alors un prix trop cher pour les actifs acquis. Et ensuite, ils revendent durant les crises ou tout simplement lancent la serviette lorsque le titre/secteur/pays est impopulaire pendant quelques années. Ils annulent ainsi les bienfaits de posséder des actions à long terme. Ce n'est pas le « buy and hold » qui ne marche pas, c'est le propre comportement de la majorité des boursicoteurs.

La clé pour réussir dans un tel environnement est de voir les actions comme des parts d'entreprises et non comme des jetons dans un grand casino planétaire. Il est impératif de devenir immunisé aux fluctuations boursières. Pour y arriver, il faut pouvoir porter son propre jugement sur la valeur d'une action en Bourse et ainsi se comporter comme un propriétaire d'entreprises. C'est le principe central de l'investissement intelligent¹. Et ce principe n'a pas changé et ne changera pas.

Dans cette optique, nous tentons de trouver des compagnies qui vont croître leur valeur intrinsèque de 12-15% par année (dividende inclus) et ainsi – si on les conserve longtemps – ce sera le rendement qu'elles nous procureront en Bourse. Un bon exemple est Fastenal. C'est une compagnie que nous avons achetée à \$6 en 1998. Depuis, les profits ont cru par un facteur de 8 fois soit 19% sur une base annuelle. Et le titre en Bourse a grimpé par un facteur de 8 fois. Nous avons acheté O'Reilly en 2004 et les BPA ont grimpé de 150% en six ans soit 17% composé. Et le titre en Bourse a grimpé de 150%.

Q : Est-ce que la compagnie "Got-Junk?" (celle qui ramasse nos ordures) est une compagnie intéressante pour y investir ?

R : C'est drôle, je m'étais posé récemment la même question que vous. J'ai été visité leur site Internet et j'y ai constaté avec déception que la compagnie est privée.

Q: MTY Food est-il un futur "tenbaggers" ?

R : Pour ceux parmi nos partenaires qui ne le sauraient pas, le terme « tenbaggers » (popularisé par Peter Lynch) est un titre qui multiplie par 10 fois en Bourse. MTY Food est une jeune compagnie

¹ Ma phrase favorite de Ben Graham est: "Investment is most intelligent when it is most businesslike."

québécoise que nous admirons énormément. Nous aimons leur business. Nous aimons son président. Et nous avons pu acheter le titre à bon prix.

À ce jour, ce placement a été satisfaisant. Est-ce qu'il va nous procurer un rendement de 900% dans le futur? Je ne sais pas mais c'est évidemment le but ultime quand nous achetons une petite entreprise.

Q : Si Warren Buffet avait 41 ans aujourd'hui et s'il gérait un portefeuille de \$20 000 000, posséderait-il les mêmes titres que les nôtres ?

R : Nous avons \$100 millions sous gestion mais ça ne change pas l'essence de votre question. C'est une fascinante question quoique tout à fait hypothétique. Il y aurait des similarités, j'en suis convaincu. Une compagnie comme Fastenal serait certainement dans les cordes de M. Buffett. Je crois que la différence serait principalement au niveau de l'achat de « blue-chips » comme Procter & Gamble, Omnicom ou Wal-Mart. Je ne crois pas qu'avec un petit capital sous gestion M. Buffett en achèterait à moins que le prix soit très intéressant.

Nous le faisons à Giverny car pour la plupart de nos partenaires, nous gérons presque toutes leurs économies pour leur retraite. Nous aimons donc avoir une partie de nos actifs dans des compagnies extrêmement solides qui – sans être des bons du trésor – ont quasiment aucun risque intrinsèque (si le prix payé est raisonnable). Nous ne visons pas de faire 20% par année avec de tels titres. Si c'était notre objectif, nous aurions plus de compagnies comme MTY Food, Resmed, Lumber Liquidator ou China Fire & Security mais avec aussi légèrement plus de risque que nous sommes prêts à faire encourir à nos partenaires.

J'ajouterais qu'il est normal que deux personnes différentes aient leur propre manière d'exercer leur art d'investir. Même si leur philosophie de base est la même.

Q : Étant plus jeune que François Rochon, a-t-il déjà une vision sur la continuité de Giverny Capital suivant sa retraite?

R : Voilà une question que j'aime recevoir d'un partenaire. Pour la simple raison que cela sous-entend qu'il compte bien rester partenaire longtemps (considérant que mon espérance de vie est un autre quarante années). Je ne compte pas prendre ma retraite à moins de problème de santé. Je fais exactement aujourd'hui ce que j'aime faire et mon plus grand souhait est de continuer à faire ce que j'aime – avec des gens que j'aime – le reste de mes jours.

Malgré cela, nous avons déjà un plan de continuité. Jean-Philippe Bouchard, qui est 11 ans plus jeune que moi, est déjà gestionnaire de portefeuilles et a toutes les qualités (et même plus) pour diriger l'entreprise advenant mon départ. De plus, nous pensons déjà à sa continuité à lui. Les investisseurs exceptionnels sont rares donc nous gardons les yeux bien ouverts en tout temps.

Donc en plus d'investir à long terme dans des entreprises de qualité, nous avons une vision à long terme dans la gestion de l'entreprise et avec l'optique où Giverny Capital survit à son fondateur.

Bon trimestre à tous nos partenaires.

A handwritten signature in blue ink that reads "François Rochon". The signature is written in a cursive, flowing style.

François Rochon et toute l'équipe de Giverny Capital