

## Commentaires du troisième trimestre

La crise en Europe continue de sévir. Ses effets sur l'économie mondiale sont non-négligeables. Malgré tout, les compagnies du S&P 500 devraient voir leurs profits grimper de 6% cette année, en ligne avec la moyenne historique.

\*

Au Canada, le PIB réel a connu une légère baisse de 0,1% en août, soit un premier repli mensuel depuis février. Aussi, le Canada a connu un 5ème mois consécutif de déficit commercial. Pendant des décennies,

le Canada avait toujours un surplus commercial. Depuis 2009, la tendance s'est inversée et ne donne aucune indication de revirement à court terme.

\*

La bonne nouvelle du trimestre est que la construction résidentielle est en hausse aux États-Unis. Cela aura un impact positif sur plusieurs de nos compagnies (comme Mohawk et Union Pacific). De plus, les banques américaines verront leur taux de mauvais prêts continuer de baisser. Le

taux de chômage aux États-Unis est maintenant de 7,9% (en baisse de 0,6% depuis le début de l'année) et n'est plus qu'à 0,5% du taux canadien.

La situation immobilière résidentielle est différente au Canada où l'on semble percevoir un essoufflement des transactions. Malgré cela, le prix moyen des maisons au Canada est environ 75% plus élevé qu'aux États-Unis.

\*

Nous avons sursauté lorsque nous avons entendu un haut-dirigeant

Suite page 2

## Nouvelles de nos compagnies

Nous avons une excellente année 2012 à ce jour. Nos titres en Bourse ont grimpé d'environ 18% soit 6% de mieux que les indices (la hausse de la devise canadienne a retranché environ 2% à ce rendement).

Cette excellente performance de nos titres reflète la performance intrinsèque des compagnies sous-jacentes.

O'Reilly Automotive a réalisé une augmentation de ses ventes de 4% au trimestre (dont 1,3% des ventes comparables). Les profits ont grimpé de 7% et les bénéfices par action (BPA) de 20% (la compagnie a racheté de ses actions).

Wells Fargo a augmenté ses BPA de 29% par rapport au 3ème trimestre 2011. Son rendement de

l'actif a atteint 1,45%. Wells Fargo a augmenté substantiellement son dividende et a racheté de ses actions. Son bilan est sain et son niveau de charges pour mauvais prêts en baisse.

M&T Bank a aussi connu un excellent trimestre. Les BPA ont grimpé de 46% et le rendement de l'actif a touché les 1,56%. La principale nouvelle du

Suite page 2



### SOMMAIRE :

- ◆ Commentaires
- ◆ Nouvelles sur nos compagnies
- ◆ MTY Food Group
- ◆ Buffalo Wild Wings
- ◆ Bulle dans les obligations (encore!)
- ◆ Le coin du philosophe

### NOUS VOUS RÉITÉRONS

QUE, SELON NOUS, LES

PERSPECTIVES POUR

LES PROCHAINES

ANNÉES DEMEURENT

EXCELLENTES. NOS

TITRES SONT SOUS-

ÉVALUÉS ET LE TEMPS

EST DONC FORT

PROPICIE POUR AJOUTER

DU CAPITAL ET INVESTIR

À LONG TERME

## *Commentaires (suite)*

d'une caisse de retraite affirmer vouloir réduire la portion action du portefeuille au profit d'actifs plus réels comme des infrastructures ou des fonds privées (private equity).

Cette affirmation sous-tend que les actions ne sont pas des actifs "réels". Pourtant, Coca-Cola est bien réelle (depuis plus de 125 ans). Et posséder 100% des actions de Coca-Cola n'est certainement pas un investissement plus "réel" que d'en posséder 1%.

L'attrait des fonds privés peut aussi soulever des questions. Il est vrai que quelques uns de ces fonds sont brillamment gérés. Par contre, dans bien des cas, ils ne font qu'acheter des titres listés en Bourse à leur pleine valeur (à prime par

rapport à la valeur au marché).

Je n'ai jamais compris comment un portefeuille bâti de 20 titres privatisés achetés au prix X peut générer un meilleur rendement qu'un portefeuille de 20 titres similaires - mais boursiers - acquis à 0,7X. Disons que dans 10 ans, la valeur de l'ensemble des compagnies composant le portefeuille grimpe à 2X, le fonds privé aura un rendement de 7% annualisé. Le portefeuille boursier aura un rendement de 11% annualisé (sachant qu'à long terme, la Bourse reflète la juste valeur des entreprises).

Ensuite, ces mêmes caisses de retraite parlent du grand risque des actions. Comment payer 0,7X pour un actif peut être un investissement plus risqué que de

payer X pour un actif similaire? La volatilité boursière et le risque intrinsèque d'un placement ne sont pas du tout la même chose.

En ce moment, les fonds institutionnels achètent des obligations, de l'immobilier, des infrastructures et des fonds "alternatifs". Les actions sont fortement sous-pondérées. Nous aimons cette situation (qui est temporaire). Nous considérons les actions comme des participations dans des entreprises "réelles" et aimons les acheter quand elles sont boudées et à bons prix.

Nous ne sommes pas seuls dans cette croyance. Récemment, Warren Buffett disait à la télévision que la Bourse était, selon lui, le meilleur endroit pour investir en ce moment.

## *Nouvelles de nos compagnies (suite)*

côté de notre banque de Buffalo est l'acquisition de Hudson City Bancorp. Cela nous semble une très bonne acquisition. Les perspectives pour 2013 et 2014 de M&T Bank sont excellentes.

Bank of the Ozarks a connu un trimestre plus calme. Les profits ont grimpé de 2%. Son rendement de l'actif a été un impressionnant 2,05% (peu de banques au monde peuvent se vanter de réaliser plus de 2% de rendement de

l'actif). Bank of the Ozarks continue d'être patiente et opportuniste dans ses acquisitions. Cela rend la croissance des BPA non-linéaire. Mais 15% annuel non-linéaire est mieux que 10% en belle ligne droite...

Carmax a aussi connu un trimestre plus tranquille. Les ventes n'ont grimpé que de 7% et les BPA sont restés stables. Par contre, il semble que le trimestre en cours pointe vers une crois-

sance dans les deux chiffres des ventes. Les perspectives sur cinq ans continuent d'être solides.

Union Pacific a réalisé une croissance de ses revenus de 5%, de ses profits de 15% et de ses BPA de 18%. Entre autres, le transport de voitures était en forte hausse (15%). Le transport de charbon continue par contre d'être en décroissance.

## *MTY Food Group: Un autre excellent trimestre.*

Tout va pour le mieux chez MTY Food Group. Au troisième trimestre, les ventes en restaurants ont grimpé de 33%, les revenus d'exploitation de 22% et les BPA de 39%.

Il est difficile de croire que MTY a maintenant 2208 restaurants en opération. Elle exploite 28 différentes bannières (la toute dernière acquisition étant la chaîne « Mr. Souvlaki »).

De plus, la division Tiki Ming Inc., a conclu un contrat de licence avec Produits Alimentaires Berthelet inc. en vue de la commercialisation de cer-

tains de ses produits dans les magasins de détail au Canada. Le contrat de licence couvre trois marques de MTY, y compris Thai Express.

Un jour, un investisseur nous faisait remarquer que MTY investissait peu en R&D. Ma réponse a été: « C'est la beauté des egg-rolls de Tiki Ming: ce sont les mêmes depuis 40 ans ».

Contrairement aux compagnies de haute-technologie, MTY n'a pas besoin de sortir de nouveaux produits à tous les trimestres.

En fait, c'est tout le contraire. Pour un consommateur, de savoir d'avance que les egg-rolls de Tiki Ming ou les hot-dogs de Valentine goûtent toujours la même chose est un attrait.

Depuis notre achat il y a cinq ans, les BPA de MTY sont passés de \$0,51 à \$1,30 (estimés pour l'année 2012). C'est un taux de croissance de 21% annualisé.

Le titre en Bourse est passé de \$9 à \$19,5.



## *Le point sur Buffalo Wild Wings*

Buffalo Wild Wings a annoncé des résultats ambivalents à son troisième trimestre. D'abord, les revenus ont crû de 25% avec des ventes comparables en hausse de 6%. Par contre, les profits ont chuté de 5%. La hausse du prix d'achat des ailes de poulet ainsi que des frais de pré-ouverture de nouveaux restaurants ont pesé sur les marges de l'entreprise.

Nous avons été rencontrer la haute-direction le mois dernier. Nous en sommes revenus confiants que le modèle d'affaire est toujours solide et les perspectives de croissance excellentes. Nous admirons la

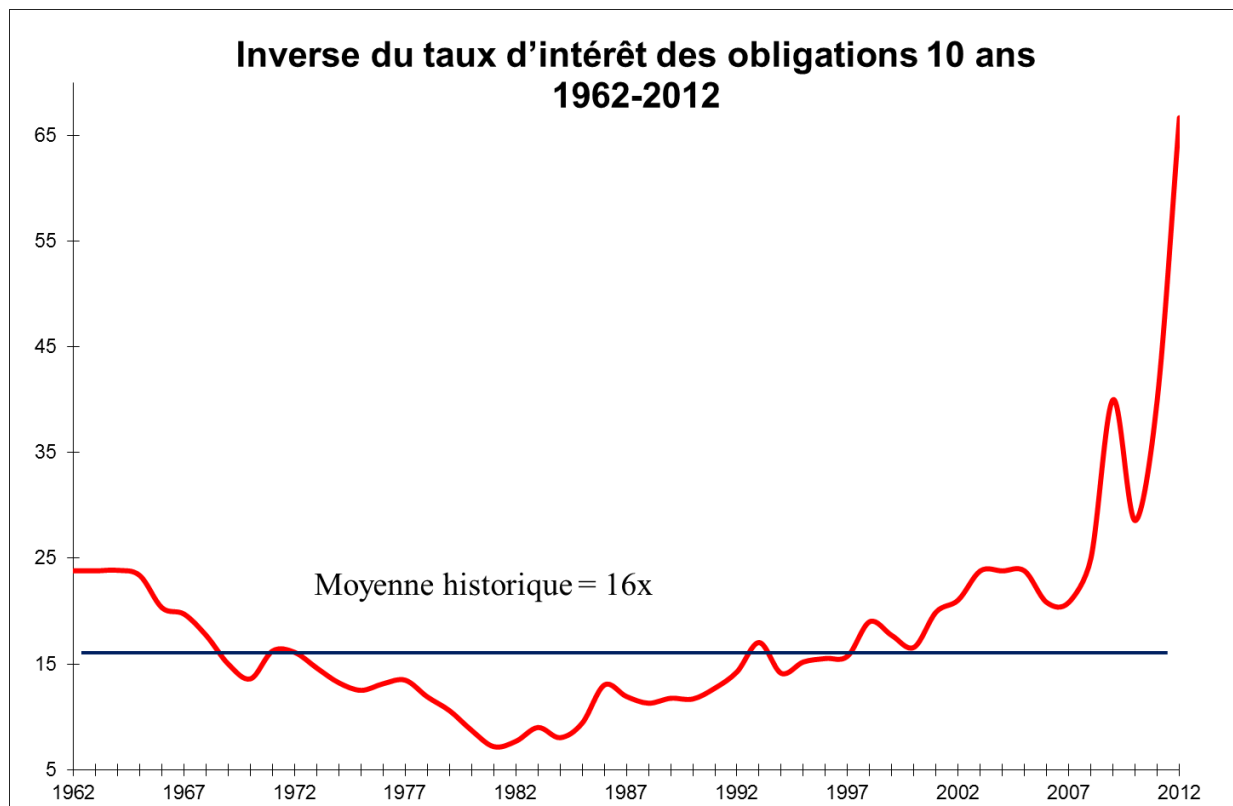
présidente Sally Smith ainsi que la directrice aux finances, Mary Twinem.

Le titre a été puni par Wall Street à la suite des résultats. Mais nous croyons que cette réaction n'est basée que sur une situation que nous considérons temporaire.

Il est difficile de trouver des compagnies qui ont un taux de croissance des ventes de plus de 20% ces jours-ci et encore moins qui ont, en plus, une évaluation boursière raisonnable. Nous sommes donc optimistes vis-à-vis de ce placement.

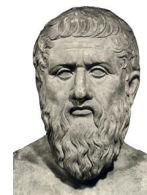
## *Bulle dans les obligations (suite de la lettre Q2)*

Nous avons eu plusieurs commentaires à la suite à notre lettre du second trimestre. La section « bulle dans les obligations » (ainsi que ma lettre ouverte publiée dans le journal Les Affaires sur ce sujet) soulève la question de savoir quel poids devraient avoir les obligations dans un portefeuille. Il y a plusieurs choses à considérer (la tolérance au risque en est une importante). Mais au niveau strictement de l'évaluation financière, nous croyons que les obligations sont à un niveau dangereux, comme jamais dans l'histoire financière contemporaine. Le graphique suivant qui montre la tendance du ratio de l'inverse des taux d'intérêt sur les 50 dernières années est fort éloquent. Ce ratio peut être considéré comme l'équivalent du cours-bénéfices des obligations.



Le tout dernier film de Disney-Pixar: Brave  
(sortie en DVD et Blu-ray le 13 novembre prochain!).

### *Le coin du philosophe*



“L’art de vivre ne réside pas dans le fait d’éliminer les problèmes mais de grandir malgré les problèmes”

- Bernard Baruch