

## Rapport trimestriel – 3e trimestre 2006 (tous droits réservés)

### Commentaires

Ce fut un trimestre difficile pour nous. En terme absolu, nous avons réalisé un rendement légèrement positif durant le trimestre, mais par rapport aux indices, nous avons accumulé un important retard (8%) après neuf mois. Évidemment, je ne vous apprendrai rien, notre horizon temporel est bien plus que neuf mois.

Dans les périodes plus difficiles, il est important d'évaluer avec objectivité les raisons de cette différence par rapport aux indices. Nous ne voulons pas jouer à l'autruche et allons parcourir avec vous les raisons qui sous-tendent ces rendements décevants. Nous avons toujours eu une approche transparente et la conserverons en ces temps plus "nuageux".

### W.P. Stewart

La forte baisse de W.P. Stewart a affecté la valeur de nos portefeuilles (une baisse d'environ 2.5%). Il est rare qu'un de nos titres baisse de 50%, mais c'est le cas de WPS ces derniers mois. Lors du précédent rapport trimestriel, nous avons expliqué les raisons des problèmes de la firme de gestion de portefeuilles fondée par William Stewart. La situation s'est améliorée légèrement depuis. La compagnie a comblé une part de son retard par rapport au S&P 500 et a connu un bon mois de septembre. Mais la compagnie a tout de même réduit son dividende à \$0.92 sur une base annuelle (7.7% au cours actuel).

Tout comme Giverny, WPS a un portefeuille unique. Elle a une philosophie différente de la majorité des firmes de gestion de portefeuilles. Ces dernières offrent différents produits financiers à leur clientèle (il y a toujours un produit qui a de bons rendements et qui peut être « plus facilement vendu »). La philosophie de M. Stewart est similaire à la nôtre et favorise les titres de grande capitalisation de qualité (à cause principalement de la taille du capital sous gestion qui est de \$8 milliards). Cette catégorie de titres n'a pas la cote depuis quelques années, mais la situation devrait changer dans le futur.

La compagnie a décidé d'offrir un nouveau produit : un fonds international. Elle a investi \$30 millions de son propre fonds de roulement pour le créer, preuve qu'elle « mange toujours les biscuits qu'elle cuisine ».

Nous connaissons bien les titres détenus dans le portefeuille principal (la plus importante participation est Disney) et nous sommes confiants qu'il fera mieux que le S&P 500 dans les années à venir. Le bilan de WPS est sain (aucune dette) et les dirigeants possèdent 60% des actions : ils sont dans le même bateau que nous. Je crois que la situation est temporaire et corrigible. La seule chose que nous puissions faire (j'aimerais bien pouvoir faire plus, je vous l'assure) est de continuer d'être patient.

### L'autre raison de notre "sous-performance"

Nos titres de grande capitalisation ont bien fait cette année (ex : Disney, Wells-Fargo ou American Express), mais la moitié de notre portefeuille est investi dans des titres de faible capitalisation (de \$500 millions à \$5 milliards) et nos participations principales de

cette catégorie ont eu des rendements boursiers en 2006 inférieurs à celui de notre indice de référence pour ce segment, le Russell 2000. Voici un tableau explicatif :

<b>Titres</b>	<b>19-oct-06</b>	<b>%</b>	<b>BPA 06/05</b>	<b>BPA 06/01</b>
O'Reilly Automotive	7.2%	7%	13%	20%
Knight Transportation	-11.9%	6%	20%	24%
Brown & Brown	-2.3%	5%	17%	24%
ResMed Inc.	7.0%	5%	24%	23%
Fastenal	5.9%	4%	19%	23%
Bank of the Ozarks	-13.0%	3%	4%	27%
<b>Moyenne</b>	<b>-1.2%</b>	<b>30%</b>	<b>16%</b>	<b>24%</b>
<b>Russell 2000</b>	<b>14.2%</b>			
<b>Différence</b>	<b>-15.4%</b>			

Comme vous pouvez le constater, au 19 octobre 2006, ces 6 titres ont réalisé -1% depuis le début de l'année contre +14% pour le Russell 2000. Comme ces titres composent environ le tiers du portefeuille, cela se traduit par une sous-performance relative de près de 5% pour cette partie du portefeuille.

Pourtant, ces compagnies connaissent une bonne année en 2006 : leurs bénéfices par action devraient croître de 16% par rapport à 2005. Ainsi, leurs titres en Bourse n'ont pas reflété, après trois trimestres, l'excellente performance sous-jacente des entreprises. Cette bonne année 2006 n'est pas un "accident de parcours". En effet, lors des cinq dernières années, la croissance annualisée de leurs bénéfices par action a été de 24%. Ce sont des compagnies exceptionnelles, mais, pour diverses raisons, leurs titres en Bourse ont fait moins que la moyenne cette année.

Nous possédons la plupart de ces compagnies depuis plusieurs années et les connaissons très bien. Ce n'est pas dans notre philosophie de vendre nos entreprises dans l'espoir souvent illusoire de les racheter à des cours plus bas à un moment donné. Nous aimons les conserver longtemps, mais il nous arrive d'être punis pour cette saine approche. Par exemple, nous avons acquis nos actions de Knight Transport à environ \$10 en fin de 2003 et le titre a grimpé jusqu'à \$22 en fin de 2005 pour baisser à \$18 récemment. Notre rendement sur trois ans est excellent (+80%), mais en 2006, le titre a nuí à nos rendements. Knight est une des meilleures entreprises que j'ai vues au fil des ans et je suis très enthousiaste quant à ses perspectives dans le futur.

Depuis quelques mois, la Bourse semble tout simplement irrationnelle envers ces titres. La seule chose que nous puissions faire est de rester patient. Mieux, nous avons profité de la faiblesse de Knight, d'Oreilly et de Resmed pour racheter des actions.

### **Bank of the Ozarks**

Notre petite banque d'Arkansas connaît une année 2006 sans croissance des profits. Nous savions que l'année 2006 en était une de transition lorsque nous avons acquis une participation il y a quelques mois. Nous avons parlé à la direction en détail de leur important projet d'expansion (la compagnie s'installe dans de nouveaux comtés d'Arkansas et dans la région de Dallas, au Texas) et de l'effet prévu sur la rentabilité à court terme. En plus, cette année, la banque doit composer avec une courbe des taux assainie et voit ses marges de revenus d'intérêts se contracter.

La bonne nouvelle est que l'expansion porte fruit : les actifs ont cru de près de 20% depuis l'an dernier à la même date. Je crois que nous serons récompensés pour notre patience envers cette jeune et dynamique entreprise inconnue de Wall-Street. Je ne connais pas beaucoup de banques qui ont eu une croissance de 25% par année depuis 10 ans tout en maintenant un bilan sain, une structure de coûts faibles et un bas taux de mauvais prêt. Il est certain que par la faible taille de cette banque, le risque est plus important qu'avec Wells-Fargo ou M&T Bank. D'un autre côté, nous admirons grandement le président fondateur, M. George Gleason. Il possède 25% des actions et a fondé cette banque à l'âge de 26 ans avec seulement \$10 000 en poche. M. Gleason, aujourd'hui âgé de 52 ans, est non seulement un homme d'affaires exceptionnel et expérimenté, mais il devrait rester en poste pour encore plusieurs années.

### **Walgreen's**

L'autre titre qui a eu un mois de septembre difficile est Walgreen's. Le titre est passé de \$51 à \$44 alors que la Bourse a grimpé de 5%. La raison est l'attaque de Wal-Mart dans le marché des médicaments génériques. L'effet à court terme sera mineur puisque environ 20% des médicaments génériques sont ciblés. De plus, le marché visé est celui du *cash business* (sans programme d'assurance) ce qui correspond à 5% des revenus de Walgreen's. On parle donc de 1% des revenus de Walgreen's qui sont directement attaqués par Wal-Mart et le titre a baissé de 15% en Bourse. Quoiqu'il est difficile de mesurer le réel impact à très long terme, cette baisse me semble exagérée. Une chose est certaine : ce sont les compagnies aux plus faibles marges qui vont en souffrir et Walgreen's a de loin les meilleures marges de l'industrie.

### **Assemblées annuelles 2006**

Vous avez sans doute reçu nos invitations pour l'assemblée annuelle à Montréal, le 8 novembre et Québec, le 6 décembre. Nous aurons plusieurs points à discuter avec vous (dont la mise en place d'un conseil d'administration). Fidèle à nos habitudes, la présentation sera limitée à 30 minutes, pour ensuite passer à VOS questions. Je m'attends bien sûr à des questions épicées (avec les rendements de cette année), mais nous allons faire face à la musique. Nous vous attendons tous avec impatience. Venez en grand nombre et accompagnés de nombreux ami(e)s intéressé(e)s à devenir partenaires avec Giverny Capital !

Merci de votre confiance et à bientôt.

François Rochon  
Président  
Giverny Capital Inc.