

Rapport trimestriel – 1^{er} trimestre 2007 (tous droits réservés)

Nos compagnies

Bien que nos titres aient fait du surplace en Bourse durant le trimestre, nos compagnies continuent de très bien aller. En dépit du ralentissement de la croissance économique en Occident (Europe et Amérique du Nord), nos compagnies sont en voie de réaliser un accroissement de leur valeur intrinsèque de 11% cette année, un ratio légèrement sous notre moyenne historique de 15%.

Voici quelques nouvelles sur nos entreprises :

- ❑ Les ventes de Vista, le nouveau système d'exploitation de **Microsoft**, vont de bon train (mieux que celles de XP lorsqu'on compare les ventes initiales). Au dernier trimestre, les revenus ont bondi de 32% et les bénéfices de 69%.
- ❑ **Walgreen's** continue de sortir d'excellents résultats : des profits en hausse de 25% au dernier trimestre (pour un second trimestre consécutif).
- ❑ **O'Reilly Automotive** a aussi connu un bon premier trimestre : les revenus ont grimpé de 14% (7% de croissance organique) et les bénéfices par action de 20%.
- ❑ **Berkshire Hathaway** a augmenté sa valeur de 18% en 2006 et les perspectives pour 2007 sont excellentes. Comme toujours, nous serons à l'assemblée annuelle en mai et nous vous présenterons notre compte rendu.
- ❑ **Resmed** a vu ses revenus grimper de 13% au premier trimestre. L'an dernier, les revenus avaient grimpé de 50%, la comparaison était donc difficile. La compagnie a aussi annoncé un rappel de produits : 7 appareils sur 300 000 avaient un problème avec le système d'alimentation électrique (0.002% de taux de défaut). La compagnie a tout de même décidé de tous les remplacer et de prendre une charge de \$60 millions. Possédant une encaisse de \$240 millions, Resmed peut se permettre une décision semblable. Wall Street n'a pas aimé cette nouvelle et le titre a reculé de 10%. Nous croyons que c'est un événement sans conséquence et que la compagnie a bien fait de protéger son nom et sa réputation.
- ❑ Malgré le fort ralentissement des constructions de maisons neuves, notre compagnie de recouvrement de planchers, **Mohawk Industries**, a réalisé une croissance de ses bénéfices de 8% au premier trimestre. Elle a aussi augmenté ses prévisions pour l'année 2007.
- ❑ **Disney** a connu un premier trimestre 2007 explosif : des profits par action en hausse de 43%.

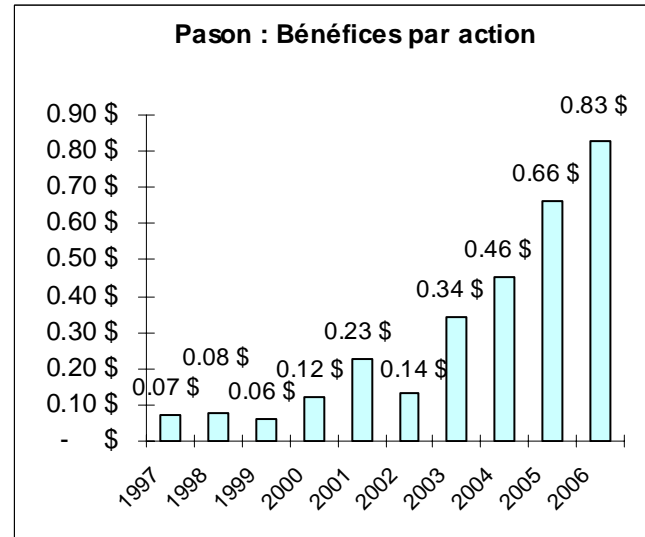
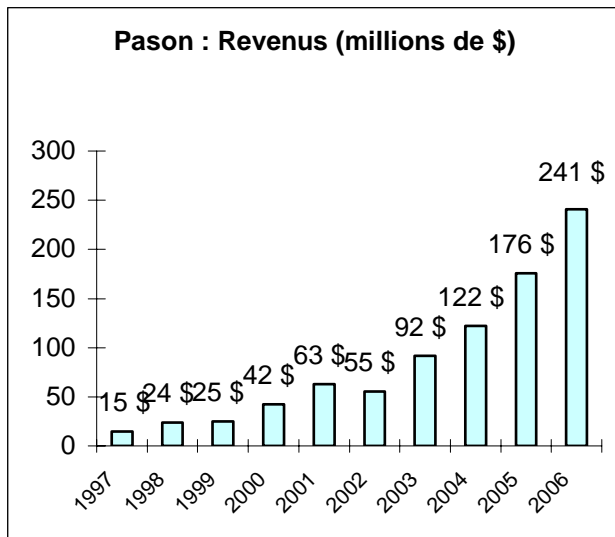
Johnson & Johnson

Nous suivons la compagnie J&J depuis 1993. Nous avons acquis des actions à l'été 2002 (quand le titre avait reculé à \$45 lors d'une enquête de la SEC à un de leurs laboratoires à Puerto Rico) et les avons revendues en 2006 lorsque la compagnie a annoncé son intention d'acquérir Guidant. Nous étions très mal à l'aise avec cette transaction et lorsque nous n'approuvons pas une décision aussi importante de la part de la direction, notre discipline est de vendre. Finalement, c'est Boston Scientific qui a gagné « l'encan » sur Guidant. Ce fut une victoire de courte durée puisque cette acquisition a bien mal tourné (à ce jour). Les bénéfices par action de Boston Scientific ont chuté de plus 60% et le titre est passé de \$24 à \$15.

Il y a quelques mois, J&J a annoncé l'acquisition de la division de produits de consommation de Pfizer, une transaction beaucoup plus constructive selon nous. Nous avons décidé de racheter le titre.

Pason Systems

Depuis maintenant trois ans, nous sommes actionnaires de cette entreprise de Calgary spécialisée dans les équipements de mesure pour les compagnies pétrolières. Au Canada, elle possède 90% des parts de marché et aux Etats-Unis, en seulement quelques années, elle s'est emparée de 50% du marché. Avec des marges après impôts qui dépassent les 25%, Pason Systems est une des entreprises les plus rentables au Canada. Nous admirons grandement son PDG, Jim Hill.



Depuis notre achat en 2004, le titre a bien fait en Bourse, mais il a reculé d'environ 20% récemment. La croissance devrait être plus faible en 2007. Cependant, nous croyons que cette situation est temporaire et restons très optimistes quant aux années à venir.

Achats d'initiés

Nous notons plusieurs achats d'initiés parmi nos compagnies : Brown & Brown, Johnson & Johnson, O'Reilly Automotive et Wal-Mart. American Express a aussi fait l'objet de 8 achats d'initiés durant le trimestre (croyez moi, on ne voit pas ça souvent!).

De plus, une grande firme d'investissements de New York, que nous connaissons bien et admirons grandement, a acquis 16% des actions de Knight Transport (sous ma recommandation, le croiriez-vous?). Une firme de gestion de portefeuilles d'Austin (Texas), dirigée par le légendaire investisseur Arnold Van den Berg, a acquis 20% des actions de W.P. Stewart durant le trimestre. Nous sommes en bonne compagnie avec ces brillants investisseurs qui sont devenus initiés.

Une étrange mode à Wall-Street

Une question qui m'a été posée des centaines de fois par des partenaires qui me rencontraient au bureau alors que je leur présentais notre philosophie de placement est celle-ci : « *Vous avez une approche si simple qui fait tellement de sens. Acheter de bonnes compagnies. Regarder le long terme. Ne pas embarquer dans les modes. Pourquoi tout le monde ne fait pas comme vous?* ».

Je répondais toujours la même chose : « *Quand on a des bons rendements, tout le monde adhère à notre approche, mais quand nos rendements sont moins bons et qu'il y a un segment du marché très*

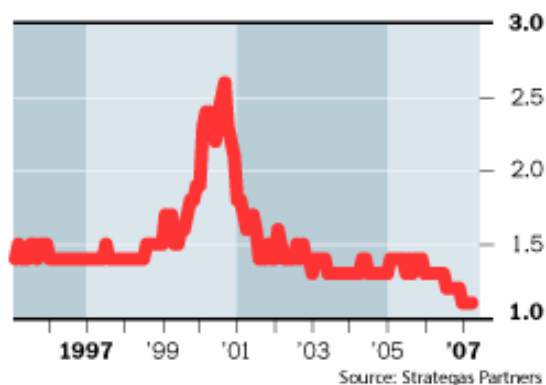
populaire que nous évitons, c'est très difficile pour les investisseurs de garder l'œil sur long terme. Ce n'est jamais facile d'aller à contre-courant surtout quand cela dure quelques années ».

En 1998-99, nous avons connu des années difficiles. À l'époque, la mode était aux fonds indiciels et les *blue-chips* américains faisaient la pluie et le beau temps sur les marchés boursiers mondiaux. Il est difficile de l'imaginer aujourd'hui mais General Electric se transigeait à 45 fois les profits, Microsoft à 60 fois et Pfizer à 50 fois. Tous ces titres – pourtant perçus comme sans risque à l'époque – sont au même niveau presque dix ans plus tard. En 1999, c'était la folie des technos et de l'Internet. Des compagnies sans revenus avaient des valeurs boursières de \$1 milliard et des titres comme Yahoo! et Cisco Systems se transigeaient à plus de 100 fois les profits. Sept années plus tard, Yahoo! et Cisco se transigent au quart de leurs hauts atteints en mars 2000.

Aujourd'hui, l'humeur de Wall-Street est totalement inversée : Nous trouvons des aubaines dans les *blue-chips* américains et parmi les titres technos. Et les coqueluches de 1998-99 ont été remplacées par les titres de ressources naturelles (comble de l'ironie, elles étaient considérées comme des titres de la "vieille économie" en 1999). Encore une fois, plusieurs croient que nous "manquons le bateau d'une nouvelle ère économique". Comme dirait Yogi Berra : « *It's déjà vu all over again* ».

Avec la force des titres cycliques, on peut constater une étrange mode en Bourse ces jours-ci : les compagnies de bonne qualité se vendent souvent à escompte sur les compagnies de plus mauvaise qualité. Je vous recommande de lire l'excellent article de Bernard Mooney publié récemment dans le « Journal Les Affaires » (inclus avec ce rapport). Il y explique que les titres de meilleure qualité du S&P 500 (classés A+) se transigent à un cours-bénéfices plus bas que ceux de plus mauvaise qualité (classés C). *C'est le monde à l'envers*, pour reprendre son expression.

Deux semaines après la parution de cet article, l'excellent hebdomadaire américain Barron's traitait du même phénomène. Il y présentait le graphique ci-bas du cours-bénéfices des titres de catégorie "croissance" versus ceux de la catégorie "valeur".



Historiquement, les titres de qualité se transigent à environ 50% de prime sur ceux de moins bonne qualité (au sens large du terme bien entendu). Durant la folie des titres de haute-technologie, la prime a même atteint 150%. En ce moment, il n'y a aucune prime ce qui est extrêmement rare.

Comme nous concentrons notre capital dans des entreprises de grande qualité, nous sommes punis par cette étrange mode. Le nombre de titres de qualité se transigeant à prix attractifs est impressionnant ces jours-ci. Ce n'est pas pour rien que Warren Buffett a récemment fait de nombreux nouveaux achats pour le portefeuille de titres boursiers de Berkshire Hathaway. M. Buffett n'a pas été aussi actif en Bourse depuis le début des années 90.

Ouverture sur le Monde

Comme je l'ai indiqué dans le rapport annuel, nous prenons nos résultats décevants de 2006 au sérieux. Nous suivons de près la situation fondamentale de toutes nos compagnies et cherchons plus que jamais de nouvelles idées de placement. Vous aurez deviné que nous n'allons pas plier nos sévères critères de sélection pour profiter de l'étrange mode actuelle. Par contre, nous élargissons plus que jamais notre champ d'horizon pour dénicher des opportunités de placement partout dans le monde.

Quoique nous ayons toujours regardé plusieurs entreprises étrangères, nous avons décidé de creuser plus qu'avant et suivons maintenant de nombreux titres européens et asiatiques. Déjà, nous avons investi à Hong-Kong en 1998 lors de la crise économique qui avait durement frappé toute l'Asie (plusieurs de ceux qui investissent avec euphorie dans cette région ces jours-ci semblent l'avoir oubliée). Notre achat de la compagnie australienne Resmed en 2004, un titre encore en portefeuille, fut un autre pas dans cette direction.

En France, par exemple, plusieurs compagnies cadrent dans notre philosophie de placement comme le Groupe Danone, PPR SA, Sanofi-Aventis ou L'Oréal. En Grande-Bretagne, des compagnies comme Tesco, Diageo ou WPP cadreraient probablement aussi. Il y a d'excellentes compagnies au Danemark (Novo-Nordisk), en Italie (Luxottica) et en Finlande (Nokia). Ce qui nous retient sont les évaluations boursières en Europe qui nous semblent légèrement élevées ces temps-ci. Nous ne sommes pas prêts à payer une prime pour une compagnie juste pour fin de diversification géographique.

Si on compare l'américaine Wal-Mart et la britannique Tesco PLC par exemple (qui ont des taux de croissance similaire) : Wal-Mart se transige à 15 fois les profits et Tesco à 19 fois. Bien que chacune des compagnies est plus dominante dans certaines parties du globe, les perspectives de Wal-Mart sont plus solides que celles de Tesco dans les deux pays les plus prometteurs : l'Inde et la Chine. Il reste que Tesco est une entreprise de grande qualité et un compétiteur redoutable. Ainsi, rien n'empêcherait de posséder des actions dans les deux détaillants à un moment donné, selon le prix.

Du côté du Canada, les aubaines se font rares. Comme vous le savez, autour de 80% de l'indice TSX est concentré dans les ressources et les banques (que nous trouvons trop chères; voir notre rapport annuel). Malgré cela, nous nous intéressons à l'univers maintenant impopulaire des fiducies de revenu. Plusieurs titres ont fortement chuté et pourraient s'avérer des candidats pour notre portefeuille.

Conclusion

Nos compagnies continuent d'être des leaders dans leur secteur, dans plusieurs cas à l'échelle planétaire, et de croître leur valeur intrinsèque à des ratios supérieurs à la moyenne. De plus, leurs évaluations boursières sont très attrayantes ces jours-ci. À long terme, toutes les modes passent et la Bourse finit par refléter adéquatement la valeur intrinsèque des entreprises.

Nous sommes donc très optimistes quant aux années à venir.

Comme toujours, chers partenaires, nous vous remercions de votre confiance.

A handwritten signature in blue ink that reads "François Rochon".

François Rochon et toute l'équipe de Giverny Capital