

Rapport trimestriel – 2^{ème} trimestre 2007 (tous droits réservés)

Nos entreprises

Depuis 18 mois, notre « bon tempérament » vis-à-vis les cotes boursières est solidement testé alors que la performance de nos titres en Bourse ne reflète pas leur bonne performance intrinsèque. En effet, depuis 18 mois, la performance intrinsèque de nos compagnies a été de 20% (14% en 2006 et environ 6% en six mois en 2007) alors que nos titres n'ont grimpé que d'environ 5% en Bourse. De plus, la hausse du dollar canadien a amputé ces rendements déjà faibles. Pendant ce temps, les indices sont principalement propulsés par les secteurs des ressources et des « deals » des fonds privés.

Quoique ce n'est pas toujours facile, il faut garder l'œil sur ce qui importe. La grande majorité de nos entreprises déclareront des profits records cette année et leur valeur intrinsèque est plus élevée qu'en début d'année. J'estime que les profits propres de notre portefeuille (voir la définition dans la section qui y est dédiée dans le rapport annuel) seront en hausse d'environ 11% cette année, légèrement sous notre moyenne historique de 14%. Même si plusieurs de nos titres semblent faire du surplace en Bourse, leurs valeurs continuent donc de grimper à un niveau satisfaisant. À presque aucun autre moment depuis 1993, nous n'avons eu en portefeuille des entreprises de ce niveau de qualité et à un tel niveau de sous-évaluation boursière.

Nous continuons d'être proactifs : nous dénichons plusieurs nouvelles compagnies et ce, partout dans le monde. Nous avons fait quelques nouveaux achats lors du dernier semestre. Nous en discutons dans la section qui suit.

Vos questions

Nous avons reçu plusieurs questions de votre part. Nous avons des partenaires qui, manifestement, suivent de près leurs finances! Il serait impensable de répondre à toutes. Vous remarquerez 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, je prends vos préoccupations au sérieux et je vais donc parfois répéter certains des commentaires émis lors de discussions précédentes.

Q : Nos titres ne suivent pas les indices depuis quelque temps, je ne comprends pas pourquoi.

Nous adhérons à l'idée du légendaire investisseur John Templeton qui disait que « *Le premier ingrédient pour faire mieux que la moyenne est de nécessairement faire quelque chose de différent des autres* ».

Notre approche est de concentrer notre capital dans quelques compagnies de grande qualité. Nous en possédons une vingtaine ce qui est un petit nombre comparé aux indices et à nos confrères gestionnaires (les fonds mutuels possèdent souvent 100 titres et plus). Nous aurons donc toujours des rendements différents des indices.

Depuis quelques années, les titres de qualité n'ont pas la cote. La mode est aux titres cycliques et aux titres de compagnies de moindre qualité. Les compagnies de qualité n'ont aucune chance d'être achetées par des fonds privés (*private equity*). Ce sont des entreprises très ordinaires qui se font achetées à gros prix.

En ce moment, environ 40% du portefeuille est investi en « blue chips » américains très impopulaires. Voici un tableau qui explique la majorité de notre sous-performance en 2007 :

Compagnie	Performance Boursière 2007	Croissance bénéfiques 2007/2006	Différence Valeur / Bourse	Croissance bénéfiques 2006/2001	% du Portefeuille Giverny
Berkshire Hathaway B	-1%	19%	-18%	15%	8%
Walgreen	-2%	17%	-18%	17%	6%
Disney	1%	15%	-15%	13%	5%
Microsoft	3%	16%	-16%	9%	5%
Johnson & Johnson	-7%	9%	-13%	15%	4%
American Express	1%	16%	-12%	18%	4%
Wells-Fargo	-5%	11%	-11%	16%	4%
Wal-Mart	4%	10%	-4%	13%	3%
Procter & Gamble	-2%	14%	-16%	12%	2%
Médiane	-1%	14%	-15%	14%	40%
S&P 500	8%	7%	1%	14%	

Comme vous voyez, ces neuf *blue-chips*, certainement neuf des meilleures compagnies au monde, devraient augmenter de 14% leur valeur intrinsèque cette année (une performance similaire à celle sur 5 ans). Mais leurs titres en Bourse n'ont pas bougé cette année. Ils étaient sous-évalués l'an dernier, ils sont plus sous-évalués à l'heure actuelle.

Pendant ce temps, le S&P 500 a fait mieux que la croissance des bénéfiques des compagnies sous-jacentes. Ainsi, ces neuf titres ont fait 9% de moins que l'indice (et donc créé pour nous une sous-performance de presque 4% pour l'ensemble du portefeuille) et ce malgré que ce sont clairement de meilleures entreprises.

À long terme, nous savons que pour obtenir des rendements supérieurs, il faut posséder des entreprises supérieures. Quand on les achète lorsqu'elles sont sous-évaluées, nous augmentons nos chances de succès, mais qui dit sous-évaluées dit impopulaires. Il faut accepter de ne pas avoir de récompense immédiate. Au bout du compte, le bon sens finit toujours par l'emporter.

Q : Avec le vieillissement de la population, il me semble que le secteur de la pharmacie devrait continuer de croître pendant longtemps. Pourquoi alors Walgreen's ne monte pas depuis plusieurs mois?

Le cas de Walgreen's est un bon exemple de l'impopularité des titres de qualité et des raisons qui expliquent notre récente sous-performance. Walgreen's est une des rares compagnies de vente au détail qui peut se vanter de maintenir un taux de croissance organique de plus de 6% par année depuis plus de 10 ans. C'est une performance quasi unique. Il y a des incertitudes vis-à-vis l'acquisition de Caremarx par CVS, mais les conséquences sur Walgreen's sont difficiles pour l'instant à mesurer. À ce jour, ses résultats trimestriels demeurent excellents.

Nous avons acheté notre participation initiale dans Walgreen's en janvier 2003. Nous avons payé environ \$29 l'action. Depuis, les bénéfices par action (BPA) ont grimpé de 88% (17% par année) comme en témoigne le tableau ci-bas :

2003	2004	2005	2006	2007 E
\$1.21	\$1.44	\$1.65	\$1.93	\$2.27

Tableau 1 : BPA de Walgreen's depuis 2003

Le titre a grimpé de \$29 à \$45 en quatre ans soit 55% (12% par année). Ainsi, le titre a réalisé une performance de 33% inférieure à celle de la compagnie sous-jacente.

Ce qui a "amputé" ce rendement, c'est la force de la devise canadienne qui est passée de \$0.63 à \$0.95 durant cette période réduisant ce gain de 55% en dollars américains à un maigre 3% (1% par année) une fois ramené en dollars canadiens.

C'est donc un placement qui a grimpé de 88% en valeur intrinsèque sur quatre ans et qui s'est traduit par un rendement de seulement 3% pour nous. Il y a de quoi être déçu.

Walgreen's a pourtant livré une excellente performance. Éventuellement, la Bourse va le refléter et la devise canadienne va finir par arrêter de brouiller les cartes.

Regardons deux scénarios pour les quatre années à venir. Imaginons que Walgreen's continue de croître de 88% sa valeur d'ici 2011 et que la devise reste la même. Sans aucune expansion du cours-bénéfices en Bourse, le titre nous procurerait un rendement similaire à son accroissement de valeur soit 17% sur une base annuelle. Même si le dollar canadien est au pair à ce moment là, le rendement total ne baisserait qu'à 83% (16% sur une base annuelle).

Imaginons maintenant que le P/E retourne à 25 fois (son taux historique), le titre grimperait de 137% (24% sur une base annuelle). Imaginons en plus que le dollar canadien retourne à sa valeur de début d'année (\$0.85), le titre réaliserait alors 176% (29% annuel).

Nous sommes donc optimistes vis-à-vis ce placement.

Q : Nos titres semblent peu populaires actuellement (Dieu seul sait pourquoi...). Compte tenu de ce fait et que les indices américains sont maintenant assez élevés et que nos rendements ne les ont pas suivis du tout pendant les deux dernières années, je crains que dans le prochain marché baissier (et il viendra) nos titres demeurent impopulaires et suivent la baisse de cet éventuel marché baissier mais de manière encore plus prononcée que le marché... Cette crainte me fait conserver mon encaisse dans mon "bas de laine" actuellement. Qu'en pensez-vous?

Si je me fie – avec du recul – à la correction de 2000-02, on a pu observer qu'à un moment donné le capital a changé de secteur (plutôt que de "disparaître"). En 1999, tout l'argent allait dans la haute technologie et ceux qui en étaient absents sous-performaient par une grande marge. Puis quand les investisseurs (ou devrais-je dire spéculateurs?) ont sorti des titres vedettes technos, ils se sont réfugiés dans les titres sous-évalués du moment (les banques, les compagnies d'assurance et autres titres de la "vieille" économie). Et les

investisseurs qui étaient restés fidèles à leur style "valeur" ont alors été grandement récompensés. Nous avons battu le S&P 500 par 58% durant la période de 2000-02.

En ce moment, les titres sous-évalués, ce sont les titres de qualité (voir les deux questions précédentes). Il est donc probable que quand la vague spéculatrice actuelle se terminera, le capital ira dans ces titres. Ce qui baisse le plus dans une correction est ce qui a atteint des niveaux excessifs auparavant. Ce n'est certainement pas le cas de nos titres.

Si vous me permettez un commentaire plus philosophique, j'ai appris avec les années que les baisses de marché sont imprévisibles et que personne ne peut s'en immuniser. C'est la nature de la vie sur cette planète de ne pas connaître le futur. Pour réussir en Bourse (plus longtemps que sur un cycle haussier), il est impératif d'apprendre à tolérer l'insécurité inhérente au marché des valeurs et de canaliser ses énergies de manière constructive à contrôler ce que l'on peut. Et accepter ce qui est incontrôlable et imprévisible.

Ce que nous pouvons contrôler c'est de sélectionner des entreprises que nous croyons supérieures et de tenter de les acheter en deçà de leur valeur intrinsèque tout en limitant le plus possible les risques (en favorisant par exemple des compagnies sans dette).

Q : Vous dites (tout comme Warren Buffett) qu'un gestionnaire se doit d'agir dans le cadre de son cercle de compétence. Vous dites également privilégier l'approche *bottom-up* (compagnie par compagnie) plutôt que *top-down* (par secteur ou par industrie) Or, je vois une contradiction entre ces deux principes et le fait de détenir le titre IXJ (IShares Global Health). Qu'en pensez-vous ?

Je comprends que vous puissiez y voir une contradiction mais il n'y en a pas. Je suis l'industrie pharmaceutique depuis mes débuts. C'est une industrie que je comprends bien. J'ai eu des actions de plusieurs joueurs au cours des années (Pfizer, Axcan Pharma, Bristol-Myers, etc.). Il y a trois ans, nous trouvions plusieurs titres pharmaceutiques intéressants. Les niveaux d'évaluation nous semblaient très bas. Par contre, je sais que le potentiel de rendement d'une compagnie pharmaceutique est très lié au succès du pipeline de nouveaux médicaments. Il est très difficile de prévoir quelle entreprise réussira le mieux (il y a même un important facteur chance).

Il y a quelques années, à l'assemblée de Berkshire, un actionnaire a posé une question sur l'industrie pharmaceutique et Warren Buffett a répondu qu'il opérerait pour un panier de titres de cette industrie plutôt que de faire un seul choix. Nous avons décidé d'aller dans ce sens.

Nous aimions IXJ car le panier comportait les plus importants joueurs américains (Pfizer, Wyeth, Merck, etc.) et les plus importants joueurs européens (Glaxo, Sanofi, Novartis, etc.). Comme je connaissais chacun des titres du panier, je considère que c'était compatible avec notre approche. En fait, si nous avions eu un *pool fund* de \$100 millions au lieu de plusieurs centaines de comptes distincts, nous aurions probablement acheté 6 ou 7 titres au lieu d'acheter un fonds transigé en Bourse. Mais pour la grande majorité des comptes de nos partenaires, c'était peu rentable de faire autant de transactions.

Nous avons eu aussi, au cours des années, des actions de Johnson & Johnson mais comme la compagnie a en plus une division de produits médicaux et une de produits de consommation, je la considérais comme un investissement distinct des autres titres pharmaceutiques. Comme je l'ai indiqué dans le dernier rapport trimestriel, nous avons racheté des actions de

J&J récemment. Nous avons financé cet achat en vendant IXJ. Le groupe de titres de IXJ a bien fait depuis quelques trimestres et nous semblait moins sous-évalué que J&J. Nous avons vendu IXJ avec un gain moyen de 30%.

Q : J'ai des actions de Berkshire Hathaway depuis 3 ans, mais le titre n'a presque pas monté, surtout cette année où il ne fait rien. Que se passe-t-il?

Tout va sur des roulettes pour Berkshire. La compagnie a eu sa meilleure année depuis longtemps en 2006 et l'année 2007 s'annonce très bonne aussi. Nous croyons que depuis 10 ans, la croissance de la valeur intrinsèque a été d'environ 12% par année. Nous avons acheté nos premières actions en mars 2000. À l'époque, le NASDAQ touchait les 5000 et plus personne ne croyait en Warren Buffett à part quelques irréductibles.



Le titre a grimpé de 1500 à 3600 depuis notre achat mais cet accroissement n'a été qu'en ligne avec l'augmentation de la valeur intrinsèque de la compagnie. Le titre me paraît aujourd'hui encore fort sous-évalué : il vaut probablement autour de \$5000 l'action.

Berkshire Hathaway est probablement une des meilleures compagnies au monde sinon la meilleure. Mais son portefeuille de titres ne fait pas grand chose (ils ont des titres de qualité eux aussi) et en plus Berkshire n'est pas excitant pour les joueurs de momentum qui dominent le marché actuellement. La seule chose que je peux vous dire est que nous profitons de la stagnation du titre pour continuer d'en acheter.

Q : Dans l'optique de les détenir pour une longue période, avez-vous évalué l'aspect environnemental des sociétés détenues en portefeuille? Quels sont les titres en portefeuille que vous jugez plus vulnérables à d'éventuelles politiques visant à combattre les changements climatiques (ou aux changements climatiques eux-mêmes, comme les compagnies d'assurance), et à l'inverse y a-t-il des compagnies qui selon vous seraient bien placées pour bénéficier de ces progrès environnementaux ?

C'est une excellente question. Il est clair que si la planète disparaît, ce ne serait pas très bon pour la Bourse (et ça pourrait être le moindre de nos problèmes à ce moment là). À Giverny Capital, nous sommes conscients des dangers qui guettent notre civilisation.

L'environnement fait partie des multiples paramètres liés au fondamental à long terme que nous analysons. Nous n'investirions jamais dans une entreprise si nous ne sommes pas à l'aise avec ses effets sur l'environnement.

Il est ironique, pour prendre un exemple tout près de nous, que le Canada semble miser beaucoup sur les sables bitumineux de l'Alberta quant à son avenir économique. Extraire du pétrole de ces sables est une activité très polluante selon plusieurs études.

Nous évitons les secteurs des ressources naturelles pour trois raisons fondamentales :

- 1) Ces compagnies vendent un produit « commoditaire » sans avantage compétitif
- 2) Ces industries sont hautement cycliques et imprévisibles
- 3) À très long terme, l'humanité devra évoluer vers une économie qui ne sera pas basée autant sur l'extraction de ses ressources (qui sont limitées) car elle serait manifestement vouée à l'effondrement.

Ainsi, notre « politique environnementale » est d'éviter certains segments de l'économie plutôt que de favoriser une tendance quelconque. Nos compagnies oeuvrent ainsi principalement dans des industries des services et/ou du savoir scientifique.

Pour répondre à la seconde partie de votre question, nous suivons de près l'entreprise britannique Tesco PLC. C'est une chaîne de vente au détail qui a une politique très avancée en matière environnementale (réduction de l'utilisation d'eau et d'énergie ainsi que l'utilisation de panneaux solaires). Tesco est un modèle dans le genre d'entreprise que je qualifierais de « verte ».

Parmi nos compagnies en portefeuille, une me vient en tête : Pason Systems. La compagnie de Calgary permet aux entreprises pétrolières d'optimiser l'utilisation de leurs équipements de forages. Elle offre donc une technologie qui permet au moins de réduire le gaspillage de cette ressource.

Q : Qu'elle est votre opinion sur l'intérêt que Microsoft porte à Yahoo (plutôt que à Google par exemple) ?

Je serais très étonné si Microsoft achetait Yahoo! Selon nous, le titre de Yahoo! est d'abord beaucoup trop cher (50 fois les profits). Ensuite ces derniers résultats sont décevants. Quant à Google, nous croyons que c'est une compagnie extraordinaire. Par contre, avec une capitalisation boursière de \$170 milliards, Google n'est pas une cible d'acquisition facile.

Q : Je me demande ce que le stock de W.P. Stewart a de magique pour rester dans le portefeuille alors que le dernier rapport annuel indiquait des performances en déclin?

La compagnie W.P. Stewart n'a rien de magique. Nous l'évaluons comme nos autres entreprises : sur ce que nous croyons qui est la valeur intrinsèque à long terme. WPS est une excellente firme de gestion de portefeuilles qui a le même problème que nous : son style de favoriser les titres de qualité n'est pas à la mode. Elle perd des actifs au détriment de ce qui est à la mode (les *private equity*, les *hedge funds*, les fonds de matières premières, etc.). Je crois que le portefeuille de ses clients est solide et devrait éventuellement les récompenser et ensuite les actionnaires de la firme par ricochet (nous, entre autres!).

Voici la liste des principaux investissements composant les portefeuilles que WPS gère:

DISNEY WALT CO	7.9%
PEPSICO INC	7.7%
AMERICAN EXPRESS CO	7.7%
TARGET CORP	7.6%
PROCTER & GAMBLE CO	7.6%
WALGREEN CO	7.5%
QUALCOMM INC	6.6%
KELLOGG CO	6.3%
SCHWAB CHARLES CORP NEW	6.0%
GENERAL ELECTRIC CO	5.9%

Clairement, ce sont toutes des compagnies solides et qui en plus me semblent sous-évaluées. Ce n'est qu'une question de temps pour que leur portefeuille batte le S&P 500. Si ce que nous anticipons se réalise, les actifs vont regimber et la compagnie retrouvera son niveau de rentabilité d'il y a quelques années.

Je sais que c'est frustrant de voir le titre 40% plus bas que notre coût moyen mais la compagnie est solide et devrait se remettre des problèmes actuels. La compagnie a un beau bilan (aucune dette), les dirigeants possèdent plus de 50% des actions, un brillant investisseur vient d'acquérir 25% des actions et les portefeuilles des clients sont investis dans d'excellentes entreprises.

Notre opinion à Giverny Capital est qu'il faut continuer d'être patient.

Q : Berkshire Hathaway vous offre le poste de gestionnaire de portefeuilles au décès de M. Warren Buffet. Vous acceptez ou vous restez à Montréal pour continuer avec Giverny?

C'est une question vraiment théorique mais oh combien flatteuse (surtout considérant nos rendements récents). Lou Simpson gère le portefeuille de GEICO pour Berkshire Hathaway de Chicago (Lou était domicilié à San Diego auparavant). Je crois que je pourrais gérer des capitaux pour quiconque de Montréal. Si Berkshire voulait nous confier des capitaux (pour ça, je devrais au moins envoyer un CV), je le ferais certainement. Mais je continuerais de gérer aussi pour les partenaires de Giverny. Je ne vois rien d'incompatible entre les deux.

Vous pouvez dormir en paix : mon projet de vie, c'est Giverny.

Q : Vous avez acheté des actions de Morningstar. Il me semble que le P/E est très élevé (plus de 40 fois). N'est-ce pas un placement risqué?

Depuis plusieurs années nous utilisons les services d'informations financières de Morningstar. Nous croyons que la compagnie a vraiment un produit unique. Quand elle est venue en Bourse, nous l'avons regardé de près. À la lecture de son premier rapport annuel, nous avons réalisé combien brillamment gérée est cette entreprise. Nous sommes devenus de grands admirateurs du PDG et fondateur Joe Mansueto.

La compagnie a une forte croissance (dans les 30% par année). Il ne faut pas s'attendre à payer 15 fois les profits si on décide d'investir. Par contre, l'évaluation boursière n'est pas aussi élevée qu'elle pourrait sembler aux premiers abords.

En effet, la compagnie a des charges d'amortissement pour des actifs intangibles. Ainsi, nous croyons que les BPA réels de la compagnie devraient être de \$1.60 en 2007. Ainsi, à \$48, le titre est à 30 fois les profits. En plus, la compagnie a \$140 millions en liquidités et investissements soit \$3 par action. Ces liquidités servent à compenser pour les revenus différés au niveau du passif. Je réalise que 30 fois est un ratio élevé (quoique selon dépend beaucoup du taux de croissance futur). Mais nous comprenons bien l'entreprise et croyons que les perspectives sont excellentes.

Malgré notre enthousiasme, nous avons décidé d'user de prudence (à cause du niveau d'évaluation) et de commencer avec une petite participation.

Q : Connaissez-vous la compagnie MTY Food Group? Je suis l'évolution de cette petite entreprise depuis près de trois ans. Il y a quelques années, lorsque j'ai confié mes actions à Giverny Capital, je songeais acheter des actions de MTY Food Group. L'entreprise poursuit une croissance impressionnante, mais le ratio C/B me semble un peu élevé pour l'instant. Qu'en pensez-vous?

Je connais très bien l'entreprise MTY, le franchiseur de restaurants. Je la connais depuis 2003. Je crois que c'est une des meilleures entreprises au Québec. Quand j'ai commencé à la regarder, la valeur boursière était de \$40 millions. Aujourd'hui, la capitalisation boursière est \$200 millions mais c'est encore assez difficile d'acheter des actions, le titre étant peu liquide. Nous avons tenté de convaincre le président, Stanley Ma, de considérer faire une émission privée pour nous étant donné que le titre transigeait peu. Mais Monsieur Ma n'est pas tellement pour l'idée de diluer son stock (ce qui est en soi une grande qualité).

Il est clair que le prix est beaucoup moins intéressant qu'il y a quelques années (le C/B était sous les 10 fois). La compagnie a réalisé une croissance spectaculaire depuis (dans les 30% par année). Est-ce que payer 21 fois les profits aujourd'hui est justifié ou non? C'est une question intéressante. Il est difficile d'estimer combien de restaurants MTY pourra opérer à long terme et donc estimer le taux de croissance futur.

Je crois qu'il y a de pire erreur que d'acheter une excellente compagnie à un prix légèrement plus élevé que nous aimerions dans le monde idéal.

Q : On nous bombarde sans arrêt d'information pour nous dire à quel point l'économie américaine est soutenue par une consommation insoutenable (les consommateurs s'endettent de plus en plus), une balance commerciale fortement déficitaire, des finances publiques très déficitaires et une dette publique qui atteint des niveaux astronomiques. Bref l'impression qu'on a de la couverture médiatique sur l'économie US est que ses bases sont fragiles et que le tout pourrait bientôt s'effondrer. Que penser?

Suivant les enseignements des grands maîtres – Warren Buffett, Peter Lynch, Philip Fisher – nous ne faisons pas de prédictions à un niveau macro-économique. Notre approche est de sélectionner des compagnies que nous croyons supérieures à la moyenne, les acheter quand leur cours boursier est attrayant et de les conserver plusieurs années.

Mais je veux bien vous donner une opinion car je prends vos craintes au sérieux. Lorsque nous sommes "bombardés" par des peurs (les médias sont très doués pour les réveiller), la meilleure chose à faire est de rationaliser les choses. Confronter les peurs et les stéréotypes avec la réalité.

La réalité est celle-ci : les Etats-Unis ont une richesse nette de toute dette de \$60 trillions, dont environ \$5 trillions sont sous forme de liquidités (assez pour acheter le marché boursier canadien quatre fois). La valeur des actifs américains correspond à quasi la moitié de la valeur du patrimoine mondial. Ce n'est pas si mal pour un groupe d'individus qui représente 5% de la population mondiale.

Le gouvernement américain a un déficit budgétaire mais il ne faut pas oublier qu'il a baissé les impôts de 20% en 2000. S'il les remontait à son ancien niveau, il n'y aurait plus de déficit budgétaire. Et le niveau des taux d'impôts serait encore très loin des nôtres. En plus le déficit budgétaire a été réduit des trois quarts depuis 2004 : il est passé de 4% du PIB à 1%. Mais c'est drôle, les médias n'en parlent pas...

Il est vrai que le déficit commercial est élevé et est un problème important. La devise américaine n'a pas chuté de 35% en quatre ans pour rien. Un montant de \$800 milliards de déficit commercial annuel semble un gros chiffre mais il n'est pas aussi catastrophique qu'aux premiers abords (et les derniers chiffres montraient un revirement positif). Il est simpliste de seulement le comparer au produit intérieur brut (un taux de 6% dans ce cas-ci).

Il faut le comparer aussi avec les actifs et l'accroissement de la valeur de ces actifs. Si les actifs nets de \$60 trillions augmentent de 5% par année, cela veut dire que la valeur du patrimoine américain augmente de \$3 trillions par année, soit presque quatre fois le niveau du déficit commercial. Si la valeur des actifs américains augmente de \$3 trillions et que les citoyens en dépensent \$800 milliards en important plus qu'ils exportent, il en reste donc un enrichissement net de \$2.2 trillions par année. On est loin de l'insolvabilité.

Il serait bon d'abord de réaliser que nous investissons partout dans le monde, pas seulement aux Etats-Unis. Et qu'en plus, des compagnies comme Johnson & Johnson ou American Express, domiciliées aux États-Unis, ont des revenus qui proviennent de plus en plus de l'international. Notre portefeuille devrait donc être perçu comme un « holding » de plusieurs des meilleures entreprises au monde et non une spéculation sur le futur macro-économique d'un pays, d'un secteur ou même de la Bourse en général.

Q : Que fait la nouvelle compagnie que vous nous avez achetée : Nitori Sapporo?

Comme nous l'avons indiqué dans notre dernier rapport trimestriel, nous voulons de plus en plus élargir notre horizon de placement à l'extérieur de l'Amérique du Nord. Nous regardons en Asie depuis plus dix ans. Nous avons déjà investi à Hong Kong en 1998. Nous avons investi dans une compagnie australienne, Resmed, en 2004.

Nitori est notre premier placement japonais. Quoiqu'il existe un ADR, le titre ne transige que très peu et nous avons dû aller acheter nos actions sur la Bourse de Tokyo.

Nitori est une chaîne de magasins de meubles (un mélange de Bed Bath & Beyond et de Ikea). Elle a un maintenu un fort taux de croissance (dans les 20%) depuis plusieurs années

et semble avoir encore d'excellentes perspectives. Nous aimons aussi le fait que le fondateur (M. Akio Nitori) possède 12% des actions.

Q : Allez-vous continuer d'acheter des compagnies à l'international? Quels pays vous semblent les plus intéressants? Que pensez-vous de la Chine?

Nous avons trouvé plusieurs compagnies intéressantes ces derniers mois. En Corée du Sud, en Italie, en Autriche, en Slovaquie, en Grande-Bretagne, etc. Un pays qui nous attire particulièrement est l'Inde. Nous y avons trouvé beaucoup de compagnies avec un fort taux de croissance et d'excellentes perspectives. Ce qui nous ralentit, ce sont les évaluations boursières.

En Chine, la croissance est phénoménale et nous y regardons plusieurs titres. Mais le côté politique (le gouvernement communiste intervient beaucoup) nous fait un peu peur. Aussi les évaluations boursières sont devenues très élevées (la spéculation fait rage). Nous gardons les yeux ouverts mais aussi les oreilles vigilantes.

Étudier des compagnies à l'international est un long processus car nous voulons obtenir le plus d'informations possibles avant de songer à investir notre précieux capital. La prudence et la sécurité de votre capital restent nos principales préoccupations.

Je tiens à vous remercier de votre confiance.

Bon trimestre.



François Rochon
Président
Giverny Capital Inc.