

## Rapport trimestriel – 3<sup>ème</sup> trimestre 2007 (tous droits réservés)

### Revue de notre philosophie de placement

Comme vous le savez, notre approche n'a jamais été macroéconomique. Pour citer Warren Buffett, le légendaire investisseur qui a inspiré notre philosophie d'investissement, l'activité d'investir est d'acquérir des entreprises (en totalité ou en partie comme l'est l'achat d'actions de compagnies publiques). M. Buffett ajoute qu'il n'a jamais tenté de prédire l'économie, les marchés, les taux d'intérêts, les récessions, etc. Il veut posséder des entreprises avec des fondamentaux économiques supérieurs et les garder plusieurs années. De plus, il aime les acheter quand elles sont peu aimées et donc sous-évaluées.

Comme lui, nous avons donc toujours évité les modes boursières et la spéculation à court terme et focuser nos énergies à analyser les compagnies et leur valeur intrinsèque.

M. Buffett insiste qu'une entreprise supérieure doit nécessairement posséder un avantage compétitif qu'il compare à un fossé protégeant un château économique. Nous en trouvons dans les entreprises ayant des marques de commerce solides (par exemple, Procter & Gamble et Disney), offrant des services spécialisés (Morningstar), oeuvrant dans des niches de marchés (Fastenal), avec des avantages de taille (Walgreen's) ou possédant des technologies uniques et dominantes (Pason Systems et Microsoft).

Dans un environnement caractérisé par un ralentissement économique qui frappe plusieurs secteurs de l'économie nord-américaine, nos compagnies continuent, dans leur ensemble, d'augmenter leurs profits et leur valeur intrinsèque. Cet accroissement devrait se chiffrer à 10% cette année. Mais la Bourse ces jours-ci punit sévèrement le moindre écart des résultats avec les estimés (souvent optimistes) des analystes. Une compagnie peut manquer de \$0.01 les estimés de profits par action et voir son titre reculer de 5% ou même 10% en Bourse en une seule séance.

Nous en avons vu d'autres depuis 1993. Nous savons que les ralentissements économiques et les périodes de grisailles boursières sont temporaires. Nous avons passé à travers la crise asiatique (1997-1998) et la forte correction de 2000-2002. Ce n'est pas tous les jours facile, mais nous restons disciplinés, sans émotion et gardons l'œil sur le fondamental à long terme de nos entreprises.

### Nos compagnies canadiennes

Nous avons très bien fait dans les années 1993-2003 avec des compagnies canadiennes comme Bombardier, Uni-Sélect, Manulife, le groupe BMTC et Liquidation World. Une des raisons est que nous avons pu obtenir ces titres à des ratios cours-bénéfices très bas (dans les 8 à 12 fois). En 1995, nous avons acheté BMTC à 8 fois les profits alors que la compagnie avait une croissance d'environ 25% par année. Le titre a par la suite grimpé de 2000%. Malheureusement, après la hausse des dernières années, la Bourse canadienne offre moins d'opportunités de cette nature ces jours-ci.

Mais cela ne nous empêche pas de continuer de creuser pour trouver des occasions de placement. Nos achats des entreprises de Calgary, Pason Systems et Mullen Group, en 2004

nous ont permis de posséder des entreprises vendant des équipements et services spécialisés aux compagnies d'énergies (donc nous profitons indirectement de l'accroissement des activités de forage dans l'ouest). Si le prix du pétrole continue de grimper, celui du gaz naturel est loin de son sommet de fin 2005. Les services liés au gaz naturel compte pour une part importante des revenus de ces entreprises. Ainsi, cette année, Mullen et Pason n'ont pas la croissance qu'elles avaient en 2004 et 2005. Elles restent malgré cela d'excellentes compagnies avec de bonnes perspectives à long terme. Il est à noter que Pason a d'excellents résultats dans sa division américaine même après la perte de fluctuation de devise.

Il y a quatre ans, nous avons découvert une petite entreprise québécoise très intéressante : MTY Foods. À l'époque, la compagnie était en voie de se départir de sa division informatique et de se concentrer sur ses chaînes de restaurants pour centres d'achat. Depuis, MTY a fait plusieurs acquisitions qui ont solidifié cette division. Aujourd'hui, les perspectives nous semblent toujours bonnes et avons décidé d'acheter des actions. Le président, Stanley Ma, possède 25% des actions et est – selon moi – un excellent homme d'affaires. Le titre n'est pas facile à acheter (la compagnie est encore petite) mais nous avons tout de même réussi lentement à prendre une participation.

Finalement, nous avons regardé plusieurs titres de fiducies de revenu, secteur qui s'est fortement corrigé suite à l'annonce gouvernementale d'éliminer leur avantage fiscal. Même en utilisant un taux d'imposition normalisé, certains titres nous semblent fortement sous-évalués à leur cours actuel.

Il reste que les évaluations des titres canadiens dans l'ensemble sont historiquement élevées. Nous faisons preuve – plus que jamais – de circonspection dans nos choix.

## Le Huard

Il est difficile de ne pas aborder le sujet du dollar canadien. Environ 85% à 90% de nos compagnies sont situées à l'extérieur du Canada (le Canada ne représente que 3% de l'économie mondiale). Nous sommes donc malheureusement affectés par ce paramètre.

Étant en général agnostiques sur les niveaux des devises, nous n'avons jamais voulu être « short » sur le dollar canadien. Mais nous sommes sévèrement punis tout autant.

Nous avons toujours cru que personne ne peut prédire les mouvements des divers marchés financiers à court terme. Les stratégestes boursiers et économiques sont maîtres dans l'art de suivre les tendances. Ils utilisent un langage qui semble savant, mais dans le fond, leur « analyse » se résume à dire que *ce qui a monté récemment va continuer de monter* (ou *ce qui a baissé récemment va continuer de baisser*). Si c'était aussi facile de s'enrichir, tous les stratégestes qui "connaissent le futur" seraient aux Bahamas immensément riches au lieu d'occuper un emploi.

Malgré notre agnosticisme, nous avons entendu les inquiétudes de nos partenaires vis-à-vis la devise canadienne et, l'an dernier, nous avons tenté de répondre à ces inquiétudes. Nous avons beaucoup lu sur le sujet de la PPP (Purchasing Power Parity) et les analyses de l'OCDE, l'organisme international économique, sur le sujet.

L'OCDE évalue la PPP du dollar canadien à environ \$0.81 en dollar américain. Cette valeur intrinsèque estimée est assez stable depuis plusieurs années. Par contre, les spéculateurs peuvent amener les cours à des niveaux surprenants sur une courte période. Au début de 2002, la devise a chuté à son creux de \$0.62. Quelques années plus tard, la devise est à 1.03.

Autant, le dollar canadien semblait sous-évalué de 23% en début de 2002, autant il paraît surévalué de 27% au niveau actuel. De tels écarts peuvent paraître incroyables mais c'est ce qu'une analyse froide et sans émotion d'un organisme international objectif nous indique.

Il est bien sûr très important de se rappeler que tant que des actifs étrangers ne sont pas convertis en dollars canadiens, la perte de taux de change n'est pas réalisée. La patience quant à cet incontrôlable paramètre nous semble donc – plus que jamais – primordiale.

## Warren Buffett et l'or

L'or fracasse de nouveaux records ces jours-ci. À l'exception de notre acquisition d'actions de Franco-Nevada il y a une dizaine d'années (j'avais une grande admiration pour Pierre Lassonde), nous n'avons jamais possédé de titres d'une compagnie aurifère.

L'or est une commodité "pire" que les autres. Au moins, on utilise le blé, le pétrole et le cuivre pour des activités constructives (manger par exemple!). La majorité de l'utilisation de l'or sert d'outil de spéculation et une minorité pour les bijoux (mais une minorité qui n'est pas sans importance me rappelle régulièrement ma demoiselle).

Encore une fois, Warren Buffett nous offre une réponse sage quant à investir dans l'or. Il donnait cette réponse à son assemblée annuelle il y a quelques années : « *Si des martiens nous observaient, il y a une activité humaine qu'ils ne comprendraient pas : les humains investissent du temps et de l'argent en quantité phénoménale pour trouver un produit pour ensuite l'enfourer dans un coffre et ne plus jamais y toucher* ».

## Les marchés asiatiques

Il y a quelques trimestres, nous avons décidé d'investir plus à l'international. Comme nous l'avons indiqué dans notre plus récente lettre, nous avons décidé d'investir dans une compagnie japonaise, la chaîne Nitori, et en regardons plusieurs autres potentiellement intéressantes dans ce pays en défaveur. La situation au Japon est l'inverse de celle qui existait il y a deux décennies. À l'époque, les entreprises étaient fortement endettées et réalisaient de faibles rendements de l'avoir. Et les évaluations boursières étaient astronomiques (souvent dans les 100 fois les profits). Aujourd'hui, les compagnies que nous regardons ont un beau bilan, réalisent de bons rendements de l'avoir (Nitori réalise 17%) et leurs évaluations boursières sont très raisonnables.

Ce printemps, nous avons regardé plusieurs titres chinois et d'Hong-Kong. En 1998, nous avions investi à Hong-Kong alors que l'indice Hang Seng avait chuté de plus de 50%. Ce n'est pas la situation actuelle puisque le Hang Seng a monté de 60% depuis un an et la Bourse de Shanghai (Chine) a grimpé de plus de 100% depuis janvier seulement. Le cours-bénéfices moyen des actions en Chine est de 46 fois à l'heure actuelle.

Notre capital – le mien et le vôtre – est précieux et sommes toujours très prudents sur les évaluations boursières. En Chine, la marge de sécurité nous semble très mince ces jours-ci.

## L'Europe

L'Europe regorge aussi d'entreprises très intéressantes mais ces dernières années les évaluations boursières de celles qui cadrent avec notre approche sont souvent élevées. Par exemple, en étudiant le secteur pharmaceutique et médical, nous avons trouvé plusieurs

compagnies exceptionnelles en Suisse. Nous attendons des prix plus intéressants. Nous pourrions être assez actifs de ce côté dans les prochaines années,.

## « Value Investing » et John Templeton

Notre approche d'investir dans des entreprises et non des jetons de casino (95% des gens voient les actions de cette manière) porte un nom : l'investissement par la valeur. Nous tenons à acquérir avant tout d'excellentes entreprises. Mais nous voulons une marge de sécurité pour le prix payé. Nous tentons d'acquérir nos titres bien en deçà de leur valeur intrinsèque. Et qui dit sous-évaluation dit pessimisme. Plus grand est le pessimisme, plus grandes sont les chances de trouver des titres sous-évalués.

Ce qui est ironique c'est que l'être humain n'est pas naturellement fait ainsi. Il n'est pas attiré par ce qui est impopulaire et entouré de morosités! Au contraire, il a le réflexe animal de fuir ce qui le fait souffrir.

Le légendaire investisseur de valeur John Templeton a été un important modèle pour notre firme. Il recommande d'investir dans ce qui est entouré de pessimisme.

*« Pour faire mieux que les autres, il faut nécessairement faire quelque chose de différent des autres. Il n'y qu'une seule raison pourquoi un titre devient sous-évalué : c'est parce que les gens le vendent. Donc achetez ce que les autres vendent! »* nous rappelle Sir John Templeton.

Le marché boursier est de plus en plus global. Quand un marché sur la planète fait très bien, les capitaux qui y accourent alors doivent nécessairement venir de quelque part. Cela explique que certains marchés deviennent alors boudés. Les hausses et baisses des diverses bourses ne sont donc plus autant corrélées qu'auparavant. Au contraire, certains marchés semblent presque devenus "inversement corrélés". Ce qui est hyper populaire ces jours-ci ce sont tous les secteurs liés aux ressources naturelles (et indirectement plusieurs segments du marché boursier canadien) ainsi que les marchés émergents, la Chine en tête. Ce qui nous semble en défaveur ce sont les titres américains (surtout de grande capitalisation) et japonais.

Malgré ces belles paroles, il est très difficile d'aller à contre courant. Nous prenons la chance de « sous-performer » les indices à court terme (comme c'est le cas depuis le début de 2006). Nous croyons pourtant que c'est le prix à payer pour obtenir de meilleurs rendements à long terme. Nous avons payé ce prix en 1998-99 alors que les investisseurs se précipitaient sur les titres technologiques (Nortel en tête). Et nous avons été récompensés en 2000-2002 lors de l'écroulement subséquent de ce secteur et que la "qualité" est revenue à la mode.

Je tiens à vous remercier à nouveau de votre confiance.

Bon trimestre.



François Rochon et toute l'équipe  
Président  
Giverny Capital Inc.