

## Rapport trimestriel – 1<sup>er</sup> trimestre 2005 (tous droits réservés)

### L'évaluation du marché et de nos portefeuilles

De temps en temps, nous faisons un tour (rapide) du niveau des marchés. Que pourrait-on conclure de l'évaluation actuelle du S&P 500 ? L'indice se transige – au moment où j'écris ces lignes – à environ 17 fois les profits prévus de 2005. Cela semble refléter des taux d'intérêt de 5,75% (l'inverse de 17x). Un tel niveau est 100 points de base (1%) de plus que le taux sur les obligations 30 ans aux États-Unis qui procurent un rendement à l'heure actuelle de 4,75%. La légère baisse des marchés financiers semble donc escompter une hausse non-négligeable des taux à long terme.

On ne connaît pas le futur quant à l'évolution des taux bien sûr (et dans ce cas-ci "on" m'inclut). Par contre, selon la situation telle qu'elle est actuellement, le marché américain dans son ensemble me semble sous-évalué d'environ 15%.

Mais cela est secondaire comme toujours. Ce qui importe pour nous ce sont les entreprises que nous possédons en portefeuille. Et de ce côté, les nouvelles continuent d'être bonnes. Nos compagnies vont très bien (à date les résultats du premier trimestre sont mieux que prévu). Et elles se transigent aussi à environ 17 fois les profits. Par contre, clairement, elles mériteraient un ratio d'évaluation plus élevé en prenant en compte ces trois points :

- La croissance des bénéfices par action (BPA) de nos entreprises depuis 5 ans est de plus de 18%, soit trois fois le taux moyen des entreprises.
- Nos compagnies ont un plus beau bilan (moins de dette) que la moyenne. Elles réalisent aussi de meilleures marges et de meilleurs rendements de l'avoir. Et la raison de cela est qu'elles sont souvent les leaders de leur secteur respectif ou à tout le moins l'entreprise la mieux gérée.
- Les perspectives de croissance des BPA de nos compagnies pour 2005 sont de plus de 12%, alors que pour le S&P 500 cela devrait avoisiner les 7%. Je crois surtout que nos compagnies peuvent maintenir au moins un tel taux de croissance au cours des cinq prochaines années.

### Ce qu'il faut pour « gagner » en Bourse

Si nos compagnies continuent de croître leur valeur intrinsèque à des taux de 12-14% par année dans le futur, notre portefeuille devrait suivre cette tangente. Car, à long terme, la Bourse finit toujours par refléter la valeur intrinsèque des entreprises sous-jacentes. Dans cette optique, la stratégie intelligente à adopter est de sélectionner adéquatement les entreprises desquelles acheter des actions et ensuite de laisser le temps faire son œuvre. Comme j'ai écrit souvent : À la Bourse, le génie est souvent de la patience déguisée.

Mais la patience est-elle suffisante pour « gagner » en Bourse ? En voyant le récent film *Million Dollar baby* (qui a remporté l'oscar du meilleur film de 2004), j'ai réalisé qu'un autre ingrédient doit être présent.



© Warner Bros. Pictures. Tous droits réservés.

Dans la salle d'entraînement de Frankie Dunn (interprété par Clint Eastwood), on ne peut pas manquer l'affiche « **Les gagnants sont simplement prêts à faire ce que les perdants ne font pas** » (voir la photo ci-haut tirée du film), je me suis posé la question qu'est-ce que les gagnants en boxe sont prêts à faire ? Clairement, ils sont dévoués, disciplinés et prêts à faire tous les efforts et sacrifices nécessaires pour devenir des champions. Mais il y a une autre chose qu'ils doivent apprendre à faire : prendre les coups.

À la Bourse, l'investisseur qui veut s'enrichir doit aussi être prêt à prendre des coups. Bien sûr, comme vous savez, je fais mon lot d'erreurs (voir la section « erreurs du jour » de mon rapport annuel). Mais ce n'est pas le point ici. La métaphore fait référence aux coups que sont les baisses boursières si régulières. L'investisseur qui veut réaliser de bons rendements en Bourse doit rester en Bourse et prendre les coups des baisses. Et la bonne nouvelle c'est que ces coups sont purement émotifs (contrairement à la boxe). Par contre, considérant les efforts et sacrifices investis pour accumuler le capital, les coups font mal pareil. Ce n'est pas pour rien que tant d'investisseurs "lancent la serviette" à chacune des baisses importantes des cours. **Ainsi, les gagnants boursiers sont prêts à prendre les coups que les perdants ne sont pas prêts à prendre.**

### **Les « Blue-Chips » ont les blues**

En parlant de coups, il est intéressant de noter que plusieurs « vedettes » boursières des années 90 (comme Microsoft ou GE) n'ont pas fait grand chose depuis plusieurs années. Pour expliquer ce phénomène, retournons un peu dans le passé. En janvier 1999, j'avais écrit un article dans le journal *Les Affaires* où j'indiquais que le niveau du S&P 500 me semblait peu porteur de rendement futur élevé (pour la décennie à venir). En effet, j'y indiquais que l'indice me semblait richement évalué et qu'ainsi ses perspectives de rendement à moyen terme me semblait modeste. L'article est disponible sur notre site Internet dans la section « Média ».

À peu près au même moment, je publiais mon rapport annuel 1998 où je parlais de la « saveur du jour » à savoir les fonds indiciels calqués sur l'indice S&P 500. Je soulignais alors que les gros poids de l'indice se transigeaient à des ratios beaucoup trop élevés (autour de 35 fois les profits en moyenne) et que donc c'était dans les plus petites entreprises que nous concentrons nos investissements.

Comme c'est si souvent le cas en Bourse, le balancier revient et 6 ans plus tard, nous sommes dans la situation inverse. Plusieurs grosses compagnies américaines (des « blue-chips » pour utiliser le jargon boursier) me semblent maintenant sous-évaluées. Voici un tableau illustrant cela :

Compagnie	Cote	BPA 99	Haut 99	P/E Haut	BPA 05 E	Croissance - BPA		En Bourse	
						Totale	Annuelle	05/99	P/E 05
American Express	\$51.4	\$1.81	\$58.0	32	\$3.11	72%	9%	-11%	17
General Electric	\$36.1	\$1.07	\$53.0	49	\$1.85	72%	9%	-32%	19
Home Depot	\$38.2	\$1.00	\$70.0	70	\$2.50	150%	16%	-45%	15
Johnson & Johnson	\$67.2	\$1.50	\$53.0	35	\$3.40	127%	15%	27%	20
Microsoft	\$24.2	\$0.77	\$60.0	78	\$1.33	73%	10%	-60%	18
Pfizer	\$26.3	\$0.86	\$50.0	58	\$2.00	133%	15%	-47%	13
Procter & Gamble	\$53.0	\$1.46	\$58.0	40	\$2.78	90%	11%	-9%	19
Wal-Mart	\$50.1	\$1.28	\$70.0	55	\$2.70	111%	13%	-28%	19
<b>Moyenne</b>				<b>52</b>		<b>103%</b>	<b>12%</b>	<b>-26%</b>	<b>17</b>
<b>S&amp;P 500</b>	<b>1181</b>	<b>52</b>	<b>1469</b>	<b>28</b>	<b>69</b>	<b>33%</b>	<b>5%</b>	<b>-20%</b>	<b>17</b>

Comme vous pouvez observer, j'ai pris 8 titres du *Dow Jones Industrial Average* (qui est composé de 30 blue chips). Et j'ai pris 8 compagnies qui ont connu une très bonne performance intrinsèque depuis 1999 (j'ai évité les titres cycliques comme General Motors ou Alcoa). Ces entreprises ont cru leurs BPA de 103% depuis 1999 (12% sur une base annualisée), soit bien plus que la moyenne des entreprises du S&P 500 (+33% ou 5% annualisé). Pourtant, leurs titres en Bourse ont baissé en moyenne de 26% par rapport à leur haut de 1999 contre une baisse de 20% pour le S&P 500.

La raison de ce rendement combiné désastreux est simple : leurs cours-bénéfices de 1999 étaient beaucoup trop élevés. En effet, le P/E moyen de ces 8 titres en 1999 était de 52 fois contre 28 fois pour le S&P 500. Wall-Street y voyait de belles entreprises (avec raison) mais capitalisait les profits futurs (ou les escomptait selon le point de vue) avec beaucoup trop d'enthousiasme.

Aujourd'hui, cette prime s'est volatilisée et la Bourse évalue ces entreprises comme la moyenne des compagnies (soit 17x). On ne connaît pas l'avenir bien sûr, mais tout porte à croire que ces entreprises demeurent des fleurons de l'économie mondiale et mériteraient une prime. Un P/E dans les 20 fois serait probablement approprié et, dans cette optique, leur potentiel de rendement futur est beaucoup plus élevé qu'en 1999. En effet, imaginons qu'elles continuent à croître leurs BPA de 10-12% par année dans le futur, si on y ajoute le dividende et une légère expansion du cours-bénéfices, on arrive à plus de 15% de rendement annuel possible d'ici 2010.

Comme dirait le légendaire investisseur Peter Lynch : « *Un grand défaut des investisseurs en général est de prendre des décisions de placement en regardant le rétroviseur* (la performance d'un titre lors des dernières années). »

## Un exemple : Wal-Mart

Prenons l'exemple de Wal-Mart.. Au début des années 90, la compagnie semblait avoir épuisé son potentiel de croissance. Mais elle a su se lancer dans de nouveaux créneaux (comme la vente d'aliments) et surtout de prendre, avec succès à ce jour, de l'expansion à l'international. Ainsi, depuis 1995, les BPA de Wal-Mart ont grimpé de \$0,60 à environ \$2,70 estimés en 2005, soit un taux de croissance annuel de 16%.

Depuis 1999, le titre n'a rien fait en Bourse alors que les profits ont grimé de 111% (voir tableau plus haut). Clairement le titre est actuellement évalué beaucoup plus modestement qu'il y a 6 ans. Le taux de croissance a ralenti à 13% depuis 5 ans mais c'est tout de même deux fois le taux moyen des entreprises. La compagnie mériterait donc une évaluation plus élevée que la moyenne. Autant le P/E en 1998-2000 était exagéré (dans les 50 fois) autant aujourd'hui, il est probablement trop bas. N'est-ce pas fascinant que sur une période de seulement quelques années, la Bourse octroie à la même entreprise (dont les caractéristiques économiques ont peu varié) un cours-bénéfices variant dans un spectre de 18 à 60 fois ?

Et lorsque l'évaluation boursière d'un titre est modeste, il y a habituellement des craintes ou même parfois de la controverse qui entourent la compagnie, comme il y en a en ce moment avec Wal-Mart (et je ne veux pas partir de débat sur la question). L'expérience nous enseigne par contre que souvent le rendement potentiel d'un titre boursier est inversement proportionnel à l'enthousiasme de Wall Street.

Comme disait Warren Buffett il y a quelques années : « *Le pessimisme est l'allié de l'investisseur à long terme* ».

Bon trimestre.

François Rochon  
Président et gestionnaire de portefeuilles  
Giverny Capital Inc.