

Rapport trimestriel – 2^{ème} trimestre 2005 (tous droits réservés)

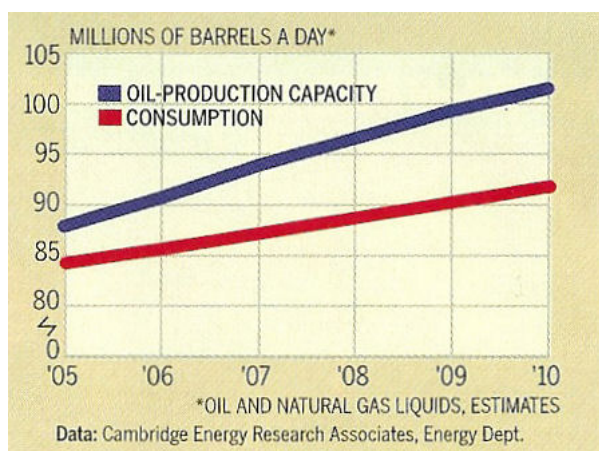
Enfin!

Le budget fédéral (projet de loi C-43) a obtenu la Sanction Royale le 29 juin 2005. Après de nombreuses péripéties, nous n'aurons finalement plus à être limités dans les comptes enregistrés à 30% de contenu étranger. Le Canada correspond à seulement 3% de l'économie planétaire. Par ricochet, le reste de la planète représente 97%.

Je me répète bien sûr, mais notre philosophie est d'investir dans des compagnies satisfaisant nos sévères critères de sélection et non pas dans un pays ou un secteur. Dans cette optique, plus le bassin dans lequel nous pouvons pêcher des huîtres est grand, meilleures sont nos chances de découvrir des perles. À long terme, nos rendements seront améliorés grâce à cette mesure budgétaire. J'ajouterais que le « timing » de cette mesure n'est probablement pas un hasard. Le marché canadien est fort populaire ces temps-ci et n'a plus besoin de support artificiel de nos gouvernements. La prudence est donc de mise avec les titres canadiens, surtout ceux populaires. S'il y a une chose qu'on peut apprendre en observant le marché des valeurs assez longtemps est que ce qui est le plus populaire est souvent ce qui est le plus risqué.

Le pétrole

C'est manifestement le pétrole qui est la saveur du jour ces temps-ci. Je suis toujours surpris combien certains mythes sur le pétrole sont véhiculés (!) dans le monde du placement. Celui par exemple qu'avec la demande croissante en carburant (de la Chine notamment), le cours du brut ne pourra que monter. Ah, si c'était si simple! Sans faire de pronostic bien sûr, l'histoire nous apprend que quand la demande et les prix d'une matière première montent, assez rapidement, de nouvelles capacités arrivent pour combler le déséquilibre. Un prix plus élevé rend profitables certaines exploitations qui étaient reportées auparavant. Par exemple, si un site au Nigeria peut produire du pétrole avec un coût de \$35 le baril, cela ne valait pas la peine de le forer quand le brut s'échangeait à \$30. Par contre, à \$60, le projet est remis en opération rapidement. Des études montrent ainsi que d'ici 2010, de nouveaux champs pétrolifères au Nigeria, en Iran et en Irak pourraient amener 16 millions de nouveaux barils par jour (20% de la production actuelle). Voici un graphique de la demande et de la capacité d'offre en millions de barils par jour estimées selon le CERA pour les 5 années à venir. Comme vous voyez, la capacité semble être amenée à croître encore plus rapidement que la demande.



Source : Business Week

Les « nouveaux titres » achetés en 1998

En relisant mon rapport annuel de 1998 (disponible sur notre site Internet), je me suis remémoré la fameuse correction de 20% à l'automne liée à la crise économique en Asie (à l'époque la Chine n'était définitivement pas à la mode). J'avais fait plusieurs achats à ce moment-là et aussi durant toute l'année 1998.

Je nomme dans le rapport annuel le nom de 12 nouvelles entreprises (dont 9 que je qualifie de moindre importance). Aujourd'hui, plus de six ans et demi plus tard, seulement quatre de ces compagnies figurent encore dans le portefeuille. Mais, juste par curiosité, j'ai mesuré le rendement des 12 titres pour en déduire certaines conclusions sur le portefeuille théorique qui en aurait résulté. Une forme de postmortem.

Il faut dire que le cas de JDS-Uniphase est un peu spécial : le titre a fait +992% en 1999 et nous l'avons vendu progressivement en cours d'année pour ne garder que quelques actions. Et au bout du compte, le titre a fait -80%. JDS donne une image peu réaliste au tableau et vient fausser un peu les conclusions pratiques qu'on pourrait en tirer. J'ai donc décidé de l'exclure du tableau. Voici ce qu'un portefeuille théorique des 11 autres titres aurait donné comme résultats en partant du 1^{er} janvier 1999, après un an, deux ans et six ans et demi :

Compagnie	TCK	Actuel	1-1-99	1-1-00	1-1-01	Var 1 an	Var 2 ans	6.5 ans
Heartland Express	HTLD	\$21.2	\$5.8	\$5.1	\$7.4	-12%	27%	264%
Fastenal	FAST	\$62.7	\$22.0	\$20.6	\$25.4	-6%	16%	185%
Bed Bath & Beyond	BBBY	\$44.6	\$16.5	\$16.5	\$21.3	0%	29%	170%
M&T Bank	MTB	\$110.5	\$47.3	\$38.3	\$60.7	-19%	28%	134%
Lincare Holdings	LNCR	\$41.5	\$19.9	\$17.1	\$25.3	-14%	27%	109%
Dallas Semiconductor (1)		\$70.0	\$40.0	\$50.0	\$70.0	25%	75%	75%
Gillette	G	\$52.7	\$42.5	\$37.1	\$32.5	-13%	-24%	24%
American Power Conv.	APCC	\$24.9	\$24.5	\$26.0	\$11.0	6%	-55%	2%
Gennum	GND	\$13.9	\$15.1	\$19.0	\$13.4	26%	-11%	-8%
Gartner Group	IT	\$11.0	\$19.6	\$16.6	\$6.7	-15%	-66%	-44%
Crosskeys software (2)		\$0.6	\$7.8	\$4.0	\$0.6	-49%	-92%	-92%
Moyenne						-6%	-4%	74%
S&P 500		1 226	1 228	1 455	1 283	18%	4%	0%
Différence						-25%	-9%	75%

(1) acquise à \$70 par Maxim Integrated Products en 2001 (en rouge, cours estimé)

(2) acquise par Orchestream en 2001 qui fut ensuite acquise par MetaSolv en 2003 (en rouge, cours estimé)

Quels sont les observations à tirer de ce tableau ?

- Les quatre meilleurs placements ont été dans des compagnies de camionnage, de vente de boulonnerie, dans une banque régionale et dans une chaîne de vente aux détails de produits ménagers : tout ce qu'il y a de plus ennuyant comme activités.
- Sur onze titres, trois ont procuré des rendements négatifs au bout du compte.
- Après un an, le portefeuille des onze titres avait un rendement inférieur de 25% à celui du S&P 500 et après deux ans, de 9% inférieur.
- Les cinq titres qui se sont avérés d'excellents placements sur six ans et demi (+100% et

plus) affichaient tous un rendement négatif après un an.

- Au bout de six ans et demi, le portefeuille aurait réalisé +74% alors que le S&P 500 a réalisé 0% (dividendes non inclus dans les deux cas).

Quoi conclure ?

- Même avec de bons résultats, il est impossible de ne pas avoir des titres perdants en portefeuille. Il faut donc juger la performance d'un portefeuille dans son ensemble.
- Même une compagnie qui va bien peut voir son titre baisser à court terme sans raison.
- Il faut savoir conserver ses gagnants. Comme dirait Peter Lynch : « Il ne faut pas arracher les fleurs pour arroser la mauvaise herbe ».
- Cela a pris plusieurs années pour obtenir ces bons résultats. La patience est la qualité suprême qui – en bout de ligne – prime sur l'intelligence et le travail acharné. Les deux dernières qualités sans la première sont futiles. Car toute la meilleure analyse du monde est inutile sans la patience nécessaire à en récolter les fruits.

Nos compagnies

Nos entreprises vont bien.

Progressive, par exemple, continue à connaître une bonne croissance dans un environnement très difficile pour l'industrie de l'assurance auto. Les derniers résultats sont excellents dans les circonstances : au 30 juin, les primes avaient grimpé de 8% alors que les profits par action avaient grimpé de 4% (il est à noter que la compagnie a racheté 9% de ses actions sur un an).

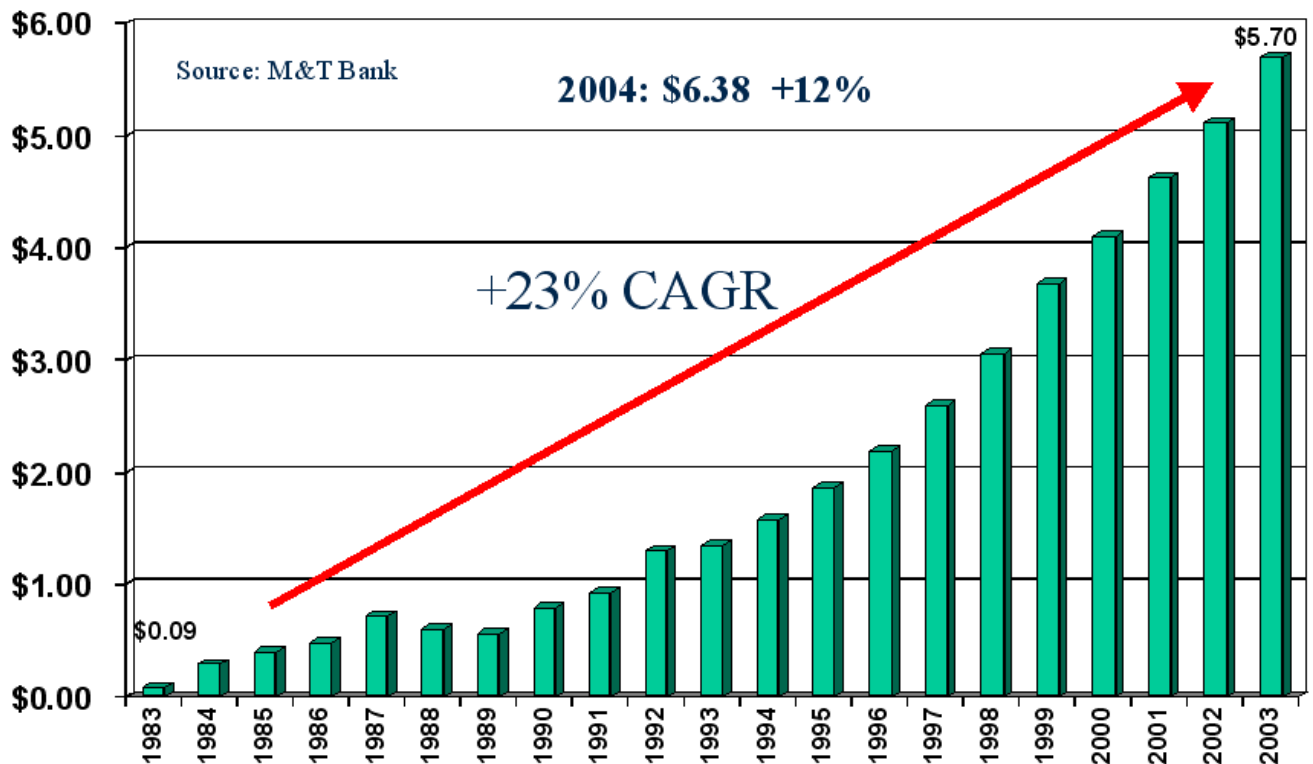
Brown & Brown a vu ses revenus grimper de 22% au premier trimestre et ses profits de 17%. Des compétiteurs comme Willis Group (de Grande-Bretagne) et Marsh & McLennan ont vu leurs profits baisser au premier trimestre. B&B continue donc de gagner des parts de marché. Si vous avez eu la chance de recevoir leur rapport annuel 2004, vous êtes à même de constater combien cette entreprise a une belle culture et des résultats impressionnants et ce depuis plusieurs années. C'est une excellente lecture.

Walgreen's continue aussi de maintenir une forte croissance. À son dernier trimestre, les revenus ont grimpé de 13% et les bénéfices par action (BPA) de 20%. La compagnie continue d'être – et de loin – la chaîne de pharmacies la mieux gérée au Monde.

Knight Transportation a connu un premier trimestre du tonnerre. Les revenus (avant les surcharges pour le prix de l'essence) ont grimpé de 23% et les profits de 37%. La compagnie a donc réussi – à ce jour – à passer les augmentations de coût du carburant à ses clients. Ses marges d'exploitation ont même atteint les 19% (la moyenne de l'industrie est d'autour de 5%), son meilleur niveau depuis 1994. Knight me semble la compagnie de camionnage la mieux gérée en Amérique du Nord.

M&T Bank, notre banque de Buffalo, continue d'enligner les bons trimestres. À son premier semestre, les profits par action ont grimpé de 14%. La seule nouvelle un peu triste est que Robert Wilmers – après 22 ans à la barre de M&T – a laissé son poste de PDG à Robert Sandler. M. Wilmers reste par contre chef du conseil d'administration (chairman).

S'il y avait un temple de la renommée des banquiers, M. Wilmers y mériterait une place de premier choix. Depuis son arrivée chez M&T en 1983, les BPA ont grimpé par un facteur de 71 fois. Pour la période de 1983 à 2004, la croissance composée des BPA a été de 22%.



Croissance des bénéfices par actions de M&T Bank de 1983 à 2003.

Depuis notre premier achat en 1998, les BPA de M&T ont augmenté de 145%. Sans surprise, le titre a grimpé de 145% passant de \$42 à \$104. Si à court terme la Bourse est souvent irrationnelle, à long terme, elle finit toujours par refléter la valeur intrinsèque des entreprises. En sept ans, un grand nombre de « crises » ont affecté les marchés boursier et dans une certaine mesure le cours du titre de M&T. Au bout du compte, notre placement dans M&T Bank a été enrichissant parce que la compagnie a bien fait. Tout simplement.

Il semble bien, donc, à la mi-année, que les bénéfices propres de nos entreprises grimperont d'environ 14% en 2005, ce qui est en ligne avec notre taux historique ainsi qu'avec notre objectif de posséder des entreprises qui, dans leur ensemble, croient leur valeur intrinsèque à un ratio de deux fois la moyenne.

Les actions américaines (telles que mesurées par le S&P 500) me semblent encore largement sous-évaluées (P/E dans les 16-17x), encore plus qu'au premier trimestre puisque les taux d'intérêts à long terme ont baissé depuis. Mais plus important encore, les évaluations boursières de nos entreprises restent très raisonnables considérant leurs excellentes perspectives de croissance à long terme. Ainsi, il y a tout lieu de continuer d'être optimiste quant à nos perspectives de rendement dans le futur.

Bon trimestre.

François Rochon
Président et gestionnaire de portefeuilles
Giverny Capital Inc.