

Rapport trimestriel – 1^{er} trimestre 2004 (tous droits réservés)

Commentaires

Ce fut un trimestre sans histoire. Les actions ont grimpé de 6-8% puis ont baissé ensuite à leur niveau de début d'année. Nos titres n'ont pas vraiment bougé significativement.

Ce qui est important ce que nos compagnies ont continué d'afficher de bons résultats ces derniers mois. Vous vous souvenez que dans mon rapport annuel de 2003, j'avais dit qu'il était fort peu probable que Progressive continue de réaliser des coûts de souscription sous le niveau incroyable de 90%. En janvier et février, le ratio a atteint 84%. Les profits ont ainsi grimpé de 48% et 63% par rapport à 2003. Même Warren Buffett, président de la maison mère du plus coriace des compétiteurs, GEICO, a dit du bien de Progressive dernièrement. C'est le plus grand des compliments.

M&T Bank a augmenté son dividende de 33% et annoncé un nouveau programme de rachat d'actions. Finalement, Health Management Associates a vu ses revenus grimper de 24% pour le premier trimestre 2004 et ses profits de 20%. Tout s'enligne donc pour une autre bonne année du côté des bénéfices intrinsèques à nos entreprises.

Mes commentaires de nature macro-économique restent quant à eux minimalistes. Je laisse les prédictions sur les fluctuations de marché, des taux d'intérêts, de l'économie et des devises à d'autres. Sur le sujet des prévisions économiques, voici un petit quiz pour vous que j'espère vous prendrez plaisir à répondre :

Q. De 1982-2002, on a demandé deux fois par année aux plus éminents économistes de prévoir le niveau et la direction des taux d'intérêts dans les six mois à venir. Combien de fois (sur 42 prévisions) est-ce que la prédiction moyenne fut correcte à tout le moins quant à la direction des changements de taux ?

- 0 sur 42 prévisions
- 12 sur 42 prévisions
- 21 sur 42 prévisions
- 33 sur 42 prévisions

Source : Yahoo! Finance

La réponse.....à la fin du rapport (comme ça, j'espère que vous le lirez jusqu'au bout!).

Conférence à Tampa

J'ai été invité à faire une conférence à l'évènement « Value Investors Conference » à Tampa en début de mois organisé par Robert P. Miles, l'auteur du livre « The Warren

Buffett CEO ». C'était ma première conférence en anglais et ce fut une expérience mémorable à bien des points de vue. J'y ai en effet rencontré plusieurs excellents investisseurs. Aussi, le choix de ce mois de mars pour la conférence ne pouvait tomber mieux il faut l'avouer.

Robert Miles en a profité pour présenter son nouveau livre « Warren Buffett Wealth » qui devrait sortir incessamment en librairie. J'ai eu la chance de le lire et je vous le recommande fortement. Vous y découvrirez pourquoi la richesse de Warren Buffett va bien au-delà de son génie financier et de son incroyable érudition.

Level 3 Communications

Nous avons fait peu de changements dans les portefeuilles au cours du trimestre. Et nous avons comme politique de ne pas commenter chaque transaction.

Mais je voulais tout de même dire quelques mots sur la vente de nos actions de Level 3 Communications. J'avais commencé à acheter des actions de Level 3 en 2001. Ayant travaillé dans le domaine des télécommunications, je croyais que leur modèle d'affaire était prometteur et que leur plan de match était le plus solide de l'industrie. Je croyais aussi que Walter Scott et James Crowe formait la meilleure équipe de l'industrie. Je savais la compagnie endettée et non profitable mais j'avais décidé de faire une exception dans mes règles de sélection. Le plan de croissance était clairement élaboré et me semblait réaliste.

Finalement, il y a quelques semaines, la compagnie a annoncé qu'elle n'atteindrait pas ses cibles de revenus pour 2004. Normalement, nous avons la patience (et l'intelligence j'ose croire) de voir plus loin qu'un an. Par contre, dans le cas de Level 3, le temps ne joue pas en notre faveur à cause du haut niveau de dettes et j'ai préféré vendre. Je ne considère pas l'achat de Level 3 comme une erreur mais plutôt comme un placement qui n'a pas donné les résultats escomptés au bout de trois ans. Ce n'est pas la faute à la haute direction; c'est la nature du monde des affaires que certains projets rencontrent plus de difficultés que prévus. Et j'avais décidé au départ de deux limites pour compenser le risque encouru: un maximum de 3% des portefeuilles ainsi qu'un délai de trois années.

Investir

Il y a quelques mois, j'ai fait un petit souper chez moi avec des amis dont certains étaient des artistes. On me demande alors mon avis sur un peintre et je réponds que je ne le trouve pas très prolifique. J'ajoute : « Pour moi, un peintre, ça peint ».

Le pas à franchir pour parler placement n'est pas grand : « **Pour moi, un investisseur, ça investit** ». Car s'il y a une question qui revient régulièrement c'est bien celle-ci : « J'aime votre approche...mais est-ce le bon temps pour investir aujourd'hui? ». Je l'ai tellement entendu souvent que je me sens parfois comme si j'étais dans un livre de Nietzsche traitant du thème de l'éternel recommencement. Aussi, le nombre incroyable « d'experts » qui parlent de correction imminente (certain depuis 18 ans) et qui attendent pour investir est fascinant. Je ne vois pas en quoi de telles personnes sont de réels investisseurs.

Nous avons, vous et moi, du capital que nous voulons faire fructifier. Mon travail est d'investir ce capital dans les meilleures opportunités disponibles. Nul ne peut prédire ce que va faire la Bourse à court terme (c'est comme jouer à pile ou face). Par contre, l'investisseur curieux et aguerri peut régulièrement dénicher des compagnies intéressantes au potentiel d'enrichissement important.

Imaginons, par exemple, qu'en fin de 1972, Henry Bloch était venu vous proposer d'acquérir 10% de la compagnie qu'il dirige avec son frère Richard (H&R Block) pour \$15 millions. Quel serait votre processus décisionnel ?

Après analyse, vous pourriez conclure ceci :

- ❑ La compagnie est déjà le leader national dans la préparation de rapports d'impôts aux particulier.
- ❑ La compagnie a triplé ses profits de 1968 à 1972, n'a pas de dette et réalise 30% de rendement de l'avoir.
- ❑ Les perspectives à long terme sont bonnes (ma crainte principale que les rapports d'impôts deviennent plus simples dans le futur n'est probablement pas fondée).
- ❑ Après la transaction, la direction de la compagnie possèdera encore 25% des actions et semble dédiée au bien des actionnaires.
- ❑ Le prix demandé correspond à 15 fois les profits ce qui est tout à fait raisonnable.

Par contre, un génie fraîchement sorti d'une bouteille vous dit ces quatre choses :

- ❑ Une crise du pétrole sans précédent est à nos portes.
- ❑ La Bourse va alors connaître un *bear market* terrible en 1973-74.
- ❑ Le titre de H&R Block va ainsi baisser de 67% dans les 12 prochains mois.
- ❑ Il y aura une grave crise politique à Washington (le *Watergate*).

À la lumière des révélations du génie, vous voudriez vraisemblablement attendre pour investir. Mais le problème est que la condition sine qua non de ce placement c'est que c'est aujourd'hui seulement que M. Bloch veut vendre ce bloc d'actions et qu'il ne sera plus disponible dans le futur.

Qu'est-ce qui trotte dans votre tête ? Est-ce que vous refuserez d'acheter parce que vous ne supportez pas le président américain Nixon ? Est-ce que penserez que le prix du pétrole aura un effet à long terme sur H&R Block ? Probablement pas. À un moment donné, vous cessez de vous demander ce que la Bourse va faire en 1973 et vous étudier ce que la compagnie que vous considérez acheter va faire à long terme.

En tant qu'homme (ou femme) d'affaire, vous vous dites qu'au bout du compte c'est une bonne occasion et vous sautez dessus. Aujourd'hui, vos actions représentant 10% de la compagnie H&R Bloch valent \$900 millions. Avec les millions de dollars reçus en dividende au cours des années, le rendement sur ce placement dépasse les 10 000%.

Nouvelle adition à l'équipe de Giverny Capital

J'ai engagé une nouvelle personne pour nous aider dans la gestion des portefeuilles. Molica Un se joint à notre équipe forte d'une solide expérience chez Montrusco Bolton et

TAL. Elle s'occupera de la comptabilité et de l'administration des comptes clients (rapports, transactions, facturations, etc.).

Nous sommes aussi en « pilotage » d'un nouveau système informatique de gestion de portefeuilles. Comme toujours, nous vous tiendrons au courant (!).

Mais l'adition technologique la plus importante est notre nouvelle machine à cappuccino. Nul besoin d'aller chez Starbucks, Van Houtte ou Second Cup : nous avons le meilleur café en ville (et ne possédons pas d'action dans ces entreprises donc aucun remord en perspective). N'hésitez pas à venir faire un tour et jaser *stocks*. Et n'oubliez pas votre carnet de chèque au cas où la caféine vous donnerait le goût d'investir plus avec nous !

Réponse au Quiz

Le *Wall Street Journal* publie un sondage semi annuel de prévisions provenant de 50 économistes réputés et ce depuis 1982 (donc à 42 reprises en 21 ans). On demande deux fois l'an à ces économistes de prédire les taux d'intérêts six mois d'avance. Le résultat ? Une firme a calculé que pour la période de 1982 à 2002, les économistes en moyenne étaient dans le tort par un facteur de 84 points de base (0.84%). Mais de manière plus directe encore, les économistes en général étaient incapables de même prédire la direction des changements de taux d'intérêts, six mois en avance. Seulement 12 fois sur 42 ont-ils réussi à correctement prédire la direction des taux d'intérêts.¹

Bon trimestre.

François Rochon
Président et gestionnaire de portefeuilles
Giverny Capital Inc.

¹ Bianco Research, LLC., Janvier 2003, Davis, Ned, *The Triumph of Contrarian Investing* (New York: McGraw-Hill, 2004), p. 7.