

## Rapport trimestriel – 2<sup>ème</sup> trimestre 2004 (tous droits réservés)

### Les Marchés des valeurs

Ce fut un trimestre sans histoire. Enfin presque. La légère hausse des taux d'intérêt a affecté les marchés financiers d'Amérique du Nord. On ne parle tout de même que d'une hausse de 50 points de base (0,50%) pour les taux sur les obligations trente ans aux Etats-Unis soit de 4,75% à 5,25%. Par ricochet, les obligations à long terme et les actions ont perdu de leur valeur intrinsèque. Les marchés en général ont donc connu une légère correction ces derniers mois. La correction a été un peu plus sévère en Asie : en Chine (-18%), en Inde (-15%) ou en Corée du Sud (-18%).

Aux Etats-Unis, le S&P 500 se transige à environ 17-18 fois les profits estimés pour 2004, au moment où j'écris ces lignes. Une telle évaluation semble refléter adéquatement le niveau des taux d'intérêt (l'inverse de 5,25% étant 19x). Les titres de l'indice Dow Jones sont plus modestement évalués soit à environ 16 fois les profits de 2004 et moins de 15 fois ceux prévus en 2005. Les évaluations des actions en général – sans être qualifiables de basses – semblent donc légèrement sous leurs valeurs intrinsèques et ainsi les perspectives de rendements futurs des actions américaines en général continuent de se situer dans une fourchette de 6 à 9% par année (à condition que les taux d'intérêt restent grosso modo à leur niveau actuel).

### Mais l'important...

*90% of the game, is half mental* - Yogi Berra

Ce qui est réellement important pour nous c'est que nos compagnies ont continué d'afficher de bons résultats ces derniers mois. Il est tôt encore pour jubiler mais il semble que nos bénéfices propres (les profits de nos compagnies pondérés selon la composition de notre portefeuille) seront en hausse de 19% cette année. Nos titres se transigent dans leur ensemble aussi à environ 18x les profits de l'année. Comme je crois que nos entreprises devraient globalement maintenir au cours des cinq prochaines années une croissance de leur valeur intrinsèque de deux fois le taux moyen (soit dans les 11%-14%), j'ose croire que leurs évaluations boursières restent attrayantes. Notre objectif de réaliser un rendement dans le voisinage des 12% par année dans le futur (soit 5% de mieux que les indices) me semble donc toujours réaliste.

### Nos compagnies américaines

L'économie américaine se porte très bien (peu "d'experts" osent encore parler de déflation). En fait, la croissance du PNB américain au troisième et quatrième trimestre 2003 a probablement été la meilleure des vingt dernières années.

Ainsi, presque toutes nos compagnies affichent des revenus et des profits records cette année. Progressive, par exemple, a augmenté ses bénéfices par action (BPA) de 35% lors de son plus récent trimestre. Le ratio combiné a atteint 85%, un niveau inégalé dans

l'industrie de l'assurance automobile (le plus proche rival est Mercury General à 89%). Étrangement – comme plusieurs titres ces derniers mois – l'action en Bourse a baissé alors que les profits grimpent de manière spectaculaire. Au rythme actuel, les BPA de Progressive devraient passer de 5,69\$ en 2003 à 7,00\$, soit une hausse de près de 25%. Le titre a pourtant baissé de 10% depuis le début de l'année et se transige à environ 12 fois les profits prévus pour 2004, un ratio qu'on pourrait qualifier de modeste.

M&T Bank, notre banque de Buffalo, continue d'améliorer l'exploitation de sa plus récente acquisition, Allfirst Financial. Au dernier trimestre, les BPA ont grimpé de 18% grâce notamment à une amélioration substantielle de son ratio d'efficacité qui est passé de 56% à 50%.

Cognex, de son côté, roule à plein régime. Au second trimestre, les revenus ont crû de 49% et les BPA de 204% (il faut noter que les résultats de 2003 étaient déprimés). Ce que j'aime de Cognex – en plus d'un management que j'admire énormément – est que la compagnie a l'équivalent en encaisse de la somme de tous les profits déclarés depuis sa création. On peut être certain ainsi que les profits ne sont pas que comptables!

Microsoft est prise aussi avec le "problème" d'avoir en liquidité presque tous les profits réalisés depuis sa création. Elle versera ainsi un dividende spécial de \$3 l'action d'ici la fin de l'année soit une redistribution à ses actionnaires de \$32 milliards. Cela correspond à environ 11% de la valeur en Bourse du titre (au moment de l'annonce).

Knight Transportation, notre compagnie de camionnage de Phoenix, a cru ses revenus de 23% et ses BPA de 29% au cours du premier semestre et ce malgré la hausse du coût du carburant. Knight continue de maintenir des marges d'exploitation trois fois supérieures à la moyenne de l'industrie. Ses dirigeants – par leur salaire raisonnable, le fait qu'ils ne se donnent pas de stock options et possèdent 36% des actions – sont clairement dans le même bateau que nous.

Finalement, un petit suivi sur Krispy Kreme, un de nos rares titres qui affichent une forte baisse cette année. Il n'y a pas eu de nouvelle majeure depuis l'annonce des résultats. À son premier trimestre de l'exercice financier 2005, les revenus ont grimpé de 24% alors que les BPA n'ont grimpé que de 11%. C'est en ligne avec les révisions de la compagnie il y a quelques mois (auquel j'avais fais écho dans un courriel spécial aux clients). Et c'est tout de même loin d'être des résultats catastrophiques même si la compagnie nous avait habitué à de meilleures marges ces derniers temps. Avec la mode du *low carb*, le secteur de la « gâterie alimentaire » est en défaveur. Aussi, il y a de la controverse sur certaines pratiques de la compagnie quant au rachat de franchisés. Pour l'instant, rien nous semble vraiment indiquer un problème majeur à long terme. Nous suivons par contre la situation de très près.

## Nos compagnies canadiennes

Trouver des compagnies canadiennes (pour nos comptes enregistrés soumis à la limite de 30% en contenu étranger) satisfaisant mes sévères critères de sélection est un défi continu et ce depuis mes tout débuts. D'abord, le marché canadien est plus de 10 fois plus petit que le marché américain. Il est donc normal d'y trouver 10 fois moins de compagnies intéressantes. Les belles compagnies c'est comme des perles : Si on ouvre 100 huîtres, on en trouve deux ou trois. Si on en ouvre 1000, on en trouve 20 ou 30.

Autre point : l'économie canadienne est plus axée sur le secteur primaire que celle des Etats-Unis (un segment souvent cyclique et infligé de caractéristiques économiques inférieures aux industries basées sur le savoir et/ou les services). Malgré tout, nous avons depuis 10 ans réussi à tirer notre épingle du jeu dans le marché canadien. Nos actions de Bombardier nous ont bien enrichi de 1993 à 1997 et celles de BMTC ont grimpé de 1200% depuis 1995. Pendant plusieurs années, nous avons aussi bien fait avec nos actions d'Uni-Sélect, Banque Scotia, Fairfax, Liquidation World, WestJet et Manulife.

En parlant de WestJet, le transporteur est affecté par la hausse du coût du carburant; son programme de « hedge » ne pouvant le protéger indéfiniment. Aussi, ses investissements massifs en nouveaux avions ont fait augmenter les charges financières. La compagnie est toujours profitable mais la croissance des revenus dans les 25% ne s'est pas traduite en une augmentation similaire des profits. Le titre en Bourse en a souffert. La situation est, selon moi, temporaire. En plus, les problèmes d'Air Canada (sans se réjouir des malheurs de personne) sont une occasion pour WestJet de continuer de prendre des parts de marché. En fait, WestJet a maintenant près de 25% du marché canadien (vols nationaux). Elle débutera des vols internationaux bientôt.

Concernant Air Canada, je ne peux m'empêcher de souligner combien le titre est sur-évalué. Considérant que les nouvelles actions vaudront une mince fraction du cours actuel, il est clair que le titre ne vaut même pas possiblement qu'un dixième de son cours de 0,50\$. Il est dommage que nous ne pouvions pas vendre le titre à découvert (impossible à emprunter). C'est ce qui serait le plus proche d'un « no-brainer » dans le marché canadien actuel.

## **Nouveaux titres canadiens**

Ayant vendu nos participations dans Inscape, Métro et JDS-Uniphase lors de la dernière année, il nous a fallu trouver des remplaçants. Et nous l'avons fait avec nos récents achats d'actions de Northbridge et du Groupe TSX par exemple.

Malgré tout, nous avons encore des liquidités dans bien des comptes RÉER, un reflet de notre difficulté à trouver des idées de placement satisfaisant nos critères. Au cours des derniers mois, nous avons épluché le marché canadien pour palier à la situation. Nous avons rencontré plusieurs compagnies et quelques unes nous semblent fort prometteuses. Certaines d'entre elles sont de taille importante, d'autres beaucoup plus petites. TSX est de la première catégorie et notre plus récent achat de la seconde.

## **Section Rouge**

Durant le trimestre, nous avons pris une très très petite participation dans une jeune entreprise québécoise : Section Rouge Média. Il y a plusieurs magazines spécialisés au Québec (et ailleurs au Canada) qui sont trop petits pour attirer les Quebecor et Groupe Transcontinental de ce monde. Et Section Rouge s'est donnée comme mission d'en consolider plusieurs – leaders dans leur marché respectif – de réaliser des économies d'échelles et d'ainsi réaliser de bons rendements sur ses capitaux propres.

Section Rouge devrait réaliser autour de \$7 millions de revenus en 2004 et être profitable (comme elle l'a été en 2003). Ce n'est pas dans nos habitudes d'investir dans un « penny stock » (nous avons payé 0,39\$ l'action en moyenne) mais comme je le dis toujours : ce

n'est pas la grosseur qui compte mais la qualité. Parfois, il est préférable d'avoir une grande part d'un petit marché qu'une petite part d'un grand marché.

Pendant plus de deux mois d'achat, nous avons accumulé l'équivalent de \$220 000 en actions. Il faut garder en perspective que ce placement risqué est minuscule (0.26%) comparé à notre actif sous gestion qui est maintenant de plus de \$84 millions. Ce montant ne correspond même pas à 1% de nos portefeuilles enregistrés (nous allons tenter de répartir également les actions achetées à travers les comptes enregistrés des clients). Mon plan de match est de participer très modestement à l'essor de l'entreprise à ses premiers balbutiements et de réinvestir du capital si, d'ici quelques années, la compagnie et ses dirigeants atteignent les objectifs fixés.

Notre horizon temporel avec ce placement est donc plus que jamais sur plusieurs années.

## Suivi sur le système informatique

Je vous avais promis un suivi sur la mise en place d'un nouveau système informatique. Malheureusement, les tests du système pilote ne nous ont pas satisfait et nous sommes donc de retour à la case départ. Nous étudions donc d'autres options.

Pour l'instant, le système de TD Gestion Institutionnelle est suffisant pour nous aider à surveiller tous les comptes de manière automatisée (entrées et sorties de capitaux) et pour faire des transactions regroupées (« bulk trade » en bon français). Nous aimerions y greffer un système d'émission automatisée de rapports et de calculs de rendements. Pour cette partie, nous continuons avec le système actuel basé sur des fichiers excel.

Autre point à saveur technologique : comme j'indique mon adresse électronique sur notre site Internet, je suis inondé de pourriels (plusieurs centaines par jour). J'ai acheté un système de filtrage mais il n'est pas à toute épreuve. Il est arrivé à de rares occasions que des courriels de clients soient filtrés. Je songe à faire refaire le site Internet (je l'ai fait moi-même) et nous pourrions parer alors au problème. Ainsi, si au bout de 24 heures, vous n'avez pas de réponse à un message électronique, n'hésitez pas à nous téléphoner.

## Assemblée annuelle des partenaires de Giverny

Encore une fois, nous préparons la tenue d'une assemblée annuelle vers la fin du mois de septembre. Nous serons probablement trois fois plus nombreux que l'an dernier. Nous pourrions la faire au même endroit – à l'hôtel Four Points à Dorval – car nous avons été très satisfaits en 2003. Nous vous tiendrons au courant dès que nous aurons pris une décision.

Comme toujours, si vous avez des questions ou commentaires, n'hésitez pas à nous en faire part. Nous répondons à tous et chacun. Et avec une garantie de 24 heures!

Bon trimestre.

François Rochon  
Président et gestionnaire de portefeuilles  
Giverny Capital Inc.