

## Rapport trimestriel – 3<sup>ème</sup> trimestre 2003 (tous droits réservés)

### Commentaires

Comme toujours, mes commentaires sur la Bourse sont minimalistes. Je laisse les prédictions sur les fluctuations de marché, des taux d'intérêt, des données économiques et des devises à d'autres.

J'aimerais par contre souligner que nos compagnies connaissent une très bonne année 2003 à date. Lors du premier trimestre je vous faisais part de la croissance des profits de nos compagnies de 18% en 2002. Je crois que la croissance de leurs bénéfices en 2003 sera supérieure. En fait, on s'enlève sur 27% en ce moment, ce qui est très satisfaisant. Et – sans compter les effets de devise – c'est presque la performance en Bourse de nos titres cette année.

Je ne le dirai jamais assez, ce n'est pas ce que fait le marché qui compte c'est que font nos compagnies car les actions ne sont rien d'autre que des parts d'entreprises. Inévitablement, nos actions en portefeuille finiront par suivre la performance économique des entreprises sous-jacentes.

### Le rôle du client

Dans mon rapport annuel 1996, j'ai écrit ces lignes :

*« Je le dis souvent, la différence entre un bon investisseur et un mauvais n'a rien à voir avec son intelligence ou son éducation. S'il a la bonne approche vis-à-vis les marchés des valeurs, un monde de richesse illimitée s'ouvre à lui. Mais avoir des clients qui partagent sa philosophie est tout aussi important. Si sa clientèle a une vision à court terme et inspecte chacune des décisions avec un oeil sceptique, les résultats en seront affectés. Entre sauver sa "job" (et son style de vie) et réaliser des rendements hors pairs à long terme, plusieurs gestionnaires choisissent la première voie. Par contre, si sa clientèle lui laisse pleine liberté d'action, les résultats peuvent être extraordinaires pour les deux parties. »*

C'est pour cela que je passe beaucoup de temps à bien expliquer mon approche pour que vous compreniez bien la philosophie de placement qui sous-tend la sélection des titres qui composent votre portefeuille. Mais, je serais un peu menteur de ne pas ajouter qu'écrire sur le placement m'aide aussi. Comme disait une amie de longue date : « Ce qui se comprend bien s'énonce clairement, et les mots pour le dire viennent aisément ».

Lors du dernier trimestre, j'indiquais que nous étions 160 partenaires (le terme "givernyen" pour client). La croissance du nombre de partenaires a été astronomique au troisième trimestre (grâce entre autres à des articles très positifs sur nous dans les médias). Nous sommes maintenant 225. Votre rôle est plus important que jamais.

## Ohio

J'aimerais partager mon dernier voyage avec vous (je me dis que c'est quand même plus intéressant que de prédire le niveau du Dow Jones dans six mois!).

En août, j'ai fait un voyage d'affaire de six jours en Ohio. Cet état américain est un important berceau du capitalisme (comme Florence l'est à la peinture). Standard Oil, dirigée par John D Rockefeller, avait son siège social à Cleveland. Cincinnati est la ville d'origine de Procter & Gamble (et aussi de Hustler mais bon c'est une autre histoire). Cincinnati est aussi la ville de Fifth Third Bank qui est – avec M&T Bank – la meilleure banque aux Etats-Unis à l'heure actuelle.

À Cleveland, je suis allé rencontré la direction de Progressive pour faire le point sur la situation actuelle. Les résultats en 2003 sont tellement spectaculaires (une ratio combiné de 89% au dernier trimestre) qu'il est normal de se demander si la compagnie pourra maintenir ce rythme de croissance. Et, avec Tom Forrester, le VP finance, nous avons fait le tour de la question et nous avons aussi parlé de la compétition. Je suis revenu confiant que Progressive reste la meilleure compagnie d'assurance auto aux Etats-Unis. La légendaire compagnie GEICO, division de Berkshire Hathaway, n'est pas bien loin par contre.

À Cincinnati, j'ai eu la grande chance de passer du temps avec Brad Kinsler, le président de Fechheimer Brothers, une division de Berkshire. M. Kinsler a été nommé PDG par Warren Buffett, une des rares occasions où Monsieur Buffett a fait des changements de management à la tête d'une de ses divisions. Comme Fechheimer est une entreprise privée, M. Kinsler n'avait aucune obligation à me recevoir et il l'a fait de bon cœur pour discuter de son industrie, soit celle de la vente et location d'uniformes (policier, gardien de prison, employé d'hôtel, etc.). Je suis la compagnie Cintas, le plus gros joueur de l'industrie, depuis des années et je voulais avoir l'opinion de M. Kinsler sur l'entreprise et du positionnement concurrentiel de tous les joueurs. J'en suis sorti avec une compréhension des plus claire de l'industrie et de Cintas.

C'est grâce à Robert Miles (l'auteur du livre « The Warren Buffett CEO ») que nous avons pu rencontrer M. Kinsler et je l'en remercie publiquement.

Et finalement, je suis allé à Dayton, la ville où fut construite la plus grande usine de National Cash Register (NCR aujourd'hui) au début du siècle dernier. Pendant mon voyage, je lisais un livre fascinant qui s'intitule : « *Before the computer* » et qui relate l'histoire des compagnies à l'avant garde de la technologie de 1900 à 1950. J'y ai appris que cette usine fut l'incubateur des compagnies de haute technologie comme on les connaît maintenant.



L'usine NCR à Dayton en 1915

En effet, au début du XX<sup>ème</sup> siècle, le niveau de créativité permis aux employés était plutôt faible. Et John Patterson, le fondateur de NCR, fut un pionnier en encourageant la créativité, la recherche et développement et bien d'autres concepts aujourd'hui considérés comme la pierre angulaire des compagnies dont le principal actif est le savoir faire des employés. Un des directeurs de NCR, M. Thomas Watson Jr., est né à Dayton et fut formé dans la culture de M. Patterson. Il devint président de IBM en 1952 et fit de l'entreprise un titan de la haute-technologie pendant trois décennies,



Tom Watson Jr, PDG de IBM (Source : Time du 28 mars 1955)

J'espérais donc visiter cette légendaire usine de Dayton dont le livre fait mention à plusieurs reprises. Mais il n'en reste presque rien et je me suis contenté d'aller visiter le musée de Dayton où il y avait de belles œuvres d'artistes comme Sam Francis, Andy Warhol et Frank Stella. Ça valait donc la peine de faire le détour!

## La haute technologie

Lire le livre mentionné ci-haut m'a ouvert les yeux sur un phénomène que je connaissais déjà mais peut-être pas dans toute son ampleur : Combien il est difficile de rester une compagnie de haute technologie dominante. En 1910, les trois compagnies qui dominaient la technologie de l'époque (soit le marché des dactylos et des machines à compter mécaniques) étaient Burroughs, NCR et Remington Rand. En 1960, c'étaient IBM, Univac et Digital Equipment . Et il n'y a pas si longtemps, Motorola et Compaq étaient des compagnies qui semblaient indélogeables.

Lors de mon dernier rapport annuel, je vous ai parlé de mon achat de Sun Microsystems en 1994 et de ma décision de vendre en 1997 basée sur des craintes que leurs produits deviennent dépassés dans un avenir rapproché. En ce moment, l'avenir de Sun semble plus incertain que jamais. Pourtant, il n'y a pas si longtemps (trois ans), Sun était perçue par Wall Street comme étant une entreprise vouée à un grand avenir (comme en témoignait son ratio cours-bénéfices de 100 fois).

Malheureusement, je ne suis pas à l'abri de telle menace. J'avais pris une petite participation, en 2001, dans l'entreprise Vitesse Semiconductor qui a subi un sort similaire à Sun ces derniers mois. Il semble que la gamme de semi-conducteurs dans laquelle la compagnie avait un niveau de domination élevé (à base de gallium arsénique!) soit révolue. Et malgré de nouveaux produits qui ont pris la relève, il est fort probable que l'entreprise ne reviendra pas la compagnie exceptionnelle qu'elle était quand j'ai commencé à la suivre en 1998. J'ai donc vendu (à perte).

Est-ce que cela veut dire que nous devrions éviter en général la haute technologie pour autant? Je ne crois pas. D'abord, tous les secteurs du capitalisme sont mus par des forces de changement extrêmement dynamiques. Comme je dis toujours : la seule chose d'immuable en affaire c'est le changement. Par contre, il faut avouer que l'industrie des semi-conducteurs et des ordinateurs change plus rapidement que celles des boissons gazeuses et des rasoirs. Il faut donc ne pas croire illusoirement que des entreprises comme Cisco et Intel sont indestructibles malgré leur domination actuelle respective et leur bilan digne de Fort Knox. Il faut garder un œil averti sur tous les compétiteurs et se tenir au courant des changements dans l'industrie. Il faut surtout s'assurer que les dirigeants sont aptes à prendre les décisions difficiles qui s'imposent.

Comme dirait Tom Watson Jr : c'est à nous de rendre nos produits d'aujourd'hui dépassés. Car si nous ne le faisons pas, quelqu'un d'autre le fera!

Ce qui m'amène à parler d'un phénomène intéressant ces jours-ci : l'idée avancée par plusieurs que nous sommes à nouveau dans une bulle technologique. Ceux qui ont suivi de près les évaluations de 1999-2000 savent qu'on est loin – mais très loin – de ces niveaux. Prenons par exemple Intel. La compagnie a réalisé des bénéfices par action (BPA) de 1,65\$ US en 2000 et devrait réaliser cette année environ 0,80\$. Ainsi le P/E du titre (à son cours actuel de 29\$) est de 38 fois. Mais est-ce que la rentabilité d'Intel en 2003 est réellement un reflet de sa capacité bénéficiaire à long terme? Je ne crois pas. Intel peut réaliser environ 2,00\$ de BPA d'ici 4 ans et donc pourrait se transiger à \$40 l'action. Parler de surévaluation au cours actuel est, selon moi, simpliste. Il y a trois ans, le titre avait dépassé les 70\$.

### Est-ce le temps d'investir?

Comme mentionné plus haut, nous avons plusieurs nouveaux partenaires. Et la question que nous nous sommes fait poser à plusieurs reprises est celle-ci : « J'aime votre philosophie mais est-ce le bon temps pour investir ? ». Je pourrais sembler peu objectif en répondant à cette question (je veux clairement plus d'actifs sous gestion!). Mais je me suis posé la question si souvent dans les premières années que j'ai compris quelque chose

de capital : **On ne peut pas prédire quand ce sera le meilleur temps pour investir et souvent le plus grand génie en Bourse est de tout simplement y être présent.** Le raison pour laquelle la très grande majorité des investisseurs ne font pas mieux que les indices s'explique par le fait qu'ils essayent de « timer » leur entrée et sortie en Bourse.

La clé est d'acheter des entreprises supérieures à la moyenne et d'être discipliné sur le prix payé. Par exemple, j'ai été interviewé à radio-Webfin une semaine après les attentats du 11 septembre (c'est disponible sur notre site Internet). Et évidemment, la morosité était grandement présente.

J'ai donné comme exemple de titre intéressant American Express. Le titre avait été « downgradé » par Wall Street ce jour là et était en forte baisse. American Express avait glissé d'un haut de \$60 en 2000 à \$25 ce jour-là. Étant actionnaire depuis 1995, je connaissais bien la compagnie et il me semblait qu'elle pouvait réaliser 2\$ de BPA en 2002. Ainsi, American Express se transigeait en Bourse à seulement 12 fois les profits, un importante escompte vis-à-vis le S&P 500.

Deux ans plus tard, le titre a bien fait (+75%) malgré que le S&P 500 a fait du surplace :



Si dans l'immobilier les trois règles d'or sont Emplacement Emplacement Emplacement, dans l'investissement elles seraient : Sélection Sélection Sélection.

François Rochon  
Président et Gestionnaire de portefeuilles  
Giverny Capital Inc.