

Rapport trimestriel – 2^{ème} trimestre 2003 (tous droits réservés)

Commentaires

Il y a quelques mois j'avais écrits cette phrase : *Selon moi, le premier ingrédient pour s'enrichir en Bourse est d'être toujours présent en Bourse. Tenter de prédire les cours boursiers est un exercice futile.* Quoiqu'il ne faut jamais se réjouir trop vite, force est de constater que ceux qui ont paniqué lors de la « crise de l'Irak » en début d'année ont manqué l'importante hausse des cours des derniers mois.

Mais je suis fier de vous annoncer qu'aucun client de Giverny (nous sommes maintenant 160) n'a vendu durant la « crise ». Au contraire, plusieurs d'entre vous ont ajouté de l'argent à leur portefeuille (une pratique que j'encourage grandement). Je suis convaincu que peu de firmes de gestion de portefeuilles peuvent se vanter de cela au cours derniers mois (notez que je ne fais pas l'éloge de la firme mais de la clientèle!).

Le dollar

La hausse des cours aux Etats-Unis a été pour plusieurs d'entre nous assombrie par la force du dollar canadien. Il faut par contre vite noter que par rapport aux autres devises, notre dollar n'a pas vraiment bougé. C'est donc plus la faiblesse du dollar américain que la force du dollar canadien qui a causé une variation de 14% de notre devise en quelques mois. Si nos titres continuent de bien faire dans le futur – et que la devise reste au niveau actuel – cela n'a de conséquence pour nous qu'à une seule reprise. Par exemple, sur cinq ans, disons que nos titres font 15% par année (100% au total) et que le devise a retranché 14% au total à ce gain, il nous reste un rendement d'environ 12% annualisé.

Mais un « effet unique » n'est pas le lot de nombreuses compagnies canadiennes exportatrices. Je ne suis pas un expert en macro-économie mais clairement un dollar à \$0.73 US est mauvais pour bien des compagnies canadiennes. Imaginons qu'une compagnie réalise 60% de ses revenus aux Etats-Unis : du jour au lendemain, ses revenus baissent de 8%. Si tout est fabriqué au Canada (de la matière première à la main d'œuvre), il est impossible de réduire les coûts en conséquence rapidement : les marges chuteront inévitablement.

Certaines de nos entreprises canadiennes sont sensibles à la hausse du dollar; je pense à Mega-Bloks ou à Inscope. Des entreprises comme Fairfax, BMTC, Richelieu et Westjet ne devraient pas être trop affectées par contre. Mais la prudence vis-à-vis les titres canadiens me semble grandement de mise (comme toujours en fait!).

Certaines personnes remettent en question l'achat de titres US en raison de la hausse de la devise. Je crois que c'est une manière à court terme de regarder les choses. Les variations des devises sont hautement imprévisibles et ne devraient pas entrer en ligne de compte pour choisir des titres (à moins d'investir dans des pays à devise instable).

L'attitude d'un gestionnaire de portefeuilles devraient ressembler à celle d'un directeur général d'une équipe de hockey : Il faut chercher les meilleurs joueurs au Monde peu importe leur nationalité. Notre but est de mettre les 20 meilleurs joueurs possibles sur la glace. Et en cette époque de notre civilisation, les meilleurs joueurs corporatifs sont domiciliés en grande majorité aux Etats-Unis. Il n'y a pas d'équivalent de Wal-Mart, Microsoft, Procter & Gamble ou Coca-Cola ni au Canada ni dans le reste du Monde.

Et aux Etats-Unis, les profits des compagnies continuent de s'améliorer et le gouvernement a créé un environnement extrêmement propice au retour de la croissance économique (faiblesse de la devise, des taux et des impôts). Et plus important encore, je peux vous dire que nos compagnies vont bien! Il est tôt encore dans l'année, mais tout semble tendre vers une croissance de 25% de nos bénéfices propres (les bénéfices sous-jacents de nos entreprises voir la définition dans le rapport annuel).

Rendements audités par Price Waterhouse Coopers

Ayant 10 ans de rendements accumulés pour les 5 portefeuilles familiaux que je gère (mon argent principalement), j'ai décidé de les faire auditer par Price Waterhouse Coopers. J'ai divisé les portefeuilles en deux groupes : le portefeuille Giverny RÉER et le portefeuille Giverny International (les comptes hors-RÉER). Finalement, le portefeuille Giverny Global est simplement la combinaison des deux portefeuilles. Les rendements RÉER et hors-RÉER ont été assez similaires au bout du compte (autour de 20% par année) même si les différences de rendement entre les deux, sur une année, peuvent être importantes!

Ainsi, Giverny Capital offre deux produits différents : la gestion de portefeuilles pour les RÉER, basé sur le portefeuille Giverny RÉER, et la gestion de portefeuilles de comptes hors-RÉER, basé sur l'autre. Il peut y avoir des titres en commun (comme les titres US du RÉER) entre les deux portefeuilles mais en général, le portefeuille International a peu de titres canadiens (voir l'analogie plus haut avec les directeurs généraux de club de hockey!). Comme toujours, puisqu'il ne s'agit pas ici de fonds mutuels, il peut y avoir des légères différences entre les titres des portefeuilles de chaque client et celui du portefeuille Giverny selon principalement le moment où ils sont devenus clients.

Fairfax Financials

Parmi les titres canadiens des portefeuilles RÉER, celui qui a vraiment fait les manchettes ces derniers mois est Fairfax Financials. Le fait que BMTC ait passé de \$1.75 à \$18.50 en 8 ans n'a jamais vraiment attiré l'attention des médias (quoique ça commence depuis quelques mois!). Par contre, les péripéties de Fairfax ont fait la manchette à profusion et le titre a été d'une volatilité incroyable. Et j'ai reçu un grand nombre de courriels sur le sujet! Cela mérite quelques lignes pour faire le point.

D'abord un peu d'histoire. Fairfax Financials a été mise en place par Prem Watsa au milieu des années 80. M. Watsa est un admirateur des investisseurs « de valeur » comme Ben Graham, John Templeton et Warren Buffett. Comme Berkshire Hathaway, il a décidé d'acquérir des compagnies d'assurances et d'investir le « float » des primes à la Bourse. Et sur 12 ans, de 1986 à 1998, les profits par action ont cru de 2400% (30% par année). J'ai entendu parler de la compagnie une première fois vers 1995 par Bernard

Mooney. Un an plus tard, j'ai décidé d'acquérir des actions (vers \$170 il me semble). Et la compagnie a continué de bien faire et son titre a même touché les \$600 à la mi 1998. La compagnie a souvent fait des acquisitions par le passé mais en 1998, la bouchée a été trop grosse. Fairfax a fait l'acquisition de compagnies de taille importante qui avaient des difficultés majeures. Pire, la compagnie s'est endettée pour les faire. Les profits ont commencé à en être affectés et j'ai décidé de vendre en 1999 à environ \$350. Comme je dis souvent : plus de compagnies meurent d'indigestion que de famine.

Mais j'ai toujours continué de suivre la compagnie de loin. Et les problèmes n'ont fait qu'empirer de 1999 à 2001. Par contre à la fin de 2002, les résultats s'amélioraient de manière spectaculaire. Prem Watsa a en effet fait des changements importants chez les entreprises acquises et le pire semblait passer. Un ami de Toronto, John Zemanovich, a été durant des mois à me parler du revirement de Fairfax. Et force a été de constater que le fondamental était de plus en plus solide malgré que la dette restait importante. Bernard et moi avons donc repris le temps d'analyser en profondeur cette complexe entreprise.

Fairfax me semblait un choix judicieux pour les portefeuilles canadiens. À \$120 en novembre 2002, le titre se transigeait à la moitié de sa valeur au livre et à 5 fois les profits. Il me semblait que la marge de sécurité était suffisante malgré les risques non négligeables. J'ai commencé à racheter des actions. Mais quelques semaines après, des rumeurs d'insolvabilité ont commencé à émerger de Wall-Street et le titre a reculé à \$75 (il a même touché \$57 une journée de grande panique). J'ai appelé John pour savoir s'il était au courant des allégations et il m'a assuré que tout lui semblait correct même si il y a toujours une part d'inconnue dans tout achat de titres de compagnies publiques. Je lui ai demandé de m'organiser une rencontre avec Prem Watsa, ce qu'il a fait. Et je vous ai déjà tenu au courant des résultats de la rencontre. J'ai été grandement impressionné par M. Watsa mais aussi par son équipe (dont les gestionnaires de Hamblin Watsa). J'ai aussi eu la chance de rencontrer Francis Chou, un directeur de Fairfax mais aussi un investisseur qui a un style légèrement différent du mien mais qui a toute mon admiration.

À mon retour, j'ai continué à acheter des actions de Fairfax tout en limitant à 4% la pondération des portefeuilles. Comme avec Level 3 Communications, je réalisais que le potentiel important était accompagné d'un risque plus élevé qu'à l'accoutumée. Et la compagnie a fait tout ce qu'elle a pu ces derniers mois pour « réaliser » la valeur de l'entreprise en faisant une restructuration corporative (quelques spin-offs). Et lentement d'abord, le titre est revenu à son cours de novembre puis a commencé à grimper pour toucher \$231 au moment où j'écris ces lignes, soit trois fois le niveau d'il y a quelques mois! Et quel ne fut pas mon étonnement quand Prem Watsa a annoncé en juin son intention d'acheter 250 000 autres actions à environ \$200. On a beau être habitué, la Bourse continue toujours à nous surprendre.

Il est évidemment tôt pour se réjouir, Fairfax n'est pas totalement sorti du bois! Mais il y a quelques conclusions à tirer des derniers mois. La première – un fait que je connais depuis longtemps – c'est que les cours boursiers peuvent être grandement volatils et peu rationnels sur une courte période. La seconde, c'est que ce n'est pas parce qu'un titre est sous-évalué qu'il ne peut pas baisser de 50% sur une courte période. Et au creux de février, la peau de Fairfax ne valait pas chère de l'opinion de plusieurs. Forbes a d'ailleurs publié un article extrêmement négatif sur l'entreprise à ce moment là. Dans de

telles périodes, Peter Lynch aimait dire que le plus important organe n'est pas le cerveau mais l'estomac!

Titres de haute technologie

L'achat d'actions de plusieurs entreprises technologiques lors des deux dernières années commence à porter ses fruits. Des titres comme ceux de Intel, Cognex, Cisco Systems et Applied Materials ont bien fait durant le trimestre. Le fondamental n'est pas encore au rendez-vous mais il ne faut jamais oublier que la Bourse a souvent six mois à un an d'avance sur les fondamentaux, particulièrement aux Etats-Unis. Il y a beaucoup de « pent-up demand » dans l'industrie du PC et le revirement à venir dans l'industrie pourrait en surprendre plusieurs. Si j'avais à traduire l'expression « pent-up demand », je dirais : « Demande cumulative non satisfaite » (ce n'est pas un terme de sexologie). Dans ce cas-ci, ce sont des ordinateurs qui selon la tendance à long terme et les besoins des utilisateurs auraient dû être vendus lors des dernières années mais dont les achats ont été reportés ultérieurement pour des raisons économiques. Quand l'optimisme corporatif reviendra, une grande quantité d'entreprises moderniseront leurs lignes d'ordinateur et Intel (et d'autres) sera là pour en profiter.

Perspectives

Il y a deux facteurs importants dans l'évaluation d'une action en Bourse: les profits par action de la compagnie et le cours-bénéfices (P/E) auxquels ils sont capitalisés par le marché des valeurs. Le P/E est lié à deux choses : les taux d'intérêts et les perspectives de croissance des profits. En ce moment, les profits des compagnies en 2003 sont en hausse (j'estime autour de 8-9% pour le S&P 500 et plus de 20% pour nos entreprises). Et les taux d'intérêts à long terme sont autour de 5% (ce qui justifierait des P/E moyens de 20x). Le S&P 500 est à environ 19x et nos titres à environ 20x. Le marché me semble donc ni sous-évalué (comme il l'était il y a quelques mois) ni surévalué. Ainsi, si les compagnies du S&P 500 continuent de croître leurs profits à 6-7% par année, avec le dividende de 2%, le rendement des actions lors des prochains cinq ans devraient être autour de 7-9% par année.

Et si nos compagnies continuent d'afficher des résultats supérieurs, leurs titres devraient en faire de même (sans compter une possible expansion de leur P/E). Mon objectif est d'identifier des compagnies qui auront une croissance de leurs profits de deux fois la moyenne soit 12-15% par année. C'est de cette manière que je compte atteindre mon objectif de continuer de faire 5% annuel de mieux que les indices à long terme.

Nous continuons donc à concentrer nos efforts à sélectionner ces rares entreprises qui maintiendront des rendements supérieures à leurs consoeurs et à tenter de profiter des sautes d'humeur d'un marché boursier maniaco-dépressif – pour utiliser l'analogie décrite par Benjamin Graham en 1949 dans son livre l'Investisseur Intelligent – pour les acquérir à de bons prix.

François Rochon
Président et gestionnaire de portefeuilles
Giverny Capital Inc.