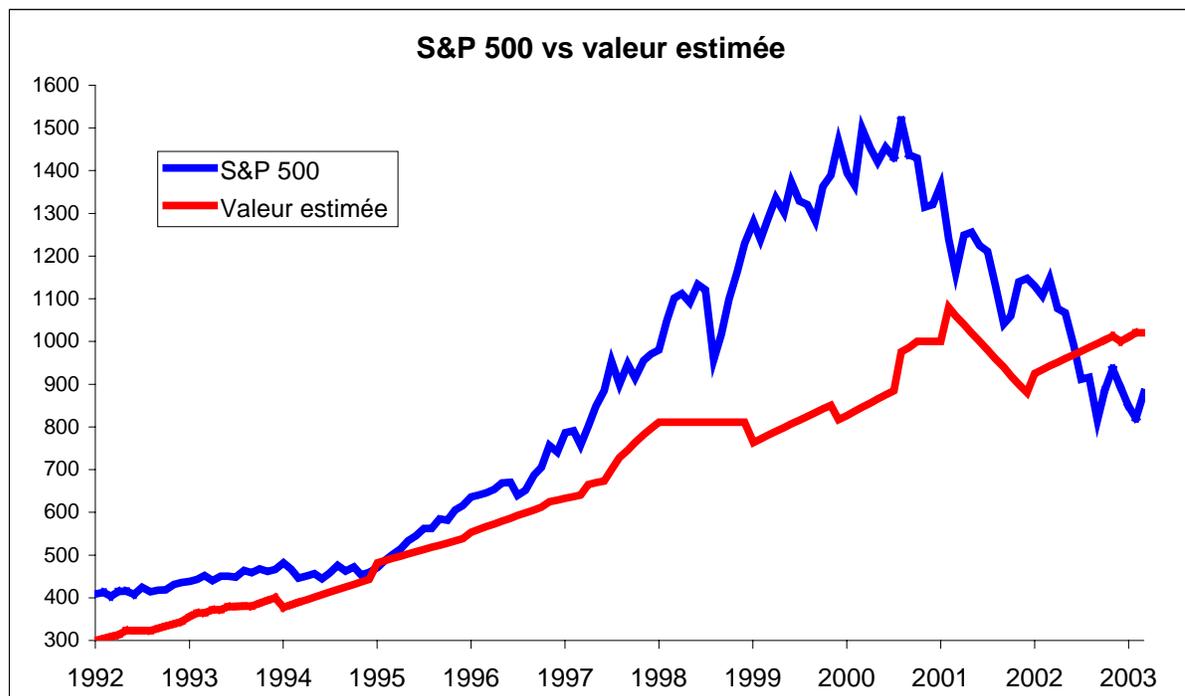


Rapport trimestriel – 1^{er} trimestre 2003 (tous droits réservés)

Commentaires

Comme vous savez, je ne fais pas de prédictions boursières (encore moins des prédictions de nature géopolitique). Pour moi, investir en Bourse c'est acquérir des parts d'entreprises, rien d'autre. Si le choix des entreprises est sage, la performance boursière du portefeuille sera en conséquence.

Je fais tout de même l'exercice d'évaluer grossièrement le niveau des principaux indices à intervalles réguliers. Sur le graphique ci-dessous, on peut voir que le S&P 500 s'est éloigné dangereusement de sa « valeur » sous-jacente (telle qu'estimée par votre humble serviteur) de la fin 1998 au début 2000. Pour arriver à une valeur estimée pour le S&P 500, je fais une moyenne des profits des compagnies du S&P 500 que je capitalise selon les taux d'intérêt 30 ans des obligations gouvernementales. On peut conclure que la baisse des dernières années n'est qu'un juste retour à la normale (aussi souffrant soit-il). Il est à noter aussi que depuis juin dernier, le niveau boursier du S&P 500 semble inférieur à sa valeur intrinsèque. L'écart s'est même accentué ces derniers mois.



Évidemment, il est possible d'obtenir de bons rendements même durant un marché baissier si une sélection de titres effectuée avec circonspection guide le gestionnaire dans ses stratégies d'investissement. De 1999 à aujourd'hui, le portefeuille Giverny a réalisé

un rendement total de 39% (8% par année) alors que le S&P a baissé de 28% (-7% par année).

Mais c'est bien beau le passé, ce qui compte évidemment c'est le futur. Il est donc important de se concentrer sur la performance intrinsèque de nos entreprises et surtout sur leurs perspectives sur cinq ans. Sur ce point, en général, les données fondamentales de nos entreprises continuent d'être très solides. Et même, elles s'améliorent depuis quelques mois.

Performance économique de nos compagnies au 4^{ème} trimestre

Nos compagnies ont connu une bonne année en 2002. À part nos titres technologiques (environ le quart du portefeuille), la croissance des bénéfices par action (BPA) de nos entreprises a été très forte (dans bien des cas plus de 30%). J'ai pris tous nos titres et calculé leur performance économique en 2002 et au 4^{ème} trimestre. La médiane est une croissance des BPA de 18% en 2002 (tel que prévu dans le rapport annuel) mais surtout de 27% pour le quatrième trimestre.

Certaines de nos plus petites participations ont connu par contre une année 2002 épouvantable. Ce sont surtout les plus petites de nos entreprises oeuvrant dans le monde de la technologie. Vitesse Semiconductor et Optimal Robotics par exemple ont des problèmes majeurs et ne sont plus profitables. Et ce n'est pas clair si leur performance économique s'améliorera dans le futur (voilà possiblement déjà du "matériel" pour la section *Erreur du Jour* de mon prochain rapport annuel). Mais dans l'ensemble, nos compagnies ont crû leur valeur intrinsèque par environ 18% lors des 12 derniers mois ce qui est très satisfaisant. Cela explique notre surperformance boursière par rapport au S&P 500 durant cette période.

Il serait évidemment peu réaliste de croire que nos entreprises peuvent maintenir une telle croissance de leur valeur intrinsèque à long terme. Mais je crois qu'elles possèdent globalement des caractéristiques fondamentales leur permettant de croître à des ratios deux fois supérieurs à la moyenne, c'est à dire 12-14% par année. Si elles y arrivent, notre portefeuille devrait suivre! À long terme, la Bourse finit TOUJOURS par refléter, tel un miroir, la valeur des entreprises sous-jacentes aux actions.

Bon j'en ai déjà trop dit! Sans plus tarder, comme promis, passons à **vos** questions :

Questions des clients

1- Plusieurs analystes et commentateurs financiers semblent dire que nous sommes dans un « bear market » séculaire qui durera au moins dix ans et que nous sommes au début de celui-ci. Qu'en pensez-vous?

D'abord après trois années de baisse, d'environ 50% au total pour le S&P 500, il est difficile de croire que nous sommes au *début* d'un marché baissier. Les actions ont baissé principalement parce qu'elles étaient trop chères de la fin 1998 au début 2000 (voir plus haut). Mais si les compagnies continuent à croître leurs profits de 5-7% par année dans la prochaine période quinquennale, et qu'on y ajoute un dividende de 2%, on arrive

à un rendement annuel de 7-9% par année. Et ce sans compter une possible expansion du ratio cours bénéfices moyen.

Il y a quelques années, on pouvait lire que nous étions dans une nouvelle ère de croissance, que l'on avait vaincu les cycles économiques et qu'avec des « babyboomers » épargnants pour leur retraite, la Bourse serait dans un *bull market* pour un autre 10 ans. Il est fort possible que ce sont les mêmes « experts » qui prédisent aujourd'hui un long *bear market*. En fait, bien des chroniqueurs ne font qu'extrapoler dans le futur immédiat, les quelques dernières années. Mais comme dirait le légendaire Peter Lynch : « On ne peut voir le futur avec un rétroviseur ».

Je ne fais pas de prédictions mais j'ose avancer que si les compagnies augmentent leurs profits de 6% par année dans la prochaine décennie, les actions en général grimperont de 6% par année (sans compter les dividendes).

Il est intéressant de noter que si le S&P 500 retourne à son haut de mars 2000 (c.a.d. 1570) en 2010, ce serait l'équivalent d'un rendement de 9% par année à partir d'aujourd'hui. Avec le dividende, on aurait un rendement dans les deux chiffres. Vu sous cet angle, le marché n'aura en effet rien fait pendant les 10 années de 2000 à 2010, à part le dividende. Mais comme le marché a baissé de 50% déjà, une telle conclusion est futile. La bonne question à se poser est: « Où mon capital sera-t-il le mieux investi à partir d'aujourd'hui ».

2- Quel sera l'impact de la comptabilisation des *stocks options* comme dépense ? Comment nos compagnies en seront-elles affectées ? À long terme, croyez-vous que les compagnies de haute-technologie auront des problèmes à recruter des employés qualifiés si elles réduisent le niveau des options?

Bon, il y a trois questions ici. D'abord, selon moi, l'impact de la comptabilisation des options sera significatif mais pas majeur. Je lis bien des rapport annuels et l'impact sur les bénéfices des entreprises dans leur ensemble serait dans les 5-6% selon moi. Quant à nos compagnies, en moyenne, cela devrait être un peu moins. Car, dès mes débuts, j'ai toujours eu un faible pour les compagnies qui avait un programme d'options modeste.

Mais pour certaines de nos compagnies technologiques comme Cisco, Cognex et Microsoft, l'impact est important. Il faut réduire en conséquence le niveau des profits des entreprises (un exercice que j'ai toujours fait). J'en ai déjà discuté avec le président de Cognex et vous avez raison de souligner que les options sont un "appât" pour attirer les meilleurs scientifiques. D'un autre côté, le nombre d'employés d'entreprises technologiques qui ont été remerciés depuis deux ans est astronomique et cela devrait drastiquement réduire le problème de pénurie de main d'œuvre dans ce secteur qui était si présent il y a trois ans.

3- Peux-tu nommer tes 3 compagnies canadiennes et américaines favorites pour les années à venir ?

En fait, toutes mes compagnies sont des "favorites" (je ne vois pas pourquoi j'achèterais des actions d'une compagnie que je n'aime pas!). Pour répondre à la question plus précisément, si vraiment je n'avais que 3 titres canadiens à posséder ce serait : BMTC,

Gennum et Mega Bloks. Aux Etats-Unis, ce serait M&T Bank, Cognex et Health Management Associates. Mais ça n'enlève rien à nos autres entreprises.

4- Est-il possible que je t'ai lu dire que tu pourrais vendre des actions de BMTC pour éviter d'en détenir trop dans ton portefeuille? Pourtant j'aurais pensé que ta stratégie à long terme aurait été de laissé croître tes titres gagnants

Vous avez raison de dire que bien des grands investisseurs ont su garder leurs gagnants sur une très longue période et ce malgré qu'ils devenaient un important poids dans leur portefeuille. Dans le portefeuille Webfin, le titre BMTC a en effet représenté à un point 20% du capital, puisqu'il a presque quadruplé en trois ans. J'ai une règle de ne pas investir 10% du portefeuille dans un titre (au coût) et de réduire légèrement une fois que le niveau du 20% (au marché) est franchi. Il me semble que si je réduis un titre de 20% du portefeuille à 15%, clairement je crois que c'est toujours un bon placement. Et c'est un cas par cas; peut-être qu'un jour je ferai une exception.

5- Moi, j'aimerais bien avoir un résumé des points importants que vous avez abordés avec le président de Fairfax. Cela pourrait nous rassurer moi et bien d'autres investisseurs je crois.

Fairfax est une entreprise complexe. Et après tous les scandales et mauvaises surprises qui ont affligé les investisseurs depuis deux ans, ils sont vite à tirer sur la gâchette! Cela explique qu'un simple rapport d'analyste sur une possibilité de réserve inadéquate ait fait chuter Fairfax de moitié en quelques jours. C'est drôle (enfin d'un certain point de vue) car quelques jours après, l'analyste qui avait avancé que la compagnie avait un "trou" de \$3 milliards dans ses réserves a révisé à \$1 milliard son chiffre (mais ce second rapport est passé inaperçu).

Le problème avec plusieurs des réserves en question c'est qu'elles proviennent d'acquisitions faites il y a quelques années (comme Crum & Forster) et il est difficile d'avoir une idée des dangers réels. Même la compagnie ne peut être à 100% certaine que le tout sera conforme à la réalité future. La direction de Fairfax me semble conservatrice en général dans ses réserves mais rien ne dit que les dirigeants passés de Crum & Forster l'étaient autant.

J'ai eu une longue discussion avec Prem Watsa (un privilège rare car Fairfax n'est pas très loquace avec la communauté financière). Je crois que c'est un homme honnête qui a fait des erreurs et qui en a appris bien des leçons. Le principal changement dans son attitude a été d'engager des PDG très compétents (à plus grand prix qu'avant) pour diriger les différentes divisions dont Crum & Forster. Aussi, l'exploitation de TIG a été discontinuée ce qui règle bien des problèmes. Clairement, le fondamental de Fairfax est le meilleur qu'il a été depuis quatre ans...malgré que le titre se transige à une fraction du prix de 1999.

Un autre point important est qu'une importante partie de la valeur de Fairfax réside dans le "float" (c.a.d. les primes d'assurances qu'elle investit en attendant les réclamations). C'est un montant d'environ \$650 par action. Si l'exploitation d'assurance continue à réaliser un ratio de 100%, cela veut dire qu'un rendement de 7% du float générerait \$45 par action. Si on soustrait environ \$15 pour le service de la dette, on arrive à \$30 de

BPA. Le titre en Bourse se transige donc à environ 3 fois la capacité bénéficiaire de l'entreprise (mais je tiens à souligner que les incertitudes liées aux réserves rendent le titre risqué malgré sa très faible évaluation boursière).

Évidemment, le 7% de rendement sur le *float* est une grosse commande dans notre environnement de taux d'intérêt bas. Et c'est là que réside, selon moi, la force de Fairfax. La division de gestion de portefeuilles, Hamblin Watsa, est entre de très bonnes mains. J'ai été dîné avec deux des gestionnaires de HW et ils ont une approche semblable à la mienne dans la sélection de compagnies (en fait, un des gestionnaires m'avait écrit auparavant pour me dire combien nos choix de titres étaient similaires). En 2002, ils ont réalisé un rendement de 25% sur leur portefeuille d'actions grâce surtout aux "put" (options de ventes) sur le S&P 500 qu'ils avaient depuis quelques années et qu'ils ont réalisé (vendu) en 2002. Aussi, ils ont fait un placement très brillant dans une firme d'assurance que je suis de près, *White Mountains Insurance*. En fait, le rendement du *float* depuis trois ans est exceptionnel : 12%, 7% et 11%.

Donc, à moins de catastrophes dans les réserves, tout me semble bien en place pour que Fairfax connaisse de bonnes années dans le futur.

6- Dans son plus récent rapport annuel, Warren Buffett a décrit les produits dérivés comme des "armes de destructions massives". Pourriez-vous nous expliquer le sens de cette phrase et nous dire si à votre avis les compagnies de notre portefeuille sont à l'abri de ce problème?

Ce que M. Buffett dit est qu'il existe un danger non négligeable que le système de courtage de produits dérivés traverse une crise qui affaiblirait gravement plusieurs des participants. Et cela pourrait avoir des répercussions sur toutes les compagnies impliquées de près ou de loin. J'ai toujours voulu me tenir loin des compagnies qui sont liées aux marchés des produits dérivés. Mais certaines de mes entreprises en ont été affectées par le passé (à ce jour d'une manière assez bénigne) comme American Express. Il y a trois ans, j'ai vendu nos actions de Fannie Mae et de Freddie Mac parce que j'avais de plus en plus de difficulté à bien évaluer leur niveau de profitabilité. Dans le cas des banques comme M&T et Fifth-Third, j'ai confiance que leurs dirigeants sont conservateurs et prudents.

Donc en général – sans me croire immunisé – je crois que nos compagnies se tiennent assez loin de cette foire à la spéculation. Ceux – nombreux en ce moment – qui investissent dans des fonds « hedge » sont bien plus à risque que nous.

7- Dans un marché baissier comme l'a connu le Japon ces dernières années, un gestionnaire de très grand talent qui aurait eu une philosophie de placement similaire à la vôtre aurait-il pu connaître du succès ou aurait-il été ruiné?

Expliquer les problèmes du Japon serait long et complexe. Je vous réfère au livre "Beating the Street" de Peter Lynch où il explique la manière dont les compagnies se transigent à la Bourse du Japon et pourquoi il n'a jamais investi dans ce pays.

Je crois qu'il est simpliste et irréaliste de comparer la situation au Japon depuis 1989 avec celle des États-Unis comme certains chroniqueurs se plaisent à le faire. La principale

différence est dans la culture de gestion des entreprises. À regarder la profitabilité et les bilans de plusieurs compagnies japonaises, aucune ne satisferait ma philosophie de placement. Les marges et le rendement de l'avoire sont très faibles (il est rare de trouver un rendement de l'avoire de plus de 10% alors que mon minimum est de 15%). Aussi, le niveau de dette est souvent astronomique. Et un beau bilan est un critère très important. Donc, pour répondre à votre question, un gestionnaire avec réellement ma philosophie de placement n'aurait probablement pas investi dans beaucoup d'entreprises japonaises. Mais je n'ai pas regardé en détail, qui sait si on ne pourrait pas trouver de joyaux cachés ?

8- Y a-t-il eu une nouvelle sur Progressive (PGR) pour expliquer son ascension des dernières semaines ?

J'ai commencé à acheter des actions de Progressive en 1999. Je vous invite à lire mon rapport annuel de cette année là – disponible sur notre site Internet – pour connaître les raisons de mon intérêt initial (j'en reparle aussi dans les rapports annuels 2001 et 2002). La compagnie a eu d'excellents résultats depuis : Les profits ont atteint des niveaux records et le titre a bien reflété cet état chose en triplant sur trois ans. En février dernier (la compagnie donne ses résultats mensuellement), les primes ont cru par plus de 30% et le ratio combiné est baissé sous les 90%, une performance tout simplement ahurissante. Générer une forte croissance avec de meilleurs marges, c'est un exploit assez rare, surtout ces temps-ci. La hausse du titre me semble donc justifiée.

9- Votre évaluation est très bonne quand à l'achat de bonnes compagnies à un bon prix. Quelle est votre stratégie pour la vente?

Je vends un titre pour une de ses quatre raisons :

- Je m'aperçois que j'ai fait une erreur dans l'analyse de la compagnie.
- Le fondamental économique de l'entreprise se détériore et /ou la direction de l'entreprise prend une décision que je n'approuve pas (souvent une grosse acquisition).
- Le titre se transige en Bourse – par une grande marge – au-dessus de sa valeur intrinsèque.
- Je trouve un autre placement qui me semble ruisseler plus de potentiel en prenant en considération les risques impliqués et l'impact fiscal d'une vente potentielle.

François Rochon
Président et Gestionnaire de Portefeuilles
Giverny Capital Inc.

www.givernycapital.com