

Rapport trimestriel – 3^{ème} trimestre 2004

Les Marchés des valeurs

Ce ne fut pas un trimestre sans histoire cette fois-ci. Pour une 22^{ème} fois en 35 ans, le marché a baissé de 10%. La Bourse fluctue; Je ne vous apprend rien, j’imagine. Comme dirait le légendaire investisseur Peter Lynch : « une correction boursière est comme un blizzard au Minnesota : On sait qu’il va y en avoir de temps en temps, mais on ne sait pas quand exactement » (la phrase marche avec le Québec aussi). Et ceux qui tentent de jouer à la prédiction boursière sont condamnés à ne pas atteindre leurs objectifs sur une longue période. Jouer longtemps à pile ou face donne toujours le même résultat.

Car l’important...

Avertissement : Vous aurez un éblouissant « déjà vu » en lisant les prochaines phrases.

Ce qui est réellement important pour nous c’est que nos compagnies dans leur ensemble continuent d’afficher de bons résultats. C’est difficile de faire abstraction des fluctuations boursières, je suis capable de le reconnaître. La seule et unique manière d’y arriver est de se percevoir comme propriétaire des entreprises et de se concentrer sur la valeur des compagnies sous-jacentes. On peut ainsi trouver une source de confiance dans la réalisation que nos compagnies, dans leur ensemble, sont supérieures à la moyenne et que ce n’est qu’une question de temps pour que le marché le reflète. La question n’est pas SI mais plutôt QUAND.

Après trois trimestres, j’estime que nos bénéfices propres (les profits de nos compagnies pondérés selon la composition de notre portefeuille) seront en hausse de 16-18% en 2004. Plusieurs de nos compagnies ont annoncé des rachats d’actions, témoignant de la solidité de leur bilan ainsi que de leur optimisme envers l’avenir et la valeur de leur stock. Progressive, par exemple, a fait une offre publique dans le but de racheter environ 8% de ses actions. Nous allons refuser l’offre bien sûr. Ça me rappelle l’histoire de Rick Guerin qui – dans les années 1960 – était en négociation de transaction avec une compagnie liée à Charles Munger (le partenaire de Warren Buffett). Après l’avoir rencontré et réalisé combien brillant M. Munger était, il s’est dit : « Oups! Je suis du mauvais côté de la transaction ». Il est devenu partenaire avec lui par la suite. Nous sommes définitivement du bon côté de la transaction avec Progressive : nous ne vendons aucune action. Au contraire.

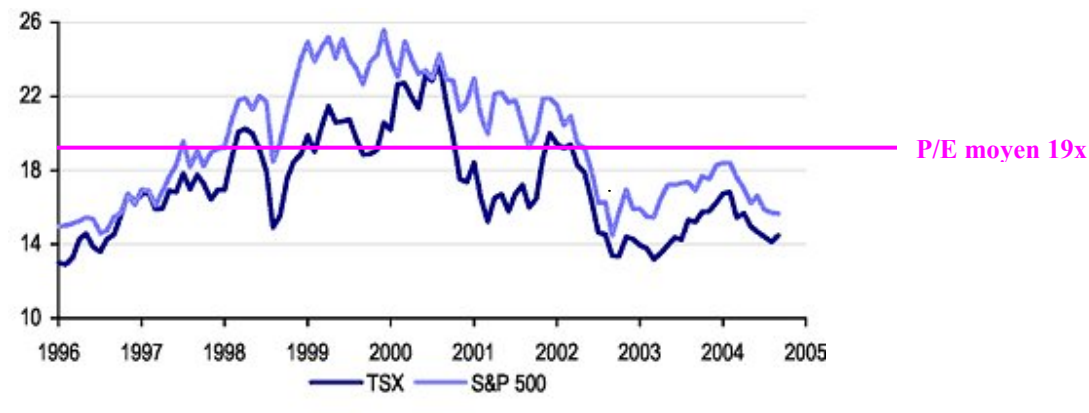
Évaluation des actions (une fois par année)

Comme vous savez, nous ne faisons pas de prédiction de nature macro-économique ou de nature boursière. À long terme, la Bourse reflète la valeur intrinsèque des entreprises. C’est la seule prédiction réellement certaine de se concrétiser. Mais, une fois par année, il n’est pas inutile de regarder le niveau du marché par rapport à une évaluation grossière.

La mesure d’évaluation du niveau des marchés la plus pertinente reste le cours-bénéfices (P/E) moyen des actions. Avec des taux d’intérêt à long terme moyen de 5.25% depuis

neuf ans, il est logique que le P/E moyen durant cette période ait été dans les 19x (soit l'inverse de 5.25%). Dans cette optique, à 16 fois les profits estimés des 12 prochains mois, le S&P 500 me semble actuellement sous-évalué d'environ 15%. Ce n'est pas précis mais c'est grossièrement exact si - et c'est un important si - les taux d'intérêt restent sensiblement aux mêmes niveaux.

Figure 1 : Courbe du P/E moyen des indices nord-américains 1996-2004 (Source UBS)



Source: S&P, TSX, FirstCall, Reuters, UBS estimates

Comment perdre de l'argent avec Peter Lynch?

Peter Lynch a été le meilleur gestionnaire de fonds mutuels pour la période de 13 ans de 1977 à 1990. Il a fait 30% par année, soit près de 3000% au total. À sa retraite, il a dit une phrase qui m'a marqué : « Malgré mes rendements, la moitié de mes investisseurs n'ont pas fait d'argent avec moi ». Ce qu'il voulait dire c'est que ces derniers (la moitié de ses détenteurs de parts du fonds), achetaient au mauvais moment et paniquaient lors des (régulières) baisses et vendaient à perte. Et c'était le meilleur fonds de l'époque. Ce qui faisait dire à Peter Lynch que : « La clé pour faire de l'argent avec les actions et de ne pas laisser les peurs vous les faire vendre » (*The key to making money in stocks is not to get scared out of them*¹).

Quand vendre alors?

La question de quand vendre un titre boursier revient de temps en temps de la part de partenaires. C'est une question très pertinente. Quoique j'en ai déjà traité, je crois qu'il est bon de revenir sur nos critères de vente. Les fluctuations maniaco-dépressives de la Bourse ne doivent pas entraver notre processus décisionnel, tant lors de l'achat que lors de la vente. Je crois qu'une stratégie de vente doit faire du sens à l'intérieur d'une philosophie de placement soigneusement développée avec les années. On établit alors des critères de vente objectifs et rationnels en ligne avec les critères d'achat.

Nous vendons donc pour une de ces quatre raisons :

- Je m'aperçois que j'ai fait une erreur.
- Les perspectives économiques de la compagnie se détériorent significativement.
- Le titre est clairement trop cher en Bourse par rapport à sa valeur intrinsèque.
- Je découvre un autre titre dont les perspectives de rendement me paraissent supérieures.

¹ Peter Lynch, « Beating the Street », page 36

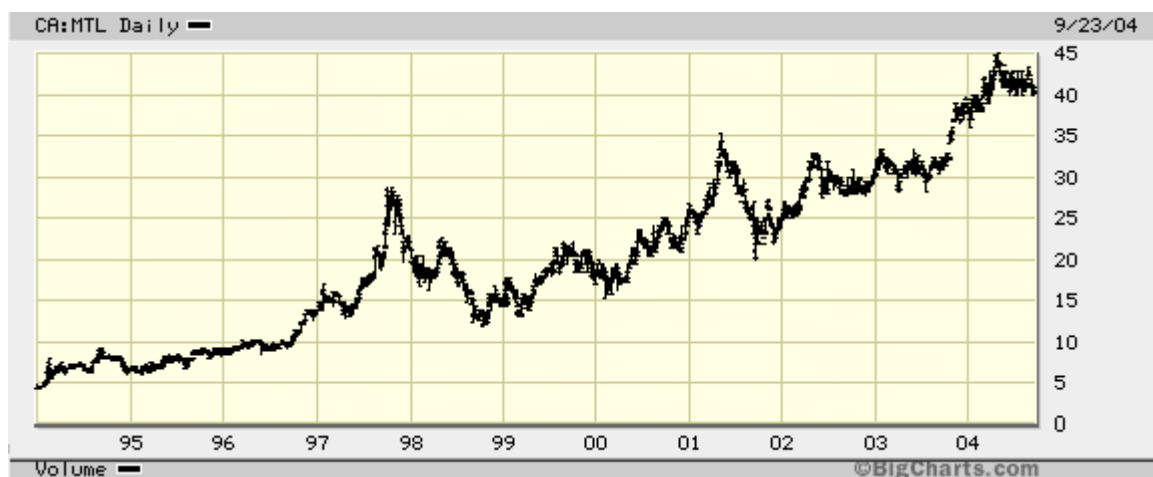
Les compagnies américaines

Ces temps-ci le négativisme général entourant le marché boursier américain est plus élevé que jamais. Oui le déficit commercial est important et le déficit budgétaire aussi. Je n'argumenterai pas sur ce point. La politique internationale américaine aussi pourrait être source d'inquiétudes (quoi de neuf de ce côté?). Mais nous n'investissons pas dans le gouvernement américain mais dans des entreprises. Une compagnie comme Walgreen, propriétaire de 4500 pharmacies, ne voit pas ses ventes baisser en année d'élection ou en temps de guerre, au contraire.

Il ne faut pas oublier aussi que les États-Unis représentent 5% de la population planétaire mais plus de 50% de la richesse. Décider d'ignorer d'investir dans le gigantesque bassin de la meilleure – et de loin – économie du monde est comme de décider de bâtir une équipe de hockey de calibre international en décidant d'éviter le marché des joueurs canadiens. Les Bruins n'auraient jamais eu Bobby Orr dans leur équipe avec cette attitude! Les Penguins n'auraient jamais eu Mario Lemieux! Et les Lightings n'auraient pas gagné la Coupe Stanley en 2004 sans Vincent Lecavalier et Martin St-Louis.

Toute comparaison est boiteuse, paraît-il, mais c'est nécessaire de prendre un tel recul de temps en temps histoire de garder en perspective ce qui est réellement important. En fait, on pourrait faire le raisonnement inverse. Quand j'ai commencé à investir en 1991-92, c'est le Canada qui avait des déficits cauchemardesques! Et le prix du baril de pétrole venait de s'écrouler (fin de la guerre du Golfe). S'il y a 10 ans, vous aviez décidé d'investir dans une entreprise canadienne, tributaire de l'économie de l'Ouest et indirectement de l'industrie pétrolière de l'Alberta, vous auriez eu l'air de ne pas tenir compte des peurs du moment (dont un référendum québécois). Si vous aviez investi dans Mullen Transport de Calgary pour ses fondamentaux et par admiration pour son brillant président, Murray K. Mullen, vous auriez fait 8 fois votre argent sur 10 ans (23% par année). De la même façon qu'il était irrationnel d'éviter Mullen pour des raisons macro-économiques canadiennes, autant ce l'est en ce moment d'éviter d'investir dans – disons Walgreen ou Fifth Third Bank – pour des raisons macro-économiques américaines.

Figure 2 : Mullen Transport (MTL) sur 10 ans



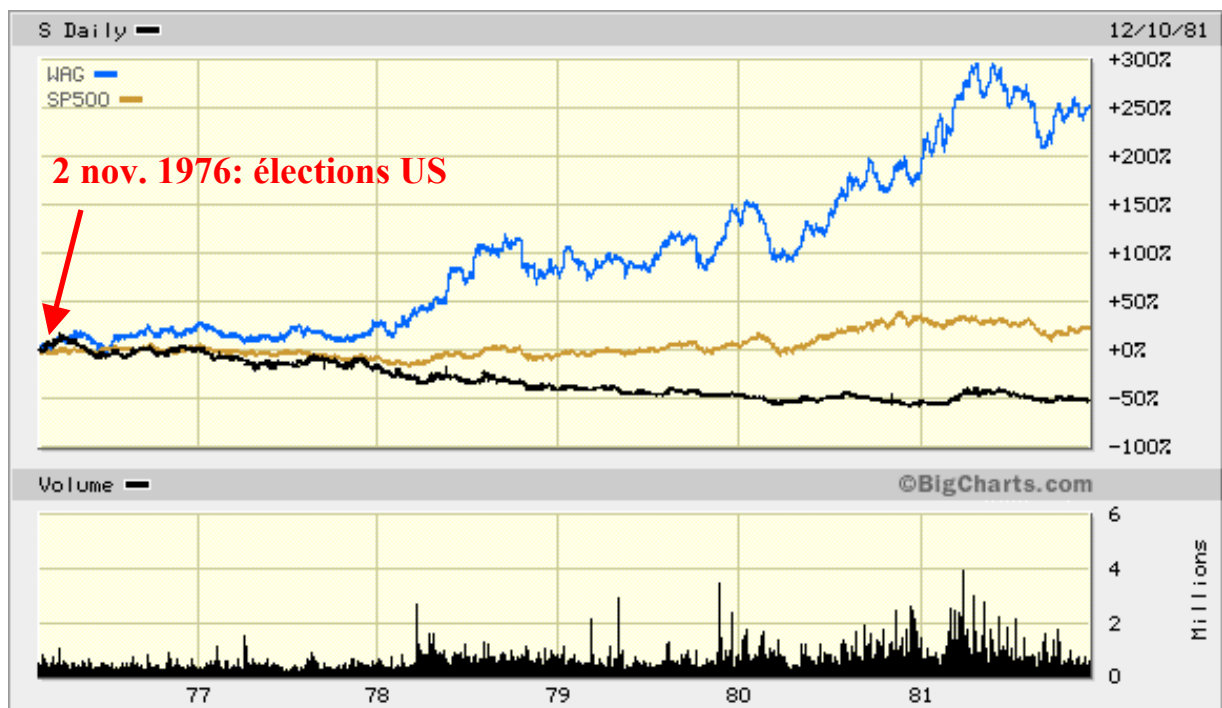
Élections américaines

Dans le même ordre d'idée, plusieurs tentent de prédire l'évolution de la Bourse selon les résultats anticipés des élections américaines de novembre. L'histoire peut nous aider à

faire abstraction de ce qui est, au fond, sans réelle importance. Disons par exemple qu'en 1976, vous auriez craint l'élection d'un gouvernement démocrate (Jimmy Carter) et qu'après la défaite de votre favori (Gerald Ford), vous décidez que vous n'investissez plus en Bourse pour quatre ans, vous auriez manqué diverses occasions de placement enrichissantes. Par exemple, si vous aviez eu des actions de Walgreen au lieu de la plus importante chaîne de vente aux détails de l'époque, Sears Roebuck, l'élection américaine aurait été le dernier de vos soucis au bout du compte.

En effet, le titre de Walgreen a fait +250% sur les cinq années qui ont suivi contre -50% pour Sears et +25% pour le S&P 500 (+50% avec les dividendes). L'histoire et le bon sens l'ont démontré à maintes reprises : En Bourse, la clé pour réussir est d'investir dans des entreprises soigneusement sélectionnées et non de tenter de prédire la direction du marché. Les devins boursiers font souvent plus d'argent avec la vente de leurs "conseils" qu'avec leurs placements. Ne devrait-on pas en tirer une conclusion?

Figure 3 : Sears Roebuck (S) et Walgreen (WAG) versus le S&P 500 de nov. 1976 à nov. 1981



On dit que la Bourse grimpe un mur de peurs. Rien n'est plus vrai. Il y a toujours des craintes et des problèmes dans le Monde. Il y en a toujours eu et il y en aura toujours dans le futur. Et les divers médias – en nombre toujours croissant – s'en nourrissent. Mais quand je lis des énormités teintées de stéréotypes simplistes, je ne peux que me remémorer la préface de « Path to Wealth through common stocks » de Philip Fisher, écrits en 1960 (un des livres qui ont grandement influencé Warren Buffett) :

Ce livre s'adresse à ceux qui n'adhèrent pas à la philosophie : « Tout le monde semble le croire, ça doit donc être vrai ».

Bon trimestre.

François Rochon
Président et gestionnaire de portefeuilles
Giverny Capital Inc.