

Rapport trimestriel – 3^{ème} trimestre 2005 (tous droits réservés)

La saveur du jour en 1998

Si vous relisez mon rapport annuel de 1998, vous pourrez constater ce qu'était la grande saveur du jour à l'époque : les fonds indiciels, particulièrement ceux basés sur l'indice S&P 500 aux États-Unis. Conséquemment, les titres américains à très grande capitalisation se vendaient à forte primes par rapport à leurs contreparties à plus faible capitalisation. Les gestionnaires qui n'avaient pas de General Electric, de Microsoft, de Coca-Cola, de Wal-Mart ou de Procter & Gamble pouvaient difficilement battre le marché durant la seconde partie des années 90.

Si on observe le rendement du S&P 100 - l'indice des 100 plus importantes compagnies composant le S&P 500 - de 1995 à mars 2000 (le haut du dernier *bull market*), on peut voir la popularité incroyable des gros *blue chips* américains à l'époque:



Figure 1 : Performance de l'indice S&P 100 de janvier 1995 à mars 2000

L'indice en question a quadruplé sur une période de 4 ans et 3 mois soit un rendement annualisé de 38%. Toute la planète voulait alors investir aux Etats-Unis. Et le niveau d'évaluation des 40 plus importants poids du S&P 500 était de 35 fois les profits contre environ 17 fois pour les titres plus petits (les 19 960 autres).

Aujourd'hui, le S&P 100 est à 557. On parle d'une perte de 30% par rapport au sommet de mars 2000. Cela démontre le danger d'acheter ce qui est populaire. Les compagnies ont bien fait (la croissance des profits par action a été d'environ 40% sur 6 ans) mais la contraction des cours-bénéfices à des niveaux maintenant raisonnables a effacé toute la bonne performance intrinsèque des entreprises.

D'un autre côté, ce qui était impopulaire en 1998, c'était les titres de plus petite capitalisation. C'est évidemment là que nous trouvons le plus d'opportunités pour nos portefeuilles.

On peut voir sur le graphique qui suit la performance relative des titres de petite capitalisation à travers le Monde (MSCI) par rapport aux titres de plus grande capitalisation de 1992 à 2005. De 1995 à 1998, les small-cap étaient en défaveur. Aujourd'hui, c'est l'inverse.

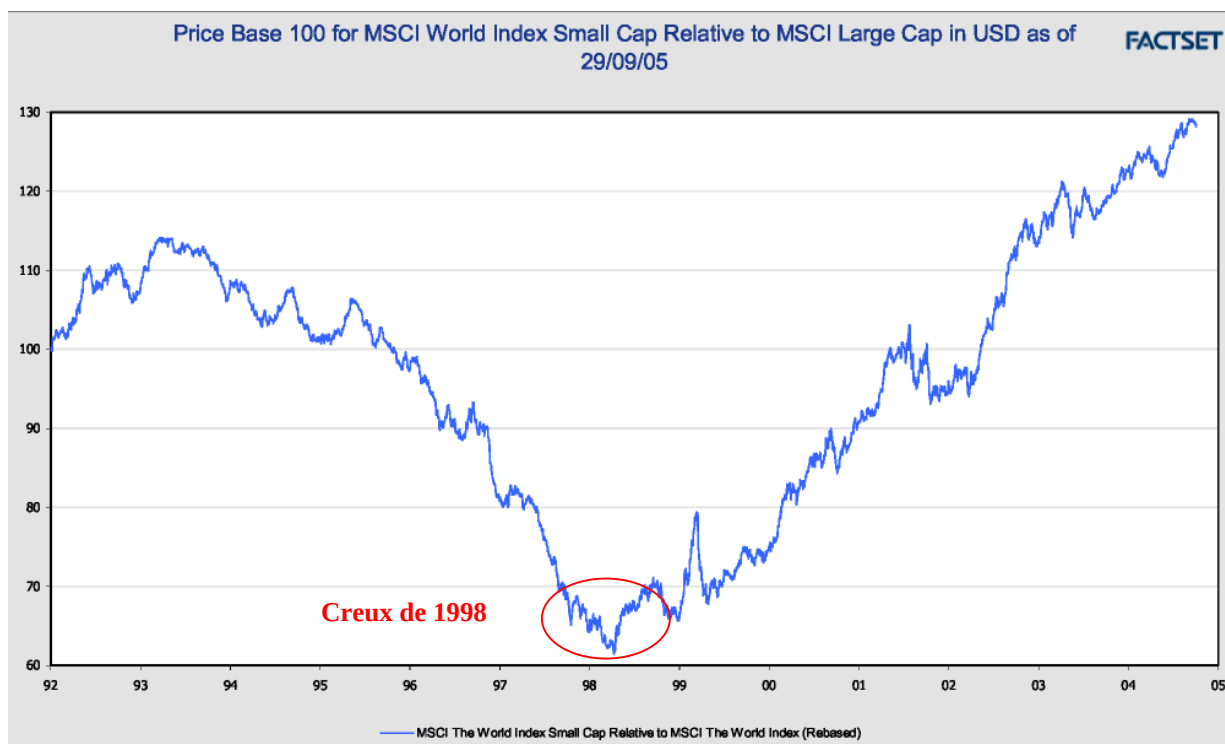


Figure 2 : Performance des titres « small-cap » vs « large-cap » depuis 1992

À l'heure actuelle, ce sont donc les titres de grande capitalisation qui nous semblent plus intéressants. Nous n'avons pas bien sûr de « processus macro-économique » (*top-down* dans le jargon financier) mais ce n'est pas un hasard si parmi les 50 compagnies ou quelques que nous considérons acheter (selon le prix du moment), plusieurs d'entre elles sont de taille importante ces jours-ci.

Pourquoi est-ce dangereux d'acheter ce qui est populaire ?

Je répète souvent que nous évitons ce qui est populaire. Mais pourquoi ? Il faut comprendre qu'il y a deux dimensions dans le prix des actions : les profits et les cours-bénéfices (P/E). La seconde dimension représente la composante subjective des évaluations boursières ou en d'autres mots le taux de capitalisation future des profits actuels que le marché boursier accorde - à tort ou à raison - aux compagnies.

Ce qui est populaire a connu de bonnes années dans le passé récent. Souvent, le niveau de profitabilité est anormalement élevé (que la main invisible du capitalisme va trouver moyen de ramener à la normale dans le futur). En plus, les cours-bénéfices ont fortement grimpé reflétant d'abord la bonne croissance des récentes années mais surtout l'enthousiasme des investisseurs que cette bonne croissance va se poursuivre longtemps. Ainsi, ce qui est populaire a non seulement un niveau de profitabilité élevé et non-soutenable mais les investisseurs sont prêts à

capitaliser ces profits à un taux plus élevé qu'auparavant.

Quand la mode passe (et toutes les modes passent), les profits baissent ou à tout le moins croissent moins vite et les cours-bénéfices se contractent et reviennent à des niveaux plus réalistes. Et les investisseurs qui ont embarqué dans ce qui était populaire se retrouvent avec de fortes pertes. Et c'est comme cela depuis des décennies. C'est la même chanson, les mêmes paroles (« une nouvelle ère nous est arrivée ») mais sur différents accords.

Juste depuis mes débuts dans le monde boursier en 1991, il y a eu plusieurs modes. Et à chaque période, il y a un ou plusieurs secteurs en faveur et un ou plusieurs en défaveur :

Année	Secteur populaire	En défaveur
1991	Biotechnologie	Les banques
1993	Le pétrole et les cycliques	Les « brand names »
1997-98	Les fonds indiciels US	Small-Caps
1999	Haute-technologie	Les financières (assurances et banques)
2001-02	Les titres « valeurs »	Haute-technologie
2003	Small-caps	Titres de santé
2004-05	Le pétrole	Blue Chips US
2006	??	??

Notre philosophie est d'investir dans de belles entreprises lorsqu'elles sont sous-évaluées. Et comme disait le légendaire John Templeton : « il y a une seule raison pourquoi un titre est sous-évalué : c'est parce qu'il y a du pessimisme autour ». Nous aimons donc le pessimisme, pas par amour du négativisme mais simplement parce que nous aimons les prix qui en résultent.

Et en même temps, nous avons toujours évité ce qui était à la mode et dans cette optique nous avons tenté de suivre les sages conseils de Warren Buffett :

Je vais vous dire quel est le secret pour faire de l'argent en Bourse : Soyez craintifs quand les autres sont enthousiastes et enthousiastes quand les autres sont craintifs.

Fidèles à notre approche, nous ne faisons pas de prédiction macro-économique. Mais si on se pose la question toute simple: Où trouve-t-on le plus d'enthousiasme et le plus de crainte à l'heure actuelle ? La réponse est facile : de l'enthousiasme à revendre au Canada (principalement le pétrole et les titres à revenu) et beaucoup de craintes aux États-Unis.

Nos compagnies

Ce qui compte, comme toujours, est ce qui arrive à NOS compagnies. Car nous n'investissons ni dans le marché ni dans un pays mais dans quelques compagnies soigneusement sélectionnées. Et notre horizon temporel est le très long terme (nous conservons nos compagnies en moyenne plus de cinq ans).

Et de ce côté les nouvelles sont bonnes. Après trois trimestres, il semble que nos compagnies devraient augmenter leur valeur intrinsèque – reflétée par la croissance de leurs bénéfices par action – de 14% cette année, ce qui est en ligne avec nos résultats historiques et nos objectifs.

Certaines connaissent une année exceptionnelle comme Knight Transport qui a augmenté ses revenus de 20% et ses profits de 31% au second trimestre (et ce malgré la hausse du coût du carburant). Resmed a augmenté ses revenus et ses profits de 35% à son dernier trimestre. Notre compagnie australienne est celle qui connaît la plus forte croissance de notre portefeuille. Et le titre a plus que doublé en Bourse depuis notre premier achat il y a deux ans.

Chose rare en plus, nous avons observé plusieurs achats d'initiés dans nos compagnies ces derniers mois. Chez Fastenal, il y a eu quatre achats d'initiés. Même chose chez Knight Transport et Wal-Mart. Nous avons aussi noté des achats chez Brown & Brown et American Express. Même chez Berkshire Hathaway: Ces derniers mois, Don Keough a acheté 28 actions de catégorie A à un coût moyen \$86 000 l'action (c'est tout de même \$2,4 millions).

Dans le même bateau

Je sais que la performance en Bourse de nos titres depuis quelques trimestres n'a pas été à l'image de celle de nos compagnies. Une partie de ces rendements modestes est attribuable à la force hausse du dollar canadien et une autre partie est liée à l'impopularité de notre genre de compagnies (les titres cycliques sont populaires ces temps-ci au détriment des titres de meilleures qualité).

Je peux vous dire deux choses. Un, j'ai tout mon argent dans les mêmes titres que vous. Je suis donc plus qu'empathique, je suis dans le même bateau que vous. Deuxièmement, j'ai appris il y a longtemps - en lisant les écrits de Ben Graham et de Warren Buffett - qu'à court terme la Bourse est irrationnelle et même qualifiable de maniaco-dépressive mais qu'à long terme, le bon sens l'emporte toujours et la Bourse reflète adéquatement la valeur sous-jacente des entreprises.

Ainsi, savoir rester patiemment discipliné et respecter sans faille sa philosophie d'investissement est facile quand elle « marche ». C'est dans les moments plus difficiles qu'il est capital de ne pas fléchir. La patience reste donc la pierre angulaire de notre philosophie. Sans cette patience, la meilleure recherche du monde pour découvrir les meilleures entreprises qui soient est futile.

Si j'ai fait une seule découverte importante, c'est grâce à la patience plus qu'à n'importe quel autre talent.

- Sir Isaac Newton

Bon trimestre.

François Rochon
Président et gestionnaire de portefeuilles
Giverny Capital Inc.