



Portefeuille Giverny - Rapport Annuel 1995

Pour l'année fiscale 1995 se terminant le 31 décembre notre fonds de placement a réalisé un rendement de 50%. Ce rendement se compare avantageusement avec les rendements américains (environ 35%) et ceux canadiens (14%). En moyenne, ces indices ont procuré un rendement d'environ 24%. Nous avons donc battu les indices par 26% ce qui est satisfaisant.

Depuis le début du fonds, en septembre 1993, notre rendement a été de 84% ou près de 30% annualisé (ce rendement n'a été amputé que d'environ 4% d'impôt sur le gain en capital sur 3 années fiscales). Les indices ont procuré durant cette période un rendement d'environ 13% annualisé. Nous sommes donc en ligne avec notre objectif de départ de réaliser 20% par année et/ou 10% de mieux que les indices.

Revue de l'année 1995

Ce fort rendement en 1995 a été réalisé grâce entre autres à l'OPA de Johnson & Johnson sur notre compagnie favorite Cordis Corp. L'année dernière, je soulignais que Cordis nous avait procuré un rendement de 100% en 2 ans et je spécifiais bien qu'il était peu probable d'obtenir un tel taux de rendement dans le futur en conservant le titre. Défiant ma prédiction, Cordis nous a procuré un autre rendement de 100% cette année seulement. Mais même si nous recevons un prix juste pour notre compagnie (plus de 30 fois les profits) je crois que cette OPA nous est néfaste à long terme puisqu'une compagnie de la trempe de Cordis est rare et difficilement remplaçable.

L'année dernière j'avais aussi discuté de Sun Microsystems. Sun a livré la marchandise en 1995 avec des résultats époustouflants. Le titre a plus que doublé passant de 36\$ à 90\$. Il est à noter comment la Bourse est une entité changeante: Lorsque nous avons acheté des actions de

Sun en 1994 à 21\$ la compagnie avait 9\$ de liquidités et 2\$ de BPA. Ainsi, le cours-bénéfices n'était que de 6 fois (après soustraction du cash). Pourtant, Wall-Street rejetait le titre massivement. Un an et demi plus tard avec 13\$ de liquidités et plus de 4\$ de BPA, le titre se transige à 18 fois les profits. Ainsi, en 18 mois, le ratio d'évaluation de la compagnie a triplé. Malgré cela, on trouve encore des spécialistes de la chose qui affirme que le marché boursier est efficace.

Parmi les autres "vedettes" de notre portefeuille, Green Tree Financial a aussi vu son titre doubler cette année. Les bénéfices ont grimpé de plus de 30% et le cours-bénéfices est passé de 9 fois à 16 fois. Le président de la compagnie a été payé plus de \$25 millions cette année mais il faut avouer que ces résultats sont absolument incroyables. Imaginez: Depuis 10 ans, les BPA ont cru de 25% par année. Green Tree est l'exemple même qu'il vaut mieux un quasi-monopole dans une industrie difficile qu'une situation concurrentielle dans un secteur en croissance. L'industrie difficile en question est le financement de maisons pré-manufacturées (ou mobiles dans les jargon habituel), le financement de motos, de bateaux et de maintes autres produits de consommation où la compagnie peut réaliser des prêts très profitables. À son bas de 1990, le titre était rejeté de tous et se transigeait à 4 fois les profits soit à 1\$. Un article de Forbes, très négatif, remettait en question la survie de la compagnie. Depuis le titre a été multiplié par près de 30 fois. Green Tree s'est transformé en 5 ans passant d'un bilan hautement endetté avec des profits sensibles aux taux d'intérêts à un bilan sans dette aux profits stables et en croissance. Je ne peux pas passer sous silence l'entrefilet de Peter Lynch dans « Beating the Street » qui m'a fait découvrir cette compagnie. Il est à noter que nous avons réalisé un rendement de 13 200% sur le prix du livre.

Enfin, notre patience envers Liquidation World a porté fruit en fin d'année. Nous avons d'abord acheter le titre en 1993 à environ \$5, puis le titre a lentement glissé jusqu'à \$2½ en décembre dernier. À ce cours c'était environ 6 fois les bénéfices de 1994 et moins de 4 fois ceux de 1995: M. Marché était particulièrement dépressif à ce moment-là. Cette baisse de 50% nous paraissait exagérée et nous en avons profité pour acheter tout le long de la baisse pour baisser notre coût d'achat à environ \$4. Aujourd'hui le titre se transige à \$9¼. Votre gestionnaire favori a d'ailleurs écrit un article sur LQW dans le journal « Les Affaires » lorsque le titre se transigeait à \$5.

Bénéfices propres

Nos compagnies ont augmenté leurs bénéfices d'environ 39% en 1995 tout en réalisant un rendement de 24% sur leur avoir propre. Par contre, notre portefeuille a réalisé un rendement de 50% basé sur les prix « au marché » de nos compagnies. Cette différence s'explique par une légère expansion du taux de capitalisation des profits (reflétant la baisse des taux d'intérêts).

Cinq titres composent la moitié de notre portefeuille: Bombardier, St-Jude Medical, Liquidation World, Sun Microsystems et Fannie Mae. Si ces noms vous sont familiers ce n'est pas du « déjà vu »: mis à part Cordis, ce sont les mêmes compagnies que l'année dernière. En 1995, leurs taux de croissance des bénéfices par actions ont été respectivement de 22%, 26%, 105%, 75% et 11%. La combinaison de tels rendements explique celui de notre portefeuille...

Ben Graham affirmait, il y a 45 ans dans « L'Investisseur Intelligent », que le marché boursier se comporte comme une entité maniaco-dépressive à court terme et que les cours journaliers représentent plus un vote qu'une évaluation juste et efficace. Mais à long terme, ajoutait-il, le marché soupèse le fondamental. Un juge lui demanda un jour pourquoi il croyait que les titres sous-évalués montaient. Il répondit: « C'est un des grands mystères de notre métier mais le cours-boursier et la valeur d'un titre finissent par se rencontrer ». Pour ma part les théories de Ben Graham peuvent se résumer en «le bon sens finit par triompher». (Il est à noter que des années plus tard, Peter Lynch ajouta: « ...enfin suffisamment souvent pour y croire»).

Mais il ne s'agit pas de se tortiller les bretelles. Le marché aux États-Unis est élevé et sujet à une correction (en 1996 ou en 2015?). Mais, comme vous l'aurez deviné, cela ne change en rien ma stratégie de tenter de trouver de superbes compagnies dont les titres se transigent à forte escompte de leurs valeurs intrinsèques. Et il y en a encore. Mais il semble que les opportunités abondent plus au Canada. La situation politique du Canada effraye les investisseurs et le pessimisme est présent surtout vis-à-vis les titres à faibles capitalisations. Comme Buffett, je n'aime pas particulièrement le pessimisme mais j'aime les prix qu'il crée!

Les marchés

Maintenant, les deux minutes sur l'économie et les marchés: L'inflation est faible, les consommateurs sont craintifs (les mises en chantier en 1995 au Québec représentent 25% de celles de 1988) et les compagnies sont très prudentes (leur bilan et leur structure de coût se sont fortement assainis depuis 5 ans). En gros, les citoyens en général sont pessimistes envers l'avenir. Cela est un bon environnement pour l'investisseur boursier canadien orienté vers la valeur! Aux États-Unis, tout va pour le mieux. Par contre, les opportunités sont plus difficiles à trouver (il y a un lien entre ces deux situations).

Les jouets

Nous avons un thème pour les prochaines années: les jouets; ceux pour enfants et ceux pour adultes. Dans la première catégorie, il y a trois compagnies majeures dans le secteur: Toys 'R' US, Hasbro et Mattel. La meilleure compagnie des trois est Mattel. Mattel réalise plus de 25% de rendement sur l'avoir des actionnaires mais le titre se transige à 16 fois les profits de 1996. Par contre TOY et Hasbro se transigent à environ 12 fois les profits estimés pour 1996, un ratio plus bas que la moyenne d'environ 15 fois. Saviez-vous qu'il y a 40 millions d'enfants aux États-Unis? C'est tout un marché (si il se dépense 100\$ par enfant par an en jouets, cela fait \$4 milliards par année) me direz-vous. Imaginez-vous donc qu'il y a 120 millions d'enfants en Amérique du Sud et 800 millions en Asie. Ces trois compagnies possèdent des marques de commerces solides et devraient pouvoir ainsi continuer à croître pour bien des années encore.

En second lieu, par jouets pour adultes, je fais référence entre autres aux voitures. Le parc automobile n'a jamais été aussi âgé (un peu comme sa population). Il y a 30 ans, l'âge moyen des voitures en Amérique était d'environ 5 ans. Aujourd'hui, cet âge moyen est de plus de 8 ans. En fait, depuis 1990, les ventes de voitures sont bien en retard sur la démographie sous-

jacente. J'ai déjà annoncé l'année dernière que j'aimais le secteur. Malheureusement, le secteur a sous-performé en 1995 mais je réaffirme mon intérêt en songeant aux ironiques paroles de Buffett à savoir que « si vous répétez la même chose à tous les ans, vous allez finir par avoir raison ». Nous avons pris des participations mineures dans plusieurs entreprises qui profiteront directement ou indirectement d'une reprise de ce secteur: Superior Industries, Hallmark Technologies, Chrysler et Lund International. Ces dernières années, la sous-traitance des trois grands a créés plusieurs niches solides de spécialisation dans le secteur. Superior et Lund par exemple sont spécialisées respectivement dans les roues en aluminium et dans les accessoires pour camions. Ils réalisent environ 25% de rendement sur l'avoir propre et des marges supérieures à 10%.

Pour 1996, il ne faut pas s'attendre à des résultats semblables à ceux de 1995. Je suis un peu à sec en idées et plus liquide en capital. Mais comme dirait Philip Fisher: « Les investisseurs conservateurs dorment bien ». Ainsi, je n'investirai pas dans des titres spéculatifs pour profiter du marché haussier actuel.

Nos compagnie sont majoritairement des leaders dans leurs industries respectives, ont peu de dettes et réalisent de forts rendements sur leurs capitaux. Je crois que de telles compagnies devraient à long terme réaliser des rendements supérieurs à la moyenne. Notre portefeuille devrait suivre la même ligne.

Je vous remercie encore pour votre confiance.

François Rochon.