



## Portefeuille Giverny - Rapport annuel 1996

Pour l'année terminée le 31 décembre 1996, notre portefeuille a réalisé un rendement de 27% comparé à environ 24% pour notre groupe indicier comparatif. Depuis le début du fonds en septembre 1993 (il y a maintenant 40 mois), notre rendement annualisé composé a été de près de 30%. Les indices ont réalisé durant cette période environ 16% annualisé.

L'année 1996 a été faste pour les marchés boursiers. De notre côté, nous avons été par contre plus ou moins actifs. Comme l'année dernière, 55% de notre portefeuille est composé de cinq titres: Liquidation World, Bombardier, Sun Microsystems, St-Jude Medical et Fannie Mae. Cette attitude, peu dynamique, a par contre donné des résultats: les taux de croissance des bénéfices de ces compagnies ont été respectivement de 31%, 23%, 47%, 0% et 17% (moyenne de 24%).

Notre inactivité est liée aux leçons de Warren Buffett. Dans son rapport annuel de 1996, il explique:

*"Our portfolio shows little change: We continue to make more money when snoring than when active. Inactivity strikes us as intelligent behavior. The art of investing in public companies successfully is little different from the art of successfully acquiring subsidiaries. In each case you simply want to acquire, at a sensible price, a business with excellent economics and able, honest management. Thereafter, you need only monitor whether these qualities are being preserved."*

### **St-Jude Medical**

De nos cinq "vedettes", la seule qui me demande plus de "monitoring" est St-Jude Medical. Malgré que nous ayons doublé notre argent en 3 ans, il est important d'évaluer si la direction prend des décisions rationnelles quant à la répartition du capital. St-Jude possède une entreprise de base, les valves cardiaques, ayant des propriétés économiques extraordinaires

(que nous avons payé 10 fois les profits en 1993). Par contre, les dernières acquisitions de la compagnie sont complexes à évaluées et me laissent perplexes. Il est bien dommage que St-Jude n'ait pas acquis Cordis comme je l'avais suggéré au début de 1993. À la place, la compagnie a choisi une compagnie qui a eu besoin de rajeunir sa ligne de produits ce qui a affecté la croissance des profits en 1996. Voici en tableau qui donne un aperçu de ce qui aurait pu être St-Jude à la fin de 1996:

Ainsi au lieu de doubler, le titre de St-Jude aurait pu quadrupler en 4 ans, comme l'a fait son compétiteur Medtronic (qu'avec du recul il aurait été préférable d'acheter). La conclusion: Il est préférable d'acheter une superbe compagnie à un prix acceptable, qu'une compagnie inférieure à un prix attrayant (ou plutôt qui semble attrayant).

### **Bénéfices propres**

Pour le conglomérat au complet, les bénéfices propres n'ont augmenté que de 13% en 1996, un rendement décevant quoique supérieur à la moyenne des compagnies. Certaines de nos divisions ont connu une année difficile comme Autodesk, Hartco, Superior Industries et Cognex. Toutefois, 1997 s'annonce meilleure, principalement pour Superior et Hartco. Pour Cognex et Autodesk, il faudra attendre la fin de l'année pour juger. En fin de 1996, j'ai été passablement actif, profitant des "ventes de Noël". J'ai ainsi acheté trois nouvelles compagnies: Koala Corp, Callaway Golf et Verifone. Ces trois compagnies ont une croissance de 16-24% par année et se transigent en moyenne à 15 fois les profits de l'année prochaine et à "escompte" d'environ 30% par rapport à leur "haut" des 52 dernières semaines. Toutes les trois sont jeunes, dynamiques, extrêmement profitables et satisfont mes critères économique très sévères. Koala Corp réalise 24% de marges nettes, Verifone environ 9% et Callaway Golf (le leader mondial des bâtons de Golf haute gamme), plus de 16%. Dans un monde capitaliste où réaliser des bénéfices de 5% sur les ventes est la norme, ces compagnies se distinguent du peloton. J'ai aussi investis cet été dans Cabletron Systems et Outback Steakhouse; deux compagnies en forte croissance mais qui, pour des raisons plus ou moins justifiées, se transigent à des ratios attrayants. J'aime acheter. Par contre, vendre est toujours déchirant. La majorité de mes ventes ont été des erreurs et 1996 ne fait pas exception (voir plus loin). Ainsi, je vous encourage de continuer à investir du nouveau capital. Le seul désavantage est qu'en acquérant des actions du fonds Clef à leur valeur "comptable", vous ne payez aucun escompte pour ma gestion du capital!

Il y a deux facteurs qui influenceront de façon importante nos rendements futurs. Le premier est la disponibilité d'opportunités. Il est difficile de croire que Sun Microsystems et Liquidation World se sont transigés en 1994 à 5 fois les profits! Bombardier se transigeait à 10 fois les profits au début de 1993 et St-Jude à 9 fois. Pour continuer de réaliser de forts rendements, nous aurons besoin de telles aberrations dans le marché boursier. Quoique actuellement, elles sont plus rares, je suis confiant que dans les années à venir, le marché continuera à se comporter de manière maniaco-dépressive.

Le second facteur, plus pertinent, est la qualité des décisions de votre gestionnaire. En 3 ans, j'ai fait tellement d'erreurs que, sans elles, nous aurions pu faire 50% par année. Mais ces erreurs, je l'espère, auront une certaine valeur pour le futur. Mais juste pour vous montrer à

quel point nous pourrions être plus en avance sur nos objectifs voici une liste (très condensée) de quelques unes de mes plus belles gaffes:

- Évidemment notre placement dans Royal Aviation fut décevant. Je disais il y a deux ans que l'industrie aérienne était difficile mais que je croyais que la direction saurait palier à cela. J'ai eu tort de croire qu'un bon jockey pouvait gagner des courses avec un cheval devant franchir de nombreux obstacles.
- Le même raisonnement s'appliquait probablement pour le Groupe Goyette, Simard-Beaudry et Czar Ressources.
- Les deux titres où nous avons eu les pertes les plus lourdes furent Semi-Tech et International Verifact. Verifact fut une erreur d'analyse de bilan (comptabilité douteuse) et de direction (stratégie de croissance). Philip Fisher disait que plus de compagnies meurent d'indigestion que de famine. Cela s'applique bien à Verifact! Semi-Tech a, pour sa part, une structure financière complexe et les résultats ont été loins des attentes. J'aurais pu attendre encore, la valeur du titre semble supérieur à son cours. Mais j'ai comme règle de laisser trois ans à une compagnie pour réaliser sa valeur. Trois longues années ne furent pas suffisant pour Semi-Tech et la compagnie a une dette (zero-coupon) qui augmente de 12% par année. Le temps joue donc contre elle! J'ai compris que la situation contraire était préférable. J'ai donc vendu.

Mais comme disait Buffett, les plus grandes erreurs sont de type "omission". Il n'y a rien de grave de manquer des titres dont on ne comprend pas bien les opérations et/ou qui ne passent pas nos critères de qualité. Des "gagnants" comme American Barrick, Bre-X, Téléglobe ou Fonorola en sont des bons exemples. Par contre, certaines compagnies, dont je comprenais parfaitement les forces et faiblesses et dont le cours boursier était particulièrement attrayant, furent des opportunités servies sur un plateau d'argent. Et j'ai laissé passer le plateau. En voici quelque unes:

- Une des premières compagnies dont j'ai compris la force est Hewlett-Packard. En 1992, j'avais acheté quelques actions et revendu quelques mois après. Si nous avions conservé notre placement, nous aurions réalisé un gain de 200% au lieu de 20%. En fait, j'ai eu ma première calculatrice HP en 1979 et j'ai rapidement constaté la supériorité des produits HP. Le titre se transige à 16 fois le cours de cette époque. Je connais aussi un investisseur qui a gradué de l'Université en 1962 et qui – étant chimiste – a pu juger régulièrement de la qualité des produits de HP. Le titre est 200 fois le niveau de 1962. Mais je n'étais pas en reste: cet été le titre a baissé de \$50 à \$38 et j'ai failli en acheter (encore une fois). Mais, sans raison, je suis resté immobile et le titre a grimpé de 35% par après.
- En 1994 je recommandais à qui voulait l'entendre qu'Intel était une aubaine extraordinaire. J'en ai acheté pour mon beau-père à \$30 en janvier 95. Puis un an plus tard le titre corrigeait de \$75 à \$55 sans raison. J'en ai racheté pour un nouveau client tout en hésitant d'investir moi-même. Aujourd'hui le titre est à \$133 soit une augmentation de 343% en deux ans. Je n'ai aucune excuse: tout était parfait et j'ai regardé passer le train. En fait, le train d'Intel passe depuis longtemps. Dès le début de mes cours universitaire en 1986 (où j'ai acheté mon premier PC) j'ai pu constater la domination d'Intel et de Microsoft. Intel se transige aujourd'hui à 50 fois le cours

- d'il y a 10 ans et Microsoft à 80 fois. Si j'avais acheté des actions au lieu de l'ordinateur, j'aurais une maison de plus!
- En 1994, j'ai failli acheter des actions de Johnson & Johnson, une compagnie fantastique, qui était à 14 fois les profits. Puis le titre a grimpé de \$18 à \$20 après que Peter Lynch l'eut recommandé à la télévision. Je m'étais dit: "Je l'ai manqué". Le titre est aujourd'hui à \$52. Et j'ai fait bien pire. En octobre 95, j'ai vendu nos actions de Cordis (avec un fort gain en capital et les impôts qui vont avec) au lieu de les échanger pour des actions de J&J à \$40.
  - J'ai vendu 200 actions de Sun Microsystems à \$22.5 en 1995 pour "prendre un profit" (et payer de l'impôts) pour les racheter en 1996 à \$29.5. Faut dire que le fondamental s'est amélioré depuis quelques mois. Mais quand même, je n'aurais pas du vendre.
  - Déçu du départ de Raymond Royer, j'ai vendu environ 1/6 de nos actions de Bombardier. Il est tôt pour juger, mais je sens d'avance que ce fut une erreur, surtout après avoir comptabilisé la "part" à remettre aux gouvernements.

Je pourrais encore continuer longtemps mais je crois que vous avez saisis. N'eut été des trois dernières erreurs (tous des ventes), notre rendement aurait été d'environ 34% cette année au lieu de 27%. Si j'ai appris quelque chose (et ce n'est pas certain), nous n'aurons pas tout perdu. Par contre, je suis désolé d'avoir payé mon "éducation" avec - en grande partie - votre capital.

En ce début d'année, notre portefeuille est investi à 95% dans 18 compagnies qui génèrent des marges de près de 10% et un rendement sur l'avoir d'environ 21%. Je prévois une croissance de 20 à 22% pour nos bénéfices "propres" en 1997. La valeur au marché actuelle est de 18 fois les bénéfices de 1996 et environ 15 fois ceux prévus pour l'année à venir. Quoique nous ayons connus une époque d'évaluation beaucoup plus faible, je crois que le marché n'escompte qu'en partie la valeur future de nos compagnies et que nous pourrions atteindre notre objectif de 20% dans le futur. Mais rien n'est moins certain...

Je le dis souvent, la différence entre un bon investisseur et un mauvais n'a rien à voir avec le travail qu'il y met, son intelligence ou son éducation (contrairement à la majorité des autres domaines). S'il a la bonne approche vis-à-vis les marchés, un monde de richesse illimitée s'ouvre à lui. Mais avoir des clients qui partagent sa philosophie est aussi important. Si sa clientèle a une vision à court terme et inspecte chacune des décisions avec un oeil sceptique, les résultats en seront affectés. Entre sauver sa "job" (et son style de vie) et réaliser des rendements hors pairs à long terme, plusieurs gestionnaires choisissent la première voie. Par contre, si sa clientèle lui laisse pleine liberté d'action, les résultats peuvent être extraordinaires pour les deux parties.

De ce côté, j'ai été très gâté... Je vous remercie de votre confiance.

**François Rochon, ing. M.Sc.**