

Portefeuille Giverny - Rapport annuel 1997

Pour l'année terminée le 31 décembre 1997, notre portefeuille a réalisé un rendement de 39,5% (44% au Canada et 30% aux États-Unis). Ce rendement se compare à environ 26,3% pour notre groupe indiciel comparatif. Notre rendement inclut environ 4,3% de gain de change. Depuis le début du fonds en septembre 1993 (il y a maintenant 52 mois), notre rendement annualisé a été de près de 32%. En devise constante, ce rendement est d'environ 30%. Les indices ont réalisé durant cette période environ 17% annualisé. Nous avons donc réalisé une "valeur ajoutée" de 13-15% annualisée durant plus de quatre ans, une "performance" qui placerait notre fonds sans doute dans le premier centile des fonds d'actions en Amérique du Nord. Voici nos rendements en détails depuis 4 ans.

Année	Giverny	Indice	+/-
1993-94 *	25%	5%	20%
1995	50%	28%	22%
1996	27%	24%	3%
1997	40%	26%	13%
Total	230%	100%	130%
Annualisé	32%	17%	15%

* de septembre 1993 à décembre 1994.

Revue de nos compagnies

L'année 1997 a été encore une fois faste pour les marchés boursiers. Habituellement, à ce stade du rapport, je dis: "de notre côté, nous avons été peu actifs et nos principaux titres sont les mêmes que l'année dernière". Cette année par contre, j'ai fait des changements majeurs dans notre fonds. Souvent, les gestionnaires aiment vendre à grands profits des titres qui ont très bien fait. Réaliser 100%, 300% ou 500% sur un placement est très agréable (une sensation semblable au sexe ou à la dégustation de pouding chômeur). Par contre, il est souvent très coûteux de vendre lorsque le fondamental ne le justifie pas, peu importe le niveau du gain. Malheureusement, les affaires étant ce qu'elles sont, très peu d'entreprises réussissent à générer des rendements supérieurs à la moyenne pendant plusieurs années. À un certain point, leurs modèles économiques se détériorent et leurs titres ne se qualifient plus comme investissements hors-pairs. À ce moment-là, malgré tous les coûts que cela engendre, il est sage de vendre.

Ainsi, en 1997, j'ai vendu trois de nos quatre plus importantes participations des quatre dernières années. J'ai discuté en détails de la vente de St-Jude Medical lors du premier

trimestre et des ventes de Sun Microsystems et Bombardier au troisième trimestre. Nous avons réalisé 100%, 600% et 350% respectivement sur ces investissements.

Il est trop tôt pour évaluer la justesse de ces décisions. Mais, juste pour l'intérêt de la chose, St-Jude Medical a annoncé dernièrement des problèmes d'intégration avec Ventritex, bien plus tôt que j'avais "prévu", seulement 6 mois après leur OPA que j'ai "condamné" en avril dernier. J'ai assisté dernièrement à une présentation d'Emerson Electric, une compagnie qui est en affaire depuis longtemps et qui a une historique d'acquisitions intelligentes. La compagnie avait étudié en détail "l'industrie" des acquisitions et avait conclu que seulement 23% était vraiment profitables (pour l'acheteur). Même de superbes entreprises comme Wells Fargo et Disney ne sont pas à l'abri et ont expérimenté des problèmes avec leurs dernières acquisitions cette année. Heureusement, dans ces cas précis, les problèmes devraient être de courte durée; nous avons donc acquis des actions de ces deux compagnies à bon prix grâce à ces problèmes. Ainsi, indirectement, il peut y avoir des avantages aux acquisitions!

À la fin de l'année, neuf titres composaient 75% de notre fonds dont quatre compagnies, Liquidation World, Disney, Intel et Mattel représentent le "coeur" de notre fonds soit près de la moitié de notre portefeuille. En fait, Liquidation World représente maintenant 20% de notre fonds, grâce à une appréciation de plus de 555% en 4 ans. Durant cette période, le nombre de magasins a augmenté de 15 à 61 et les marges nettes de 2,8% à 4,5%, devenant la chaîne de commerce de détail la plus rentable au Canada. En fait, LQW est certainement la seule compagnie au Canada à avoir crû ses ventes de 40% par année lors des 10 dernières années avec aucune année en bas de 16% de croissance. Mais plus important, chaque année a été profitable. Ainsi, cette augmentation des cours du titre me semble pleinement justifiée et nous conservons toutes nos actions.

Quant à Intel, Disney et Mattel, j'ai discuté de leurs caractéristiques économiques exceptionnelles plus tôt cette année. Très peu de compagnies possèdent la combinaison économique idéale pouvant être symbolisée par: "Un superbe château, protégé par un fossé impénétrable et dont le roi (ou la reine comme chez Mattel) est brillant et dédié au bien-être de ses sujets". Ces trois compagnies possèdent les attributs propres à ce type d'entreprise. De plus, nous avons pu les acquérir à des évaluations raisonnables. Les cinq autres titres majeurs que nous possédons sont Hewlett-Packard, Cognex, Fannie Mae, American Express et Wells-Fargo.

Bénéfices propres

Notre rendement en 1997 de 39,5% semble spectaculaire (et il l'est). Mais ce qui compte pour un portefeuille - ou pour toute compagnie - n'est pas le "verdict" du marché mais plutôt la performance économique sous-jacente. Par exemple, l'indice S&P500 a réalisé environ 33% en 1997 alors que les titres sous-jacents ont réalisé une croissance de leurs bénéfices d'environ 11%. Ainsi, plusieurs titres ont "pris de l'avance" sur leurs caractéristiques économiques, alors que leurs cours ont "surperformé" leur performance intrinsèque par une grande marge. Du côté du Fonds Clef, nos bénéfices propres ont crû d'environ 16% (même si le portefeuille a été transformé en milieu d'année, je crois que cette évaluation est grossièrement juste). Ainsi, nous avons aussi profité du mouvement général à la hausse des cours-bénéfices. Mais, l'évaluation boursière de nos titres (P/E) est semblable à la moyenne.

Pourtant, prise collectivement, nos entreprises sont – selon moi - économiquement fortement supérieures à la moyenne. La réévaluation au marché de nos titres me semble donc plus juste que celle de la moyenne des entreprises. Voici nos titres majeurs, leur pondération et la croissance de leurs bénéfices propres pour 1997:

COMPAGNIES (9 majeures)	%	97/96
LIQUIDATION WORLD	20.2%	8.2%
DISNEY	11.9%	16.9%
MATTEL INC.	8.9%	16.0%
INTEL	7.0%	33.2%
AMERICAN EXPRESS	6.1%	16.5%
COGNEX	5.3%	39.1%
FANNIE MAE	4.9%	14.1%
HEWLETT-PACKARD	4.4%	16.1%
WELLS FARGO & CO	3.8%	11.1%
AUTRES TITRES	25.1%	13.2%
<u>TOTAL</u>	<u>100.0%</u>	<u>15.6%</u>

Pour 1998, nos compagnies devraient connaître une excellente année malgré la récession frappant l'Asie. Je prévois une croissance intrinsèque des bénéfices par action d'environ 15% à 20%. Évidemment, toute prédiction est risquée, surtout lorsqu'elle concerne le futur. Mais, comme disait un vieux sage: "Si un homme ne sait pas vers quel port il veut naviguer, aucun phare ne pourra le guider". À leurs cours actuels, nos titres se transigent à environ 18 fois ces profits estimés. Le S&P500 est environ à 19 fois les profits prévus pour 1998. Je suis donc peu optimiste quant aux perspectives de rendement en général pour 1998, les cours de la majorité des titres semblant déjà refléter les profits à venir plusieurs mois d'avance, peut-être même quelques années en avance. Par contre, à plus long terme, comme je crois que nos entreprises ont des caractéristiques économiques qui pourraient leur permettre de croître leurs BPA de 15-20% par année dans le futur et que leur évaluation en Bourse semblent raisonnable, notre portefeuille devrait évoluer grossièrement à ce rythme. C'est de cette façon que je compte réaliser mon objectif de 20% de rendement annuel et non par continuellement transiger des titres en tentant de profiter des mouvements - fort spectaculaires par moment dois-je reconnaître - du marché boursier. En fait, comme Buffett aime le dire: "Qualifier un homme qui transige continuellement d'investisseur est comme qualifier de romantique un homme qui à tous les soirs couche avec une femme différente".

Malgré toutes ces belles paroles, cette année fut de loin notre année la plus active avec une rotation des titres d'environ 35% (la moyenne des fonds change quasi la totalité de ses titres

sur un an pour un taux de rotation moyen de 85%). Mais, dans le futur, ce taux devrait baisser à 10 ou 15% par année, ce qui devrait réduire nos coûts de transactions à moins de 0,1% par année. En combinant ce bienfait aux impôts différés, il devient très avantageux de conserver nos titres de superbes entreprises sur plusieurs années.

Philosophie de placement

Après plus de quatre années de gestion, il est bon de revenir sur la philosophie de placement qui sous-tend la sélection de titres composant notre portefeuille. Après quelques années de réflexion, j'ai conclu que:

- À très long terme, les actions représentent le meilleur des placements (10%), devant les obligations (6%), l'immobilier (5%), l'or (3%), les timbres (3%) et évidemment les bons du Trésor (3%). À moins de besoin immédiat de revenus, il n'y a aucune logique à ne pas être investis à 100% en actions.

- Parmi les actions, celles d'entreprises de type "croissance" ont réalisé 12% par année et celles de type "cyclique" (dont les activités sont reliées fortement à l'économie ou aux prix des matières premières) ont réalisé 6% par année.

- Parmi les actions de croissance, certaines possèdent des qualités intrinsèques qui protègent leur marché de la compétition et leur assure plusieurs années - des décennies même - d'augmentation des bénéfices. Une "franchise" (selon le terme de Buffett) est l'équivalent d'un fossé protégeant un château économique des envahisseurs.

- Mais même une franchise n'est pas suffisante pour assurer un rendement hors-pair à une compagnie, quoique suffisant pour assurer sa survie. Selon Philip Fisher, l'ingrédient essentiel est la qualité de la direction menant l'entreprise sur la route du futur.

- Une fois qu'une entreprise est sélectionnée pour ses qualités exceptionnelles, une évaluation réaliste de la valeur intrinsèque de la compagnie doit être approximativement effectuée.

- Le marché boursier est dominé par des spéculateurs qui voient les actions comme des jetons dans un gigantesque casino. Celui qui reconnaît les points mentionnés ci-haut peut régulièrement acheter des actions d'entreprises soigneusement choisies à des prix très attrayants par rapport à la valeur estimée au point précédent.

- Tout cela n'assure pas le succès instantané! Les entreprises changent, car leurs environnements changent. De plus, il peut se passer de longues périodes de temps entre le moment où l'on achète un titre et le moment où le marché reconnaît sa juste valeur. Mais habituellement, lorsqu'on a raison sur l'entreprise, on a raison sur l'action sous-jacente. La patience devient à ce moment essentielle. En fait, le "génie" est souvent de la patience déguisée!

La fable de Ben Graham



Comment réagir alors aux fluctuations - parfois très prononcées - du marché boursier? Il y a une cinquantaine d'années, le légendaire Ben Graham contait l'histoire d'un partenariat entre deux hommes d'affaires:

“...Malheureusement, un des deux entrepreneurs était maniaco-dépressif. Ainsi, à chaque jour, il voulait transiger ses parts dans l'entreprise commune. Certains jours, il voyait l'avenir en rose et le ciel lui semblait tout bleu. Il demandait alors un prix très élevé pour ses parts et était prêt à vous acheter vos parts à presque n'importe quel prix. Mais certains jours de pluie, il voyait l'avenir morose et ne croyait que jamais le beau temps ne reviendrait. Il était alors prêt à vous vendre ses parts à un prix ridicule...Il est idéal d'avoir comme partenaire d'affaires un tel individu que l'on pourrait appeler Monsieur Marché. Son comportement irrationnel est un incroyable avantage, gage de prospérité quasi infinie. Par contre, si son partenaire accordait une quelconque validité aux cours nommés par M. Marché, il perdrait ce fabuleux avantage et deviendrait - dans les faits - aussi malade que lui!”

Ainsi, l'attitude d'un investisseur voulant profiter de la maladie de M. Marché est semblable à celle d'un frappeur au base-ball qui aurait le luxe “d'attendre” sa balle. En effet, si, lorsqu'au bâton, il n'y avait pas de prise sur décision d'appelée, vous auriez le loisir d'attendre la balle parfaite, même si le lanceur devait en lancer des milliers avant. Ainsi, le “lanceur” du Marché peut vous envoyer IBM à \$100, Biochem Pharma à \$35 ou Coca-Cola à \$65; en fait il en lance plus de 25 000 par jour. Si vous ne trouvez aucune balle “à votre goût” vous avez le luxe d'attendre. Mais si vous vous élancez et que vous ratez votre coup, vous avez une prise contre vous. Aucune entreprise ou aucun travail ne possède une telle caractéristique. En général, un gestionnaire corporatif doit souvent être forcé à réagir aux problèmes plutôt qu'attendre une parfaite “conjonction des astres” en sa faveur pour agir.

Mais à la Bourse, comme dirait une pub de Fido, “*C'est vous le maître*”. Tout ce qui devient nécessaire pour réussir est de savoir juger une balle et surtout d'être patient. Ted Williams était le joueur qui recevait le plus de buts sur balles. Il aimait dire qu'il préférerait laisser passer une balle ordinaire que de prendre le risque de diminuer sa moyenne. Pour les plus jeunes, les vedettes Barry Bonds et Frank Thomas ont une attitude semblable et cela ne leur a pas nuit...

Mais la meilleure philosophie de placement au monde est inutile si les clients du philosophe ont une vue différente du même univers. Ainsi, une philosophie de placement basée sur l'investissement dans quelques entreprises sous-évaluées conservées pendant des années ne

gènèrent pas des rendements linéaires. Ainsi, il est certain que certaines années notre fonds aura un rendement inférieur à la moyenne.

Aussi, durant les prochaines années, nous traverserons de fortes périodes de baisses. À ce moment, la patience des clients devient la pierre angulaire de la réussite. Les phases maniaco-dépressives de M. Marché sont contagieuses, surtout la seconde phase. Mais, pour réaliser notre ambitieux objectif de rendement de 20% par année, nous avons besoin de fortes baisses des cours de temps en temps. Plus le marché sera irrationnel, plus nous pourrons réaliser de forts rendements.

Mattel

À cette époque d'Internet et de méga-marchés, il peut sembler simpliste de croire que l'on peut simplement acheter des actions de quelques superbes entreprises sous-évaluées et de les garder des décennies pour s'enrichir. Tel que mentionné plus haut, nous avons acquis cette année des actions de trois des meilleures entreprises au monde à des prix qui me semble attrayants: Intel, Disney et Mattel. Tout investisseur de Wall-Street reconnaîtrait que ces trois compagnies sont solides et continueront de dominer dans 10 ans. Mais plusieurs analystes se seraient empressés de rajouter "qu'en ce moment - au moment où nous les avons acheter - ces titres ne feront rien pour quelques mois pour XYZ raisons". Nous avons donc pu acheter en 1997 des actions de Mattel, la plus importante compagnie de jouets au monde. Mattel possède des superbes marques de commerce comme Barbie, Hot-Wheels et Fisher-Price et a à sa tête une femme d'affaire exceptionnelle, Jill Barad. Barbie fêtera ses 40 ans en 1999 mais ne donne aucun signe de ralentissement. En fait, la croissance des ventes de Barbie ces 10 dernières années a été de plus de 15% par année. Lorsqu'on réalise que 65% des revenus de Mattel proviennent des États-Unis (où leurs clientes achètent en moyenne quatre poupées par année) mais que 97% des enfants vivent ailleurs, on réalise que cette croissance ne pourrait que débiter. Il est difficile de croire que nous avons payé un multiple de 12 fois les profits prévus cette année pour une telle entreprise! Depuis, le titre a grimpé de 55%. Ainsi, même dans un marché "surévalué", il y a toujours quelque chose d'intelligent à faire avec du capital. J'aimerais aussi souligner que nous avons utilisé le capital de la vente de St-Jude (et d'ailleurs) pour investir dans Mattel.

Erreur "du jour"

Le "matériel" ne manque jamais pour cette partie du rapport. Mes erreurs dans le passé ont été principalement de deux types: L'achat de titres de compagnies très ordinaires qui semblaient sous-évaluées et la vente de compagnies extraordinaires qui semblaient surévaluées. Peter Lynch comparait cette pratique à "arracher les fleurs pour arroser les mauvaises herbes". Cette année, mon erreur "du jour" est un genre de combinaison des deux types d'erreurs. La chose intéressante c'est que souvent les erreurs ne sont "découvertes" que plusieurs années plus tard. Comme disait un chef ingénieur chez Intel: "C'est un peu comme jouer à la roulette russe et découvrir que trois ans plus tard qu'il y avait une balle devant le percuteur".

Mais cette année, nous n'avons eu besoin que de quelques mois pour "réaliser" l'erreur en question. C'est presque devenu un art pour moi de trouver la plus belle façon de "foirer".

Ainsi, en avril, le Marché était très craintif vis-à-vis les titres de “résautiques”. C’est une industrie que je comprends (contrairement aux aurifères par exemple qui eux aussi étaient peu aimés) et dont je connaissais bien quelques-unes des compagnies. Quelques titres de grande qualité étaient alors à des niveaux injustifiés. J’ai alors passé à la Télévision où j’ai fortement recommandé la compagnie Cisco Systems, le leader de l’industrie. Mais, avec mon argent (et le vôtre), je n’ai investi que 2% du fonds dans Cisco alors que j’ai investi 4% dans un de ses compétiteurs, Cabletron Systems. Je SAVAIS que Cisco est une compagnie dont les attributs économiques sont fortement supérieurs à Cabletron. Par contre, j’étais “hypnotisé” par le fait que Cabletron se transigeait à 14 fois les profits contre 20 fois pour Cisco.

Quelques semaines plus tard, Cabletron annonçait des problèmes (un phénomène quasi inévitable lorsque vous compétitionnez avec Cisco comme l’ont découvert aussi Newbridge Networks et 3Com par après). Nous avons été chanceux de vendre nos parts avec un très faible profit car quelques temps après le titre de Cabletron s’est effondré. Pendant ce temps-là, Cisco a grimpé de 70% et ses perspectives sont toujours très solides. Ainsi, si nous avions mis le 6% au complet dans Cisco seulement, nous aurions augmenté notre rendement de 3% cette année.

Pour me faire pardonner je pourrais invoquer le manque d’expérience. Mais, l’honnêteté l’exige, je dois avouer que j’ai fait la même erreur à plusieurs reprises. En 1994, j’avais étudié le même secteur en détails. J’avais alors préféré Standard Microsystems (une “aubaine” à moins de 10 fois les profits) à Cisco (alors à 15 fois). Standard a perdu 33% de sa valeur en 3 ans et Cisco a grimpé de 800%. Aussi, en 1993, le secteur des produits médicaux était en défaveur. J’ai alors préféré St-Jude Medical qui était à 10 fois les profits à son compétiteur, le leader incontesté de l’industrie, Medtronic qui était à 15 fois. Quatre ans plus tard, St-Jude a augmenté de 70% et Medtronic de 500%. L’année dernière j’avais écrit: *“Je suis désolé de payer mon éducation avec votre argent”*. Mais, comme vous pouvez le constater, je suis encore loin d’avoir gradué...

Mais je ne voudrais pas terminer sur une note négative. Le métier de gestionnaire n’est pas de tout repos. Mais de temps en temps, nous avons la chance de rencontrer des hommes d’affaires exceptionnels qui nous font retomber en amour avec ce métier. Cette année j’ai eu la chance de rencontrer les présidents (et CEO) de trois de nos compagnies. J’ai rencontré Dr. Shilman, le génial fondateur de Cognex, Dale Gillespie, le fondateur de Liquidation World et Don Dye, le nouveau CEO de Callaway Golf. Tous trois semblent des gestionnaires hors-pairs et notre capital devrait être en bonne main avec eux. J’ai aussi eu la chance de rencontrer dernièrement John Correnti, le CEO de Nucor. Les mots sont trop faibles pour qualifier M. Correnti. Je me contenterai donc de dire que nous sommes devenus actionnaires d’une compagnie d’acier!

Cognex

Le CEO de Cognex, Dr. Shilman, m’a impressionné au point où j’ai acheté d’autres actions récemment à un cours plus élevé que notre coût initial. J’aimerais vous réaffirmer que très, très peu de compagnies sont exceptionnelles comme l’est Cognex et peu d’hommes d’affaires sont de la trempe du Dr. Shilman. Lorsque Cognex s’est lancée dans le marché des systèmes

de vision artificielle, il y avait une centaine de compagnies qui se disputaient le marché. Aujourd'hui, Cognex est quasi seul et possède 35-40% du marché. Elle réalise des bénéfices de \$40 millions sur des ventes de \$155 millions (marges nettes de 27%) et augmente ses bénéfices à plus de 25% par année. Son bilan est aussi alléchant: des liquidités de \$178 millions sur \$260 millions d'actifs. Ainsi, la compagnie réalise un rendement de son actif opérationnel de plus de 50%. Dr. Shillman (tout comme le génial Ken Iverson de Nucor) a compris un principe simple que plusieurs MBA ignorent: Un employé heureux et traité de manière juste est un employé productif. Connaissez-vous beaucoup de compagnies qui offrent à leurs employés les services d'une compagnie de nettoyage pour "qu'ils ne perdent pas leurs temps à aller au nettoyeur"? Une compagnie qui réalise \$80 000 de bénéfices nets par employés malgré que le salaire moyen dans l'entreprise soit de \$65 000 est une compagnie qui vaut la peine d'être étudiée...

Je vous remercie de votre confiance.

François Rochon, ing. M.Sc.