

Portefeuille Giverny

Lettre annuelle 1998

Pour l'année se terminant le 31 décembre 1998, le rendement pondéré de notre capital sous gestion a été de 19.9% par rapport à environ 18.8% pour notre groupe indicier comparatif. Ces rendements incluent environ 6% de gain de variation de la devise canadienne. Depuis le début de la gestion de notre capital, le 1er septembre 1993, notre rendement annuel composé est de 29.4% par rapport à 18.1% pour les indices.

Ainsi, sur 64 mois, notre "valeur ajoutée" a été de 11.3% annualisée. Par rapport à "l'imbattable" S&P 500, nous avons fait 4% de plus annualisé. Sans l'ombre d'un doute, cela nous classerait dans le premier centile des fonds d'actions en Amérique du Nord. En septembre 1993, j'avais énoncé comme objectif de réaliser 20% par année et/ou 10% de plus que les indices. Notre "véhicule" est donc toujours sur la bonne route.

Voici nos rendements en détail depuis 5 ans :

Année	Giverny	Indices	+/-
1993-1994	24.6%	4.4%	20.2%
1995	49.5%	24.0%	25.5%
1996	27.0%	22.8%	4.2%
1997	39.5%	28.5%	11.0%
1998	19.9%	18.8%	1.1%
Total	295.7%	142.7%	153.0%
Annualisé	29.4%	18.1%	11.3%

Note : De 1993 à 1997, rendement du Fonds Clef. À partir de 1998 : nos 5 portefeuilles combinés.

En 1998, nous avons vécu notre premier véritable marché baissier depuis le début du Fonds Clef en 1993. L'an dernier, plus que jamais, le marché boursier a démontré son caractère maniaco-dépressif. Ses sautes d'humeur ont été particulièrement prononcées: après des hausses sans répit jusqu'en juillet, les actions ont fortement baissé en août/septembre. La baisse a été de l'ordre de 30% pour la moyenne des titres en Amérique du Nord. De véritables aubaines ont alors commencé à apparaître en grand nombre. Nous en avons achetées quelques-unes (et en avons profité grandement). Mais en quelques semaines, les actions ont rebondi et le nombre d'aubaines a fondu comme neige au soleil.

De telles situations de crises, de paniques et de peurs qui affectent régulièrement les investisseurs sont nos partenaires dans la quête de notre objectif à long terme de réaliser 20% de rendement par année sur notre capital. En effet, pour réussir ce noble objectif il ne suffit pas d'acheter de superbes entreprises, il faut les acheter à des prix attrayants. En effet, peu de compagnies réussissent à accroître leurs bénéfices à un taux de 20% annuellement sur une période de 10 ans. Il est ainsi plus facile - quoique difficile tout de même - de bâtir une collection de compagnies qui croîtront collectivement à un taux de 15% par année et de "bonifier" cette croissance de la valeur intrinsèque avec une augmentation des évaluations boursières. Pour avoir de telles opportunités, nous avons donc besoin d'un climat de pessimisme qui amène de bonnes compagnies à des cours boursiers inférieurs à leur valeur. En fait, plus les peurs – et les fluctuations de marchés s'y relatant - sont grandes, plus nous avons des opportunités de nous enrichir.

Ainsi, la prochaine fois qu'on vous demande "La baisse des cours vous affecte-t-elle?" vous répondrez : "Certainement, elle améliore mes chances de m'enrichir".

JDS Fitel

Un bel exemple d'opportunités disponibles cet automne est le titre de JDS Fitel. Je connaissais bien la compagnie, depuis presque ses débuts en bourse en 1996. JDS possède une technologie lui permettant de dominer un segment du marché en forte croissance des multiplexeurs de divisions de longueur d'ondes (WDM). Sa domination de ce créneau se reflète dans ses marges nettes de plus de 20%. Évidemment, le titre a toujours bien reflété cela en bourse avec un cours-bénéfices souvent dans les 40 fois. Mais en septembre, le titre a fondu en deux à \$16 soit moins de 20 fois les profits prévus pour l'année fiscale en cours. À ce prix, il était difficile de résister même si l'industrie dans laquelle JDS évolue est hautement changeante et donc risquée. Après l'annonce de superbes résultats, le titre a grimpé à plus de \$50 soit plus de 3 fois notre coût. Une de mes citations favorites sur les opportunités en bourse provient du rapport annuel de 1996 de Wesco Financial, une entreprise gérée par un homme que j'admire énormément : Charles Munger. Il explique l'essence de l'investissement intelligent ainsi :

"...Dans une vie de gestionnaire, être préparé mentalement à investir massivement à quelques occasions dans quelques placements particulièrement attrayants, peut améliorer dramatiquement les résultats financiers d'une telle vie. Quelques opportunités extraordinaires, facilement identifiables comme telles, se présenteront à celui qui les cherche continuellement avec un esprit ouvert, curieux et patient. À ce moment-là, tout ce qui est nécessaire est le courage d'investir massivement alors que les probabilités sont clairement en notre faveur..."

Revue du portefeuille

Cette année, la valeur au marché de nos portefeuilles a grimpé de près de 20%. Mais plus agréable encore fut le fait que nous n'aurons pas à envoyer de chèque au gouvernement puisque les gains en capital réalisés furent minimes. Le gouvernement ne nous laisse pas souvent de chance mais tant que nous ne vendons pas les actions dans nos entreprises, nous n'avons pas d'impôts à payer (pour le capital hors-REER). En fait, il s'agit de l'équivalent d'un prêt sans intérêt dont nous choisissons l'échéance (tout à fait mon genre de prêts).

Environ 29% de notre capital est investi au Canada, 2% à Hong-Kong et 68% aux États-Unis. Nous avons environ 1% en encaisse.

Le taux de rotation de nos titres a été d'environ 20% en 1998, ce qui est beaucoup plus bas que la moyenne de 85% des fonds mutuels aux États-Unis.

Revue de nos compagnies

Nous avons fait quelques changements dans la composition du portefeuille en 1998, le principal étant la vente de la majeure partie de nos actions de Mattel (voir plus loin). Mais neuf des onze plus importants titres, représentant environ 65% de la valeur des fonds, sont des titres qui étaient présents l'année dernière.

Liquidation World a continué sa croissance extraordinaire. Les revenus ont grimpé de 39% et les bénéfices par action (BPA) de 41%. Depuis notre achat en 1993, les BPA ont augmenté de \$0.14 à \$0.69 (pleinement dilué) soit à un taux annuel de croissance de près de 38% composé. Le titre a suivi, grimpant de \$2.50 à \$16.50. Cette hausse ne fut pas linéaire : 18 mois après que nous ayons acheté le titre, il avait reculé de 50% en bourse. À l'époque, tout le secteur du détail au Canada était en défaveur à cause de la venue de Wal-Mart. Mais à long terme, comme c'est presque toujours le cas, la bourse a bien reflété la solide performance de la compagnie.

Intel et Disney ont connu une année plus difficile. Intel a été affectée par une crise majeure dans l'industrie des semiconducteurs et aussi par un changement dans son modèle économique. La compagnie avait sous-estimé la force du PC se vendant à moins de \$1000 et ainsi de l'importance du marché des unités centrales de traitement (CPU) à \$70. Mais le nouveau PDG, Craig Barrett, a rapidement remédié à la situation et dès le quatrième trimestre, la compagnie a retrouvé le chemin de la croissance. Quant à Disney, une multitude de facteurs ont été à l'origine d'une baisse de 3% des bénéfices. Mais la compagnie a de nombreux nouveaux projets en construction et devrait en bénéficier grandement lors des cinq prochaines années.

Cognex a été frappée de plein fouet par la récession dans son industrie – qui est indirectement liée avec celle des semiconducteurs – mais est restée profitable. Alors que ses concurrents perdent de l’argent, Cognex réalise des marges de 17% après impôts. La compagnie a, entre autres, signé une importante entente avec son plus important compétiteur Rockwell. Rockwell a décidé de quitter le marché de la vision artificielle et d’offrir les produits de Cognex à ses nombreux clients à la place des siens. Cela en dit long sur la solidité de la franchise de Cognex. Lorsque la croissance de l’industrie repartira, Cognex sera quasi seule pour en profiter. Le titre en bourse a connu une année mouvementée : il avait commencé l’année à \$27, a touché \$9 en septembre et a terminé 1998 à \$20. Je peux vous assurer que la valeur sous-jacente de l’entreprise n’a pas fluctué à ce point.

Wells Fargo a fusionné avec une autre très bonne banque : Norwest. La fusion devrait être bénéfique. Le nouveau PDG, Richard Kovacevich, est un super-banquier. Lors des 10 dernières années, Norwest a réalisé une croissance de ses BPA de 14% composée sans aucune année de baisse. “Le vrai test pour une organisation n’est pas quand elle a le vent dans le dos mais lorsque les temps sont durs” expliquait M. Kovacevich dans le dernier rapport annuel de Norwest. J’aime bien m’associer avec de tels hommes d’affaires qui savent toujours garder une perspective à long terme.

Nous avons aussi acquis des actions d’une autre banque: la M&T Bank de Buffalo. Il n’y a pas que Dominik Hasek qui fait des miracles dans cette ville du nord des États-Unis! Bob Wilmers, depuis son arrivée en 1982, a remis cette banque sur la bonne voie. La croissance des BPA lors des dix dernières années a été de 17% composée sans année de baisse. Depuis 1982, le titre de M&T a grimpé d’un cours moyen de \$10 à plus de \$500, un rendement faisant mal paraître plusieurs entreprises dites “de croissance”. En début d’année, la compagnie a acquis ONBANCorp. Wall-Street n’étant pas toujours optimiste vis-à-vis les acquisitions, le titre est passé de \$582 à \$450, un niveau où nous avons commencé à acheter. Finalement, les bénéfices ont grimpé de 24% en 1998. Rarement ais-je été aussi confiant dans la haute-direction d’une compagnie; M. Wilmers semble définitivement savoir ce qu’il fait.

Finalement, Fannie Mae et American Express, acquises en 1993 et 1995 respectivement, m’ont donné autant de travail que les Reds de Cincinnati de 1975 à leur coach Sparky Anderson. “Mon travail consistait à inscrire : Rose, Bench, Perez, etc. sur ma liste de frappeurs”. La croissance des profits de ces deux entreprises en 1998 a été d’environ 13% et leur rendement de l’avoir a atteint 24%. Que dire de plus ?

Il ne faut pas oublier aussi nos autres grandes vedettes en 1998 soit Cisco Systems et JDS Fitel. Les bénéfices de Cisco ont grimpé de 33% et le titre de 150%. Quand à

JDS, ses bénéfices ont augmenté de plus de 60%. Son titre, comme vous savez, a bien fait en bourse.

Parmi nos investissements de moindre importance, nous avons au cours de l'année acquis des actions de plusieurs entreprises de plus faibles capitalisations car leurs évaluations étaient attrayantes : Heartland Express, Fastenal, Bed Bath & Beyond, Dallas Semiconductor, Lincare Holdings, CrossKeys Systems, Gennum, American Power Conversion et Gartner Group. Aussi, après des années à suivre les progrès de Gillette, nous en sommes enfin devenus actionnaires.

Gillette

Dans le rapport annuel de 1994, j'avais discuté des forces de Gillette (sans en acheter par contre!). Quatre ans plus tard, Gillette est plus solide que jamais. Elle possède de superbes marques de commerce comme Duracell (acquise en 1996), Braun et Oral-B.

Mais son produit de loin le plus important est le rasoir à lames. Ce qui crée de la demande pour ses produits est le simple fait que la barbe des hommes pousse d'un demi-centimètre par mois. De surcroît, l'origine des marges avant impôts de 40% pour cette gamme de produit (plus de deux fois celles de ses concurrents) est le modèle économique exceptionnel de Gillette, que son fondateur King C. Gillette a résumé en ces quelques mots : *“Notre entreprise est basée sur la consommation quasi illimitée de lames, chaque rasoir vendu étant gage d'une royauté limitée que par la vie de son utilisateur”*. Délaissant le marché du rasoir jetable à la fin des années 1980, Gillette s'est concentrée à distancer ses concurrents non seulement par un fort marketing mais aussi par une technologie plus avancée. Après avoir lancé successivement le Trac II (1971) et Atra (1977), son rasoir Sensor (1990) fut un succès retentissant. Cette année, la compagnie revient à la charge avec le premier rasoir à triple lame, le Mach 3.

En 1991, je me souviens bien d'avoir été emballé par le Sensor et même d'en avoir acheté un pour mon grand-père (sans évidemment acheter d'actions!). En 1993, lors de mes débuts dans le placement, j'ai tout de suite reconnu les qualités financières de la compagnie. Mais à \$12, 18 fois les profits de l'époque, le titre me paraissait trop cher (!). Le titre a alors grimpé en cinq ans à \$65, soit 45 fois les bénéfices de 1998. Puis en septembre, le titre a rapidement chuté jusqu'à \$36 et nous en avons profité pour en acheter. Gillette fait donc maintenant partie de notre collection de superbes entreprises.

Bénéfices propres

Plus importante que nos rendements au marché (ce que les autres pensent de la valeur de nos entreprises) est la croissance de nos bénéfices propres. En 1998, nos

compagnies ont généré environ 29% de rendement de l'avoir, des marges nettes d'environ 13% et ont cru leurs bénéfices propres de 10%. Cette approximation de l'accroissement de la valeur intrinsèque de nos entreprises est quasi semblable aux gains en bourse des titres sous-jacents, en excluant les gains de devises (14%). Par contre, les titres du S&P 500 ont cru leurs profits de 2-3% et ont grimpé collectivement de 28% en bourse. Le TSE 300 a connu une baisse de plus de 12% de ses bénéfices mais est resté quasi inchangé en bourse. Ainsi, nos titres – contrairement aux indices majeurs – ont connu une croissance de leurs cours boursier semblable à celle de leurs performances intrinsèques.

À leurs cours actuels, nos titres se transigent à environ 25 fois mes prévisions de bénéfices pour 1999 (comme l'année dernière, il faut rester sceptique quant à la valeur des prédictions). L'évaluation de nos compagnies en bourse ne me semble pas irrationnelle mais tout de même loin d'un niveau qualifiable "d'aubaine".

Concentration du portefeuille

Les deux-tiers des fonds sont investis dans 12 titres. Posséder aussi peu de titres - même ceux des meilleures entreprises - inquiéteraient beaucoup de gestionnaires et leurs clients (et leurs consultants). Pour plusieurs, cela serait une stratégie trop "risquée" pour être considérée comme rationnelle. Dans un monde où les performances sont scrutées de façon hebdomadaire, les gestionnaires ne peuvent se permettre d'avoir une performance en bourse qui diffère trop de leur indice de référence. Avoir peu de titres garantit une performance dissemblable – quoique pas nécessairement inférieure.

Il y a peu de milieu où la différence entre une stratégie rationnelle et une stratégie conventionnelle est aussi grande que celui du monde du placement. En effet, qu'y a-t-il de rationnel à vouloir avoir en tout temps une performance semblable à la moyenne? L'explication est simple : le métier de gestionnaire est très bien rémunéré (au États-Unis, la moyenne est de plus de \$300 000 US par année) et très prestigieux. Ainsi, pour beaucoup de gestionnaires, l'objectif numéro un n'est donc pas de réaliser une performance solide à long terme mais de survivre à court terme. Il est difficile de quantifier le poids qu'ont ces "survivants" mais je crois qu'ils représentent au moins 80% des décideurs. Les fortes fluctuations des actions et les grands écarts dans leurs évaluations sont donc causés par des gestionnaires pour qui la valeur des entreprises est bien secondaire à leur performance trimestrielle en bourse. Vous aurez compris que nous aimons cette attitude et que même nous l'encourageons: Les fluctuations irrationnelles des titres en bourse sont un bienfait pour ceux qui distinguent la cote au marché de la valeur sous-jacente. À plus long terme (cinq ans et plus), les multiples forces boursières tendent à s'annuler et les titres en bourse tendent à refléter la valeur intrinsèque des entreprises sous-jacentes.

Les fonds indiciels

Cette dissertation sur le comportement “mouton” de plusieurs gestionnaires m’amène à parler de la popularité des fonds indiciels en 1998. Cette tendance s’est amplifiée dernièrement à un point où il est essentiel d’en glisser quelques mots.

L’idée sous-jacente à l’achat d’un fonds indiciel est que la moyenne des gestionnaires – par définition – obtient une performance moyenne. Mais à cause des frais de gestion et de transactions, leur résultat collectif ne peut être qu’inférieur aux indices (qui eux n’encourent aucun frais). Réalisant cet état de chose, plusieurs clients ont compris dernièrement qu’investir dans un fonds indiciel est statistiquement la meilleure option pour quelqu’un qui ne peut distinguer un bon placement d’un autre ou un bon gestionnaire d’un autre. Pour ces gens qui reconnaissent leur ignorance, l’indicielle est à considérer. Comme disait Buffett il y a quelques années, “*Lorsque l’argent "bête" reconnaît ses propres limites, il cesse d’être bête*”. Ainsi, lors des quatre dernières années, le capital s’est graduellement déplacé de la gestion active vers la gestion passive. L’effet secondaire de cela est que l’argent se déplace vers les plus importantes entreprises qui ont le plus de poids dans l’indice (le S&P 500 en fait). Comme Ben Graham expliquait si bien, à court terme, la bourse reflète non pas la valeur intrinsèque mais les “votes” des investisseurs. Voter, à la bourse, n’est pas un processus démocratique mais capitaliste : un dollar = un vote

Ce mouvement de capital a tout même comme effet de faire grimper le S&P 500 davantage ce qui a pour effet de faire encore plus mal paraître la gestion active ce qui a pour effet de transférer l’argent de l’actif au passif encore une fois. Certains gestionnaires – moutons mais tout de même intelligents – voient la menace de ne pas posséder des titres comme GE et Microsoft, par exemple, pour leur performance et s’assurent d’avoir au moins la pondération du S&P 500 dans leurs portefeuilles (ce qui a pour effet de faire grimper encore ces titres). Comme disait Art Semberg (un gestionnaire réputé) récemment : “*Plusieurs gestionnaires ont capitulé*”.

Avec tous ces facteurs, un fort déséquilibre s’est créé. Si un titre est parmi les 40 grands titres du S&P 500, il se transige à de forts ratios car plusieurs gestionnaires – actifs ou passifs - en veulent dans leurs portefeuilles. Sinon, ces gestionnaires l’évitent car il est un poids pour la performance relative. Ainsi, le S&P 500 – à 25 profits les profits – est subdivisé en deux groupes : les 40 plus importantes entreprises qui se transigent à environ 33 fois les profits et les 460 autres (qui ont le même poids que les 40 premières) qui se transigent à environ 18 fois les profits. Des entreprises sans croissance comme Exxon se transigent à 30 fois les profits uniquement parce qu’elles sont grosses. Autre exemple : le titre de *America Online* a été une grande vedette en 1998 grimpant de \$20 à \$140. En fin d’année, le titre a grimpé de 10% lors de

l'annonce que le titre sera inclus dans l'indice S&P 500. À ce moment-là, tous les fonds indiciels devront en acheter même si le titre se transige à 250 fois les profits prévus pour l'année fiscale en cours. Les investisseurs qui achètent les fonds indiciels "parce que c'est ça qui marche" sont inconscients des prix qu'ils payent pour ces entreprises. L'argent intelligent qui redevient bête, cesse donc d'être intelligent.

À long terme, la bourse reflète la valeur des entreprises – grosses ou petites – et ainsi ce déséquilibre entre les grands titres et les plus petits devrait se rectifier par lui-même dans le futur. Imaginons que sur un horizon de 10 ans, la croissance des profits soit de 7% pour la moyenne des entreprises. Imaginons aussi que les deux groupes – petits et gros titres - se transigent à 19 fois à ce moment-là. Les plus petits auront réalisé un rendement de 9% par année (avec le dividende) et les plus grands auront réalisé un rendement de 3% par année. Le S&P 500 ferait donc environ 6% par année. À la bourse - comme dans la vie - le bon sens finit par triompher...même s'il teste la patience de l'homme sage.

Niveaux boursiers et rendement futur

Une réaction naturelle à la conclusion du dernier paragraphe est de s'étonner de ma prévision quant aux rendements futurs des actions en général. En effet, nous ne sommes pas habitués à réaliser 6% par année (grossièrement) en achetant des actions. Pourtant, le bon sens et les mathématiques indiquent exactement cela pour le S&P 500. Mais, en possédant quelques entreprises soigneusement choisies pour leur fort rendement sur le capital, je crois que nous pourrons faire beaucoup mieux que 6%. Je crois que nos entreprises peuvent croître à un taux moyen de 12-15% par année soit deux fois le taux moyen. Mais il faut que je vous avoue qu'il sera très difficile – quasi impossible - de répéter notre 29% par année obtenue depuis cinq ans. Nous aurons besoin de fortes corrections nous permettant d'acheter de superbes entreprises à des prix ridicules. Il ne faut donc pas craindre la volatilité, il faut en souhaiter le plus possible!

Il y a évidemment une autre possibilité qui s'offre à nous : Vendre nos titres et accumuler de l'encaisse en espérant une forte correction pour acheter à un plus faible niveau. Je crois que ce serait une erreur. D'abord il faudrait payer l'équivalent de 15% de la valeur des fonds en impôts.

Mais surtout, ce serait remplacer une stratégie rationnelle (investir dans de bonnes entreprises) par une stratégie irrationnelle (tenter de prédire les cours en bourse). Quoique l'environnement actuel de hauts prix pour les actions ne me fait pas plaisir, notre "business" c'est de faire de l'argent en possédant des parts d'entreprises de qualité et non de "jouer" à la bourse.

Quand vendre est-il réellement rationnel?

Si vraiment une compagnie est dotée de caractéristiques économiques exceptionnelles, le temps de vendre une telle entreprise est, idéalement, jamais. Mais comme tout sage investisseur (et tout sage être humain), vous reconnaissez que notre monde n'est pas idéal. Comme dirait Woody Allen : “ *La réalité est déplaisante, mais c'est le seul endroit où on peut trouver un bon steak !*”.

Ainsi, la première raison pour laquelle je vais vendre un titre est simple et évidente : lorsque je réalise que j'ai fait une erreur. Au moment où la “réalisation” de l'erreur a lieu, il y a deux types de réaction qui scindent en deux groupes distincts les investisseurs. Il y a ceux qui reconnaissent l'erreur, l'analysent, vendent le titre, espèrent avoir appris une leçon et passent à autre chose. Et il y a ceux dont la partie du cerveau “ego” l'emporte sur la partie “rationnelle”. Ceux-là ne vendent pas. Ils s'accrochent et espèrent un miracle. Ils blâment alors les pertes en capital sur une quelconque entité (conseiller, courtier, direction de l'entreprise, El Nino, etc.). Quoique cette réaction soit humaine, elle n'est pas logique. La bourse reflète à long-terme le fondamental de l'entreprise. Si l'entreprise ne correspond pas (ou plus) à l'image économique anticipée, il est normal que le titre en bourse reflète cela.

La seconde raison pour vendre est lorsque le fondamental économique d'une entreprise a changé (pour le pire dois-je spécifier). Certaines industries ont déjà été caractérisées par des environnements économiques fabuleux. Par exemple, l'industrie de la télévision –dominée par CBS, ABC et NBC dans les années 1950 à 1980 - a déjà été une business dotée de fondamentaux exceptionnels (semblables à ceux qui caractérisent aujourd'hui Microsoft, Cisco et Intel). Mais cela a bien changé (en tant qu'actionnaires de ABC, nous le savons trop bien). Aussi certaines compagnies sont dirigées à certaines époques par des cerveaux exceptionnels et un changement de direction peut affecter considérablement la valeur d'une entreprise. Par exemple, il y a quelques années, St-Jude Medical était une entreprise superbe. Puis, la nouvelle direction s'est lancée dans des acquisitions de compagnies moins superbes. La valeur en était affectée de façon permanente et nous avons vendu. J'aimerais prendre deux autres exemples pour illustrer cela : Dun & Bradstreet et Mattel .

Dun & Bradstreet

L'histoire de *Dun & Bradstreet* est plus que fascinante. Pendant plus de 30 ans, de 1955 à 1987, la compagnie a crû à un rythme élevé grâce à une combinaison de bonne gestion, de position concurrentielle solide et de brillantes acquisitions. Elle a su acquérir, entre autres, la superbe entreprise *A.C. Nielsen* vers 1984 (son fondateur Arthur Nielsen était un homme d'affaire incroyable et la lecture d'un de ses rapports annuels est un grand plaisir). Mais, à partir de 1988, la direction n'a pas su bien gérer

les nombreuses divisions acquises. La rentabilité en a été grandement affectée. À ce moment-là, il aurait été sage de vendre.

Mais il ne fallait pas pour autant arrêter de suivre le destin de D&B : après avoir végétée quelques années, la direction a subdivisé en 1996 la compagnie en plusieurs entreprises indépendantes : *Cognizant*, *Gartner Group*, A.C. Nielsen et *Dun & Bradstreet*. J'ai étudié en détail Cognizant (qui est devenue récemment IMS Health et Nielsen Media Research) et en ai conclu que c'était un placement plus que solide. J'en ai acheté à Montrusco dans mes fonds mais je n'ai pas eu la sagesse d'en acheter pour nous (voir la section erreur du jour). IMS Health est une entreprise dotée de perspectives économiques impressionnantes. Mais son titre a rapidement grimpé dernièrement et se transige à plus de 30 fois les profits prévus en 1999. Nous avons acheté récemment quelques actions de Gartner Group pour mieux suivre cette autre compagnie devenue indépendante de Dun & Bradstreet. Elle semble aussi vouée à un avenir prometteur.

Mattel

Je vous ai parlé de l'achat de Mattel en long et en large l'année dernière. Mattel est de loin la plus importante entreprise de jouets au monde et possède de superbes marques de commerce comme Barbie, Hot-Wheels et Fisher-Price. Mais à cause de problèmes généraux propres à l'industrie de la vente aux détails de jouets (et d'un réalignement des stocks), Mattel a connu un bien mauvais mois de décembre. Craignant d'être à la merci de quelques grands détaillants et aussi de ne pas atteindre ses objectifs de croissance, la compagnie a annoncé en fin d'année son intention d'acheter *The Learning Co.*, une importante entreprise de logiciels. Quoique je puisse vivre avec un mauvais trimestre, l'acquisition de Learning Co est je crois une erreur. L'industrie du logiciel n'a jamais la solidité de l'industrie du jouet traditionnel et cette acquisition rend Mattel beaucoup plus vulnérable aux divers aléas économiques affectant cette industrie hyper-volatile.

Je m'explique mal cette acquisition. Tout ce que je peux voir c'est un geste de panique de la part de la haute-direction. Vous devriez vous étonner de cela car j'avais dit beaucoup de bien de Jil Barad - la PDG de Mattel - l'année dernière. Est-ce une erreur de jugement de ma part ? Je n'en suis pas certain.

M. Buffett a expliqué il y a quelques années combien les postes de CEO et de haut-dirigeant peuvent différer. Lorsque Mme Barad était à la tête de la division Barbie, ses qualités de stratégestes en marketing et de leadership étaient des plus utiles. Mais au poste de CEO, elle doit en plus allouer de façon intelligente le capital et l'argent généré par l'entreprise. Aussi, la pression de Wall-Street pour agir dans des situations difficiles est forte. Pourtant, souvent la solution la plus intelligente est de

seulement laisser passer le temps (tout comme dans bien des situations de la vie). Dans le cas de Mattel, je crois que dans un an, tous les problèmes de restructuration des stocks auraient été oubliés. Mais si l'acquisition de Learning Co tourne mal, cela va prendre bien plus qu'une année pour réparer les dégâts.

Enfin, il est clair, selon moi, que le modèle de Mattel a changé de façon non-négligeable et que la compagnie n'a plus la solidité que je percevais l'année dernière. Peut-être ais-je tort (qui suis-je pour juger Mme Barad ainsi ?). Mais si j'ai perdu une bonne partie de ma confiance dans la direction de la compagnie, il était mieux de vendre nos actions.

Une autre bonne raison pour vendre

Il y a une troisième raison pour vendre qui est, je crois, très rationnelle mais elle requiert une grande prudence : il s'agit de vendre une compagnie que l'on aime pour en acheter une que l'on aime encore plus. Plus facile à dire qu'à bien faire : une compagnie possédée depuis des années – Fannie Mae, American Express ou Intel par exemple – m'est très familière. Je connais comment différents paramètres affectent son modèle économique. Je connais aussi bien la direction. Aussi, si tout s'est bien déroulé, une telle compagnie a fortement grimpé en bourse et a donc accumulé un fort gain en capital qui, s'il était réalisé, serait taxé. La punition de vendre une telle entreprise est donc double.

Pourtant, certaines opportunités de placement sont exceptionnelles au point de justifier la vente d'une entreprise aimée mais dont le potentiel de gain n'est pas comparable. Par exemple, en octobre dernier, le titre d'une entreprise que j'admire énormément, *Linear Technology*, a fondu en deux à \$39 et me paraissait comme un placement qui avait tous les attributs recherchés. Mais n'ayant pas d'encaisse, il aurait fallu vendre un autre titre. J'ai préféré passer. En trois mois, le titre a grimpé à \$90 (+125%). Malgré tous les coûts impliqués, il aurait été rationnel de vendre un autre titre. Lorsque la situation est claire et que la différence entre les deux titres impliqués dans la comparaison est gigantesque, vendre une bonne compagnie peut être économiquement souhaitable.

Vendre un titre surévalué?

N'est-ce pas rationnel de vendre un titre qui semble surévalué? Pourtant, s'il est possible d'évaluer grossièrement une entreprise, il est impossible d'en connaître la valeur réelle à très long terme. Mon point ici pourrait être illustré avec de nombreux exemples, mais je vais en prendre un seul – un peu extrême, je l'avoue.

Quand un président vend à découvert sa propre compagnie

En 1927, le titre de Coca-Cola venait de grimper de \$130 à \$400 en quatre ans. Son jeune président d'alors, Robert Woodruff, croyait que même sa superbe entreprise ne pouvait valoir autant que le croyait le marché et décida de vendre à découvert des actions de Coca-Cola à environ \$414 par action. Malgré le crash de 1929-1932 – où la moyenne des baisses a été de plus de 80% - Coca-Cola n'a pas baissé et M. Woodruff finit par y perdre \$400 000, une belle somme à l'époque. Heureusement, il resta à la tête de Coke pendant plus de 40 ans et eut la chance de refaire sa fortune grâce à une gestion exceptionnelle de la compagnie. M. Woodruff a aussi su bien choisir son successeur en Roberto Goizueta qui a transformé la compagnie en une véritable machine à générer de l'argent, parfaitement rodée. En prenant pour compte que les dividendes eurent été réinvestis en actions depuis 1927, une action de Coca-Cola acquise à l'époque vaudrait aujourd'hui environ \$9 000 000. Ainsi, même si le titre avait été "surévalué" d'un autre 100% (à \$800 au lieu de \$400), est-ce que cela aurait été suffisant pour en justifier la vente?

Évidemment, très peu de compagnies sont de la trempe de Coca-Cola. Il s'agit en fait de l'exception plutôt que la règle. Par contre, un titre où l'on réalise 100 fois notre argent en 25 ans change la vie d'un investisseur et annule toutes les erreurs. Vendre un tel titre parce qu'il nous paraît surévalué n'est pas rationnel. Évidemment, quelques-uns de nos gagnants d'aujourd'hui perdront de leur lustre demain. Mais comme il est difficile de savoir lequel fera LA grande différence, il est préférable de vendre lorsque le fondamental le justifie véritablement (la deuxième raison de vendre) plutôt que lorsque le titre nous paraît "surévalué".

Erreur(s) du jour.

Comme à chaque année, voici ma chronique favorite où je m'autoflagelle. D'abord, il faut noter ceci : si nous avions conservé toutes nos actions de Bombardier et de Sun Microsystems vendues en 1997, nous aurions sauvé beaucoup d'argent en avril dernier (dans le temps des impôts) mais nous aurions aussi réalisé un rendement fortement supérieur en 1998. Bombardier semble avoir passé à travers la perte de Raymond Royer, des problèmes avec ses Sea-Doo et de la récession en Asie. HP et Intel ont dû remettre à l'an 2000 la sortie de Merced et ainsi Sun Microsystems continue de profiter de sa domination du marché UNIX. Il est trop tôt pour juger si la vente de ces deux titres fut une erreur mais à court terme, ces deux entreprises ont continué de bien faire et font bien mal paraître ma décision de vendre. En fait, Bombardier est maintenant à 6.5 fois le niveau où nous l'avons acheté en 1992 et Sun à 25 fois le niveau où nous l'avons acheté en 1994! De quoi mal avaler notre café!

Aussi, j'avais bien fait mes devoirs avec Cognizant. Tout était là : une bonne entreprise, une évaluation en bourse attrayante et des perspectives de croissance alléchantes. Mais nous n'avons pas profité de la forte hausse du titre. Aussi, en septembre, plusieurs authentiques aubaines étaient disponibles dans l'industrie des semiconducteurs. J'ai glissé quelques mots sur mon immobilisme envers Linear Technology plus haut. J'ai aussi été lent à agir sur une autre entreprise de semiconducteurs appelée *Vitesse Semiconductor*. Le titre avait glissé de \$40 à \$18 en quelques semaines. La compagnie possède une technologie avant-gardiste unique et est en croissance de 60 % par année. À \$18, le titre ne se transigeait qu'à 20 fois les profits prévus en 1999, un ratio très raisonnable pour une jeune entreprise avec un tel taux de croissance. Mais le titre est reparti à la hausse et, en quelques semaines, a touché \$50 (+175%).

Mais cette année la palme va à mon achat (en 1996 en fait) d'une entreprise fabriquant des bâtons de golf : Callaway Golf. Le titre a perdu plus de la moitié de sa valeur en 1998 pour de bonnes raisons : Ses ventes, marges et parts de marchés ont baissé dramatiquement. Mon erreur a été avant tout d'investir dans une industrie que je croyais comprendre mais qui est caractérisée par un paramètre "mode" que même les plus grands experts peuvent difficilement prédire. S'il est facile de prédire que dans 10 ans la majorité des hommes utiliseront un rasoir Gillette, il est impossible de savoir quel bâton de golf sera à la mode à ce moment-là. Mais, mon erreur ne s'est pas limitée à sortir de mon champ de compétence (jeu de mots!). Je n'ai surtout pas su reconnaître les signes avant-coureur que Callaway Golf avait de sérieux problèmes et agir en conséquence. J'ai en effet vu un reportage à la TV aux États-Unis sur Adams Golf, une compagnie qui vendait des bâtons semblables à ceux de Callaway mais à une fraction du prix. Aussi, j'ai lu divers rapports de recherche qui indiquaient que Callaway avait des problèmes et perdait des parts de marché. J'aurais pu ainsi vendre à \$22 au lieu de \$12. Nos pertes auraient donc pu être minimes.

Après avoir lu ces lignes, vous vous demandez peut-être maintenant si vous avez fait un bon choix de gestionnaire. Ma manière de souligner de façon aussi grandiose mes erreurs est chose rare dans ce métier. Souvent, les gestionnaires vantent leurs grands coups et se présentent comme des gourous de la finance. Certains vont jusqu'à se prendre pour Warren Buffett. N'est-ce pas le bon sens même dans un univers hyper-compétitif comme la finance, de cacher ses faiblesses et ses erreurs et d'insister sur ses forces? N'est-ce pas le rôle du gestionnaire de rassurer sa clientèle angoissée et souvent en quête de raisons de sortir des actions? Pourtant, je fais le contraire. Je minimise les bons coups, explore mes erreurs en long et en large et vous préviens que les rendements à venir seront bas (je devrais songer à engager un représentant en marketing).

D'abord, il ne faut pas se leurrer : c'est quasi impossible que les actions en général continuent de réaliser plus de 10% par année dans les prochaines années (à partir du niveau actuel). Je conserve toujours mon objectif de réaliser 20% par année, mais ce sera très difficile de le réaliser. Par contre, par chance, le marché boursier est de plus en plus irrationnel et volatil (grâce entre autres à l'Internet). Il nous laisse donc, régulièrement, des chances de dénicher de bonnes entreprises à des prix attrayants malgré que le niveau d'évaluation en général soit élevé.

Quant aux erreurs que j'explore en profondeur, il y a un vieil adage qui dit que "Si on n'apprend pas du passé, on est condamné à le répéter". Ainsi, la plupart des gestionnaires qui ne créent pas de valeur à long terme font toujours la même chose : ils achètent et vendent des dizaines de titres par année au gré de leurs émotions et d'analyses superficielles. Certains ont 30 ans d'expérience mais ont en fait une année d'expérience répétée 30 fois. Charles Munger – le partenaire de Warren Buffett – disait plus tôt cette année : "Oublier ses erreurs est un des traits psychologiques de l'être humain les plus fascinants. C'est encore plus vrai lorsque la réputation de l'humain en question peut être entachée par sa mémoire."

Étant un être humain, je suis donc souvent exposé à de tels réactions psychologiques. Ainsi, reconnaître que les erreurs sont inévitables – et ne pas avoir peur d'en faire - est peut-être la première étape qui mène au progrès. Comme disait Thomas Edison : "*Le truc pour avoir une bonne idée est d'avoir 100 idées*". Si à chaque fois que je fais une erreur, j'apprends et cela m'évite de la répéter dans le futur, il est possible de croire que nos rendements s'amélioreront dans le futur. Peut-être, alors, devrions-nous voir les erreurs comme des "licences" qu'il faut - vous et moi - annuellement payer pour s'enrichir ?

***** Publicité *****

En conclusion, vous avez pu remarquer avec les années que mon rapport annuel n'est pas vraiment un outil publicitaire (surtout la section sur mes erreurs). M. Buffett aime dire qu'un bon rapport annuel n'est pas une publicité mais un compte-rendu honnête des activités de la compagnie.

Ceci étant dit, je vais faire une petite publicité déguisée en vous décrivant le genre de gestionnaires d'entreprises que je recherche pour nos portefeuilles (et aussi celui que j'espère pouvoir devenir). Il y a quelques années, Woody Allen décrivait ainsi comment devenir un "bon" créateur (la créativité est en effet aussi essentielle à la pratique des affaires – et de la finance par ricochet - qu'à la pratique des Arts) :

“Pour devenir un musicien de Jazz, vous devez écouter du Jazz. Et cela est un acte d’amour. Vous ne pensez pas : J’écoute pour étudier. Vous ne l’écoutez que par amour et, graduellement, vous apprenez. Dans la vie, on apprend réellement quelque chose que par osmose. D’une certaine façon, avec les années, sans faire d’effort, ce quelque chose circule dans votre sang et s’incruste dans la fibre de votre corps.”



Gérer notre capital est devenu pour moi une passion de cette anvergure.

Je vous remercie de votre confiance.

François Rochon.

Président

Giverny Capital Inc.