

Portefeuille Giverny – Lettre annuelle 1999

Pour l'année se terminant le 31 décembre 1999, le rendement pondéré de notre capital sous gestion a été d'environ 13% par rapport à environ 16% pour notre groupe indiciel comparatif. Ces rendements incluent environ -5% de gain lié à la variation de la devise canadienne.

Depuis le début de la gestion de notre capital, le 1er septembre 1993, notre rendement annuel composé est de 27% par rapport à 18% pour notre groupe indiciel comparatif. Nous sommes donc toujours en ligne avec notre objectif initial de réaliser 20% par année et/ou 10% de mieux que les indices. Aussi, notre rendement annuel dépasse celui du S&P 500 par 300 points de base (en dollar canadien), une performance qui nous classerait dans le premier centile des fonds communs en Amérique du Nord.

| Année ** | Giverny | Indices | +/- | S&P 500 |
|------------------|----------------|----------------|-------------|--------------------|
| 1993-1994 | 25% | 4% | 20% | 8% |
| 1995 | 50% | 24% | 26% | 36% |
| 1996 | 27% | 23% | 4% | 21% |
| 1997 | 40% | 29% | 11% | 39% |
| 1998 | 20% | 19% | 1% | 38% |
| 1999 | 13% | 16% | -3% | 14% |
| Total | 347% | 182% | 165% | 286% |
| Annualisé | 27% | 18% | 9% | 24% |

** : De septembre 1993 à 1997, rendements du Fonds Clef. À partir de 1998 : nos 5 portefeuilles combinés.
Note: tous les rendements sont approximatifs (à 1% près).

Mais si la performance passée est satisfaisante, ce qui compte c'est le futur. Pour maintenir une telle feuille de route, il faudra pouvoir continuer de dénicher des opportunités de placement hors paires. Au moment où j'écris ces lignes, de telles opportunités sont rares mais tout de même beaucoup plus nombreuses que l'année dernière à la même date. Mais, comme dirait Warren Buffett, le processus de dénicher la perle rare en placement est semblable à celui nécessaire pour se trouver une personne à épouser: C'est utile d'être ouvert d'esprit, attentif, curieux et patient. Ce n'est pas sage d'être pressé! Ainsi quand les opportunités arriveront je serai prêt à agir. Mais cela ne change en rien ma philosophie d'être toujours à 100% investis en actions. Ce qui change - pas très souvent il faut l'avouer - c'est la sélection des titres qui composent nos portefeuilles. Lorsque clairement le titre A ruisselle plus de potentiel que le titre B, je vends B et achète A. Notre taux de rotation continue de se tenir dans les 20-25% ce qui indique que nous conservons nos titres en moyenne de quatre à cinq ans (le taux de rotation moyen des fonds mutuels en 1999 a dépassé 100%). Espérons tout de même qu'avec la sagesse, notre taux baissera dans le futur.

Liquidation World

Pour la première fois en six ans, la performance boursière de nos titres a été inférieure à celle des indices. La raison principale est la baisse de plus de 60% du titre de Liquidation World, longtemps

notre plus importante participation. Quoique la compagnie a été pour nous un excellent placement depuis son acquisition en 1993 (+200%), l'entreprise de Calgary a connu une année difficile.

Selon moi, ses problèmes sont de nature temporaire. Évidemment, on souhaite que tous les problèmes de la vie en général soient de cette nature. Ce n'est malheureusement pas toujours le cas. Aussi, il est difficile, dans des situations où nous avons une relation à long-terme avec une entreprise, de rester purement objectif dans l'analyse de ses fondamentaux économiques. Même si difficile est cette tâche, nécessaire elle est: les émotions ne font pas bon ménage avec le processus décisionnel vis-à-vis les titres boursiers. D'un autre côté, dans certaines situations passées (voir les sections *erreurs du jour* des années précédentes), j'ai manqué de patience et ce fut extrêmement coûteux pour nous. Mais, nous devrions voir au courant de l'année à venir si Liquidation World est capable de retrouver le chemin de la croissance. À première vue (l'année fiscale commence en octobre), tout semble aller bien.

Titres de haute technologie

L'année 1999 fut très positive pour nombre de nos entreprises. La crise asiatique s'est terminée et nos titres de haute technologie ont très bien fait (sans compter notre fonds de Hong-Kong qui a grimpé de 40%). Hewlett-Packard a presque doublé et Cognex a presque quadruplé depuis son bas en septembre 1998. Nos deux entreprises en très forte croissance Cisco Systems et JDS-Uniphase, ont encore bien fait. Malheureusement, JDU et Cisco ont atteint des niveaux d'évaluations qui me semblent trop élevés même en prenant en considération leur fort niveau de croissance réalisée dans les dernières années. J'ai donc vendu environ 90% des actions que nous possédions dans JDU, certaines à \$600 soit à plus de 220 fois les profits prévus en 2000. À ce cours, cela représente un gain de 3000% en un peu plus d'un an. Aussi, il est à noter que les bénéfices par action de JDU sont probablement "surévalués" de 15 à 20% car l'entreprise a émis une quantité assez impressionnante de *stock options*, une pratique qui, lorsque poussée à des niveaux trop élevés, ne réchauffe pas mon coeur. Pour l'année 1999 seulement, la compagnie a émis 10 millions d'actions (sur 80 M en circulation) à un prix de \$40. C'est un "bonus" de \$3 à 4 milliards aux dirigeants de JDU. Cela fait paraître les joueurs de hockey comme des aubaines. C'est tout dire!

Évidemment, le P/E de JDU n'a rien d'anormal lorsque comparé avec les évaluations de certains titres "Internet". Dans cet univers parallèle, des P/E dans les trois ou quatre chiffres sont monnaies courantes. En effet, des entreprises avec seulement \$50 millions de revenus (et non rentables) ont une évaluation boursière de \$15 milliards.

Cela me rappelle l'histoire du fermier qui disait posséder un cochon valant \$1 million. Un de ses amis lui demanda comment il pouvait être si certain de sa valeur. Il répondit: "Rien de plus facile: je l'ai eu en échange de deux poulets de \$500 000 chacun". De tels fermiers - peu sensibles aux notions d'évaluations économiques - sont nombreux ces temps-ci sur le marché boursier. Mais je n'ai aucunement l'intention de me joindre à leur "foire".

Spéculation versus investissement

Dans l'optique de la spéculation qui s'est emparée du monde des titres de haute technologie, il est bon de retourner aux classiques. La bible de l'investisseur fondamentaliste est sans nul doute: "L'investisseur Intelligent" de Ben Graham. Il y décrit, entre autres, la différence entre la spéculation et l'investissement ainsi: "Un investissement est une opération qui, après une analyse rationnelle, semble promettre un rendement satisfaisant sur le capital. La spéculation est une tentative de prévoir la psychologie des marchés sur une courte période".

La démarcation entre les deux n'est pas toujours claire (qui avoue être un spéculateur?). Mais une manière assez objective de distinguer un spéculateur d'un investisseur - ajoute M. Graham - est dans son attitude vis-à-vis les fluctuations boursières (surtout les baisses). Un investisseur n'est pas préoccupé par les mouvements des cours mais plutôt par ce qui arrive à l'entreprise qu'il possède. Le mot clé ici est *posséder*. Car investir dans des actions - aussi incroyable que cela puisse paraître - est l'équivalent de devenir propriétaire d'une entreprise.



Philosophie de Keynes

Je ne voudrais pas donner l'impression que j'ai "inventé" la philosophie de gestion qui sous-tend la sélection des titres pour nos portefeuilles. Même s'il est bien connu que l'année 1934 fut celle où le livre de Ben Graham, "Security Analysis" fut publié (enfin par certains), ce qui l'est moins est que ce fut l'année où John Maynard Keynes écrivit un premier texte sur l'investissement "concentré". Keynes gérait alors le *Chest Fund*, un fonds d'investissement concentré dans quelques placements qui de 1928 à 1945 réalisa un rendement de 400% (13% composé) comparé à environ 0% pour le marché boursier britannique durant cette période particulièrement difficile (on reconnaît les "vrais" dans de telles périodes!). En 1938, il énonça ses principes d'investissement en trois points:

- 1. A careful selection of a few investments having regard to their cheapness in relation to their probable, actual and potential intrinsic value over a period of years ahead and in relation to alternative investments at the time;*
- 2. A steadfast holding of these fairly large units through thick and thin, perhaps for several years, until either they have fulfilled their promise or it is evident that they were purchased on a mistake;*
- 3. A balanced investment position, i.e., a variety of risks in spite of individual holding being large, and if possible opposed risks.*

Titres sous-évalués et le point de vue de Ben Graham

Quelques uns de nos titres n'ont pas bien "performé" en Bourse cette année malgré d'excellents fondamentaux sous-jacents. M&T Bank par exemple a cru ses bénéfices de 21% mais son titre a reculé de 20% (et se transige à seulement 9 fois les profits prévus en 2000). Fannie Mae a cru ses profits de 15% et le titre a reculé de 16%. Lincare Holdings a cru ses profits de 20% et le titre a reculé de 15%. Et le Groupe BMTC a connu une année exceptionnelle avec des profits en hausse de plus de 25% mais le titre a reculé de 11% (et se transige à 7 fois les profits prévus en 2000). Dans un environnement où les indices n'arrêtent pas de grimper, certains partenaires se demandent pourquoi plusieurs de nos titres font du surplace. Encore une fois, laissons la parole à Ben Graham:

Un jour le jeune Warren Buffett entra dans le bureau de M. Graham (son patron d'alors) et lui demanda "Pourquoi un titre sous-évalué ne resterait-il pas sous-évalué?". M. Graham lui répondit:

« Lors de l'achat d'un titre sous-évalué, il est logique de se demander pourquoi le marché ne continuerait-il pas à sous-évaluer l'entreprise en question et ainsi rendre cet exercice futile. On pourrait même considérer la possibilité que le degré de sous-évaluation puisse augmenter dans le futur au lieu de diminuer. Il n'y a aucune raison théorique pour que le marché reflète la valeur d'une entreprise. Par contre, il est encourageant et réconfortant pour l'investisseur intelligent de savoir que l'expérience pratique démontre que, à long terme, les actions tendent à se transiger à un prix grossièrement équivalent à la valeur sous-jacente de l'entreprise. Cet énoncé est par contre intemporel : dans certains cas le "jour de vérité" arrive en quelques semaines et, dans d'autres, il se fait attendre quelques années. »

L'expérience pratique m'a ainsi démontré que, souvent, ceux qui réussissent à la Bourse ne sont pas nécessairement plus « intelligents » que les autres. La discipline intellectuelle et la patience semblent en effet jouer un bien plus grand rôle que le nombre d'heures de travail et le Q.I. Comme dirait Jean De La Fontaine: "*Le temps et la patience font plus que la force et la passion*".

C'est ce qui fait que plusieurs gestionnaires de Wall-Street prient ainsi: "Mon Dieu, je vous prie de me gratifier de patience. Et si cela vous est possible, tout de suite!".

Bénéfices propres

À Giverny Capital, nous évaluons donc la qualité d'un placement en nous concentrant sur une approche qui combine l'étude de la croissance des bénéfices propres de nos entreprises avec une évaluation périodique des perspectives à long-terme de la dite entreprise. Sur une période de cinq ans, le marché Boursier reflète adéquatement ces deux paramètres.

De 1993 à 1998, notre portefeuille s'est accru à des ratios légèrement plus élevés que la performance intrinsèque des compagnies composant nos portefeuilles. Deux raisons sont à la source de cet état de choses: des changements dans la composition du portefeuille (pas toujours constructif faut-il ajouter) mais surtout une forte augmentation des P/E de nos titres conservés sur la période (propulsé en partie par une baisse des taux d'intérêts). Une telle divergence entre la performance en Bourse et celle des entreprises sous-jacentes est courante à Wall-Street dans un sens ou dans l'autre. Mais, tel qu'énoncé ci-haut, sur une longue période de temps, la performance en Bourse et celle de l'entreprise correspondante finissent par se rejoindre.

Je vous ai donc toujours tenu au courant de ce qui était plus important que la performance boursière de nos titres: la croissance des bénéfices propres de nos entreprises. En 1999, nos titres ont réalisé environ 18% de gain de leurs cours boursiers (sans tenir compte des variations de devise). Nos bénéfices propres ont quant à eux grimpé de 15%. Ainsi, cette année, nos titres semblent avoir performé en Bourse de manière grossièrement en ligne avec la croissance intrinsèque de leur valeur sous-jacente.

Nos titres s'échangent aujourd'hui à environ 20 fois les profits réalisés en 1999 et à 17x ceux que je prévois en 2000 (encore une fois, je vous invite à rester sceptique vis-à-vis la valeur de mes prédictions). Ce niveau se compare aux taux de capitalisation de 16x des obligations à long terme (rendement de 6.25%) et à ceux de 26 fois les profits 2000 prévus pour le S&P 500 et le TSE 300. Nos titres s'échangent donc à en ligne vis-à-vis le taux principal mais à escompte de 30% vis-à-vis les indices majeurs. Je crois que nos entreprises possèdent collectivement des fondamentaux

économiques leur permettant de connaître une croissance d'environ deux fois le taux moyen (soit 12-15%), ce qui dans l'environnement actuel justifierait une évaluation plus élevée pour nos titres (surtout relativement aux indices). Je suis donc confiant que nous continueront de réaliser des rendements satisfaisant dans les années à venir, surtout à comparer avec les indices majeurs.

Voici la performance intrinsèque de nos 15 compagnies principales:

| Titres | % | ROE | 99/98 |
|------------------------------------|-------------|------------|--------------|
| Intel | 8.5% | 35% | 30% |
| American Power Conversion | 8.5% | 22% | 30% |
| M&T Bank | 7.8% | 23% | 22% |
| Cognex | 7.0% | 30% | 34% |
| Liquidation World | 5.9% | 20% | -13% |
| American Express | 5.9% | 19% | 14% |
| Cisco Systems | 5.7% | 35% | 35% |
| Lincare Holdings | 4.3% | 20% | 20% |
| Promatek | 4.1% | 30% | 71% |
| Progressive Corp | 3.5% | 16% | -39% |
| Bed Bath & Beyond | 3.5% | 25% | 31% |
| Gillette | 3.3% | 30% | 0% |
| Disney | 3.1% | 11% | -17% |
| Hewlett-Packard | 3.1% | 19% | 13% |
| Fannie Mae | 2.8% | 22% | 15% |
| 15 titres majeurs (médiane) | 78% | 22% | 20% |
| Portefeuille total | 100% | 24% | 15% |

%: pondération du portefeuille. ROE: rendement sur l'avoir. 99/98: croissance des bénéfices en 1999.

Comme vous pouvez le constater, notre portefeuille (nos cinq portefeuilles combinés en fait) est assez concentré: 15 titres représentent près de 80% de la valeur totale des fonds sous gestion. Aussi, 13 de ces 15 titres étaient présents dans nos portefeuilles l'année dernière. Concentration et faible taux de rotation vont souvent ensemble!

Nouvelles entreprises

J'aime acquérir de nouvelles entreprises pour nos portefeuilles! Cette année, j'ai acquis des actions de Progressive Corp, Promatek et Masco. Il n'y a aucun point commun entre ces compagnies ou même entre elles et nos autres entreprises (ne cherchez donc pas de stratégies prédéfinies). Mes critères d'investissements sont par contre similaires: Des entreprises avec de bons fondamentaux économiques, possédant un avantage concurrentiel solide, gérées de brillante façon et dont le cours-boursier est attrayant.

Progressive Corp of Ohio

En 1994, j'avais étudié les fondamentaux de cette compagnie d'assurance. Ce que j'y avais découvert m'avait plu. Clairement, c'était une entreprise bien articulée et avec une position concurrentielle solide. La compagnie avait des petits problèmes et les BPA avaient chuté de \$3.58

en 93 à \$2.97 en 94. Comme c'est souvent le cas à Wall-Street, le titre avait été puni passant de \$46 à \$28 soit à 10 fois les profits. Par après, la croissance a repris et les bénéfices ont doublé en quatre ans. Le titre a grimpé jusqu'à \$174 (un gain de 520%). Malgré que je n'étais pas fier de mon immobilisme, j'ai toujours continué de suivre les progrès de PGR. Et 1999 fut une année épouvantable pour l'industrie de l'assurance en général. Les profits de Progressive ont chuté de 35%. Par contre, ses perspectives à long terme semblent toujours solides. Avec GEICO, Progressive est devenue la compagnie la plus solide de l'industrie de l'assurance automobile. Le titre a glissé à \$75 où nous avons commencé à accumuler des actions. On verra bien ce que l'avenir nous réserve, mais souvent suivre une compagnie pendant cinq ans avant de l'acheter est une bonne stratégie.

Masco

J'aimerais dire aussi quelques mots sur Masco. L'entreprise devint publique en 1957. Ses revenus étaient alors de moins de \$5 millions. Ils ont cru par un facteur de 1000 fois en 43 ans. Plus important encore: les bénéfices par action ont grimpé par un facteur de 500 fois (15% par année). Le secret de Masco? La compagnie est le leader mondial des robinets et accessoires de plomberie pour la maison. De 1962 à 1981, la compagnie n'a pas connu une année avec un ROE en bas de 22%. Mais en 1989, la compagnie diversifia ses opérations dans la vente de meubles. Cela se traduisit en six années de misères. En 1996, le PDG de Masco, Richard Manoogian, reconnut ses erreurs et restructura la compagnie en se fixant des objectifs de rendements sur le capital, de marges et de taux de croissance très agressifs. Réellement confiant en ses promesses, il baissa son salaire (et celui des dirigeants clés) à \$1 par année et lia son bien-être économique avec le prix du titre en Bourse. En 1999 par exemple, avec un titre à \$25, il a établi le prix de nouvelles options à \$50 d'ici 5 ans. Sans nul doute, voici un président qui est dans le même bateau que nous! Aussi, il est à noter que le plan de croissance de Masco est clairement énoncé dans le rapport annuel, détaillé d'une façon peu commune dans le monde de la finance. Ainsi, le rapport annuel ne pourrait pas mieux informer ses actionnaires. En 1998, il comptait 92 pages (avec un index). Je crois que même quelqu'un sans expérience en affaires comprendrait la nature des opérations de la compagnie tellement elle y sont bien explicités. Il est bien dommage que le rapport annuel de Masco (avec quelques autres comme Coca-Cola et Gannett) soit une exception plutôt que la règle.

Promatek

Promatek est une minuscule entreprise de Montréal avec des revenus annuels de moins de \$5 millions. Elle vend un logiciel qui aide les avocats à assigner au bon client chaque photocopies ou documents imprimé pour lui. Ceux qui ont déjà fait affaire avec un cabinet d'avocats comprennent - malheureusement - combien ces derniers apprécient un tel logiciel. En 2000, la compagnie devrait réaliser \$0.70 de bénéfices par action (non imposés). Aussi, la compagnie possède dans ses coffres environ \$1 par action de liquidités. Ainsi, au prix de \$2.75 auquel nous avons commencé à acheter le titre, nous avons payé en fait moins de \$2 pour \$0.70 de profits soit un ratio cours-bénéfices de moins de 3x. Et la compagnie est en forte croissance, ses marges sont astronomiques (40% avant impôts) et son bilan est sans tâche! Il s'agit pour nous d'un placement un peu plus risqué qu'à l'accoutumé mais le potentiel de gain - assez impressionnant - semble compenser bien des fois.

Acquisitions de compagnies minières

Aussi, j'ai fait l'acquisition de quelques actions de deux compagnies minières: Pan American Silver et Franco-Nevada. Dans le premier cas, je compte profiter de la hausse du prix de l'argent que je

crois est quasi inévitable dans les prochaines années. Dans le second cas, si le prix de l'or ne baisse pas trop, nous devrions réaliser un rendement adéquat. Vous noterez ainsi, à l'analyse de ces deux phrases, que le risque économique lié à la possession de ces deux entreprises est aussi fortement plus élevé qu'à l'accoutumé. De plus, vous avez régulièrement lu dans mes écrits que je me tenais loin des entreprises à caractère commercial. Disons que dans l'analyse de ces deux entreprises j'ai appliqué un très fort taux d'escompte pour tenir compte de mon ignorance dans le domaine. Il est à noter que la pondération dans nos portefeuilles de ces deux titres est mineure. Nul besoin de surveiller quotidiennement le cours de l'or et de l'argent donc!

Revue des ventes passées: Mattel

L'année dernière, j'avais expliqué pourquoi j'avais vendu nos actions de Mattel à environ \$24 après l'acquisition de "The Learning Co". La vente du titre avait fait très mal (émotivement) car j'avais toujours eu grande confiance dans l'entreprise et dans Jill Barad, son CEO. Mais j'ai expliqué mes raisons dans le rapport annuel de 1998: *"...l'acquisition de "The Learning Co" est, je crois, une erreur...Je m'explique mal cette acquisition... 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...Si j'ai perdu une bonne partie de ma confiance dans la direction de la compagnie, il était mieux de vendre nos actions."*

En octobre dernier, Mattel a annoncé que "Les bénéfices pour Q3 seront en forte baisse car la division de logiciels (The Learning Co) réalisera des pertes de l'ordre de \$100 millions." Le titre de Mattel est à \$12 en cette fin d'année soit à son niveau de 1993 (et en baisse de 75% par rapport à son haut de 1998). Quoique je suis évidemment heureux d'avoir vendu, je trouve le tout bien dommage tout de même car la compagnie possède d'excellentes marques de commerce (Barbie et Fisher Price entre autres). Peut-être que si le ménage est fait, dans quelques années, nous redeviendrons actionnaire. Sait-on jamais?

Erreur(s) du jour

L'année dernière, j'avais écrit dans cette section *"...qu'il était tôt pour juger si la vente de Bombardier en 1997 a été une erreur"*. Un an plus tard, les choses sont malheureusement un peu plus claires: ma décision de vendre la majeure partie de nos actions de Bombardier en 1997 me semble maintenant avoir été une erreur (malgré notre gain de 400% en cinq ans). Les profits de l'entreprise ont grimpé de plus de 30% en 1999 et les problèmes de la division de produits récréatifs (Sea-Doo) sont en partie réglés. Aussi, la division aéronautique roule à plein régime. En 1997, j'étais déçu du départ de Raymond Royer - un homme que j'admire - mais il semble que les nouveaux membres de la haute direction soient à la hauteur. En tout le cas, le marché semble le croire: le titre de Bombardier a grimpé de plus de 140% depuis la vente d'une grande partie de nos actions. Mais il reste qu'il faudra une récession pour vraiment juger de la solidité à long terme du modèle économique de l'entreprise.

Il faut que je vous raconte comment que j'ai réalisé l'importance de mon erreur. En juin, j'étais à un vernissage d'une exposition de peintures et quelqu'un m'a confié qu'une de ses amies songeait à investir dans Bombardier. Mais "l'amie" (n'est-ce pas toujours la personne qui parle en fait?) avait l'impression que le titre, à un niveau record, était trop haut. Je lui répondis: *"Le titre m'a souvent semblé cher (à part lorsque nous l'avons acheté en 1992-93) mais il est clair que la hausse de 700% en sept ans me semblait justifiée. Avec le carnet de commandes de la compagnie à un niveau*

de \$25 milliards, il était difficile de croire que la croissance était terminée." N'est-ce pas souvent quand on s'écoute parler qu'on comprend ce que l'on n'avait pas réalisé en pensées?

Quoique l'année 1999 ne fut pas trop mauvaise pour nous (il ne faut par contre pas confondre "génie boursier" avec "bull market"), nous avons eu quelques perdants comme CrossKeys Systems (que je savais d'avance être un placement risqué). Aussi, cette année, j'ai vendu nos actions de Philip Morris à environ \$38. Nous avons eu le titre pendant environ 4 ans pour un rendement au mieux adéquat (le titre s'est écroulé à \$20 depuis). Je ne suis pas encore certain que ce fut une grave erreur d'investir dans MO mais clairement j'avais sous-estimé la force politique des poursuites contre les compagnies de tabac.

Aussi, nos aventures dans le merveilleux monde du camionnage, avec l'achat de Heartland Express, ne furent pas très profitables. Pourtant, j'aurais dû apprendre mes leçons sur les fondamentaux de cette industrie suite à l'achat du Groupe Goyette il y a quelques années. Mais comme dirait Malcom Forbes: "*Faire une erreur est humain. La répéter l'est aussi!*".

En plus de tout cela, les erreurs ne se limitent pas aux titres achetés mais - souvent de façon encore plus douloureuse - aussi aux titres que j'aurais dû ou que j'ai failli acheter. Manquer des "gagnants" qui me semblaient trop chers ou pas clairement des placements solides (comme Yahoo ou America Online) ne m'empêche pas (trop) de dormir. D'avoir toujours évité d'acquérir des actions de Microsoft me dérange pas mal plus. Mais c'est quand je décide d'acheter un titre et que je reste immobile (car il faut vendre un autre titre) que souvent c'est le plus coûteux pour nous.

Par exemple, en avril 1997, j'avais réalisé que le titre de Harley-Davidson (à 15 fois les profits) représentait une opportunité de placement exceptionnelle. Je comprenais parfaitement les fondamentaux de la compagnie ainsi que la force incroyable de sa marque de commerce. Aussi, il était clair que le momentum des commandes et de la production était fabuleux. En plus, je me souviens même qu'un an plus tard, j'étais à Chicago à une partie de baseball des Cubs et je parlais à une analyste de ABN AMRO qui suivait le secteur. Et elle m'expliquait combien la compagnie roulait (!) à plein régime. Comme le siège social de HD se trouvait à moins de deux heures de là, à Milwaukee, j'avais eu l'envie d'aller visiter la compagnie. J'aurais pu aussi en profiter pour aller voir une partie des Brewers! Mais je suis resté immobile. Aujourd'hui, le titre est à 4.5 fois le cours auquel j'aurais pu acheter HD il y a 32 mois. Et ses perspectives de croissance sont plus reluisantes que jamais...un peu comme ses motos!

Mais la palme de *l'erreur du jour* cette année va à ma décision de vendre nos actions de Dallas Semiconductor en mars dernier. Le fondamental à long terme était solide, les dirigeants me semblaient brillants et le cours boursier, attrayant. Pourtant, après quelques mois seulement, j'ai vendu nos actions à environ \$35. Le titre a alors commencé à grimper par après jusqu'à plus de \$70. Les derniers résultats sont très positifs et les perspectives à long terme toujours solides. Je n'ai pas d'excuses autres qu'un manque de patience (encore une fois) à vous offrir.

Sophia Loren a déjà dit: "*Les erreurs sont les frais que l'on paye pour vivre une vie bien remplie*". Pour ma défense, je ne peux qu'affirmer ma volonté de continuer à vivre une vie aussi agréable.

Bonne année 2000.

François Rochon
Président
Giverny Capital Inc.