

Fonds Giverny - Rapport annuel 2000

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2000, le rendement pondéré de notre capital sous gestion a été de 13% par rapport à 3% pour notre groupe indiciel comparatif. Ces rendements incluent environ 3% de gain lié à la variation de la devise canadienne.

Depuis le début de la gestion de notre capital, le 1er septembre 1993 (88 mois), notre rendement annuel composé est de 25% par rapport à 16% pour notre groupe indiciel comparatif. C'est conforme encore une fois avec notre objectif initial de réaliser 20% par année et/ou 10% de mieux que les indices boursiers. Aussi, notre rendement annuel dépasse celui du S&P 500 par 5% (en dollar canadien), une performance qui nous placerait dans le premier centile des fonds communs en Amérique du Nord.

Notre performance au fil des ans

Année *	Giverny	Indices	+/-	S&P 500	Vs S&P
1993-1994	25%	4%	20%	8%	17%
1995	50%	24%	26%	36%	14%
1996	27%	23%	4%	21%	6%
1997	40%	29%	11%	39%	1%
1998	20%	19%	1%	38%	-18%
1999	13%	16%	-3%	14%	-1%
2000	13%	3%	10%	-6%	19%
Total (en \$ can)	404%	191%	213%	264%	140%
Rendement Annualisé	24.7%	15.7%	9.0%	19.3%	5.4%

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

Note: tous les rendements sont approximatifs (à 1% près).

Revue de l'année 2000

L'année 2000 fut marquée par de grandes volatilités surtout dans les titres du NASDAQ, indice qui, à son bas de décembre, avait chuté de 55% par rapport à son sommet de mars. Plusieurs titres "Internet" ont chuté considérablement. Des chutes boursières de 80% et même de 95% ont affecté un grand nombre de ces entreprises. Plusieurs investisseurs, oubliant toutes les règles d'évaluation corporatives, y sont brûlés les ailes. Comme dit la célèbre fable de La Fontaine, "La Poule aux oeufs d'or":

Pendant ces derniers temps, combien en a-t-on vus
Qui du soir au matin sont pauvres devenus
Pour vouloir trop tôt être riches?

Nos compagnies

Certains titres de haute technologie, vedettes d'un passé pas si lointain, ont donc fortement chuté cette année malgré d'excellents résultats sous-jacents (comme Dell Computer, Cisco, Yahoo, etc.). De notre côté, en début d'année, j'avais baissé - pour des raisons liées à leurs évaluations boursières - la pondération de nos portefeuilles en de tels titres en réduisant Cisco Systems (vendu à 100 fois les profits), Hewlett-Packard et Intel. Mais nous n'avons pas été "épargnés" pour autant: nous avons environ 20% de notre capital investi dans ce secteur, principalement avec Cognex.

En cours d'année, j'ai augmenté nos investissements dans deux autres secteurs qui ont été fortement en défaveur par moments: les services financiers et le commerce au détail. J'ai ainsi acquis d'autres actions de M&T Bank, Berkshire Hathaway, Costco, Bed Bath & Beyond et Fastenal.

Nous avons également trois nouveaux venus dans nos fonds: En début d'année, nous avons acquis des actions de la Financière Manuvie, entreprise canadienne active dans l'assurance-vie (les actions furent acquises à un excellent prix soit environ 8 fois les profits et le titre a plus que doublé par après).

Cognex

En début d'année, j'ai même légèrement réduit notre placement dans Cognex, une compagnie que nous possédons depuis 1996 et comme vous le savez, que j'admire beaucoup. . En fin d'année, par contre, j'ai racheté les actions vendues et même plus! En effet, le titre s'est écroulé vers la fin de 2000: après avoir touché 73\$ au printemps le titre a terminé l'année à 22\$. Et pourtant, Cognex a réalisé d'excellents profits en 2000 en hausse de 120% par rapport à 1999 et le double de ceux d'il y a cinq ans. Bien plus important encore, l'entreprise dirigée par Bob Shillman a continué d'augmenter ses parts de marché. Cognex a aussi mis sur le marché un nouveau produit à fort potentiel: "In Sight". Cela semble être le produit qu'elle cherche à développer depuis 1994 pour lui permettre de pénétrer à grande échelle le marché bas de gamme de la vision artificielle. Je reste donc confiant quant à ses perspectives à long terme. Je reste surtout un grand admirateur de M. Shillman qui n'a jamais cessé de m'épater, même au plus fort de la tempête. Le titre est hautement volatil, mais sur une longue période, la performance de l'entreprise reste impressionnante.

APC

Un autre de nos titres technologiques a connu une année encore plus difficile: American Power Conversion. APC (que nous avons acquis à environ 15\$ par action en 1998-99) a fortement grimpé en début d'année touchant 48\$. Toutefois, un

ralentissement de ses ventes a entraîné le titre jusqu'à 10\$. Une vraie montagne russe! Il me semble pourtant que les perspectives à long terme restent solides. J'ai donc décidé de garder le cap et ce malgré le mal de mer inévitable lorsque notre bateau tangue de cette façon!

Gentex

Nous avons aussi investi dans Gentex, entreprise qui fabrique des rétroviseurs auto-pivoteurs pour les voitures. Ils permettent un ajustement lumineux automatique lorsque les phares de la voiture arrière nous éblouissent. La compagnie est dirigée par Fred Bauer et il semble avoir toutes les qualités que je recherche chez un dirigeant. M. Bauer semble surtout avoir instauré chez Gentex une culture susceptible de produire d'excellents résultats à long terme.

Yahoo!

Croyez le ou non, nous sommes devenus actionnaires de Yahoo! en fin d'année. Il faut noter que l'évaluation boursière du titre, malgré une baisse de 90% par rapport à son haut, reste assez élevée (45-50 fois les profits prévus). C'est en lisant le livre "Damn Right" sur Charles Munger (qui en passant est excellent) que j'ai décidé de devenir actionnaire. En appendice, il y a un discours de Munger où il décrit le processus intellectuel pour fonder, en 1886, l'entreprise idéale avec un horizon de 150 ans. Il y décrit comment il aurait mis sur pieds la compagnie Coca-Cola. J'ai ainsi fait le même exercice: tenter de décrire comment je mettrais sur pieds (en théorie) l'entreprise idéale pour les 25 prochaines années.

Il est clair que l'Internet révolutionne déjà toute notre économie. L'information est livrée aux consommateurs d'une manière beaucoup plus directe et optimale. Plusieurs industries vont - à long terme - probablement disparaître ou à tout le moins changer dramatiquement: La télévision, les journaux, le courtage (immobilier, valeurs mobilières, assurance), le commerce au détail, etc.

Dans un tel environnement, quel genre d'entreprise mettriez-vous sur pieds pour profiter au maximum de cette révolution? Si dans 25 ans, la moitié de la planète utilisent Internet et si je réussis à faire que le tiers d'entre eux utilisent mon site comme portail, cela correspondrait à un marché d'un milliard d'utilisateurs-clients. Ces utilisateurs passeraient par mon site comme premier lien avec l'Internet (telle une porte d'où le terme portail). J'aimerais aussi être l'intermédiaire entre tous ces gens et les services qu'ils veulent acheter sur Internet (commerce au détail par exemple). J'aimerais aussi être l'endroit où ils lisent leurs nombreux courriels; L'endroit où ils rencontrent l'âme soeur ou l'endroit où ils montrent à leurs amis les photos de leur dernier bébé.

Imaginez pour une compagnie qui veut annoncer son nouveau produit la valeur d'un site Internet qu'un milliard de personnes visitent quotidiennement. Imaginez pour les compagnies qui veulent s'annoncer, la valeur des informations personnelles (surtout les habitudes de consommation) d'un milliard de personnes!. Aussi, si à un point donné, ma compagnie, Yahoo! dans ce cas-ci, chargerait directement ou indirectement (par intermédiaires) ses utilisateurs pour ses services un montant de 10\$ cela se transformerait en 120 milliards de dollars de revenus annuels.

Si le montant en publicité est similaire (le modèle des compagnies de journaux), il n'est pas difficile d'imaginer Yahoo! réaliser des revenus de plus de 200\$ milliards dans 25 ans et des bénéfices après impôts de 50\$ milliards. Une telle compagnie vaudrait probablement alors au moins 1,5\$ trillion soit une valeur correspondant à 100 fois le niveau actuel du titre. Cela se traduirait par un rendement annualisé de 20% sur 25 ans. Tout cela reste tout de même très théorique - il faut être prudent de ne pas trop extrapoler dans le futur - mais c'est mon approche lors de la sélection de titres.

M&T Bank

M&T Bank, notre banque de Buffalo (et maintenant dans bien d'autres régions), est de loin notre plus important placement représentant environ 17% de notre portefeuille. M&T a acquis en milieu d'année Keystone Financial et devrait en recueillir les fruits dès cette année. Depuis 1982, année de l'arrivée de Robert Wilmers à la barre de M&T, les profits par action ont augmenté de 2000% (19% annualisé). En 2000, le rendement de l'avoir de M&T a dépassé les 25% et tout laisse croire que son taux de croissance futur devrait avoisiner les 15% par année, en ligne avec notre objectif. J'ai entrevu M. Wilmers à l'assemblée annuelle de Berkshire Hathaway en avril dernier. L'année prochaine, promis, je me dégêne et je vais lui parler!

Liquidation World

Après une demi-douzaine de trimestres décevants, Liquidation World a bien terminé l'année 2000 avec des revenus et des profits en hausse respectivement de 16% et de 23% lors de son quatrième trimestre. La compagnie a 15 magasins de plus que l'année dernière (89 au total) mais les marges et les ventes par magasins restent inférieures à leurs niveaux atteints en 1998. Et le titre en Bourse est à une fraction de son haut de 1998. Cela fait maintenant sept ans que nous avons le titre. Pendant cette période, les revenus ont grimpé par un facteur de 7 et les bénéfices par action par un facteur de 4,4 (23% annualisé). Par contre, le titre n'a grimpé que par un facteur de 3. Quoique c'est ce dernier chiffre qui à long terme est le juge suprême, il reste que la performance de la compagnie est solide. J'ai décidé donc de conserver nos actions pour le moment.

Fastenal

En 1998, nous avons acquis quelques actions de Fastenal à environ 26\$. En cours d'année, comme indiqué plus haut, nous avons augmenté notre participation (et nous avons dû payer environ 42\$ par action). Je ne veux pas anticiper sur la section "erreur du jour" mais clairement nous aurions dû prendre une bien plus importante participation en 1998. En tout cas, les deux années que nous avons passées comme partenaires avec Robert Kierlin (le PDG de Fastenal) m'ont clairement démontré combien il est un homme d'affaires (une personne tout court en fait) exceptionnel. Voici comment il débute le texte du rapport annuel 1999 de l'entreprise:

"The year 1999 can be characterized for Fastenal as a year of treading water. Although our 21.1% net sales growth was better than most companies do, it was less than our historical rate of sales growth. Permit me to offer some explanations rather than excuses for our less-than-stellar performance, and then I will tell you about some exciting programs we believe will restore better performance".

Alors que plusieurs PDG sont presque fiers de connaître une année sans croissance, M. Kierlin a quasi honte de n'avoir atteint "que" 21% de croissance. Aussi, son comportement pro-actionnaire ne se limite pas à sa candeur et dans sa parcimonie (son salaire annuel n'est que de 120 000\$): il traite ses employés et ses partenaires (nous) de manière exemplaire. Jusqu'à l'année dernière, Fastenal n'avait pas de programme de stocks-options. Cette année, M. Kierlin a annoncé que des actions seraient offertes à ses employés sous forme d'options. Mais aucune nouvelle action ne sera émise: *M. Kierlin offre ses propres actions!* Je suis sans mot devant un tel comportement qui contraste tellement avec l'égoïsme quasi généralisé dans le monde des affaires. À l'assemblée annuelle de Berkshire Hathaway, comme à chaque année, Warren Buffett a parlé encore de la pratique abusive des stocks-options. Mais cette année, il a apporté un bémol en commençant sa phrase par: "*À part Fastenal...*".

Bénéfices propres

Comme vous savez, Giverny Capital n'est pas une firme de placement comme les autres. Alors que presque tous mes compétiteurs sont rivés sur la performance boursière (parfois même quotidienne) pour juger de leurs investissements, nous évaluons la qualité d'un placement en nous concentrant sur une approche qui combine l'étude de la croissance des bénéfices propres de l'entreprise sous-jacente avec une évaluation périodique des perspectives à long terme de la dite entreprise. Sur une période de cinq ans, le marché boursier tend à refléter adéquatement ces deux paramètres.

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 et leurs rendements de l'avoir (ROE). En 2000, les cours de nos titres ont

progressé d'environ 10% (sans tenir compte des variations de devise). Nos bénéfices propres ont quant à eux été en hausse de 18%. Puisque les taux d'intérêt sont restés inchangés, nos titres sont donc plus sous-évalués que l'année dernière par un facteur d'environ 8% (voir le tableau pour les détails). Le ROE médian a été de 24%. Il est aussi à noter que la plupart de nos entreprises n'ont pas de dettes et, dans plusieurs cas, beaucoup d'encaisse.

Nos titres s'échangent aujourd'hui à environ 15 fois les profits que je prévois en 2001 (comme à chaque année, je vous invite à rester sceptique vis-à-vis la valeur de mes prédictions). Ce niveau se compare au taux de capitalisation de 18 fois des obligations à long-terme (rendement de 5.4%) et à ceux de 21 fois les profits 2001 prévus pour le S&P 500. Nos titres semblent donc s'échanger à escompte par rapport à leur valeur intrinsèque. Je crois en effet que nos entreprises possèdent collectivement des caractéristiques fondamentales économiques leur permettant de connaître une croissance d'environ deux fois le taux moyen des entreprises américaines (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 continuerons de réaliser des rendements satisfaisants dans les années à venir, surtout à comparer avec les indices majeurs.

Titres	%	ROE	00/99
M&T Bank	16.8%	24%	11%
Berkshire Hathaway B	8.6%	5%	-14%
Cognex Corp	7.3%	23%	120%
Lincare Holdings	7.1%	24%	24%
Bed Bath & Beyond	5.9%	27%	32%
American Express	5.4%	26%	15%
Groupe BMTC A	5.0%	19%	19%
Progressive Corp	4.6%	2%	-80%
Liquidation World	4.5%	16%	24%
Costco	4.0%	16%	11%
American Power Conversion	3.7%	21%	2%
Fastenal	3.6%	27%	23%
Fannie Mae	3.6%	25%	15%
Intel	3.5%	31%	34%
Yahoo!	3.4%	20%	100%
15 titres majeurs (médiane)	87%	23%	19%
Portefeuille total	100%	24%	18%

%. pondération du portefeuille. ROE: rendement de l'avoir. 00/99: croissance des bénéfices

Comme vous pouvez le constater, notre portefeuille (nos cinq portefeuilles combinés en fait) est assez concentré: 15 titres représentent 87% de la valeur totale des fonds sous

gestion. À part Yahoo!, tous ces titres étaient présents dans nos portefeuilles l'année dernière. Comme quoi concentration et faible taux de rotation vont souvent ensemble!

American Beauty

Votre gestionnaire favori a plusieurs intérêts autres que le placement (mais dormez en paix, la Bourse reste ma passion numéro un). Parmi ceux-ci figure le cinéma. Mon film favori des derniers mois fut *American Beauty*. Il y a une phrase dans le film qui mérite d'être mentionnée dans ce rapport annuel. Au milieu du film, le jeune Rickie dit à son voisin Lester: "Never underestimate the power of denial".

Pourquoi cette phrase dans un rapport annuel sur la finance? Pour plusieurs raisons, il est important de garder en tête cette phrase lorsqu'on analyse certaines situations financières (qui impliquent toujours des êtres humains et non des entités abstraites corporatives sans émotions). Par exemple: le nombre d'acquisitions (qui me semblent) stupides a atteint des niveaux incroyables ces dernières années. Prenons un cas familier: quelqu'un me demandait dernièrement comment Mattel a pu être aussi aveugle dans son acquisition de *The Learning Co* (dont j'ai discuté en 1998 et 1999) alors que plusieurs analystes - ceux de firmes ne participant pas à la transaction évidemment - y voyaient peu de sens. Surtout avec l'historique de Mattel (mauvaises diversifications au début des années 70 et au début des années 80), Mme. Barad aurait dû user de plus de sagesse. Mais un grand égo et le dénie forment une combinaison explosive!

D'autres exemples récents pleuvent: comme l'achat de Digital par Compaq, de Network Associates par McAfee, de Cray par Silicon Graphics ou de Green Tree Financial par Consec. Plus des trois-quarts des acquisitions finissent par être des erreurs et pourtant elles sont de plus en plus nombreuses (suivies d'aussi nombreuses "restructurations"). Et au Canada, les exemples sont tout aussi nombreux (je suis curieux de voir comment Québécois et BCE vont respectivement digérer Vidéotron et Téléglobe). Même Canwest, une compagnie de l'ouest du Canada, que j'ai longtemps admirée, s'est lancée dans des acquisitions à hauts prix et à grands coups d'endettement. C'est intrigant comment des gens brillants et expérimentés (et secondés par d'autres gestionnaires de la même trempe) puissent faire preuve de tant de dénie lors de la répartition du capital (excédentaire ou non). Warren Buffett comparait leur comportement vis-à-vis les acquisitions à ceux qui embrassent des crapauds dans l'espérance aveugle qu'ils vont se changer en princes (ou princesses).

Une autre variation sur le thème du dénie pourrait s'appliquer aux investisseurs et gestionnaires de portefeuille. La vérité est toute simple: Plus de 80% des "professionnels" du placement ne battent pas le marché sur une longue période. Et pourtant, ils continuent à tenter de prédire l'économie et les taux d'intérêt; quels secteurs vont surperformer dans les trois prochains mois; la direction du S&P 500 à

court-terme; les profits trimestriels des entreprises à un sou près; etc. Et jamais ils ne constatent combien une telle approche est futile et sans création de richesse. Tout comme les PDG des entreprises, il est vrai que la majorité des investisseurs sont très brillants. Mais pour un trop grand nombre, le processus d'investissement s'effectue avec un autre organe que leur cerveau...

Et ça ne s'applique pas seulement aux "professionnels" biaisés par des conflits d'intérêts (et peut-être même par certains "conflits narcissiques"). Combien de fois ai-je vu des gens assez fortunés investir 20% de leur portefeuille dans un titre qu'ils ne comprennent pas vraiment? De plus, si le titre commence à baisser, ils préfèrent s'accrocher aveuglément en s'inventant toutes sortes de scénarios fictifs pour justifier leur achat initial et surtout ensuite pour justifier de conserver le titre (comme dirait mon vieil ami Bernard Mooney avec son humour habituel: "Un placement à long terme est une spéculation qui n'a pas marché"). Le dénie est un réflexe psychologique ancré solidement chez l'être humain. Et on doit lui mener une lutte continuelle.

Mon intérêt pour la psychologie peut vous paraître un peu excentrique à première vue. Mais Charles Munger (encore dans le livre "Damn Right") explique pourquoi il s'est mis à étudier la psychologie en détails: "J'ai longtemps nié l'importance de la psychologie en affaire et dans le monde du placement; Jusqu'au jour où je me suis aperçu que mon comportement me coûtait très cher".

Mon ami Bernard a fait un cheminement semblable pour aboutir à son approche concentrée et à long-terme lors de la sélection de titres: "Avec les années, j'ai tout essayé même l'analyse technique. Mais j'ai surmonté mes limites et mes réflexes humains car mon désir de faire de l'argent était plus fort que tout le reste". Pour un vrai capitaliste, si la sagesse n'est pas un but suffisant, le désir d'enrichissement peut venir à la rescousse!

Petite anecdote pour terminer sur le sujet du dénie: Un client potentiel qui détenait des actions d'une compagnie clairement en difficultés m'appelle il y a quelques mois pour me demander mon avis sur la dite compagnie en commençant la conversation par: "Je ne peux pas croire que le titre puisse être aussi bas". En effet, le titre avait lentement glissé de 60\$ à 10\$ en quelques mois seulement. Ayant lu par le passé quelques-uns de ses rapports annuels, je connaissais bien les caractéristiques fondamentales de l'entreprise. Je sais que ce n'est pas très gentil de ma part, mais tout ce que j'ai trouvé à répondre c'est la vérité toute simple: "Le plus bas qu'un titre peut aller c'est zéro surtout si le fondamental est mauvais". Ce n'était probablement pas la réponse que désirait le client potentiel et il a donc décidé de ne pas donner suite à la rencontre. Et le titre en question est maintenant à 2,40\$.

Autre petite anecdote...

Je vous ai parlé plus haut du PDG de Fastenal. Je suis toujours à l'affût de telles petites anecdotes qui démontrent des qualités d'originalité et de créativité chez des dirigeants d'entreprises. En voici une sur une entreprise dont nous n'avons pas d'actions mais qui est amusante. En début d'année, l'équipe de vente de TriQuint Semiconductor fit un pari avec la haute-direction que les revenus dépasseraient les 300\$ millions en 2000 (soit une hausse de 80% par rapport à 1999). Si la haute-direction perdait, tous ses membres devraient se raser le crâne!

La compagnie a annoncé en début d'année que les revenus seraient d'environ 300,6\$ millions pour l'année 2000. Le PDG de TriQuint, Steven Sharp, ajouta: "*While the entire TriQuint team is thrilled with our results, some of the senior execs were not too excited about losing their hair. Frankly, I think it's a great badge of honor and I was proud to be the first to climb the stool*".

Cela démontre plusieurs choses: D'abord, l'équipe de vente est ambitieuse et dynamique et surtout livre la marchandise. Aussi, la direction de l'entreprise en prenant le pari démontre son originalité et surtout une culture de camaraderie et non de confrontation avec les employés. Finalement, le PDG, M. Sharp démontre un grand leadership (quoiqu'il n'avait pas grand chose à perdre car il n'avait pas beaucoup de cheveux au départ!).

Quoique l'industrie dans laquelle évolue TriQuint est difficile à évaluer (circuits intégrés à base d'arséniure de gallium), les rapports financiers de la compagnie feront définitivement partie de mes lectures trimestrielles.

Erreur(s) du jour

La meilleure façon d'apprendre dans la vie c'est de faire des erreurs (et c'est la plus douloureuse aussi). Apprendre à la bourse n'est pas seulement douloureux pour l'ego, cela peut parfois être très douloureux pour le compte de banque! Et je n'ai pas pris d'année sabbatique en 2000: votre gestionnaire favori a poursuivi à temps plein son éducation (financée en partie avec votre argent).

Certaines erreurs ont une histoire simple et courte: j'ai acheté des actions alors que j'avais mal analysé la situation économique de l'entreprise et, en toute justice, j'ai perdu de l'argent. Dans le premier cas énoncé cette année, c'est un peu plus long...

Médaille de Bronze : Spectra Premium

À la fin de 1997, j'avais acheté à 10\$ des actions de Spectra Premium dans le cadre du RÉA, jeune entreprise québécoise leader nord-américain dans la fabrication de

réservoirs d'essence pour le marché des pièces de rechange de voitures. En début d'année, j'ai vendu nos actions de Spectra Premium à 8,75\$. Considérant que le titre est à 2,50\$ aujourd'hui, ce ne fut évidemment pas une erreur de vendre. L'erreur a été de ne pas vendre avant; le titre ayant touché 22\$ au début de 1998. J'avais rencontré la direction de la compagnie (avec l'argent des émissions d'actions, Spectra venait de se lancer dans de grandes diversifications pleines de "promesses") et j'en avais conclu que le risque était grand et surtout le titre trop cher. Mais comme le poids était relativement faible dans nos portefeuilles (et que je voulais laisser la chance à la compagnie de faire ses preuves à long terme), j'ai décidé de conserver nos actions quand même. Aussi - et c'est une erreur que j'ai faite trop souvent - je voulais éviter l'impôt sur les gains en capital. Mais l'erreur majeure est de ne pas avoir été assez méfiant sur l'impact qu'auraient les acquisitions sur Spectra (voir plus haut la longue discussion sur le déniement). Au bout du compte, les pertes n'ont pas été énormes mais elles auraient pu (et surtout dû) être évitées.

Médaille d'Argent : Promatek

L'année dernière, je vous annonçais avec fierté que nous avions acquis des actions d'une jeune entreprise de Montréal: Promatek. Le titre était bon marché et la croissance était tout de même impressionnante. J'ai visité cet été Promatek et longuement discuté avec son PDG. Après ma visite, j'étais déçu par toute sorte de petites choses (voir plus bas). Mais j'ai décidé de conserver nos actions car l'évaluation boursière était très basse. Le titre a glissé de 4\$ à 3\$ en fin d'année, niveau où nous avons coupé de moitié notre participation (au prix coûtant) après avoir assisté à l'assemblée annuelle. Et pourtant, la compagnie verse un dividende de 10% par année à ce niveau de 3\$ (dans un univers où les taux sont à 5% c'est excellent).

Pas de perte en capital, fort dividende: Pas une grande erreur vue sous cet angle. L'erreur est d'avoir investi dans une entreprise qui tout simplement ne mérite pas notre capital. La direction ne travaille que pour ses intérêts personnels. C'est devenu encore plus clair après l'assemblée annuelle. Ne vous trompez pas : je crois que la direction est honnête et consciencieuse. Mais, les résultats du troisième et du quatrième trimestres ont été affreux et pourtant dans le rapport annuel, aucune mention; comme s'il n'y avait aucun problème (comparez cela avec le comportement du PDG de Fastenal). Aussi, lorsque j'ai discuté avec le PDG de Promatek, clairement il n'avait pas vraiment de projet ou de grandes ambitions. Pourquoi une petite entreprise serait-elle en bourse si elle n'a pas besoin de capital et pas de perspectives et même de projets de croissance? Ça m'a pris un an pour réaliser qu'encore une fois j'ai été attiré plus par la faible évaluation boursière du titre que par sa qualité comme placement à très long terme. En tout cas, en attendant, le dividende semble solide et 10% par année ce n'est pas si mal. Mais nous n'atteindrons pas nos objectifs de rendement avec une compagnie qui ne fait que payer un bon dividende! Il faut savoir viser plus haut.

Médaille d'Or : Yahoo !

En parlant de "plus haut", voici l'erreur qui se mérite la médaille d'Or en 2000. Et comme toujours, les plus grandes erreurs ne sont pas nécessairement les achats mais les non-achats. Et le paragraphe sur Yahoo! plus haut explique notre plus récente acquisition en détails. Il est vrai que le titre a baissé de 250\$ à 30\$ et ainsi cet achat peut difficilement sembler une erreur d'omission (mais peut-être que ça va être un autre type d'erreur!). Et pourtant. La compagnie est devenue ouverte en 1996 à 2\$ l'action! Et dès 1994, aux débuts de l'entreprise, j'étais un utilisateur inconditionnel de *Yahoo! Finance*. En plus, en 1995, un an avant l'émission de Yahoo!, j'avais lu assidûment le livre de Bill Gates traitant de l'Internet (*The Road Ahead*) et j'étais devenu convaincu que l'Internet était une révolution (aujourd'hui je crois même que c'est la seconde révolution industrielle). Et à tous les jours, je passais des heures sur Internet et la première page que je visitais le matin était celle de Yahoo! Ainsi, malgré la baisse du titre de 85%, Yahoo! se transige à 15 fois son prix d'émission après seulement quatre ans (un rendement de 97% composé).

Quand la compagnie est venue en bourse en avril 1996, l'émission se fit à un niveau de 200 fois les profits prévus pour 1997. Et il n'y a rien de mal à éviter les nouvelles émissions qui souvent se font à des prix très élevés. Je n'ai pu payer un tel ratio. C'est pourquoi que je considère que c'est 22 mois plus tard, que j'ai réellement fait une erreur de ne pas acheter Yahoo! En février 1998, j'ai eu la chance d'assister à une rencontre avec le PDG de Yahoo!, Timothy Koogle, à une conférence à San Francisco. Et je fus impressionné au plus haut point par la combinaison de la vision, du sens des affaires et surtout de la personnalité érudite de M. Koogle. La compagnie avait maintenant fait ses preuves et était déjà très profitable. Quant au titre, il était alors à 8\$ (soit environ 75 fois les profits de 1998 donc à un niveau plus raisonnable). Mais encore une fois mon admiration ne se traduisit pas en investissement. Enfin, malgré tout, nous sommes finalement devenus actionnaires en fin d'année dans l'espérance qu'il n'est jamais trop tard pour bien faire!

Et pour nous donner un petit coup de main, je vous invite à visiter le plus souvent possible les pages web de Yahoo! (sans oublier celles de www.givernycapital.com).

Bonne année 2001.

François Rochon