

Fonds Giverny - Rapport annuel 2001 ©

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2001, le rendement de notre capital sous gestion a été de 15% par rapport à 0% pour notre groupe indicier 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 (100 mois), notre rendement annuel composé est de 23,5% par rapport à 13,6% pour notre groupe indicier comparatif. Aussi, notre rendement annuel dépasse celui du S&P 500 par 7,6%, une performance qui nous placerait fort probablement dans le premier centile des fonds communs d'actions en Amérique du Nord. Voici en détails nos rendements depuis 1993 :

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%
2001	15%	0%	16%	-6%	21%
Total (en \$ canadien)	481%	190%	291%	242%	239%
Rendement Annualisé	23,5%	13,6%	9,9%	15,9%	7,6%

* : De septembre 1993 à 1997, rendement du Fonds Clef. À partir de 1998 : nos 4 portefeuilles combinés.

** : Combinaison pondérée de 5 indices boursiers dont le S&P 500 et le TSE 300.

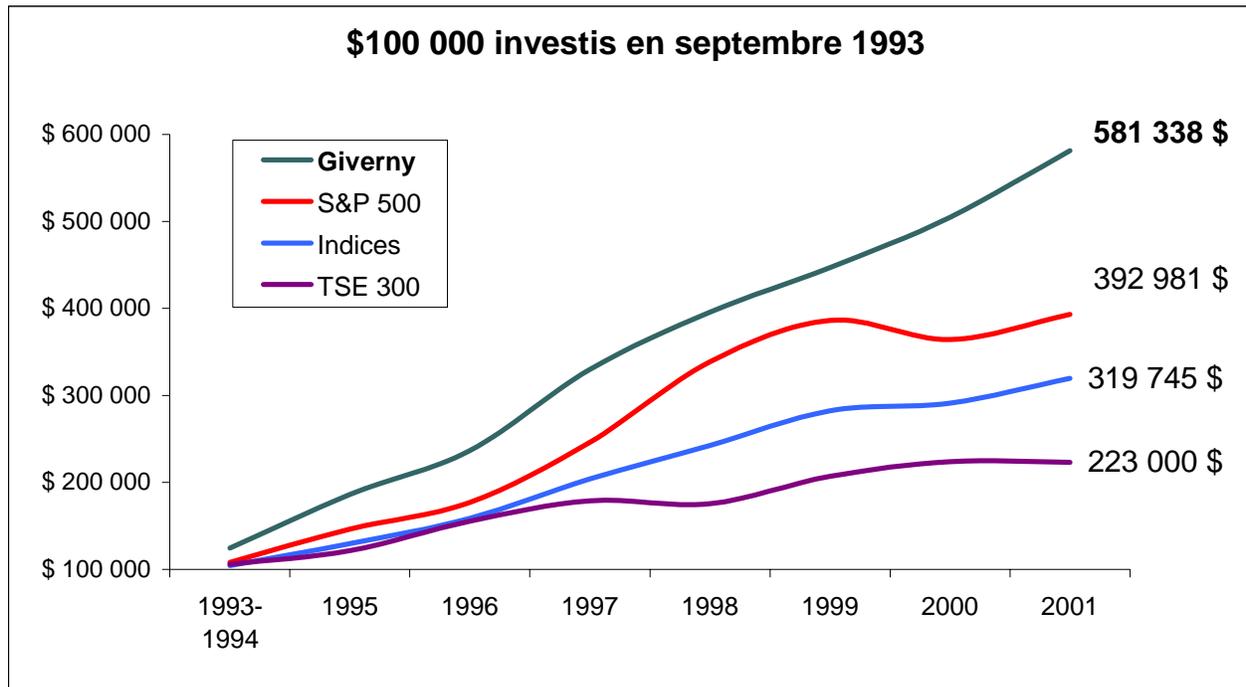
Note importante: tous les rendements sont approximatifs (à 1% près) et en devises canadiennes.

Ces résultats sont bons mais pas aussi bons qu'ils en ont l'air. La baisse quasi continue de la devise canadienne depuis 1993 a ajouté environ 3% par année à nos rendements (soit 30% au total). Il est à noter par contre que, sur ces 8 années, nos titres canadiens et américains ont "performé" de manière assez semblable soit grossièrement environ 20% par année. Certaines années, ce sont nos titres canadiens qui ont bien fait et d'autres années, ce sont nos titres américains.

Notre performance à ce jour est donc conforme avec notre objectif initial de réaliser 20% par année et/ou 10% de mieux que les indices boursiers. Pour illustrer combien ambitieux est cet objectif, il est bon de noter que lors des 10 dernières années, seulement 7 fonds mutuels aux États-Unis (il y en a actuellement environ 7 000) ont réalisé plus de 20% par année. Et ce sont tous des fonds spécialisés (Haute

technologie, financière, etc.). Parmi les fonds non spécialisés (comme l'est le nôtre), seulement 9 fonds ont réalisé plus de 18% par année sur 10 ans.

Continuer de réaliser 20% par année dans les prochaines années sera extrêmement ardu (mais ça vaut la peine d'essayer!). Vous pouvez continuer de dormir en paix sur au moins un point: j'ai mon argent dans les mêmes titres que vous. Ainsi, nous sommes dans le même bateau!



Revue de l'année 2001

L'année 2001 fut la première depuis le début de notre fonds en 1993 où "notre bateau" a navigué dans les eaux agitées d'une récession. Dès qu'on décide de devenir un homme d'affaires (et cela inclut acquérir des parts d'entreprises que sont les actions), il faut accepter une réalité : les récessions sont inévitables dans notre système capitaliste. C'est pour cela que je recherche des entreprises qui, sans être immunisées contre les récessions, vont y survivre et peut-être même en profiter pour augmenter leur part de marché! C'est durant de telles périodes qu'on reconnaît les entreprises gagnantes des perdantes.

La forte baisse des cours lors des premiers jours de réouverture du marché après les attentats de septembre ainsi que la hausse qui a suivi en fin d'année, nous rappellent, qu'en Bourse, il est préférable d'acheter quand le ciel est gris que lorsque qu'il est bleu! Car souvent lors des journées de ciel bleu, les actions s'échangent à des prix qui reflètent le fait qu'une majorité d'investisseurs croient que le ciel restera bleu

pour toujours. Dans les récessions et autres crises, c'est l'inverse : plusieurs vendent à n'importe quel prix en pensant que jamais plus le ciel bleu ne reviendra. Savoir garder en perspective les ciels bleus boursiers autant que les ciels gris est une qualité qu'il est bon de développer.

Haute technologie

Dans le secteur technologique, la profondeur de la baisse de 2001 n'a eu d'égal que le boum de 1999-2000. Les excès fabuleux liés à l'industrie de l'Internet ont disparu. En fait, ce ne sont pas que les excès qui ont disparu, plusieurs des entreprises du secteur ont disparu carrément! Les entreprises liées à l'industrie des semi-conducteurs ont dû jongler avec des revenus en baisse de plus de 50% dans bien des cas. Celles reliées à l'industrie des télécoms ont connu des baisses similaires mais empirées par un fort niveau de dettes. Beaucoup de ces compagnies sont déficitaires et pour plusieurs d'entre elles, la survie est devenue une lutte de tous les jours. Et au moment où j'écris ces lignes, il est difficile de voir un signe tangible de reprise. À long terme par contre, il n'y a aucune raison de croire que la "révolution" technologique est terminée. Ce n'est donc probablement qu'une pause mais une pause longue et creuse. Une grande patience semble donc de mise.

Malgré tout, comme vous savez, nous avons dans le passé réalisé des rendements plus qu'adéquats avec nos compagnies oeuvrant dans le monde technologique. Nous en avons achetées certaines à des prix très attrayants (il est difficile de croire que nous avons payé moins de 10 fois les profits pour Intel et Sun Microsystems en 1994). Le problème avec le monde de la technologie c'est que l'industrie change très rapidement, probablement encore plus rapidement ces dernières années que dans le passé. Aujourd'hui, le cycle de vie d'un produit est souvent moins d'un an. Ce qui explique que Cisco, par exemple, a dû radier en un seul trimestre plus de deux milliards de dollars de ses stocks. Dans un tel contexte, il est difficile d'avoir une idée - même grossière - de ce qu'une entreprise technologique aura l'air dans 10 ans.

Je crois toujours que l'Internet est probablement la plus importante révolution économique depuis 100 ans. Par contre, il faut être sélectif car une industrie en croissance n'est pas synonyme de profitabilité. Au contraire. Pour avoir un peu de perspectives là-dessus, voici un extrait d'un article du *Sélection du Reader's Digest* d'octobre 1983 titré « L'ordinateur, domestique de l'avenir » :

On prévoit que le chiffre annuel des ventes de micro-ordinateurs domestiques passera de 350 millions de dollars (M\$) en 1983 à quelque 2 milliards de dollars (G\$) en 1987. En juin 1982, Commodore était en tête des fabricants avec 23 000 unités vendues pour un total de 28M\$ tandis qu'Apple et Tandy faisaient match nul

avec 20M\$ chacun. Mais les concurrents se multiplient : Atari, Timex Sinclair et Coleco réclament à présent leur part du gâteau... En plus, la société Osborne a mis sur le marché un ordinateur transportable qui se range dans une valise!

Incroyablement, cet article ne date que d'il y a 18 ans. La croissance des ventes de PC s'est avérée plus faramineuse que prévu, même par les plus optimistes. Et quel genre de rendement sur 18 ans, un investisseur aurait réalisé si toutes les compagnies mentionnées dans cet article avaient été achetées? Probablement, il aurait presque tout perdu. Le meilleur titre aurait été Apple Computer qui est aujourd'hui presque au même cours qu'il y a quinze ans (et qui ne verse plus de dividende depuis 1997).

Par contre, cela n'enlève rien à des entreprises comme Hewlett-Packard, Motorola et Texas Instruments qui depuis leur arrivée en Bourse vers 1957 ont bien récompensé leurs actionnaires (quoique depuis quelques années, ces derniers ont dû s'armer de patience). Motorola par exemple, a grimpé de 20 000 % en 44 ans et ce malgré que le titre soit au même cours aujourd'hui qu'en 1993. Certaines compagnies ont réussi à bâtir un modèle économique réellement solide et des avantages concurrentiels extrêmement difficiles à détruire. Je pense à Microsoft, Applied Materials, Intel ou même à une plus petite entreprise comme Cognex.

Ainsi, malgré les risques inhérents au secteur, quelques compagnies judicieusement sélectionnées peuvent procurer des rendements spectaculaires à leurs actionnaires. Comme pour les entreprises "traditionnelles", cinq facteurs doivent être pris en considération pour juger du fondamental des entreprises technologiques :

- Le modèle d'affaire (produits, part de marché, etc.) de l'entreprise.
- La structure financière et bénéficiaire.
- La qualité des dirigeants.
- Les perspectives de croissance à long terme (liées aux trois points précédents).
- L'évaluation en Bourse vis-à-vis de la valeur intrinsèque.

Comme spécifié plus haut, c'est surtout le quatrième point qu'il est difficile d'évaluer. Les profits passés ne récompensent que les actionnaires passés, pas les acheteurs d'aujourd'hui. Et ce sont les profits futurs qui permettent d'établir une valeur intrinsèque à une compagnie.

Nous avons tout de même profité des fortes baisses (dans certains cas de 90%) des cours des titres du NASDAQ pour racheter cette année des actions de deux compagnies que nous avons vendues presque en totalité en 1999 et en début de

2000 : Cisco Systems et JDS-Uniphase. J'ai aussi acquis des actions de deux nouvelles entreprises technologiques (voir plus loin). Nous avons donc toujours 20-25% du portefeuille investit dans ce secteur.

Nos compagnies

I have the simplest of taste : I only like the best. - Oscar Wilde

M&T Bank

M&T a connu une autre bonne année : des profits en hausse de 13%, un rendement de l'actif de 1,7% et un rendement de l'avoir de 28%. Il faut avouer qu'il serait difficile de trouver un meilleur banquier que Robert Wilmers (quoique la direction de Fifth Third Bancorp est aussi de grande qualité). J'ai rarement vu une compagnie avec une performance aussi incroyable (une croissance annuelle de 18% de ses bénéfices depuis 1982) qui soit aussi peu connue et suivie. Et M&T n'est plus la petite banque de Buffalo de l'époque où elle s'appelait First Empire State. M&T a maintenant des actifs dépassant les 27G\$ et une valeur boursière de 5G\$. Et pourtant, malgré la solidité du bilan et sa feuille de route exceptionnelle, le titre n'est encore qu'à 14 fois les profits et ce malgré que le titre ait doublé lors des derniers 20 mois.

Cognex

Cognex est une compagnie que nous possédons depuis 1996. J'en ai parlé à maintes reprises au cours des années. Après une année 2000 exceptionnelle, elle a connu une année 2001 très difficile : les ventes ont reculé de 50% et les profits par action ont fondu presque totalement. Une telle performance est liée aux problèmes qu'a connus l'industrie de l'électronique en 2001. Cognex avait peu de compétiteurs en début d'année. Après la «dépression» actuelle, Cognex devrait en émerger avec un quasi-monopole. Mais en attendant ce jour glorieux, il est bon de garder à l'esprit que la compagnie n'a pas de dette et plus de 250M\$ en banque soit 5\$ par action.

Bed Bath & Beyond

L'année 2001 a été très difficile pour l'industrie de la vente aux détails. Mais pas pour notre plus importante participation dans ce secteur : Bed Bath & Beyond. En 2001, ses profits ont cru de 27%. Nous avons acquis nos premières actions de BBBY en 1998 (à l'époque de la «crise asiatique»). Le titre a plus que triplé depuis notre premier achat : une forte croissance des bénéfices par action combinée avec une expansion du cours-bénéfices boursier est une chose agréable.

Ceux qui me connaissent savent comment j'aime les belles histoires (surtout celles où le héros devient riche). L'histoire de BBY et de ses deux fondateurs est intéressante. À la fin des années 60, Warren Eisenberg et Leonard Feinstein, deux employés de la compagnie Arlans décident de partir leur entreprise de vente d'articles pour la maison. En 1971, Eisenberg ouvrit un petit magasin au New-Jersey tout près d'où il restait. Feinstein fit de même à Long-Island. Les débuts furent très difficiles mais au bout de six ans, ils purent ouvrir leur troisième magasin. Les deux hommes avaient une règle d'or : jamais la compagnie ne doit s'endetter pour financer son expansion. Sa croissance fut donc assez lente, la stratégie de l'entreprise se résumant ainsi : lorsqu'ils avaient assez d'argent en banque, ils ouvraient un nouveau magasin. En 1985, la compagnie avait 22 magasins et c'est en 1987 que la compagnie se convertit au modèle «grande surface». Sa force : une grande décentralisation combinée avec une grande délégation aux employés-gérants.

Avec 37 magasins en exploitation, BBY vint en Bourse en 1992 à un cours ajusté de 1\$ par action. En 9 ans, le nombre de magasins a décuplé (toujours sans aucune dette). Les bénéfices par action ont cru de plus de 30% composé pour une augmentation des bénéfices par action (BPA) par un facteur de 12. Le titre a suivi grimpant par un facteur de plus de 20. Pour vous donner une idée de la rareté d'une telle performance dans ce secteur, il est bon de constater que de 1985 à 1994, Wal-Mart a cru de 27% par année. Même Kohl's (la nouvelle coqueluche du secteur) n'a connu "qu'une" croissance de 28% par année depuis 1992. Les dirigeants de BBY croient qu'il y a un marché pour au moins 800 magasins aux Etats-Unis. Ainsi, les perspectives de croissance restent solides.

Depuis 1992, le titre s'est souvent transigé en Bourse à des ratios relativement élevés – et avec raison - mais régulièrement le titre corrige et offre l'opportunité d'augmenter notre participation (ou à de nouveaux partenaires d'acheter des actions). Ainsi, nous avons racheté quelques actions lors des premières journées de transaction après les attentats du WTC.

Yahoo!

Mon achat de Yahoo! en fin de 2000 a été à ce jour peu enrichissant. L'entreprise est passée d'un statut de compagnie destinée à croître à haut ratio pendant des décennies à une dont les ventes ont baissé de 30% en un an et les profits presque réduits au néant. Je reste par contre confiant que la «franchise» de l'entreprise est toujours très solide et que, à très long terme, la compagnie pourrait connaître beaucoup de succès. Mais, comme pour tout le secteur, la patience semble de mise pour l'instant. Il est ainsi probablement trop tôt pour reléguer le titre à la section «Erreur du Jour».

Progressive Corp

En 1999, j'avais discuté des raisons qui me poussaient à acquérir des actions de Progressive. Ces raisons n'ont pas changé : nous sommes en présence d'une entreprise de grande qualité, avec un historique impressionnant et surtout une équipe de direction exemplaire. Progressive est devenue le plus important joueur dans l'assurance automobile vendue par Internet (devançant même la fabuleuse division GEICO de Berkshire Hathaway). Les profits ont rebondi spectaculairement en 2001 et le titre a plus que doublé depuis notre achat.

Le Groupe BMTC

Aux États-Unis, il y a beaucoup plus d'entreprises de qualité qu'au Canada. En contrepartie, les disparités entre le cours boursier et la valeur sous-jacente des entreprises sont souvent plus grandes au Canada qu'aux États-Unis. Des titres fortement sous-évalués (ou fortement surévalués) sont donc plus communs au Canada. L'idéal est donc de trouver une belle entreprise canadienne qui est fortement sous-évaluée : c'était le cas de BMTC.

Notre premier achat de BMTC remonte à 1995, lors de la journée du référendum. Nous avons payé environ 3,50\$. Sur 7 ans, le titre a donc procuré un rendement annuel de 26%, l'action ayant clôturé l'année à 17,50\$. Pas si mal pour une entreprise qu'un de mes clients a déjà qualifiée de « bois mort » (c'est souvent le type de bois qui fait le meilleur feu!). La clé du succès de BMTC ? Comme c'est souvent le cas, c'est un dirigeant de grande qualité: Yves Des Groseillers.

Il est bon de noter que la hausse du titre n'a pas toujours été linéaire : En début de 2001, BMTC se transigeait à 9\$, son plus bas niveau en trois ans. Cela correspondait à environ 5 fois les profits et ce malgré une croissance passée solide, un bilan exemplaire et un fort rendement de l'avoir. Aux États-Unis, il aurait été difficile de trouver une entreprise de ce calibre disponible à une telle évaluation. Et notre patience a porté fruit : après trois ans de surplace, le titre de BMTC a doublé en fin d'année. C'est ainsi devenu notre plus important placement canadien.

Les (quelques) transactions de 2001

Nous avons apporté quelques changements mineurs dans nos portefeuilles cette année. J'ai vendu les actions qui nous restaient de Hewlett-Packard. La compagnie semble se chercher et cela est bien visible dans ses résultats depuis quelques années, pas juste en 2001. Nous avons vendu avant l'annonce de la fusion entre HP et Compaq. Je m'en voudrais de ne pas ajouter que selon moi il s'agit d'une transaction qui a très peu de chance d'enrichir les actionnaires de HP.

J'ai aussi réduit nos investissements dans Liquidation World. Nous avons environ quintuplé notre argent en 8 ans. Je trouve que LQW manque un peu de dynamisme depuis quelques années et ses perspectives de croissance à long terme restent bonnes mais rien qui sort de l'ordinaire. De 1993 à 1998, la croissance annuelle des BPA a été de 33% mais de 1998 à 2001, les profits n'ont grimpé que d'un maigre 4% annuel. Il semble que le taux de croissance futur avoisinera les 10%. Pour réaliser nos ambitieux objectifs, acquérir de «bonnes» compagnies qui ont une croissance intrinsèque de 10% n'est tout simplement pas suffisant. Avec seulement 94 magasins, je trouve que la compagnie pourrait croître beaucoup plus rapidement.

Du côté des achats, comme mentionné ci haut, j'ai profité de la dépression dans l'univers de la haute technologie pour acheter des actions de plusieurs titres dans ce secteur, dont deux nouvelles entreprises. La première est Vitesse Semiconductor. Dans le rapport annuel de 1998, j'avais écrit dans la section «erreurs du jour» que j'aurais dû acquérir Vitesse lorsque le titre avait touché les 9\$ en octobre 1998. Le titre avait par après grimpé jusqu'à plus de 100\$ en 2000. Par la suite, il a reculé à 15\$ en avril de cette année (ça c'est de la volatilité n'est-ce pas?). À ce prix, nous sommes devenus actionnaires.

Récemment, Vitesse a développé une technologie de circuits intégrés lui permettant de fabriquer des systèmes OC-768, soit une commutation lumineuse de plus de 48Gbs (c'est à dire 48 000 000 000 d'informations à la seconde!). À de telles vitesses, le silicium commence à ne plus pouvoir transmettre parfaitement le signal et un nouveau procédé à base de phosphite d'indium a été développé par la compagnie. Quoique Vitesse est déjà une entreprise très solide, si elle réussit à réellement bâtir des circuits intégrés OC-768 performants et relativement peu coûteux, elle deviendra le joueur le plus important dans son industrie dans cinq ans. Mais le risque n'est pas négligeable. Applied Micro Circuits par exemple, a une approche différente et pourrait couper l'herbe sous les pieds de Vitesse. Par contre, à ce jour, Vitesse a bien démontré ses qualités d'avant-gardiste dans son industrie.

La seconde entreprise que nous avons acquise est Level 3 Communications. Level 3 est à l'autre bout de Vitesse dans la chaîne du secteur des télécommunications à haute vitesse. Elle a bâti – à un coût de 14G\$ – un des meilleurs réseaux de transmission à fibre optique au monde. L'entreprise n'est malheureusement pas profitable encore et a passablement de dettes. Cela est donc contre notre philosophie habituelle de sélection. Ainsi, Level 3 n'est pas facile à évaluer et je dois donc avouer que c'est mon admiration sans borne pour Walter Scott Jr., le président du conseil de Level 3, qui a été à la source de cet achat d'actions. Walter Scott Jr. a une feuille de route très impressionnante. Il fut président de Peter Kiewit Sons' Inc, une importante entreprise de Omaha. Il fut aussi impliqué avec James Crowe, le

président de Level 3, dans le grand succès de MFS Communications (qui fut achetée par WorldCom il y a cinq ans). Il est aussi le plus important actionnaire de MidAmerican Energy, une entreprise de service public très innovatrice de l'Iowa. Finalement, et non le moindre, Walter Scott Jr. est membre du conseil de Berkshire Hathaway.

Le titre est passé de 130\$ à 12\$ en un an et à ce cours, le ratio risque-rendement me paraissait très favorable. Je savais par contre que le risque n'était pas négligeable. Mais le potentiel de gain me semblait (et me semble encore) spectaculaire. Après notre premier achat, le titre a continué sa descente jusqu'à 2\$ pour terminer l'année à 5\$. La compagnie en a profité par racheter environ le tiers de sa dette pour 30% de leur valeur nominale. J'ai donc gardé confiance dans la compagnie et racheté des actions pour baisser notre coût à 6,5\$. Mais considérant le risque élevé, j'ai limité à un niveau de 3% la pondération de ce titre dans nos portefeuilles.

Bénéfices propres

Comme vous savez, Giverny Capital n'est pas une firme de placement comme les autres. 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.

En 2001, les cours de nos titres ont grimpé de 10% (sans tenir compte des variations de devise). Nos bénéfices propres ont quant à eux été en baisse d'environ 10%. C'est très décevant mais tout de même moins pire que la moyenne des entreprises formant le S&P 500, qui ont connu une baisse de 25% de leur rentabilité, la plus forte décroissance de leurs profits en 10 ans. Le ROE médian de nos compagnies a été autour de 18%, ce qui est conforme à nos objectifs.

Pour 2002, je prévois une forte croissance de nos bénéfices (comme à chaque année, je vous invite à rester sceptique vis-à-vis la valeur de mes prédictions). Nos titres s'échangent en Bourse à environ 20 fois ces profits prévus. Ce niveau d'évaluation se compare à 19 fois pour les obligations à long terme (rendement de 5,4 %) et à 22 fois les profits 2002 prévus pour le S&P 500. Le potentiel de gain des actions en général (et surtout de nos actions) me semble donc assez limité à court terme (note : ce n'est d'aucune façon une prédiction boursière, une activité futile qui accapare beaucoup d'énergie humaine à travers la planète).

Comme toujours, notre portefeuille est très concentré: 10 titres représentent 75% de la valeur totale des fonds sous gestion. Ces 10 titres étaient présents dans nos

portefeuilles l'année dernière. À Giverny Capital, concentration et faible taux de rotation vont souvent ensemble! En effet, quatre de ces dix titres font partis de nos portefeuilles depuis plus de cinq ans.

La philosophie de placement de Giverny Capital ne cadre pas avec l'approche conventionnelle de la gestion de portefeuille. Posséder peu de titres, éviter certains secteurs que l'on ne connaît pas et ignorer les fluctuations à court terme de la Bourse est une approche sensée mais peu répandue dans l'industrie. Et pourtant, nous n'avons pas peur d'être différents car c'est, selon moi, le premier ingrédient du succès. Comme dirait Sir John Templeton : *«Il est impossible de réaliser une performance fortement supérieure à la moyenne à moins de faire quelque chose de différent de la majorité des investisseurs.»*

Erreur(s) du jour

C'est devenu une tradition cette section dans mes rapports annuels! Et elle pourrait être cette année – comme toujours – très longue. Je me limite maintenant à trois médailles que je décerne annuellement. Cette année, malheureusement, ce sont tous de grands crus!

Médaille de bronze : Mattel

J'ai une longue relation avec cette compagnie. D'abord comme enfant, j'ai été en contact avec plusieurs de ses produits. Ainsi, Barbie, Fisher Price et Hot Wheels sont des produits dont je suis capable de comprendre les forces et faiblesses (quoique j'aimerais spécifier que je n'ai jamais eu de Barbie!). Lorsque j'avais acheté des actions de Mattel il y a 5 ans, j'avais étudié en détail l'histoire de la compagnie, en particulier celle de Barbie. J'étais remonté aux débuts de l'entreprise dans les années 50, à sa quasi faillite en 1973 et surtout au merveilleux revirement orchestré par John Amerman en 1988 (les profits ont décuplé sur 10 ans) et enfin au brillant travail de Jill Barad à la tête de la division de Barbie pendant cette période.

J'ai parlé à plusieurs reprises de l'erreur magistrale de Mme Barad en 1998 (alors devenue PDG) lors de l'achat de The Learning Co. J'avais alors vendu nos actions à 24\$ en fin d'année. En 1999, le titre s'est retrouvé à 10\$. J'avais alors écrit dans le rapport annuel de 1999 : *Peut-être que si le ménage est fait, dans quelques années, nous redeviendrons actionnaire. Sait-on jamais?*

Et j'ai continué à suivre la compagnie de près malgré que je ne possédais plus une seule action. Mme Barad fut congédiée en 2000 et remplacée par Robert Eckert, l'ancien président de la division Kraft chez Philip Morris. Ayant possédé des actions de Philip Morris pendant quelque temps, j'avais été à même de constater

l'extraordinaire travail de M. Eckert chez Kraft. Il arriva chez Mattel et pris les bonnes décisions : il se débarrassa de Learning Co et concentra les efforts de la compagnie sur la promotion des jouets où la compagnie avait un avantage concurrentiel solide tout en réduisant le niveau de la dette. Rapidement, les profits revinrent à des niveaux plus acceptables. Le titre en Bourse ne bronchait pas par contre : pendant des mois et des mois, il végétait à 10\$. La compagnie semble avoir une capacité bénéficiaire de 1,25\$ par action et devrait atteindre ce niveau probablement vers 2003. Ainsi, le titre en Bourse me semblait se transiger à la moitié de sa valeur. J'ai même parlé du titre à des amis comme exemple de situation qui était passée de bonne à mauvaise puis à bonne de nouveau. Soudainement, le titre a grimpé de 70% pour atteindre 17\$. Et vous et moi en avons profité aucunement car je n'ai jamais racheté d'actions.

J'aimerais avoir une bonne excuse. Mais j'en ai point à vous offrir !

Médaille d'argent : Health Management Associates (HMA)

Nous avons eu des actions de HMA (une chaîne d'hôpitaux ruraux dans le sud des États-Unis) pendant environ un an en 1999, actions que j'ai vendues en 2000. La compagnie avait un plan de match structuré et une approche à très long terme dans la gestion de ses hôpitaux. Son président avait une attitude extrêmement constructive avec ses clients (des patients en fait) et avec ses employés. J'avais vendu car la compagnie avait eu un trimestre décevant et il était difficile pour moi d'évaluer l'impact sur HMA de nouvelles législations sur les remboursement de soins hospitaliers. HMA a un modèle économique solide et fut que très modérément affectée par les nouvelles règles. Les profits rebondirent rapidement et le titre grimpa de 50% à 18\$ et ce dans un marché baissier. Les derniers résultats étaient fort impressionnants. J'ai donc décidé de racheter des actions mais à un niveau de près de 25% plus haut que celui où j'avais vendu. J'ai clairement manqué de patience avec une entreprise qui méritait – et mérite toujours - de figurer dans notre portefeuille.

Médaille d'or : First Data Corporation (FDC)

Mais Mattel et HMA furent des erreurs mineures à comparer avec la vente de First Data en 1999 (à environ 45\$), un titre que j'avais acquis en 1997 à environ 35\$. Comme pour HMA, nous avons fait un léger profit. Mais ce fut une erreur magistrale de vendre. Si j'avais à enseigner comment bâtir une entreprise avec un modèle d'affaire quasi idéal, j'aurais pris, parmi 4 ou 5 exemples, First Data.

First Data reçoit quelques dollars pour presque chaque transaction par carte de crédit ou de débit effectuée aux États-Unis : D'une part par l'émetteur de la carte et d'autre

part par le marchand qui a vendu le produit. Avec la prolifération des transactions par Internet (presque toutes sous forme de transactions par carte de crédit), First Data est positionnée pour des années de croissance. Et comme si ce n'était pas assez, FDC possède la merveilleuse entreprise Western Union qui a un quasi monopole dans le monde du transfert d'argent liquide n'importe où dans le monde. Cela peut sembler archaïque mais ce marché est en forte croissance. Environ 20% des Américains n'ont pas de compte de banque et ce sont souvent des émigrants qui envoient de l'argent à leur famille demeurée dans leur pays d'origine.

En 1997, j'avais étudié la compagnie en détail et j'en avais conclu que c'était un placement avec des perspectives à long terme fort impressionnantes. J'ai donc acheté des actions. Mais la compagnie a connu quelques trimestres difficiles en 1998-99 et se devait de faire quelques changements dans son modèle d'affaires. La croissance avait ralenti et je n'étais pas certain combien de temps ce problème perdurerait. J'ai préféré vendre et investir ailleurs. Et le pire c'est qu'en fin de 2000, First Data était définitivement de retour sur le bon chemin et le titre n'avait que légèrement grimpé. J'avais alors écrit un article dans le journal Les Affaires sur l'amélioration des perspectives de l'entreprise. Si j'avais été logique avec moi-même, j'aurais pilé son mon orgueil et racheté les actions que j'avais vendues quelques mois auparavant. J'aurais payé environ 20% de plus que le prix vendu mais considérant que le titre a grimpé de 50% cette année cela eut été une décision intelligente. J'aurais ainsi annulé en partie une bien mauvaise vente.

Dans mes temps libres, je regarde de temps à autre un enregistrement d'une entrevue avec Philip Carret au programme Wall-Street Week datant de 1996 (je possède des archives assez étoffées!). Louis Rukeyser demanda au légendaire M. Carret (alors âgé de 98 ans), ce que ses 75 ans d'expériences dans le monde du placement lui avaient révélé comme étant la clé de la réussite. Il répondit un seul mot : PATIENCE. Comme les erreurs décrites ci haut en témoignent que trop bien, votre gestionnaire favori manque encore bien souvent de patience par moment!

***** **PUBLICITÉ** *****

Le rédacteur en chef du populaire site Internet Webfin.com, Bernard Mooney, a écrit un nouveau livre sur le placement en Bourse qui est excellent et qui s'intitule «Investir en Bourse et s'enrichir ». Bernard est un ami de longue date et aussi un très bon investisseur. Dans le livre, il explique bien son approche et il dit aussi d'excellents mots sur votre gestionnaire favori. Je vous recommande donc chaudement son livre.

Conclusion : «L'Art de l'investissement »

Pierre Péladeau aimait dire que « *Les Affaires c'est un Art* ». Ce qu'il voulait probablement exprimer c'est l'idée qu'être un bon homme d'affaire requiert une ouverture d'esprit, de la vision, beaucoup de créativité et bien de la patience. De la patience car c'est souvent au bout de plusieurs années d'intenses recherches que les grands artistes arrivent à synthétiser une œuvre de grande qualité.

Être un artiste c'est souvent aller à contre-courant, refuser de faire comme tout le monde. L'artiste québécois Marc Séguin a résumé le tout en ces mots: «*L'art c'est une affirmation. Point* ». Ainsi, une sélection "artistique" de titres pourrait être vue comme une affirmation par le gestionnaire de ce qu'il croit être le style de compagnie à l'avant-garde des affaires, celles qui sauront créer la richesse de demain. Avec le temps, le gestionnaire-artiste en arrive à développer sa propre manière de voir et de choisir des titres. Le légendaire investisseur Philip Fisher, alors âgé de 89 ans, avait déclaré dans une entrevue dans le magazine Forbes: «*Je veux investir dans des compagnies qui ont une philosophie d'avant garde, qui tolèrent la critique à l'interne et qui encouragent les dissidents* ».

L'art et la gestion de portefeuille sont aussi tous deux des activités qu'il est difficile de bien faire en équipe (encore moins en comité). On y gagne en expérience collective mais on y perd en créativité personnelle. Comme disait Warren Buffett : «*Ma vision d'une décision de groupe est de me regarder dans un miroir !* ».

Les artistes savent en plus qu'ils consacrent une vie à leur passion sans jamais vraiment arriver à destination. Ainsi, l'ennemi numéro un d'un artiste est le sentiment de confort qui peut s'installer à la suite du succès (Marc Séguin ajoutait que dans telles occasions, il bifurquait et se lançait dans une toute nouvelle avenue picturale). En tant que gestionnaire, il faut donc tenter de trouver un équilibre entre ces deux émotions en apparences opposées : confiance en soi et humilité.

Évidemment, il faut avoir une grande confiance en soi pour pouvoir porter un jugement solide sur une entreprise et ses dirigeants. Il faut aussi avoir grandement confiance en soi pour pouvoir patienter des années avant d'être récompensé par un placement. En plus, sans confiance en soi, il sera fort difficile de faire des achats de titres en Bourse que la foule rejette (et comme écrit au début, ce sont souvent les meilleurs achats).

Et en même temps, il faut aussi de l'humilité à plusieurs niveaux : lors de l'analyse de titres (savoir reconnaître ce que l'on comprend de ce que l'on ne peut pas comprendre), lors d'une erreur (ce qui arrive - oh combien - régulièrement) et aussi après une bonne année (et surtout deux!) car jamais il ne faut baisser ses gardes lors

de la sélection de titres boursiers. La Bourse a cette qualité qu'elle peut punir, sévèrement et rapidement, une trop grande confiance en soi.

Et cette quête d'équilibre entre confiance et humilité propre au gestionnaire-artiste s'inscrit peut-être dans un processus encore plus vaste. Sur le sujet, je vais laisser le mot de la fin à Jacques De Tonnancour, artiste québécois bien connu et à qui je voue une grande admiration. Alors âgé de 80 ans, M. De Tonnancour expliquait lors d'une entrevue : *«Devenir un artiste c'est un peu comme une pratique Zen. Il faut désapprendre. Il faut se débarrasser de toutes nos idées préconçues et des clichés qui limitent notre créativité et s'ouvrir au nouveau»*.

Car c'est de nouveau que sera fait demain.

Bonne année 2002.

François Rochon
Gestionnaire et Président
Giverny Capital Inc.