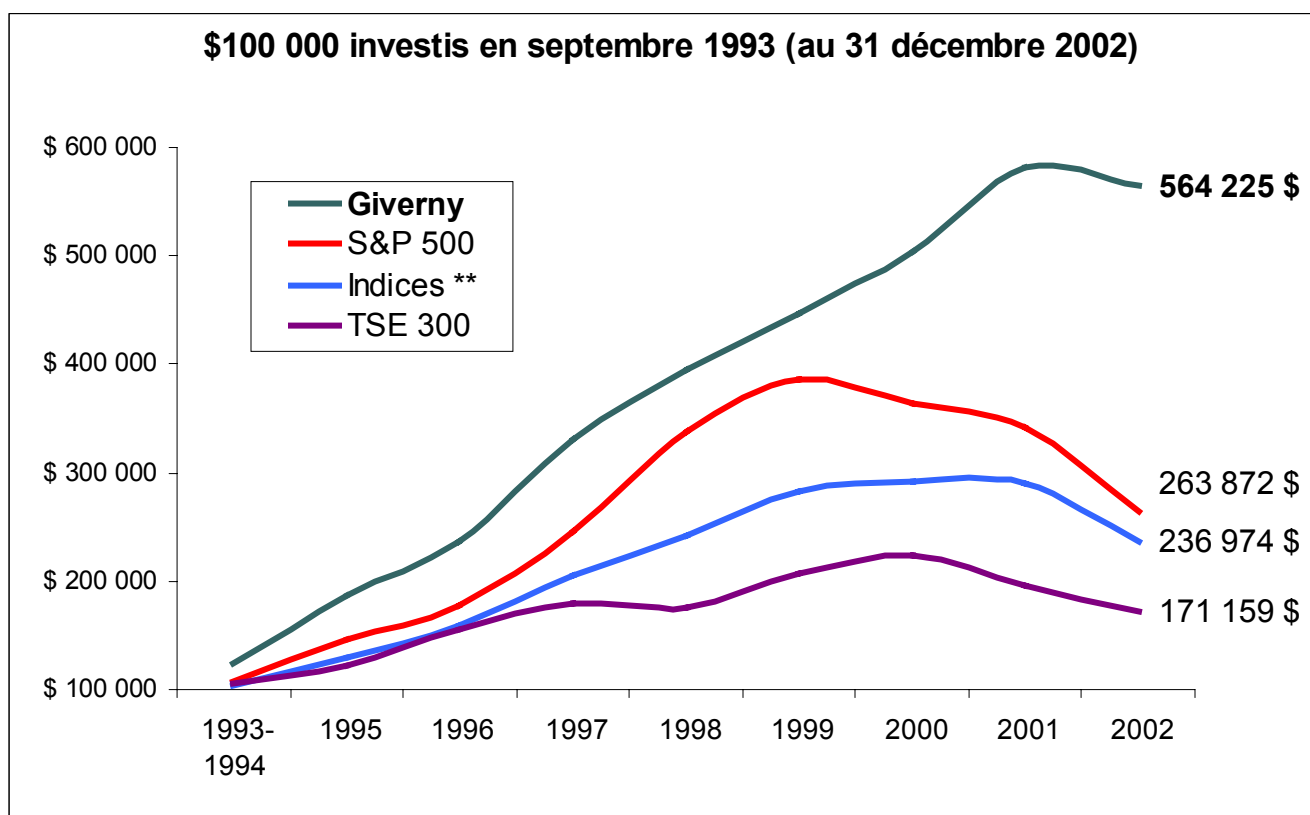


Giverny Capital Inc.



** « Les Indices » est un groupe de 5 indices pondérés – 2 canadiens et 3 américains – représentant bien la composition du portefeuille.

Rapport annuel 2002

Fonds Giverny - Rapport annuel 2002

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2002, le rendement de notre capital sous gestion a été de -3% par rapport à -18% pour notre groupe indiciel comparatif. Ces rendements incluent environ une perte de 1% liée à la variation de la devise canadienne. Le S&P 500 a connu sa pire année en 20 ans avec un rendement de -22%, soit -23% en devise canadienne.

Depuis le début de la gestion de notre capital, le 1er septembre 1993 (112 mois), notre rendement annuel composé est de 20% par rapport à 10% pour notre groupe indiciel comparatif. Aussi, notre rendement annuel dépasse celui du S&P 500 par plus de 9%, une performance qui nous classerait dans le premier centile des fonds communs en Amérique du Nord.

Voici en détails nos rendements depuis 1993 :

Année *	Giverny	Indices **	+/-	\$ Can/US	S&P 500	Vs S&P
1993-1994	25%	4%	20%	7%	8%	17%
1995	50%	24%	26%	-1%	36%	14%
1996	27%	23%	4%	-1%	21%	6%
1997	40%	29%	11%	4%	39%	1%
1998	20%	19%	1%	7%	38%	-18%
1999	13%	16%	-3%	1%	14%	-1%
2000	13%	3%	10%	4%	-6%	19%
2001	15%	0%	16%	6%	-6%	21%
2002	-3%	-18%	15%	-1%	-23%	20%
Total (en \$ canadien)	464%	137%	327%	29%	164%	300%
Rendement Annualisé	20.4%	9.7%	10.7%	2.7%	11.0%	9.4%

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

** « Les Indices » est un groupe de 5 indices (comme le S&P 500, le TSE 300 et le Russell 2000) dont la pondération de chacun est établie en début d'année selon la composition du portefeuille.

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

Comme l'an dernier, je me dois de spécifier que ces résultats sont bons, mais pas aussi bons qu'ils en ont l'air. La baisse de la devise canadienne depuis 1993 a ajouté environ 3% annuellement à nos rendements en 9 ans (environ 29% au total).

Revue de l'année 2002

Je ne vous apprendrai rien en écrivant que l'année 2002 fut difficile encore une fois pour bien des entreprises et pour les investisseurs. Au creux de la Bourse en septembre, la baisse totale du S&P 500 depuis mars 2000 a été de plus 50%, la plus forte baisse depuis 1974.

En contrepartie, notre performance – quoique pas particulièrement enrichissante en dollars absolus – a été de 15% supérieure aux indices. Ce résultat est satisfaisant étant donné que notre objectif à long terme est de réaliser un rendement annuel de 5% supérieur aux indices. Aussi, pour une troisième année consécutive, nous avons « battu » le S&P 500 par environ 20%, un phénomène que, fort probablement, nous ne vivrons plus jamais dans notre vie d'investisseur!

Dans un *bear market*, on peut lire toutes sortes d'histoires pour expliquer la baisse des cours. Dans les faits, la forte baisse du S&P 500 et du NASDAQ depuis trois ans est liée principalement à une contraction généralisée des cours-bénéfices (P/E). Dans le rapport annuel de 1998, j'avais décrit les raisons qui me poussaient à croire que les « plus petits » titres boursiers allaient probablement mieux faire dans le futur que les plus grandes capitalisations composant le S&P 500. Je soulignais que la différence d'évaluation boursière d'alors était astronomique (des P/E moyens d'environ 33x pour les 40 plus gros titres contre 18x pour tous les autres). Au cours des trois dernières années, cet écart s'est rectifié. Maintenant, les actions en général se transigent à environ 17x les profits ce qui – dans un monde où les taux d'intérêts à long terme sont de 5% - me semble raisonnable.

Comme par le passé, je me dois tout de même de répéter cet avertissement important : Il serait irréaliste de croire que les probabilités nous favorisent dans la continuation de réaliser un rendement de 20% annuel dans les prochaines années ou même un rendement annuel relatif de +5%, notre ambitieux objectif. Mais comme toujours, vous pouvez 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! Notre bateau - dois-je ajouter - est plus grand que l'an passé. De 1993 à 1997, nous étions quatre partenaires. Lors de la mise sur pieds de Giverny Capital comme firme de gestion de portefeuilles au début de 1999, nous ne comptions que 8 clients. À la fin de l'an dernier, nous étions rendu à 20. En cette fin d'année 2002, nous sommes maintenant plus de 100 partenaires voguant dans le bateau des entreprises choisies par votre gestionnaire favori. Tout au long de ce rapport donc, je ferai des commentaires que les plus anciens partenaires auront probablement déjà lus. Mais ils demeurent importants et méritent d'être répétés pour les nouveaux venus.

La Règle de Trois

À chaque correction boursière – comme celle que nous traversons depuis trois ans – il n'est pas rare que plusieurs investisseurs lancent la serviette et jurent de ne plus jamais toucher aux actions...jusqu'au prochain *bull market*. Dès mes premiers rapports annuels, j'ai souligné combien inévitables sont les corrections boursières. J'ai même écrit à quelques reprises qu'elles sont "des partenaires dans notre quête d'obtenir des rendements élevés". Il ne faut donc pas les craindre mais accepter au départ qu'elles sont inévitables et tenter même d'en profiter.

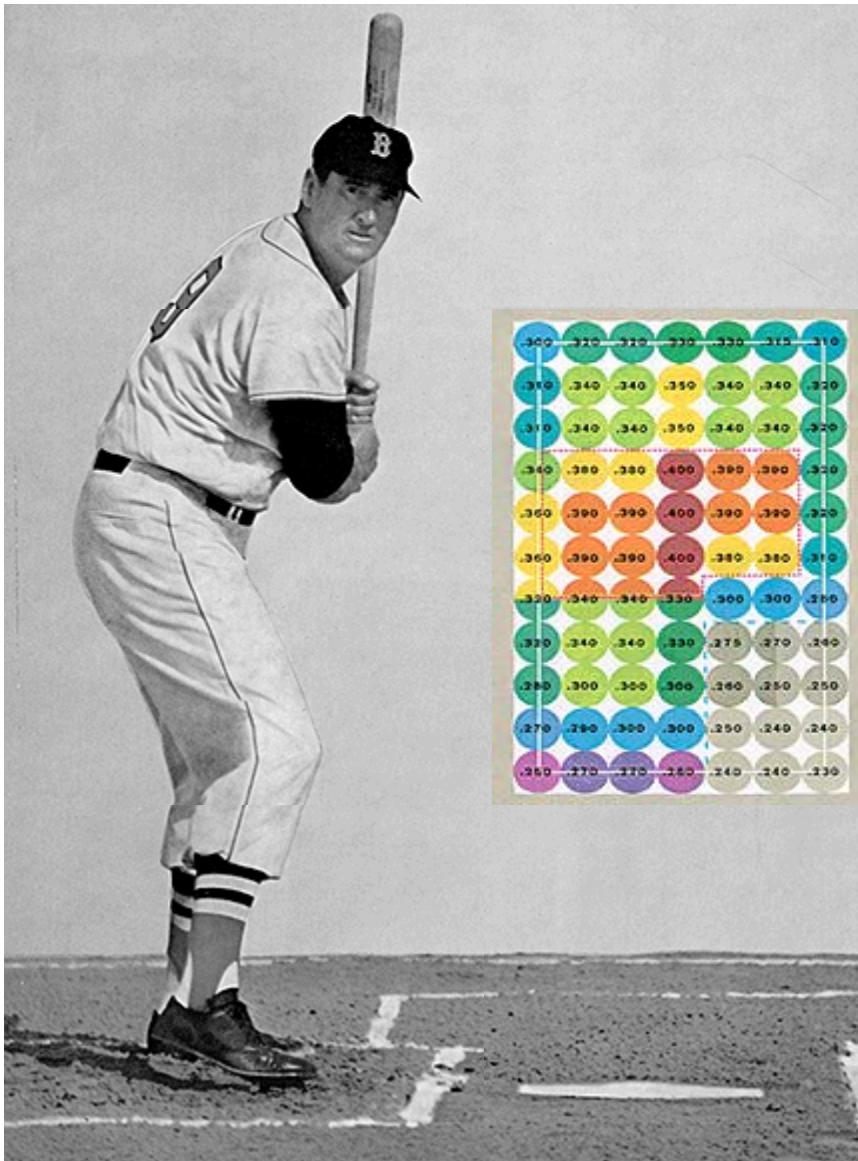
En fait, selon moi, il y a des réalités boursières qu'il est bon d'accepter dès qu'on décide d'investir dans des actions de compagnies publiques. J'en suis venu à établir une règle empirique que j'appelle « La Règle de Trois » : Une année sur trois, la Bourse baisse (d'au moins 10%). Un titre acheté sur trois, sera une déception. Et une année sur trois, notre performance sera inférieure aux indices (et ce si tout va bien!). Je n'ai pas d'explication scientifique à vous offrir pour expliquer cette règle c'est pour cela que j'utilise le terme empirique : C'est une règle qui peut être observée, mais qui ne peut pas être expliquée. Par contre, elle est utile dans le sens où elle permet de traverser les tempêtes boursières. En ayant accepté d'avance que nous connaissons de mauvaises années et que des erreurs de sélection de titres feront partie du coût d'être en affaire, nous sommes mieux préparés quand elles arrivent. Il est également futile de tenter de prédire la séquence des événements. La meilleure stratégie est d'être toujours présent en Bourse et de se concentrer à améliorer la sélection des titres dans lesquels investir.

De plus, la « Règle de Trois » n'est pas linéaire. Nous pouvons connaître trois bonnes années d'affilées (comme notre performance depuis trois ans) et ensuite en connaître deux ou même quatre mauvaises. Par exemple, le Fonds Sequoia a sous-performé par rapport au S&P 500 durant ses quatre premières années d'existence de 1970 à 1973. Par la suite, ce fut un des meilleurs fonds mutuels de l'histoire.

Autre exemple, le Chest Fund, géré par John Maynard Keynes de 1928 à 1945, a connu lui aussi un bien mauvais départ : de 1928 à 1931, il a connu une performance totale de -48% contre -36% pour le marché britannique. Par après, sur 18 ans, sa performance annuelle fut de 9% comparée à -1% pour le marché boursier britannique. Cette performance durant cette période particulièrement difficile pour l'économie de la Grande-Bretagne est époustouflante. Et pourtant, Keynes a connu six années de sous-performance, soit l'équivalent d'une année sur trois.

Ted Williams et l'art de frapper

Être sélectif et discipliné sont deux qualités essentielles pour réussir dans le domaine du placement. Et personne n'a mieux illustré cela que le joueur de baseball Ted Williams qui, malheureusement, nous a quittés en 2002.



Source : The Science of Hitting

Ted Williams a évolué avec les Red Sox de Boston de 1939 à 1960. Ted était obsédé par l'art de frapper une balle de baseball. Il voulait être le meilleur et il le devint. Évidemment, il avait une grande force physique, mais il avait surtout une grande force mentale.

Il étudiait chacune de ses présences au bâton. Il avait ainsi découpé la zone des prises en zones de balles de baseball et mesura sa moyenne au bâton pour chacune des 77 zones (voir la figure ci-haut). Il devint extrêmement discipliné, ne s'élançant que sur des balles qu'il savait situées dans ses zones favorites. Il termina sa carrière avec une moyenne de .344, la quatrième meilleure moyenne de tous les temps. Il a aussi été le dernier frappeur à atteindre une moyenne de plus de .400 en 1941.

La philosophie de Ted Williams n'est pas démodée à une époque où la quête du coup de circuit est la norme dans le baseball majeur. Si vous avez suivi les exploits de Barry Bonds depuis deux ans (73 circuits en 2001 et une moyenne de .370 en 2002), vous avez pu observer combien ce frappeur est discipliné. En 2002, il a reçu 198 buts sur balles, un record historique, ce qui équivaut à presque une présence au bâton sur trois. La manière qu'il a de regarder chaque lancer calmement et ne pas s'élaner sur de mauvaises balles est un plaisir pour les yeux...et un cauchemar pour les lanceurs adverses.

Pour l'investisseur boursier, la leçon à retenir de ces deux frappeurs exceptionnels est simple: pour conserver une moyenne supérieure, il faut acheter des titres qui sont dans notre zone de compréhension, que nous pouvons évaluer. Et la Bourse nous donne un avantage majeur que Ted n'avait pas : nous pouvons décider de laisser passer une balle en plein cœur du marbre sans qu'une prise ne soit appelée contre nous! À tous les jours, la Bourse nous lance des balles : Bombardier à \$5, Intel à \$18, GE à \$30, BCE à \$25, etc. Et nous avons le loisir de nous élaner que lorsque la balle est grosse comme un ballon de plage. Et comme le fait si bien Barry Bonds, il n'y a rien de mal de laisser passer des balles qui sont tout simplement pas dans notre zone favorite. Par exemple, des titres de compagnies évoluant dans les domaines pétrolier et aurifère ne sont pas dans notre radar de sélection et ce peu importe leur niveau d'évaluation ou la situation géopolitique mondiale.

Nos compagnies

Quality means doing it right when no one is looking. - Henry Ford

M&T Bank

M&T a connu une autre bonne année. Son rendement de l'actif a atteint 1,7% et son rendement de l'avoir 29%. Les profits par action ont été en hausse de 9%. M&T a annoncé une importante acquisition cet automne : Allfirst Financial. Il est difficile d'évaluer l'impact futur de cette acquisition, mais j'ai une grande confiance dans le jugement de Robert Willmers, le PDG de M&T. Dans le domaine bancaire, j'ai plus confiance dans son jugement que dans celui de n'importe qui d'autre. L'action de M&T a bien fait en 2002 suivant la performance intrinsèque de la compagnie, soit une hausse de 10%. Cette superbe banque reste notre plus importante participation.

Groupe BMTC

Notre chaîne de magasins de meubles a encore une fois connu une année exceptionnelle. Les profits par action ont grimpé de tout près de 50%. Nul doute que la force du marché immobilier au Québec n'a pas nui. BMTC a donc augmenté ses profits pour la septième année consécutive depuis que nous sommes actionnaires. En fait, depuis 1995, les BPA ont grimpé de 26% par année soit par un facteur de cinq fois. La Bourse a été fidèle dans sa fonction de refléter la valeur de l'entreprise : le titre est passé de \$2 à \$14 sur sept ans. Le journal *Les Affaires* a publié en fin d'année un article sur les quatre entreprises québécoises les plus performantes des cinq dernières années. Et BMTC faisait partie du groupe. Cependant, malgré la feuille de route époustouflante de la compagnie, son titre se transige

encore en Bourse à moins de 10 fois les profits. BMTC reste notre plus importante participation canadienne.

Progressive Corp

Progressive est une compagnie d'assurance automobile domiciliée à Mayfield Village, Ohio. Elle est probablement notre entreprise qui a connu la meilleure année 2002. Les primes de souscription ont grimpé de 30% et le ratio de perte de souscription (*combined ratio*) s'est élevé à 92%, un ratio exceptionnel. La moyenne de l'industrie est de plus de 100%. Les BPA ont grimpé d'environ 45% et son rendement de l'avoir a été d'environ 20%. Étrangement, le titre est resté quasi inchangé en Bourse. Malgré cela, PGR se transige à plus du double du prix auquel nous avons acheté nos actions en 1999. De plus, les perspectives à long terme restent reluisantes.

Cognex

Voilà maintenant six ans que nous sommes actionnaires de Cognex. Ce fut une autre année difficile pour notre entreprise de systèmes de visions artificielles de fine pointe. La compagnie n'a pu échapper à la dépression qui frappe tout l'univers de la haute technologie et pour la première fois de son histoire a été déficitaire en 2002. Par contre, je reste confiant que les perspectives à long terme sont meilleures que jamais. J'ai grande confiance dans son PDG, Robert Shillman. Aucun haut dirigeant n'a reçu de bonus en 2001 (selon le *proxy* émis le 25 mars dernier) et en plus M. Shillman a réduit son salaire de \$310 000 à \$89 000, en ligne avec la baisse du titre en Bourse. Le nombre d'options émises est aussi en baisse. Avec 13% des actions en sa possession, M. Shillman est définitivement dans le même bateau que nous.

Je peux vous dire que je comprends bien l'entreprise et quand le titre a glissé à \$15, cela me semblait une balle en plein milieu de la zone des prises. Cognex est notre seconde plus importante participation. Il ne nous reste plus qu'à s'armer de patience.

Bed Bath & Beyond

C'est la quatrième année que nous sommes actionnaires de BBBY. Et la compagnie s'est surpassée avec une hausse de 40% de ses BPA. Depuis 1998, les profits ont triplé. Ainsi, le titre a grimpé de 250% depuis notre achat lors de la correction boursière d'octobre 1998, correction liée à la "crise asiatique" de l'époque. Nous avons bien profité de cette crise en achetant aussi – en plus des actions de Bed Bath & Beyond – des actions d'une autre chaîne de ventes aux détail, Fastenal, à environ un tiers du cours actuel.

Comme je le disais plus haut, les crises boursières ont leurs bons côtés!

Transactions de l'année

En 2002, aucun segment de la Bourse n'a été plus dépressif que les titres de haute technologie. Quoique nos achats de compagnies de ce secteur depuis deux ans n'ont pas encore porté leurs fruits, je crois toujours que la « révolution technologique » n'est pas terminée. Comme je le soulignais l'an dernier, il est par contre impératif de choisir des entreprises qui ont un avantage important vis-à-vis de leurs concurrents, même s'il est difficile de croire qu'un tel avantage est réellement durable dans cette industrie. Plusieurs compagnies technologiques que je considère comme exceptionnelles ont changé de mains en 2002 à des prix, selon moi, très attractifs. Il était même difficile de choisir quels titres

acheter tellement plusieurs me semblaient intéressants. J'ai donc décidé d'adopter une approche de « panier » et d'acheter environ huit compagnies de ce secteur, toutes – je le crois – leader dans leurs domaines respectifs. J'ai entre autres racheté des actions de Intel (une partie de celles que j'avais vendues ces dernières années) et pour la première fois j'ai acquis des parts de Microsoft et d'Applied Materials, deux entreprises que j'admire depuis longtemps. Ainsi, un quart de notre portefeuille est actuellement investi en titres technologiques.

Mais notre philosophie de concentrer notre capital est restée intacte: environ 70% de l'avoir du portefeuille est investi dans 10 titres¹.

Johnson & Johnson

Si vous avez bonne mémoire, vous vous rappelez qu'en 1994 j'avais failli acheter des actions de Johnson & Johnson. À l'époque, les perspectives de J&J étaient solides et l'évaluation boursière exceptionnellement basse, soit environ 12 fois les profits. Mon inaction fut une erreur grandiose. J'ai trouvé par contre le moyen de faire pire. Nous avons acquis des actions de Cordis en 1993 à environ \$27. En septembre 1995, J&J a acquis Cordis à \$109 sous forme d'échange d'actions. Puisque le titre de J&J avait doublé en un an, je trouvais alors le titre trop cher et j'ai préféré vendre nos actions de Cordis (et payer de fortes sommes en impôt). Depuis, le titre de J&J a grimpé de 200% alors que le S&P 500 n'a réalisé que 50% sur la même période. Si j'avais échangé nos actions de Cordis pour J&J, nous aurions réalisé un rendement total de près de 1200% sur près de 10 ans (sans payer un sou aux gouvernements). Malgré mes remords pour des raisons évidentes, j'ai toujours continué de suivre de près J&J. L'été dernier nous avons eu la chance d'acheter l'entreprise à bon prix suite à un problème dans une de leurs usines de Puerto Rico.

J&J réalise maintenant des profits trois fois supérieurs à ceux d'il y a huit ans et ses perspectives de croissance continuent d'être excellentes. Ma seule consolation est de me dire qu'il n'est jamais trop tard pour bien faire.

Ventes de 2002

Nous n'avons pas vendu beaucoup de titres en 2002. À un moment donné, j'ai fait ce que j'appelle du remplacement. Souvent, je crois que le titre A ruisselle de forts potentiels. Mais comme je suis toujours à 100% investi ou presque, il me faut vendre un titre du portefeuille pour en acheter un nouveau. Même si le fondamental du titre B est très acceptable, il peut être sage de le vendre pour acheter A. C'est ce que j'ai fait avec Yahoo! cette année. Il me semblait, au moment de la vente, compte tenues des évaluations respectives, que Cognex avait des perspectives de rendement à long terme supérieures.

Post Mortem 1997

Une des choses que j'admire chez Johnson & Johnson est que la haute direction fait religieusement des post mortem suite à une acquisition. Peu de compagnies le font pour des raisons évidentes : dans la majorité des cas, il leur faudrait conclure à l'erreur. Ce ne sont pas tous les dirigeants qui sont capables d'assumer de telles responsabilités.

¹ Ce pourcentage est pour le portefeuille modèle. Il peut varier d'un portefeuille discrétionnaire à l'autre.

Dans la section « erreur du jour » de mon rapport annuel, je me force à revoir les achats (et non-achats) passés. Il est bon aussi de revoir les ventes une fois qu'un laps de temps suffisant s'est écoulé. J'aimerais cette année faire un post mortem sur deux importantes ventes effectuées en 1997 : Bombardier et Sun Microsystems.

En 1997, Bombardier représentait environ 20% de la valeur de notre portefeuille, mais, en milieu d'année, j'avais décidé de grandement réduire cette participation à environ 2%. Voici ce que j'avais écrit sur cette vente en 1997 : ...*Nous avons pourtant vendu notre investissement dernièrement pour 3 raisons:*

- 1. Certains signes semblent indiquer que les perspectives ne sont plus aussi solides pour l'avenir que par le passé et que la compagnie devient plus sensible qu'avant à un ralentissement économique.*
- 2. L'évaluation boursière est devenue élevée, malgré le point 1. Ainsi, le prix offert par les acheteurs me semblait donc attrayant.*
- 3. Le départ de Raymond Royer, que je considère comme le véritable cerveau du succès de Bombardier, n'est définitivement pas positif.*

Après que nous ayons vendu 90% de nos actions, le titre a grimpé de 300% en 3 ans. Au point où en 1999, je considérais la vente de Bombardier comme une erreur dans la section du rapport annuel réservée à cette fin. Mais j'avais terminé mes commentaires de 1999 en ajoutant : *Mais il reste qu'il faudra une récession pour vraiment juger de la solidité à long terme du modèle économique de l'entreprise.* En 2002, une forte récession dans le secteur aérien a frappé Bombardier. Et la compagnie a été touchée durement. Mais ce n'est pas ce qui a été le plus coûteux pour les actionnaires. Les nombreuses diversifications (surtout Adtranz) ont lourdement entaché le bilan de la compagnie. Aussi, Bombardier Capital a dû radier bien des actifs, mais les passifs eux restent solides! Il n'est pas clair, au moment où j'écris ces lignes, combien de temps il faudra à la compagnie pour retrouver sa croissance d'antan.

Il y a plusieurs conclusions à tirer. D'abord, cela prend des années pour mesurer l'impact d'un changement important à la direction d'une entreprise. Et cela prend donc des années pour juger de la qualité d'une décision de placement. Ceux qui se croient brillants d'avoir réalisé une bonne performance sur quelques années – que ce soit pour un titre ou pour le portefeuille au complet – devraient s'armer « d'autoscepticisme » (et si par moment je baisse les gardes, n'ayez crainte, Bernard n'est pas loin pour me le faire remarquer!).

Il y a une autre conclusion importante à tirer vis-à-vis de Bombardier et sur la Bourse en général. En 1993, alors que les perspectives pour les cinq années à venir étaient reluisantes, le titre se transigeait en Bourse à 10 fois les profits. En 2001, alors que le bilan s'était alourdi et qu'une récession montrait le bout de son nez, le titre se transigeait à 30 fois les profits. Trop souvent, les investisseurs ont l'œil fixé sur le rétroviseur au lieu de regarder le pare-brise.

Sur Sun Microsystems, en 1997 j'avais écrit cette phrase : *En 1994, nous avons acheté des actions de Sun Microsystems à \$5.25. À l'époque, la compagnie réalisait \$0.50 de bénéfices par action (BPA) et possédait \$2.50 de liquidités par action. Ainsi, le P/E réel était d'environ 5 fois. Avec la venue de nouveaux produits à marges plus élevées (les serveurs), les perspectives étaient plus attrayantes que jamais dans l'histoire de Sun. Pourtant, son titre ne s'était jamais transigé à un si bas ratio. En 3 ans seulement, les BPA ont grimpé à \$1.89, une croissance de 278%. Mais, nous avons pourtant réduit dernièrement notre position, car les perspectives de croissance pour Sun, avec la force accrue d'HP et*

Intel, me semblent plus difficiles à évaluer aujourd'hui qu'en 1994. Pourtant, Wall-Street a réévalué Sun à \$52 une hausse de 900% en 3 ans. À la lumière des nouvelles données fondamentales, je préfère maintenant Intel.

Après la vente de Sun en 1997, le titre a grimpé d'un autre 1000% sur 3 ans. À son haut d'octobre 2000, le titre se transigeait à plus de 100 fois les profits. Quel contraste avec l'évaluation de 5 fois de 1994! Quand je dis que la Bourse est maniaco-dépressive, en voici un exemple frappant! Mais le retour sur terre pour Sun a été abrupte : le titre a glissé de \$60 à \$3 ces deux dernières années. Sun est donc plus bas que le prix auquel je l'ai vendu. Quant à Intel, nous avons vendu presque toutes nos actions en 2000 et 2001 (il à noter que récemment, nous avons racheté des actions à environ \$16). Ce qui est important est qu'en 1997, j'avais vendu Sun Microsystems parce qu'Intel s'apprêtait à mettre sur le marché un CPU à 64 bits (à l'époque au nom de code Merced) que je croyais affecterait de manière irrémédiable le modèle économique de Sun. Le développement du produit a été plus long que prévu et ce n'est que cette année que le CPU Itanium d'Intel fait compétition aux CPU de Sun. Encore une fois donc, les raisons qui m'ont pousser à vendre un titre ont pris cinq années aux à se matérialiser. Comme dirait Philip Fisher : Il est plus facile de prévoir CE qui va arriver de QUAND ça va arriver!

Bénéfices propres

Comme vous savez, Giverny Capital n'est pas une firme de placement comme les autres. Contrairement à bien de nos concurrents, nous évaluons la qualité d'un placement non sur les côtes boursières à court terme, mais plutôt en nous concentrant sur une approche qui combine l'étude de la croissance des bénéfices propres de l'entreprise sous-jacente à 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 2002, les cours de nos titres ont été grosso modo inchangés (sans tenir compte des variations de devises). Nos bénéfices propres ont quant à eux été en hausse de 18%. Le rendement de l'avoir médian de nos compagnies s'est élevé à 18%, ce qui est conforme à nos objectifs. Ces résultats sont fort satisfaisants.

On peut tout de même noter combien les performances de nos titres en Bourse ont été grandement inférieures aux performances sous-jacentes des entreprises. Par exemple, Bed Bath & Beyond a augmenté ses profits de 40% et le titre n'a grimpé que de 3% en Bourse. Health Management Associates a cru ses profits de 21% et le titre a baissé de 3%. À long terme, par contre, la performance boursière de nos titres suivra inexorablement celle des compagnies. Mais à court terme, il peut y avoir par moment de fortes disparités. À Giverny Capital, nous aimons de telles disparités boursières et tentons - dans les limites d'un niveau de transactions raisonnable - d'en profiter au maximum.

***** AVERTISSEMENT *****

Quelques passages de la section qui suit pourraient choquer certains lecteurs

Erreur(s) du jour

Si vous fermez la porte aux erreurs, la vérité restera dehors - Rabindranâth Tagore

Cette section pourrait être – comme toujours – très longue. Je me limite depuis quelques années à trois médailles que je décerne annuellement. Cette année, nous effectuons un retour en arrière sur des

erreurs de 1999-2000, dont les conséquences sur nos rendements potentiels en 2001-2002 ont été tout simplement abominables!

Médaille de bronze: Heartland Express

En 1999, j'avais écrit ces phrases dans le rapport annuel : « ...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!"... ».

Avec du recul, l'erreur répétée ne fut pas d'investir dans l'industrie du camionnage mais – encore une fois – celle d'un manque cruel de patience.

J'ai acheté des actions de Heartland Express en 1998. Mon analyse indiquait que Heartland était une entreprise du type "Oasis dans le désert" : une belle compagnie dans un secteur difficile. Les marges nettes de l'entreprise sont de 12% alors que la moyenne de l'industrie est de moins de 2%. Si on soustrait les liquidités, le rendement de l'avoir est de près de 40%. C'est tellement supérieur à ses concurrents, que c'en est difficile à croire. Les raisons sous-tendant une telle performance sont simples : Les coûts d'exploitation de Heartland sont grandement inférieurs à ses concurrents. Et la compagnie a été rentable à chaque année, même lors des deux dernières récessions : sur 15 ans, la croissance des bénéfices par action a été de près de 20% par année. Mais la *cerise sur le sundae* est que la compagnie n'a pas de programme de *stock options* et que le président de la compagnie, Russell Gerdin, n'a aucun bonus autre que son salaire de \$300 000 qui est inchangé depuis 1986. Il possède par contre 40% des actions de la compagnie. Voilà un autre rare dirigeant clairement dans le même bateau que ses actionnaires.

Pourquoi alors ais-je vendu nos actions avec tous ces beaux fondamentaux? La compagnie a connu quelques trimestres sans croissance en 1999, le président ne trouvant pas de candidat d'acquisition à des prix raisonnables. J'ai alors cru que la croissance était terminée et j'ai décidé de passer à autre chose. J'ai manqué tout simplement de patience. En 2002, la compagnie a fait une acquisition importante et le taux de croissance est retourné à un niveau élevé. Les BPA sont passés de \$0.57 en 1999 à \$0.85 en 2002 et le titre a doublé en trois ans. M. Gerdin et ses actionnaires ont été plus patients que moi et en ont été récompensés.

Médaille d'argent: Expedia

Quand la Bourse baisse de 50%, il n'y a pas grand endroit où se cacher. Mais le titre de Expedia a grimpé de 500% en deux ans. Dans un marché baissier, c'est toute une performance. J'avais étudié la compagnie en détail lors de son arrivée en Bourse à la fin de 1999. Je connaissais bien la compagnie étant un fidèle utilisateur de son site Internet d'achat de billets d'avions à escompte. La compagnie avait été mise sur pieds par Microsoft et semblait bien dirigée. J'ai comme règle d'attendre que la compagnie soit rentable avant d'y investir. Je suivais cependant la situation de près.

À l'automne 2000, la compagnie connut son premier trimestre de *cash flow* positif et mon analyse indiquait qu'elle serait rentable d'ici un ou deux trimestres. Le titre en Bourse avait glissé d'un haut de \$60 à \$10. Je croyais que la compagnie avait la capacité de réaliser un profit de \$1 par action dans un avenir rapproché. Le bilan était solide avec environ \$5 de liquidités par action et sans dette. L'évaluation boursière me semblait donc attrayante. Je me souviens alors qu'un client (un des huit de

l'époque) m'appelle pour me demander où investir un petit montant qu'il avait en liquidités. Et je lui ai parlé d'Expedia. Il en a acheté dans les \$10 et avant que j'ai pu décider quoi vendre dans mes autres comptes pour acheter des actions de Expedia à tout le monde (je suis habituellement à 100% investi), le titre a rapidement grimpé à \$15.

Dans un bien mauvais réflexe, trop présent encore chez moi, j'ai pensé : « je l'ai manqué! ». J'ai donc attendu que le titre retourne à \$10 avant d'en racheter. Bien en vain! Expedia a réalisé \$0.89 de profits par action en 2001 et environ \$1.80 en 2002. Le titre est rendu aujourd'hui à \$65. À part le client en question, nous n'en avons pas profité. Il est à noter que même si au fond j'ai respecté ma discipline de ne pas acheter une jeune entreprise avant qu'elle ne soit rentable, j'aurais dû user de plus de discernement. Car si la discipline est de respecter ses règles, la sagesse est de savoir quand les briser.

Médaille d'or: Richelieu

Il y a cinq ans environ, mon bon ami Bernard Mooney m'a parlé d'une entreprise dans laquelle il avait investi : Quincaillerie Richelieu. La compagnie est principalement un distributeur de plusieurs produits pour la maison. Je regarde les chiffres et ils sont impressionnants : Richelieu a un superbe bilan et réalise un rendement de l'avoir dans les 30%. Le taux de croissance de l'entreprise est surprenant, plus de 25% par année et ce avec des marges élevées pour l'industrie. Bien sûr, une telle performance ne se fait pas toute seule. Il y a souvent un homme d'affaires remarquable derrière de tels chiffres. Bernard me parle alors de sa grande admiration pour le président Richard Lord. M. Lord a un plan de match bien défini et une approche de gestion sensée et concentrée sur les forces de l'entreprise. Ah oui et le titre se transigeait à l'époque à \$3 (ajusté pour fractionnement) soit à environ 9 fois les profits...

Après trois années à « dormir sur la switch », je décide d'acheter des actions en fin de 2000. Mais j'avais peur que la récession qui débutait affecte la compagnie, j'ai donc décidé de commencer à acheter lentement, d'abord que pour les clients qui avaient des liquidités dans leur REER (donc sans vendre un autre titre). J'ai commencé à acheter à \$5.50 mais dès ce moment-là, le titre a commencé à grimper et j'ai préféré de pas payer quelques points de plus et d'attendre que le titre revienne en bas de \$6. Le titre a doublé en 2001, une année pourtant difficile pour les actions.

En début d'année 2002, Bernard et moi sommes allés dîner avec Monsieur Lord. Je fus très impressionné par M. Lord mais je trouvais encore le titre "trop cher". Et il a grimpé d'un autre 50% depuis. Le titre est maintenant à cinq fois son niveau d'il y a cinq ans et trois fois le niveau de 2000. Cela mérite une médaille d'or non? Et ce n'est pas tout...

Car il y a de ces hasards de la vie...En 1993, j'ai acheté ma maison actuelle à La Prairie. Et la poignée de la porte d'entrée portait le nom de Richelieu (c'était écrit dessus). À tous les jours depuis neuf ans, la première chose que je vois en arrivant chez moi est le nom de la compagnie. Depuis que Bernard m'a parlé de Richelieu, je me disais que je devrais songer à acheter le titre, à tout le moins à le regarder sérieusement. Ma punition pour mon manque de perspicacité a été de voir le nom de Richelieu encore à tous les jours pour une grande partie de 2002. Je dis en partie car en juillet, j'ai changé de poignée de porte et cette fois-ci je me suis assuré d'en prendre une avec aucun nom d'inscrit dessus...

Conclusion : « Le gestionnaire jardinier »

L'an dernier, j'avais fait une analogie entre le monde du placement et celui des créateurs artistiques. Il y a trois ans, j'avais utilisé des analogies avec le monde de la psychologie. Charles Munger, le sage partenaire de Warren Buffett, a parlé à plusieurs reprises de l'importance de pas voir le monde à

travers un seul moule, mais bien à l'aide de divers modèles analytiques. Par exemple, l'approche de Ted Williams de bien connaître sa « zone des prises » est une analogie extrêmement pertinente.

Quand j'ai nommé ma firme Giverny Capital, il y avait bien sûr un lien entre mon amour pour le travail du peintre Claude Monet et le nom Giverny. Mais il y avait aussi une analogie entre le travail de bâtir de merveilleux jardins comme ceux que Monet a réalisés à Giverny et le travail d'un gestionnaire de portefeuilles. Pour bâtir de grands et majestueux jardins, il faut d'abord un amour profond pour le travail de jardinage. Il faut aussi connaître parfaitement son environnement dont les cycles de températures propres à l'endroit où le jardin est construit. Il faut connaître le sol, les insectes présents, l'orientation du soleil, etc. Certaines plantes ne peuvent tout simplement pas pousser au Québec tout comme certains secteurs ne peuvent pas être compris par un gestionnaire en particulier (comme le sont pour moi l'industrie pétrolière et l'industrie papetière).

Il faut aussi suivre de près les plantes qui y sont cultivées. Certaines pousseront bien, d'autres moins. Des ajustements seront alors effectués régulièrement pour maximiser l'espace à notre disposition. Il en est de même avec notre capital. Et comme dirait Peter Lynch, il est important de ne pas arracher les fleurs pour arroser les mauvaises herbes! En langage boursier, cela veut dire de ne pas vendre ses gagnants pour racheter de ses perdants. Il n'est pas illogique aussi de tenter quelques expériences avec un bout de terrain pour mieux le connaître. Un gestionnaire chevronné peut ainsi investir d'abord un petit montant dans une entreprise pour apprendre à la connaître.

Mais où, selon moi, l'analogie prend tout son sens est dans les vertus du temps et de la patience. Warren Buffett a récemment souligné à Robert P. Miles (l'auteur du livre *The Warren Buffett CEO*) une des raisons pour laquelle Berkshire Hathaway a été une si grande réussite : sa longévité comme dirigeant de la compagnie (M. Buffett est devenu PDG de Berkshire en 1965). Souvent, un président est nommé en fin de carrière et ne reste à la barre de l'entreprise qu'une dizaine d'années, quelques fois même moins. Pourtant, c'est souvent au bout de plusieurs décennies que de grandes réalisations financières sont accomplies. Par exemple, c'est au cours de sa seconde décennie à la tête de General Electric que Jack Welch a obtenu les résultats les plus extraordinaires (grâce entre autres à son programme *Six Sigma*). C'est souvent pour cela que j'aime investir avec des compagnies qui existent depuis plus de 10 ans et qui ont encore à leur tête le fondateur de l'entreprise. Un merveilleux jardin nécessite aussi de longues années pour atteindre un statut titanesque. L'art d'un jardinier ou d'un gestionnaire de portefeuilles prend une vie à réellement s'épanouir.

La légendaire impatience des investisseurs de Wall-Street est ainsi un frein à un tel épanouissement. Imaginez un jardinier qui planterait un arbre et qui l'arracherait au bout de six mois pour en planter un nouveau car le premier n'aurait pas grandi assez vite à son goût. Il n'obtiendrait jamais de grand arbre avec une telle attitude. Les entreprises sont faites du même bois. N'est-ce pas un beau but de vie de vouloir bâtir des jardins de majestueux arbres qui procureront de l'ombre pour des générations à venir? Et le jardinier qui aime profondément son art, s'aperçoit un jour que son accomplissement n'est pas dans le résultat final mais dans le voyage quotidien.

Gérer nos portefeuilles est pour moi un bonheur de cette nature.

Je vous remercie de votre confiance et je vous souhaite une bonne année 2003.

François Rochon
Gestionnaire et Président
Giverny Capital Inc.