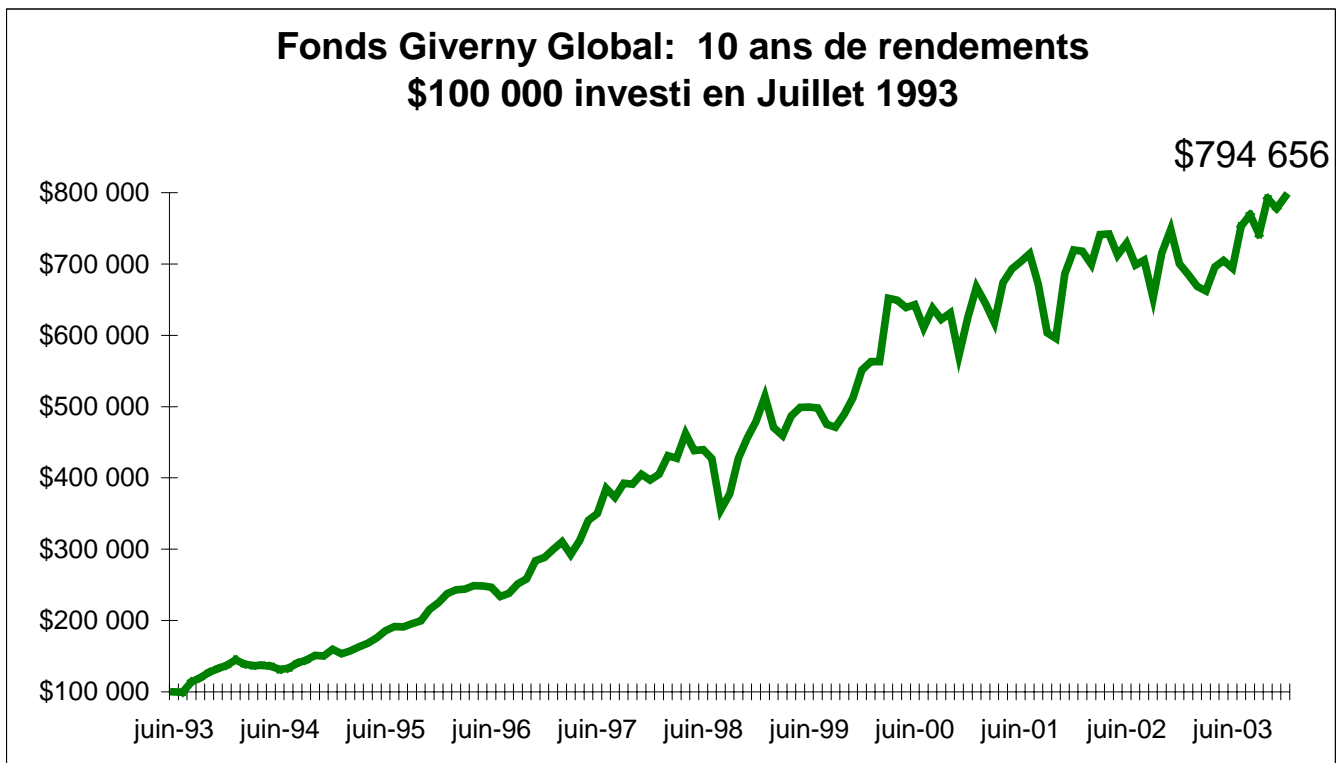


Giverny Capital Inc.

Rapport Annuel 2003

Spécial 10^{ème} anniversaire



Giverny Capital Inc.

Rapport annuel 2003 ©

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2003, le rendement de notre capital sous gestion a été de 14% par rapport à 14% pour notre groupe indicier comparatif. Ces rendements incluent tous deux une perte de 20% liée à la variation de la devise canadienne.

Nous avons donc réalisé cette année un rendement relatif de -0.4%. Il faut noter que nous avons fait mieux que le S&P 500 et le S&P/TSX. C'est le fort rendement des indices de titres de petite capitalisation (le Russell 2000 par exemple) qui est à la source de notre faible performance relative.

En 2001, je spécifiais que nos résultats étaient bons, mais pas aussi bons qu'ils en avaient l'air. En revanche, cette année, c'est l'inverse. Nos résultats (absolus) sont bien meilleurs qu'ils en ont l'air. Nos titres ont en effet réalisé une performance boursière globale de +34% en 2003. La hausse rapide et vertigineuse du dollar canadien a affecté nos rendements de manière non négligeable.

Comment réagir à cela ? D'abord, de 1993 à 2002, il faut se rappeler que la baisse du dollar canadien nous a favorisé. Nous nous en accommodions assez bien à l'époque ! Si on est prêt à accepter les gains lorsque le dollar canadien baisse, il faut vivre avec les pertes quand l'inverse se produit. En fait, en 2003, le huard est simplement revenu au niveau où il était à mes débuts. Les mouvements de devise n'ont donc eu pratiquement aucun effet sur les rendements depuis 10 ans (+1% sur un total de +694%).

D'un côté plus philosophique, il faut reconnaître que, dans la vie, il y a des éléments sur lesquels on peut avoir un certain contrôle ou à tout le moins prédire avec un degré de certitude raisonnablement élevé. Il y en a d'autres par contre totalement imprévisibles et sur lesquels nous n'avons aucun contrôle. Les mouvements de devises sont du second type.

Ma philosophie de placement d'acquérir de belles entreprises (*la crème de la crème*), menées par des dirigeants hors pairs et dont leurs actions sont sous-évaluées en Bourse me semble une approche rationnelle et qui a fait ses preuves, pour moi et pour bien d'autres. Et les Etats-Unis continuent de constituer le meilleur bassin pour « pêcher » de telles entreprises. C'est le pays où l'entrepreneurship est le plus fleurissant et le capital des actionnaires le mieux traité. Nous n'allons pas nous priver de devenir actionnaire d'une belle entreprise américaine à cause de la devise canadienne. Nous allons donc continuer à tout simplement vivre avec les fluctuations de devise au lieu de les craindre !

J'ajouterais qu'on ne parle pas ici d'investir dans un pays à l'économie instable et à la devise chancelante. Les Etats-Unis possèdent – et de loin – la meilleure économie du monde. Par exemple, lorsque Saddam Hussein a été capturé en décembre, quelle est la chose qu'il avait apportée avec lui en catimini comme « bouée de sauvetage » ? Réponse : Des dollars américains (\$750 000). Et en plus, M. Hussein n'est pas reconnu comme la personne la plus proaméricaine qui soit... Mais quand le sort de sa vie en dépendait, il a fait un choix économique avant de faire un choix politique.

Une erreur instructive

Il y a beaucoup à apprendre de nos erreurs mais aussi de celles des autres. À l'époque de mes premières analyses de titres, j'ai fortement recommandé les actions de Cordis Corp à un gestionnaire. Cordis fut en fait le sujet de mon premier texte détaillé sur une compagnie inscrite en Bourse. Cordis était le leader de l'industrie des cathéters, des petites sondes médicales utilisées dans les opérations cardio-

vasculaires. Pour m'aider dans mes recherches, j'avais même parlé à un médecin qui m'avait confirmé la force des produits de la compagnie vis-à-vis de ses concurrents.

Cordis me semblait donc un excellent placement à 26\$ l'action (la compagnie avait une croissance de 25% par année et le cours bénéficiaire n'était que de 13 fois). Le gestionnaire en question trouvait mon idée bonne mais il a ajouté qu'il pensait que ce n'était pas un bon temps pour acheter des actions américaines car le dollar canadien, à 0,80\$ US, était « trop bas ». J'ai tout de même acheté des actions de Cordis, la première fois en février 1993. Et Cordis a été acquise à \$109 par Johnson & Johnson en octobre 1995. Quelqu'un qui aurait conservé ses actions de Cordis sur 10 ans (après avoir reçu des actions de J&J en 1995) aurait réalisé 10 fois son argent (26% par année). Il est à noter que même si le dollar canadien était au pair aujourd'hui, l'achat de Cordis aurait été une décision rationnelle (et payante).

Dans son livre « *Common stocks and Uncommon Profits* », le légendaire investisseur Philip Fisher consacre un chapitre sur « Quand acheter ». Sa conclusion est que le meilleur temps pour acheter une belle compagnie est lorsqu'on la trouve (et que le prix est raisonnable). Il termine son chapitre en écrivant une phrase capitale : « **Be undeterred by fears or hopes based on conjectures, or conclusions based on surmises** » (Ne soyez pas influencé par des peurs ou des espoirs basés sur la conjoncture ou par des conclusions basées sur des présomptions).

Nos rendements depuis 10 ans

Nos rendements publiés cette année ont été vérifiés par PriceWaterhouse Coopers. Aussi, les résultats pour la période 1993-1997 diffèrent légèrement de ceux publiés dans les rapports annuels précédents. Ils incluent les 5 fonds familiaux gérés depuis 1993 et ce depuis le 1^{er} juillet 1993. Aussi, je sépare maintenant les rendements du portefeuille RÉER (Giverny RÉER) de ceux du portefeuille hors-RÉER (Giverny International). Le portefeuille Giverny est simplement la somme des deux portefeuilles.

Portefeuille Giverny (tout en dollars canadiens) :

Rendements	Giverny	Indices **	+ / -	S&P 500	+ / -	\$ US / Can ***
1993 (Q3-Q4) *	37.0%	9.5%	27.6%	8.4%	28.6%	3.3%
1994	16.5%	3.7%	12.7%	7.3%	9.1%	6.0%
1995	41.2%	24.0%	17.2%	32.9%	8.3%	-2.7%
1996	28.0%	22.8%	5.2%	22.7%	5.4%	0.3%
1997	37.7%	28.5%	9.2%	36.7%	1.0%	4.3%
1998	20.6%	18.8%	1.8%	37.7%	-17.0%	7.1%
1999	15.1%	16.3%	-1.2%	14.1%	1.0%	-5.7%
2000	13.4%	3.2%	10.2%	-4.6%	18.0%	3.9%
2001	15.1%	-0.4%	15.5%	-5.7%	20.8%	6.2%
2002	-2.8%	-18.3%	15.6%	-22.0%	19.2%	-0.9%
2003	13.6%	14.0%	-0.4%	5.7%	7.9%	-17.8%
Total	694.8%	193.8%	501.0%	202.2%	492.6%	1.1%
Annualisé	21.8%	10.8%	11.0%	11.1%	10.7%	0.1%

* De Juillet à décembre 1993.

** Les « Indices » est un indice hybride (S&P/TSX, S&P 500, Russell 2000, etc.) qui reflète la répartition d'actifs en début d'année.

*** Variation du dollar canadien par rapport au dollar américain.

Portefeuille Giverny International (en dollars US) :

Année	Giverny Intl.	S&P 500	+ / -
1993 *	32.7%	5.0%	27.7%
1994	9.9%	1.3%	8.6%
1995	54.8%	36.6%	18.2%
1996	27.0%	22.2%	4.8%
1997	32.9%	31.0%	1.9%
1998	11.0%	28.5%	-17.5%
1999	15.9%	21.0%	-5.1%
2000	11.3%	-8.2%	19.5%
2001	8.1%	-11.1%	19.2%
2002	-4.4%	-21.4%	17.0%
2003	31.6%	28.6%	3.0%
Total (\$US)	642.2%	198.4%	443.8%
Annualisé	21.0%	11.0%	10.1%

Portefeuille Giverny RÉER (en dollars canadiens):

Année	REER Giverny	S&P / TSX	+/-
1995	0.4%	14.3%	-13.9%
1996	29.9%	27.8%	2.2%
1997	32.3%	15.0%	17.3%
1998	29.3%	-1.2%	30.5%
1999	42.7%	31.1%	11.6%
2000	5.2%	8.2%	-3.0%
2001	16.2%	-11.5%	27.7%
2002	6.3%	-11.6%	17.8%
2003	32.4%	26.7%	5.7%
Total	447.3%	133.3%	314.0%
Annualisé	20.8%	9.9%	10.9%

Ainsi, depuis le début de la gestion de notre capital, le 1er juillet 1993, notre rendement annuel composé est de plus de 21% par rapport à 11 % pour notre groupe indicatif comparatif. Aussi, notre rendement annuel dépasse celui du S&P 500 par 10%, une performance qui nous classerait dans le premier centile des gestionnaires en Amérique du Nord.

Ces résultats sont bien au-delà de nos attentes. Notre ambitieux objectif est de maintenir à long terme un rendement annuel de 5% supérieur aux indices. Si les actions en général réalisent un rendement de 6 à 9% par année dans le futur, ce qui me semble assez réaliste, nous serions très satisfaits d'un rendement annuel de 11 à 14%.

Revue de l'année 2003

Encore une fois, la Bourse en 2003 a démontré son caractère maniaco-dépressif ! Durant les trois premiers mois de l'année, le pessimisme régnait en maître. Les médias ne se consacraient qu'à la guerre en Irak. Il y avait alors plusieurs titres à prix attractifs. À un point tel que c'était difficile de choisir. J'ai pris des participations de départ (1 ou 2%) dans plusieurs entreprises que je connais bien -

depuis plusieurs années dans certains cas - et qui (enfin) me paraissaient à des niveaux sous-évalués. En cours d'année, nous avons acquis des actions de Factset Research, Expeditors International of Washington, Harley Davidson, Walgreen, Fifth Third Bank, Resmed et racheté des actions de First Data (un titre que j'avais malencontreusement vendu en 1999, voir le rapport annuel 2001).

En fait, le vieil adage que les militaires sont toujours prêts à combattre la guerre précédente fait comme un gant aux stratèges de Wall Street. Pourtant, chaque « crise » est nouvelle et différente : demain est toujours une terre inconnue. En plus d'être imprévue, la crise du moment semble donc toujours plus inquiétante que celles antérieures. Je garde précieusement des articles de magazines financiers datant de 1962, 1974, 1982, 1987 et 1990 pour me rappeler combien l'avenir peu paraître sombre dans les creux des phases dépressives de la Bourse.

À la surprise générale (comme toujours), le S&P 500 a grimpé de 40% par rapport à son bas de mars. Nos titres de haute technologie achetés en 2001-02 ont bien fait et, dans certains cas, notre patience a été grandement récompensée (Applied Materials, Cognex et Intel ont doublé).

La plus grande erreur des investisseurs boursiers

Ce qui m'amène à un sujet fascinant : Alors que les actions représentent la meilleure classe d'investissement à long terme, la majorité des investisseurs boursiers ne font pas d'argent. Pourquoi ?

L'auteur André Gosselin a écrit récemment un article sur les rendements moyens des investisseurs boursiers depuis 1984. Alors que le S&P 500 a réalisé environ 12% par année de 1984 à 2002, l'investisseur en fonds mutuels moyen n'a réalisé que 3% (Source Dalbar Inc.) durant la même période alors que le rendement moyen des fonds mutuels a été d'environ 9%. Une telle divergence ne peut s'expliquer par des frais de gestion, de transactions ou de tout autre honoraire payé aux nombreux intervenants de Wall Street car c'est en grande partie inclus dans le 9% (et cela explique la divergence avec les indices). Certains fonds ont des frais de sortie ou d'entrée mais il serait difficile de croire que cela pourrait représenter 6% par année pour l'ensemble de l'industrie.

Il ne peut donc y avoir qu'une seule et unique explication plausible : la majorité des boursicoteurs transigent leurs actions (et/ou leurs fonds communs) au mauvais moment. Ils vendent lorsque les actions sont basses et achètent quand elles sont hautes. Cela peut s'appliquer aux actions en général ou à une stratégie de rotation de secteurs (ou même de styles). Pour résumer leur faille : ils accordent de la valeur aux cotes boursières à court terme et décident en conséquences .

Clairement, tous les participants pensent pouvoir réussir leurs entrées et sorties boursières (ou sectorielles) mieux que les autres. Ça me rappelle un sondage effectué sur les conducteurs automobiles en Suède qu'avait donné en exemple Charles Munger – le partenaire de Warren Buffett – dans un discours célèbre : 90% des répondants se considéraient des conducteurs supérieurs à la moyenne !

Le grand gestionnaire Peter Lynch a souvent mentionné que l'organe le plus important pour investir en Bourse est l'estomac. Il insiste pour dire que les corrections font partie du paysage boursier et que c'est le prix à payer pour obtenir un rendement plus élevé à long terme. Comme nul ne sait ce que va faire la Bourse à court terme, la meilleure stratégie est de tout simplement rester investi – à condition bien sûr de continuer de trouver des compagnies qui répondent à nos critères. Et l'année 2003 a démontré encore une fois que le premier ingrédient pour s'enrichir en Bourse est d'y être toujours présent.

Tenter de prédire les cours boursiers – pour un titre, un secteur ou pour l'ensemble du marché – est depuis toujours un exercice futile. C'est ahurissant de voir combien de professionnels du placement continuent de gaspiller leur temps et leur talent sur une activité qui a si régulièrement démontré son incapacité à créer de la richesse.

Ce qui est encore plus surprenant, c'est que la plupart des investisseurs continuent de lire religieusement les prévisions des économistes et stratégestes. Dans la mythologie grecque, Cassandre avait été condamnée par le dieu Apollon à connaître le futur mais à faire face à une totale incrédulité lorsqu'elle l'annonçait aux mortels. Les devins de Wall Street sont dans la situation inverse : ils ne connaissent pas le futur mais sont souvent crus aveuglément lorsqu'ils font des prédictions.

Et il y a pire : des investisseurs brillants qui attendent un *meilleur* moment pour acheter des actions de compagnies qu'ils aiment. Par exemple, Bernard Mooney et moi connaissons bien un gestionnaire qui est un « stock picker » extraordinaire mais qui est pessimiste sur la Bourse depuis 18 ans. S'il avait investi 100% de son portefeuille dans ses actions favorites et oublié le marché, il aurait probablement réalisé près de 20% par année sur plus de 30 ans.

Ainsi, être humble vis-à-vis de la Bourse devient le premier avantage stratégique. Un investisseur qui décide de ne pas jouer au plus fin avec la Bourse (croire illusoirement qu'il saura LUI quand est le meilleur temps pour rentrer ou sortir) peut réaliser un meilleur rendement que peut-être 90% de ses confrères.

Volatilité des cotes boursières

La grande volatilité des bourses continue d'être perçue par la plupart des investisseurs comme un élément négatif. Pourtant, quand on réussit à voir les cotes boursières comme « *ce que les autres croient que la compagnie vaut* » et non la valeur réelle (à tout le moins à court terme), les fluctuations deviennent nos alliées dans notre noble quête de richesse. Au lieu de les craindre, nous pouvons donc les utiliser pour réaliser des rendements supérieurs aux autres.

Cela me rappelle un passage du merveilleux film *The Matrix*. Lorsque le héros Neo va rencontrer l'Oracle, il croise un jeune garçon qui réussit avec son esprit à faire plier une cuillère. Neo tente de faire de même avec peu de succès. Le jeune garçon lui dit alors : « N'essayez pas de faire plier la cuillère, c'est impossible. Essayez plutôt de voir la réalité telle qu'elle est : Il n'y a pas de cuillère. Lorsque vous y arrivez, ce n'est plus la cuillère qui plie mais votre propre perception de la réalité ».

C'est la même chose avec les cotes boursières : Une fois qu'on comprend qu'elles ne sont souvent que des mirages, on peut réussir à les transcender et arriver à voir nos actions comme seulement des parts de compagnies...ce qui est en fait la seule réalité.

Ne pas être affecté par les fluctuations boursières est difficile à développer et à bien maîtriser (on n'est jamais vraiment arrivé à destination), mais c'est la clé pour réussir. Et c'est justement parce que c'est difficile et que peu y arrive que la récompense potentielle est grande. L'effort en vaut la peine.

Commentaires macro-économiques

J'ai une attitude assez minimaliste dans le domaine des analyses macro-économiques. Fidèle à mon habitude, je ne fais pas de prédiction de nature économique ou boursière. Il n'est par contre pas trop imprudent d'éviter en général ce qui est populaire, ce que j'appelle la « saveur du jour » à Wall Street (et à Bay Street au Canada). En tête de liste, ces temps-ci, figurent les titres aurifères et les compagnies

oeuvrant dans l'univers des matériaux de base. Chine ou pas Chine, une matière première reste une matière première et les compagnies oeuvrant dans des industries de nature commerciale sont condamnées d'avance à procurer dans leur ensemble des rendements sur les capitaux propres modestes. Et le pire temps pour ne pas les éviter est quand elles sont populaires.

Philosophie de placement et de gestion des portefeuilles

Note : cette section est une répétition des rapports annuels antérieurs destinée aux nouveaux clients.

L'année 2003 n'a pas été seulement bonne pour la Bourse mais aussi pour Giverny Capital. Le nombre de nos clients a triplé pour atteindre 360 partenaires. Nous avons aussi obtenu le mandat d'un premier compte institutionnel, celui d'une fondation religieuse. Avec tous ces nouveaux venus parmi nous, il serait bon de revenir sur notre philosophie de placement.

Car – il ne faut pas se le cacher – plusieurs clients ont été d'abord attirés par mes rendements. C'est bien légitime et j'ai quand même couru après ! C'est par contre la philosophie de placement qui est le point le plus important à considérer lorsqu'on choisit un gestionnaire. Les rendements sont la conséquence de la philosophie. Adhérer à notre philosophie de placement est capital lorsque que vous devenez partenaire.

Voici les points clés de notre philosophie :

- À très long terme, les actions représentent le meilleur des placements (8-10%), devant les obligations (4-5%), l'immobilier, l'or, les timbres et évidemment les bons du Trésor.
- Il est futile de prédire quand sera le meilleur temps pour entrer (ou sortir) en Bourse.
- Le rendement d'une action sur une longue période fait écho à l'accroissement de la valeur intrinsèque de la compagnie sous-jacente (souvent lié au rendement de l'avoir des actionnaires). Nous concentrons notre capital dans des compagnies qui peuvent, selon nous, maintenir à long terme un rendement de l'avoir de 15% par année et plus.
- Pour maintenir un tel niveau de rentabilité, il est essentiel qu'une compagnie possède des qualités intrinsèques qui protègent son marché et ses marges de la compétition. Une "franchise" (selon le terme de M. Buffett) est l'équivalent d'un fossé protégeant un château corporatif des envahisseurs.
- Une « franchise » ne se crée pas toute seule ! L'ingrédient essentiel du succès d'une entreprise est la qualité des membres de la haute direction. Devenir actionnaire, c'est devenir partenaire avec eux.
- Une fois qu'une entreprise est sélectionnée pour ses qualités exceptionnelles, une évaluation réaliste de la valeur intrinsèque de la compagnie doit être approximativement effectuée.
- Le marché boursier est dominé par des participants qui perçoivent les actions comme des jetons dans un gigantesque casino. Celui qui est conscient de cela peut régulièrement acheter des actions d'entreprises soigneusement choisies à des prix inférieurs à leur valeur.
- Il peut se passer de longues périodes de temps entre le moment où l'on achète un titre et le moment où le marché boursier reconnaît sa juste valeur. Mais, lorsqu'on a raison sur l'entreprise, on finit par avoir raison sur l'action sous-jacente.

Il faut noter qu'une philosophie de placement basée sur l'acquisition de parts de quelques entreprises sous-évaluées conservées pendant des années ne génère pas des rendements linéaires. Il est certain que certaines années notre portefeuille aura un rendement inférieur à la moyenne. L'année dernière j'avais mentionné que les meilleurs gestionnaires « sous performant » les indices une année sur trois. Notre

approche est de juger la qualité d'un placement dans une entreprise sur une période de cinq ans. Je crois qu'un tel horizon temporel est nécessaire pour juger un gestionnaire aussi.

J'ajouterais que de temps en temps des clients appellent par inquiétude vis-à-vis de la Bourse. Notre politique est d'adopter un mode de communication claire, précis et ponctuel. J'écris un rapport annuel détaillé (et pour certains, bien trop long) qui explique en profondeur notre approche. Aussi, j'écris des rapports à tous les trimestres pour faire le point sur la situation du moment. S'il y a une mauvaise nouvelle sur une de nos compagnies, vous en êtes avertis par courriel.

Mais votre rôle en tant que client est non négligeable : Si vous adhérez réellement à notre philosophie, vous pouvez faire votre part en tentant de ne pas être affecté par la conjoncture et de garder l'œil sur le long terme. Le temps que je passe à commenter les fluctuations boursières (du marché et/ou de nos titres) et rassurer les clients inquiets n'est pas consacré à étudier les compagnies.

Ainsi, la patience – du gestionnaire ET des clients – devient la pierre angulaire de la réussite.

L'exemple du titre du Groupe BMTC

Voici un exemple frappant de l'importance de la patience.

J'ai acheté nos premières actions du Groupe BMTC (les magasins de meubles Brault & Martineau et Tanguay) le 31 octobre 1995, la journée du plus récent référendum québécois. Les titres québécois n'avaient pas la cote cette journée, allez savoir pourquoi ! Et si le titre a bien fait les premières années que nous étions actionnaires, il y a eu une période de trois ans (voir graphique) où le titre n'a rien fait, malgré que les résultats continuaient d'être exceptionnels. À son bas de 2000, le ratio cours bénéfices en Bourse du titre était de 4, un niveau particulièrement attrayant. À cette lointaine époque, la « rue » n'en avait que pour les titres de hautes technologies (Nortel en tête).

La patience durant ces 1000 jours « de surplace » se devait d'être au rendez-vous! Car par la suite, le titre a sextuplé. À ce jour, nous avons réalisé un rendement total de 1400% sur huit ans.



Charles Munger, a écrit cette phrase dans le rapport annuel 1996 de Wesco Financial, la compagnie qu'il dirige :

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

BMTC était une opportunité de ce type.

Post Mortem quinquennal : 1998

Après la section « erreurs du jour » qui est récurrente dans mes rapports annuels, voici la section « Post Mortem » qui a été débutée l'année dernière. Le but est de revenir sur les décisions (et mes écrits) d'il y a cinq ans...et d'étudier ce qui est arrivé subséquemment.

Johnson & Johnson fait religieusement des post mortem après que cinq années ce soient écoulées à la suite d'une acquisition. Et les résultats des acquisitions de la compagnie ont été très positifs. De plus, cinq années est notre horizon temporel lorsque nous acquérons des actions d'une entreprise. C'est donc logique que nous procédions à des revues quinquennales approfondies.

En octobre 1998, nous avons fait plusieurs achats. Le marché avait baissé de 30% à cause (entre autres) de la rude crise économique qui sévissait en Asie. Nous avons fait 5 achats durant ce mois : JDS-Fitel, Fastenal, Bed Bath & Beyond, Catalina Marketing et Templeton Dragon Fund. Deux achats furent des erreurs et trois furent positifs.

D'abord JDS-Fitel (devenue par la suite JDS-Uniphase). J'avais acheté des actions à \$4. À l'époque, la compagnie avait une forte croissance et était le leader des WDM (Wave-division multiplexers). JDS me semblait une des plus belles entreprises canadiennes et j'admirais son fondateur, Jozef Strauss. Le titre avait glissé à l'époque à moins de 20 fois les profits. Il est par après devenu fort populaire. Nous avons vendu nos actions en 1999 à environ 8 fois notre coût initial ! JDS a même atteint \$250 dans le frénésie technologique.

Aujourd'hui, le titre est à \$6. La compagnie a été frappée de plein fouet par la crise dans l'industrie des équipements de télécommunications et semble avoir changé de manière non négligeable son portefeuille de produits. Il est loin d'être clair que ses perspectives à long terme sont bonnes. À ce point-ci, cet achat semble avoir été une erreur.

La compagnie Catalina Marketing a une business de base extraordinaire. La compagnie émet des coupons rabais directement dans les supermarchés au moment de l'achat par les consommateurs. En quelques années, elle a bâti un quasi monopole dans son industrie. Rapidement, la compagnie a eu une telle domination que ses perspectives de croissance ont ralenti à cause de la saturation de son marché. Ce n'est pas un drame d'arriver à tellement dominer un marché que les perspectives de croissance deviennent limitées. Par contre, lorsque des tentatives de diversification ne donnent pas de bons résultats, les bénéfices de la business de base ne profitent pas pleinement aux actionnaires. Ce fut le cas avec Catalina Marketing. Après des années de patience – pour laisser le temps aux acquisitions de fleurir – nous avons vendu en 2003 à un environ le niveau que nous avons acheté en 1998.

Notre achat de Fastenal fut plus enrichissant. Je suivais Fastenal depuis des années et en octobre 1998, le titre s'est transigé à très bon prix. Nous sommes devenus actionnaires. J'ai appris avec les années à mieux connaître Robert Kierlin, le fondateur de l'entreprise. Je vous en ai parlé à quelques reprises dans mes rapports annuels : C'est tout simplement un des meilleurs dirigeants dans le monde corporatif. Malgré le ralentissement du secteur manufacturier ces dernières années (principal source de clientèle de Fastenal), les résultats depuis 1998 ont été somme toute solides et le titre a quadruplé en Bourse.

Ce fut le même résultat avec Bed Bath & Beyond. La compagnie a maintenu un taux de croissance dans les 25-30% et le titre a quadruplé depuis notre achat. Je vous ai parlé en détails de mon admiration pour les deux fondateurs lors du rapport annuel 2001. La compagnie a continué depuis deux ans à réaliser de forts rendements sur les capitaux propres. Il a atteint 24% en 2003 et ce malgré le fait que plus de la moitié de l'avoir est composé de liquidités (sans un sou de dette).

Finalement, nous avons aussi bien fait avec le fonds mutuel fermé Templeton Dragon (TDF). En plein milieu de la crise asiatique, je cherchais une manière de profiter du grand pessimisme dans le région pour faire un investissement. Comme je ne connaissais pas de compagnie asiatique assez bien pour en acheter directement, j'ai cherché un moyen indirect. Et je l'ai trouvé avec TDF, un fonds spécialisé dans l'achat de compagnies chinoises et de Hong Kong.

Un fonds commun fermé est un fonds qui se transige en Bourse. Pour chaque acheteur, il faut un vendeur. Et l'inverse est vrai. Ainsi, en temps de grand pessimisme, il n'est pas rare de trouver un fonds fermé se transiger à escompte de sa valeur unitaire sous-jacente. Je connaissais le fonds Templeton Dragon car il est géré par Mark Moebius, un gestionnaire dont j'admire le travail. Je n'investis pas tout à fait comme lui, mais ce qu'il fait, il le fait bien. Au moment de notre achat, TDF se transigeait à \$6 l'action. Il y avait \$9 de valeurs sous-jacentes en titres. Ainsi, en plus d'acquérir des titres déprimés, je pouvais les acheter à 33% d'escompte. Mais ce n'est pas tout : il y avait dans le \$9 de valeur, \$3 de liquidités par action. Ainsi, je payais en fait \$3 pour \$6 de valeur de titres. Wow ! J'étais comme un enfant dans un magasin de bonbons.

Et en plus, pour éliminer cet écart entre la valeur en Bourse et la valeur sous-jacente, la direction du fonds a décidé de commencer à payer un dividende équivalent à 10% de la valeur unitaire. Ainsi, à \$6, je recevais \$0.90 de dividendes par année (15% de rendement). Pour un RÉER, où les revenus ne sont pas imposés, c'était l'idéal. Aujourd'hui, TDF se transige à \$18. Ainsi, celui qui a acheté à \$6 en 1998 et qui a conservé sur cinq ans a fait un rendement total de 250%.

Le meilleur temps pour investir en Chine n'est pas quand c'est populaire (!).

Les fonds indiciels : la « saveur du jour » en 1998

Étrangement, ce qui était le plus populaire en 1998 étaient les fonds indiciels (et par ricochet les titres de très grandes capitalisations). J'avais écrit dans mon rapport annuel 1998 qu'un fort déséquilibre s'était créé entre les titres de très grande capitalisation et les plus petits.. Si un titre était parmi les 40 grands titres du S&P 500, il se transigeait à de forts ratios car plusieurs gestionnaires – actifs ou passifs – en voulaient dans leurs portefeuilles. Ainsi, les 40 plus importantes entreprises du S&P 500 se transigeaient en 1998 à environ 33 fois les profits et les 460 autres (qui ont le même poids que les 40 premières) étaient à environ 18 fois les profits.

Depuis trois ans, l'écart entre les petites et les grandes capitalisations s'est rectifié. En fait, depuis 1988, les rendement du S&P 500 et du Russel 2000 (RUT) ont été au bout du compte similaires :



Les deux groupes se transigent aujourd'hui à environ 19 fois les profits prévus en 2004. Et ceux qui ont acheté des fonds indiciels du S&P 500 en fin de 1998 attendent encore de faire un profit... Mais maintenant que les évaluations des *blue chips* sont revenues à des niveaux raisonnables, il est rationnel de croire que leur performance future sera liée à leur performance intrinsèque. La même chose pourrait être observée pour les titres de plus petites capitalisations.

Nos compagnies

Nous aimons être différents des autres et adopter une approche originale et créative dans la manière dont nous résolvons les problèmes.

- Dr. Robert Shillman, PDG de Cognex

Cognex

Après plus de deux années de misère, les choses s'améliorent chez Cognex. Les revenus ont grimpé de 32% en 2003 et les marges de bénéfices nets ont atteint 11%. Après l'année déficitaire de 2002, il est agréable de revoir de la couleur noir dans la ligne des profits. Le titre a plus que doublé depuis son creux de 2002. Nous sommes actionnaires depuis plus de 7 ans maintenant. Nous avons obtenu à ce jour un rendement en deçà de nos espérances (environ 10% annuel) mais je garde confiance dans les hauts dirigeants, Robert Shillman en tête.

M&T Bank

Notre banque de Buffalo – sous la gouverne de Robert Wilmers – continue d'accomplir des prouesses avec le capital qu'elle a sous gestion. La plus récente acquisition, celle de Allfirst Financial en début de 2003, a déjà donné des fruits. En 2003, les bénéfices par actions (BPA) ont grimpé de 11%.

Comme nous sommes maintenant aussi actionnaire de Fifth Third Bank (de Cincinnati), j'ose affirmer que nous possédons des parts de deux des meilleures banques en Amérique du Nord. Pour la quatrième année consécutive, M&T est la plus importante participation du portefeuille.

Groupe BMTC

Notre entreprise de ventes de meubles au détail, BMTC (Brault & Martineau et Tanguay), continue à défier mes anticipations les plus farfelues. Après une année extraordinaire en 2002, que je croyais n'avait aucune chance de se répéter, l'année 2003 a été meilleure. Le bilan est toujours sans dette et la direction a continué de racheter des actions en 2003. Sous la gouverne de Yves Des Groseillers, BMTC reste la meilleure entreprise ouverte au Québec à ma connaissance. L'évaluation boursière n'est par contre pas aussi excitante qu'il y a quelques années.

Progressive Corp

À l'intérieur du rapport du troisième trimestre, je vous ai conté mon voyage en Ohio pour visiter Progressive (en banlieue de Cleveland), notre compagnie d'assurance automobile. Progressive a connu une autre superbe année en 2003. Les BPA ont grimpé de 60% grâce à une croissance de 30% du nombre de primes souscrites et d'un ratio combiné maintenu autour de 90%, un niveau absolument incroyable. Il est difficile de croire que Progressive pourra maintenir un tel niveau de rentabilité. Mais Progressive nous a déjà surpris à maintes reprises dans le passé. Progressive reste – avec GEICO – la meilleure entreprise de son industrie.

Fairfax Financials

L'année 2003 a été mouvementée pour Fairfax, une importante compagnie d'assurance canadienne. Nous avons commencé à acheter des actions en novembre 2002 à environ \$120 l'action. Puis des rumeurs de réserves inadéquates et de possibles problèmes de liquidités ont fait baisser le titre jusqu'à un creux de \$57 en début d'année. Bernard et moi connaissions depuis longtemps Prem Watsa, le PDG de Fairfax, par la lecture de ses rapports annuels. Au mois de mars, j'ai décidé de rencontrer M. Watsa en personne (par l'entreprise de mon ami torontois John Zemanovich) et j'ai été satisfait de cette rencontre. J'ai donc continué d'acheter des actions. Le titre a rebondi par après pour finir l'année à \$226. Il est tôt pour conclure quoi que ce soit car Fairfax n'est pas sortie du bois mais les inquiétudes (et rumeurs) du début d'année semblent s'être estompées. La compagnie a amélioré son ratio combiné et a fait d'importants changements dans sa structure corporative. Un de ces changements a été de séparer de la maison mère le groupe des compagnies d'assurances canadiennes. La nouvelle compagnie, Northbridge Financial, a été inscrite en Bourse ce printemps et nous en avons acheté des actions.

Les mouvements boursiers du titre de Fairfax sur une période d'un an démontrent combien violents peuvent être les changements d'humeur du marché et combien froid il faut savoir rester en de telles périodes tumultueuses.

Expeditors International of Washington

En début d'année 2002, Jean-Philippe Bouchard, mon jeune et dynamique assistant, m'a recommandé Expeditors International. EXPD est, en quelques mots, un courtier en transport, offrant des services de logistiques à ses clients. Je connaissais la compagnie vaguement, ayant lu quelques rapports annuels et ayant été témoin (seulement témoin malheureusement) de la forte hausse du titre lors des années 90.

Ma crainte était que la compagnie serait sensible aux récessions. Mais la compagnie a démontré ces dernières années combien est son modèle économique. Et la lecture des derniers rapports 8-K de la compagnie (les réponses officielles aux questions trimestrielles des actionnaires) m'a démontré aussi la grande intégrité des dirigeants et de leur leadership. Le PDG de Expeditors, Peter Rose (à ne pas

confondre avec le célèbre joueur de baseball) est le genre d'homme avec qui j'aime être partenaire. Grâce entre autres à la force du commerce avec l'Asie, le potentiel de croissance d'Expeditors reste impressionnant. Le seul hic, c'est le P/E qui est élevé (autour de 25x). Mais bon, j'ai appris que certaines rares compagnies méritent qu'on paie un tel niveau de capitalisation des profits.

Bénéfices propres

Comme vous savez, Giverny Capital n'est pas une firme de placement comme les autres. Contrairement à bien de nos concurrents, nous n'évaluons pas la qualité d'un placement en fonction des cotes boursières à court terme. Dans notre esprit, nous sommes propriétaires des compagnies dans lesquelles nous investissons. Nous nous concentrons donc sur la croissance des bénéfices des compagnies et sur leurs perspectives à long terme.

En 2003, les cours de nos titres ont grimpé de 34% (sans tenir compte des variations de devises). Nos bénéfices propres ont quant à eux été en hausse de 30%. Le rendement de l'avoir médian de nos compagnies s'est élevé à 18% (21% en excluant les liquidités nettes de toute dette), ce qui est conforme à nos objectifs. Ces résultats sont fort satisfaisants.

J'ai pensé faire un tableau de la performance intrinsèque de nos compagnies comparée à celle du portefeuille (au marché) ainsi qu'à celles du S&P 500. L'année 1995 avait été exceptionnellement bonne pour nous (plus de 50% de performance du portefeuille et 39% d'augmentation des bénéfices pour nos entreprises) et j'ai préféré commencer en 1996. Je crois que les huit dernières années représentent un portrait assez fidèle de ce que je vise à accomplir dans le futur.

Année ***	Giverny			S&P 500		
	Croissance *	Bourse **	Différence	Croissance *	Bourse **	Différence
1996	13%	29%	16%	11%	22%	11%
1997	16%	35%	19%	10%	31%	21%
1998	10%	12%	2%	-2%	28%	31%
1999	15%	12%	-3%	16%	20%	4%
2000	18%	10%	-8%	8%	-9%	-17%
2001	-10%	10%	20%	-20%	-11%	9%
2002	18%	-2%	-20%	9%	-22%	-31%
2003	30%	34%	4%	13%	28%	15%
Total	170%	246%	76%	46%	101%	55%
Annualisé	13%	17%	4%	5%	9%	4%

* Croissance des bénéfices propres (il est à noter que ce sont des approximations)

** Performance boursière, dividendes inclus

*** Tous les résultats sont estimés sans les variations de devise

Comme vous pouvez le constater, notre portefeuille a fait mieux que le S&P 500 parce que nos compagnies ont fait mieux. En effet, depuis 1996, les compagnies composant le S&P 500 ont accru leurs profits à un taux de 5% par année alors que nos compagnies ont réalisé 13% annuellement. La différence de 4% entre la croissance des bénéfices et celle en Bourse – tant pour nous que pour le S&P 500 – est explicable par le dividende (1-2%) et un accroissement des cours-bénéfices en général depuis 1996. Cet accroissement est lié directement à la baisse des taux d'intérêt durant cette période.

À long terme, la performance boursière de nos titres suivra inexorablement celle des compagnies sous-jacentes. Mais à court terme, il peut y avoir par moment de fortes disparités entre les deux. Vous pouvez en effet noter que sur une période de huit ans, trois années (soit 40% du temps) se sont soldées

pour nous par une sous-performance boursière comparée à l'accroissement de la valeur intrinsèque (1999, 2000 et 2002).

À Giverny Capital, nous adorons de telles disparités boursières et tentons - dans les limites d'un niveau de transactions raisonnable - d'en profiter au maximum. Plus les marchés boursiers seront irrationnels plus élevés seront nos rendements. La volatilité n'est pas synonyme de risque mais, pour ceux qui savent en profiter, de richesse !

Erreur(s) du jour

Les dirigeants qui évitent le risque et craignent l'échec consacrent leur carrière en entier à trahir leur compagnie, leurs employés et au bout du compte eux-mêmes.

- Ken Iverson, président de Nucor (1965-1995)

Cette section fait partie intégrante de mon rapport annuel depuis des années. Et ce qui perdure aussi c'est le nombre impressionnant d'erreurs que je réussis à sortir de mon chapeau. De temps en temps l'erreur se matérialise rapidement (lire : on perd de l'argent). Dans la plupart des cas, cela prend plusieurs années pour réaliser combien coûteuse fut une décision d'acheter et surtout de ne pas acheter un titre.

Le temps apporte quelque chose que rien d'autre sur cette Terre ne peut procurer : **de la perspective.**

Avant d'y aller avec les traditionnelles médailles annuelles, je veux donner une mention honorable à ma décision de pas avoir acheté du McDonald's en début d'année. McDo est une entreprise facile à comprendre pour moi. En plus d'être un fidèle client, j'ai toujours été fasciné par l'histoire de la compagnie et de son bâtisseur Ray Kroc. Pendant près de 40 ans, la compagnie a maintenu une forte croissance. Mais ces dernières années, la croissance a fortement ralenti. Comme je le disais avec l'exemple de Catalina Marketing, la domination finit par créer la saturation.

À son haut de \$49 en 1999, le P/E était de 35 fois. Et le titre a baissé – et c'est un faible mot – pour atteindre \$12 en début de 2003. Le P/E n'était alors plus que de 9 fois. Sur une période de seulement quatre ans, le P/E a reflété un changement de perception drastique (mais oh combien typique) de la perception de Wall Street. Autant, le titre était trop cher en 1999, autant en début d'année le titre était sous-évalué et par une grande marge. Et je le savais très bien. Mais mon approche est de choisir des compagnies qui peuvent maintenir un taux de croissance de leur bénéfices par action de deux fois la moyenne (soit 12% et plus). Ce n'est probablement plus le cas avec McDo. Mais de temps en temps, il n'est pas totalement idiot d'acheter une compagnie de grande qualité qui ne cadre pas tout à fait avec notre approche mais qui semble grandement sous-évaluée.

Médaille de bronze : Stryker

La première médaille 2003 va à ma décision de ne pas avoir acheté des actions de Stryker en 1998. Je connaissais depuis des années la compagnie Stryker, une entreprise de produits médicaux de Kalamazoo (Michigan), et surtout son génial président John Brown. En 1998, la compagnie a fait une importante acquisition qui a ajouté \$1,5 milliard de dettes au bilan (ce qui était 10 fois le niveau des profits nets annuels). J'ai rencontré la haute direction au moment de l'acquisition et leur plan de match était rationnel et prometteur. Et le titre avait perdu plus de 40% de sa valeur boursière et cela me semblait une occasion rêvée d'enfin devenir actionnaire. Mais le niveau de la dette me paraissait élevé et j'ai préféré respecter ma règle d'éviter les compagnies endettées. Pourtant, une fois de temps en

temps, nous transgressons cette règle comme nous l'avions fait il y a deux ans avec Level 3. La discipline est de respecter ses règles, la sagesse est de savoir quand les briser !

Et j'aurais dû user de plus de sagesse avec Stryker. La compagnie a en effet réalisé toutes ses promesses : En cinq ans, les profits par action ont plus que triplé, la dette a été éliminée et les perspectives continuent d'être solides. Le titre a quintuplé en Bourse. Dans une période où les marchés n'ont rien fait, c'est une performance extraordinaire. Et j'ai été un témoin des premières loges...mais un témoin passif comme une tortue dans sa carapace.

Médaille d'argent: Vitesse Semiconductor

Dans mon rapport annuel 2001, je vous ai expliqué les raisons derrière l'acquisition d'une petite participation dans l'entreprise californienne Vitesse Semiconductor. Une chance que la participation était modeste car l'erreur elle fut gigantesque.

Vitesse était le leader des circuits intégrés à base d'arsenic de gallium (GaAs). Ce matériel permettait aux signaux d'être transmis à grande vitesse dans les équipements de télécommunications. Vitesse a par contre rencontré deux problèmes majeurs en même temps : Une dépression dans son industrie et une technologie différente qui a rendu dépassée sa ligne de produits traditionnels. Et j'étais au courant du danger que la technologie à base de SiGe pouvait représenter. Je n'ai pas agi par ignorance. En seulement deux ans, la technologie à base de GaAs de Vitesse est devenue sans valeur. Comme la compagnie n'a plus d'avantage compétitif, il est fortement improbable qu'elle pourra retrouver les marges nettes de 30% qu'elle réalisait il y a 5 ans. Une chance que la compagnie avait un beau bilan sinon il est loin d'être clair qu'elle aurait survécu à cette crise.

J'ai donc vendu nos actions avec une perte horrible de 70%. Il s'agit de notre pire perte à ce jour. Malgré que cela correspond à « seulement » 1% de la valeur du portefeuille, je n'en suis pas très fier. Ce qui est ironique c'est que dans le rapport 2001, j'avais pris le temps d'expliquer les dangers d'investir dans le secteur hyper changeant des technologies.

Et ce qui est pire encore c'est que j'ai vendu quelques actions de BMTC pour acheter Vitesse. Comme BMTC a grimpé de 400% depuis, le coût économique (non comptable) de cette erreur est astronomique.

Médaille d'or: eBay

Tout capitaliste rêve d'être présent lors des premiers balbutiements d'une entreprise qui deviendra titanesque en quelques années. Avoir la vision d'investir dans une entreprise peu connue mais dont nous sommes à même de constater le fort potentiel bien avant les autres peut s'avérer très enrichissant. Et j'ai eu une opportunité de cette envergure et j'en ai pas profité.

Je suis un grand amateur de toutes sortes d'item de collections (les timbres et les radios anciens par exemple). Et le problème depuis toujours est de trouver des items d'autres pays dans notre entourage. Il n'est pas facile par exemple de trouver des timbres de Lettonie à Montréal. J'ai découvert eBay dans ses premiers temps vers 1997. J'y ai vu tout de suite un marché potentiel sans limite, une révolution du monde de la vente au détail entre particuliers, éliminant la distance et les intermédiaires. En plus, eBay indiquait à ses débuts le nombre d'items en vente (la première fois que j'y ai été il y avait je crois 2.5 millions d'items à vendre). Et la croissance était d'environ 33% par mois ! Je trouvais ça très pratique de pouvoir suivre si facilement la croissance d'une compagnie. Mais rapidement, eBay a cessé cette politique ce qui m'a bien frustré. Je me suis dit peut-être que la croissance ralentissait et que la compagnie ne voulait pas le montrer.

L'entreprise est devenue publique en fin 1998 à l'équivalent de \$2 l'action (ajusté pour fractionnement). À l'époque, la compagnie ne réalisait que \$0.02 de profits par action. J'aurais dû d'abord ne pas être aveuglé par le P/E de 100x. Mais ce n'est pas à ce moment-là que l'erreur de calibre or s'est produite. Le titre a grimpé durant la bulle technologique pour atteindre \$58 mais il a ensuite reculé durant l'automne 2000 pour atteindre \$35. Et j'ai écrit un article dans le journal Les Affaires sur la compagnie à ce moment-là. Je tentais d'évaluer la compagnie avec un horizon de 5 ans (soit en 2005) et j'étais arrivé à la conclusion que le titre, à \$35, était déjà au niveau de mon objectif de 2005. Ainsi, concluais-je, il fallait que le titre continue de baisser d'un autre 50% pour devenir attrayant. Et le titre l'a fait dans les mois subséquents pour même atteindre \$14. Et les résultats continuaient d'être fabuleux. C'était l'occasion que j'attendais.

À la fin de 2002, la compagnie avait 638 millions d'items à vendre sur son site (une augmentation de seulement 30 000% depuis ma première visite du site). Et les bénéfices que je croyais la compagnie capable de réaliser en 2005 lors de mon article se sont matérialisés dès 2003. Depuis son creux de 2000, le titre a quintuplé. Je n'ai aucune excuse pour ne pas en avoir profité. Je comprenais parfaitement la compagnie, j'avais bien évalué le potentiel sur cinq ans et j'avais eu la discipline d'attendre mon prix. Mais quand le prix se présenta, je « resta » immobile. Plus encore qu'une tortue géante des Îles Galapagos !

***** PUBLICITÉ *****

C'est avec grande fierté que je partage avec vous le fait qu'Andy Kilpatrick m'a consacré un chapitre dans la nouvelle version de son livre « *Of Permanent Value : The story of Warren Buffett – More in 04 California edition* ». Avec la généreuse permission de M. Kilpatrick, j'inclus une copie du chapitre avec mon rapport annuel. Évidemment, je vous recommande fortement d'acheter le livre. Comme son livre contient 1500 pages, vous aurez de la lecture pour ces longues soirées d'hiver québécoises.

Je vous souhaite à tous une bonne année 2004.

François Rochon
Président et gestionnaire de portefeuilles
Giverny Capital Inc.