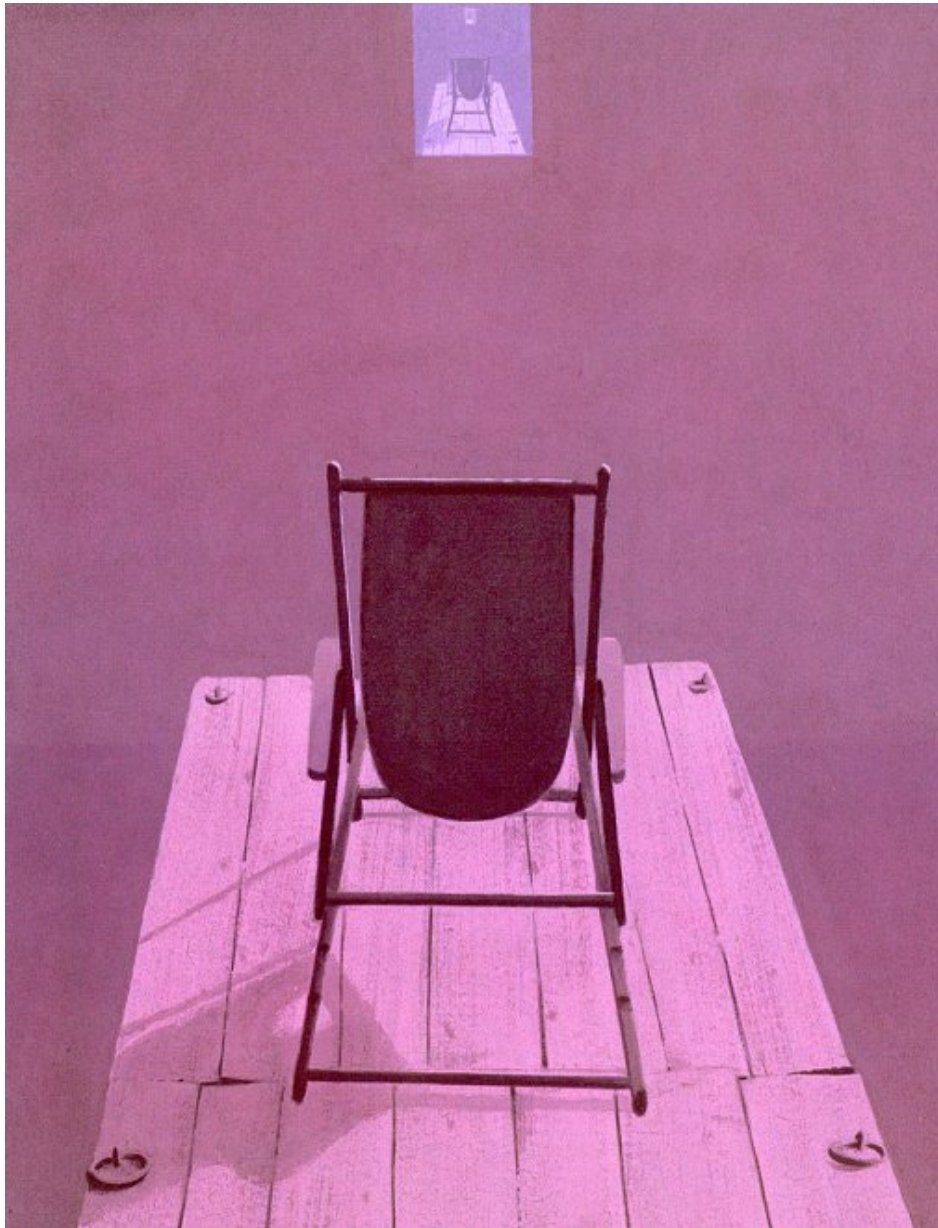


Giverny Capital Inc.

Rapport Annuel 2004



Edmund Alleyn (1931-2004)
Transat pour Giacometti, 1989

Giverny Capital Inc. - Rapport annuel 2004 ©

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2004, le rendement de notre capital sous gestion a été de 2% par rapport à 6% pour notre groupe indiciel comparatif. Ces rendements incluent tous deux une perte de 6% liée à la variation de la devise canadienne. Ainsi, nos titres ont grimpé d'environ 8% en Bourse.

Depuis le début de la gestion de notre capital, le 1er juillet 1993, notre rendement annuel composé est de 19.9% par rapport à 10.4 % pour notre groupe indiciel comparatif.

C'est difficile de se réjouir de la performance de nos portefeuilles en 2004. D'abord, pour une seconde année consécutive, la force de la devise canadienne a annulé une partie du rendement global de nos titres en Bourse. De tels facteurs circonstanciels ne sont évidemment pas propres à se répéter à tous les ans (comme c'est souvent le cas, cela n'empêche pas bien des "observateurs" à être enclins d'extrapoler le passé récent dans le futur). Mais, sur 11 ans, notre rendement annuel de 20.5% n'a été "amputé" que de 0.6% par la hausse de la devise canadienne. Nos compagnies dans leur ensemble ont connu une bonne année 2004 (même si la Bourse ne l'a pas pleinement reconnu). En effet, leur performance sous-jacente fut, encore une fois, excellente soit une croissance de 20% de leurs profits par action pour l'année. Nous y reviendrons dans la section "Bénéfices propres".

C'est du côté des titres canadiens que notre sous-performance a été la plus marquée, ce qui s'explique surtout par le fait que nous évitons les secteurs liés aux ressources naturelles. Je ne cherche pas d'excuse et je veux faire face à la musique. Toutefois, comme je l'ai dit à maintes reprises par le passé, les années où les secteurs des ressources et des matériaux de base seront populaires, nous n'en profiterons pas. L'année 2004 a été une année comme telle.

Comme vous savez, notre approche est d'investir dans des entreprises qui ont un avantage compétitif. Ainsi, nous évitons les entreprises dont le modèle économique dépend fortement du prix d'une matière première (comme dirait Warren Buffett : « *Personne n'a jamais demandé d'avoir un Coke seulement s'il vient dans une cannette d'aluminium fabriquée par Alcoa* »). Nous n'allons pas changer de philosophie parce qu'une année a été difficile pour notre style. Je crois que notre approche est rationnelle et qu'elle a fait ses preuves, pour moi et pour bien d'autres gestionnaires.



"It's a special episode of 'Fear Factor'. They're daring the contestants to get back into the stock market!"

« C'est un épisode spécial de *Fear Factor* : Ils défient les concurrents à revenir dans le marché boursier. »

Nos rendements depuis 1993

Depuis l'an dernier, je sépare les rendements des deux portefeuilles composant le portefeuille Giverny : le portefeuille RÉER (Giverny RÉER) et le portefeuille hors-RÉER (Giverny International). Nos rendements publiés ont été vérifiés par PriceWaterhouse Coopers.

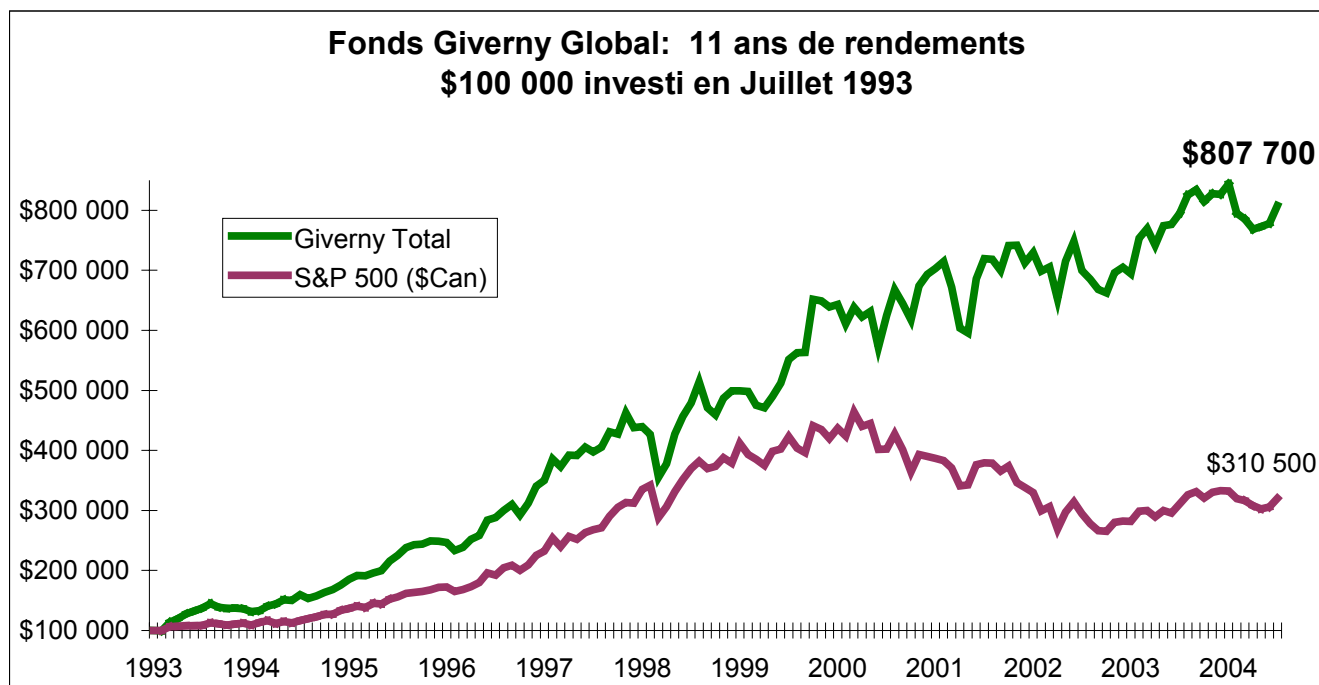
Portefeuille Giverny Global (tout en dollars canadiens) :

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	37.8%	28.5%	9.2%	36.7%	1.1%	4.3%
1998	20.6%	18.8%	1.8%	37.7%	-17.1%	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%
2004	1.6%	6.1%	-4.5%	2.8%	-1.1%	-7.3%
Total	707.7%	211.9%	495.8%	210.5%	497.1%	-6.3%
Annualisé	19.9%	10.4%	9.5%	10.4%	9.6%	-0.6%

* Tous les rendements sont ajustés en dollars canadiens

** 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 américain par rapport au dollar canadien.



Portefeuille Giverny International (en dollars US)

Année	Giverny Intl.	S&P 500	+ / -
1993 (Q3-Q4)	32.7%	5.0%	27.7%
1994	9.9%	1.3%	8.6%
1995	54.8%	36.6%	18.2%
1996	27.0%	22.3%	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%	-11.2%	19.3%
2002	-4.4%	-21.4%	16.9%
2003	31.6%	28.6%	3.0%
2004	9.3%	10.7%	-1.4%
Total (\$US)	711.3%	230.3%	480.9%
Annualisé	20.0%	10.9%	9.0%

Période	Giverny	S&P 500
1 an	9.3%	10.7%
3 ans	11.2%	3.8%
5 ans	10.6%	-1.8%
10 ans	18.7%	12.0%
Début	20.0%	10.9%

Portefeuille Giverny RÉER (en dollars canadiens)

Notre portefeuille RÉER a sous-performé l'indice S&P/TSX en 2004 par 11%. Mais il se rappelle deux points importants. Un, environ 25-30% du portefeuille est investi aux Etats-Unis et cette partie a donc été affectée par la force du dollar canadien. Deux, notre portefeuille canadien a peu de corrélation avec l'indice TSX puisque nous ne possédons plus aucune banque canadienne (environ 25% de l'indice; en fait quatre banques font partie des six premiers poids de l'indices). Aussi, nous évitons les secteurs liés aux ressources (environ 35% de l'indice). Nos critères de sélection sont très sévères et nous limitent malheureusement à peu de titres. Mais, à ce jour, notre approche sélective a porté fruit.

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%
2004	2.9%	14.0%	-11.1%
Total	463.1%	165.8%	297.3%
Annualisé	18.9%	10.3%	8.6%

Portefeuille Giverny RÉER : 10 ans de rendements

L'année 2004 fut la dixième année du portefeuille Giverny RÉER. Sur 10 ans, notre portefeuille RÉER a maintenu un rendement annuel de 18.9%, soit 8.6% composé de mieux que les indices. Aussi, nous n'avons connu aucune année de rendement négatif sur 10 ans (touchons du bois).

Voici les rendements annualisés sur différentes périodes :

Période	Giverny RÉER	S&P / TSX	+/-
1 an	2.9%	14.0%	-11.1%
3 ans	13.1%	8.5%	4.6%
5 ans	12.1%	4.1%	8.0%
10 ans	18.9%	10.3%	8.6%

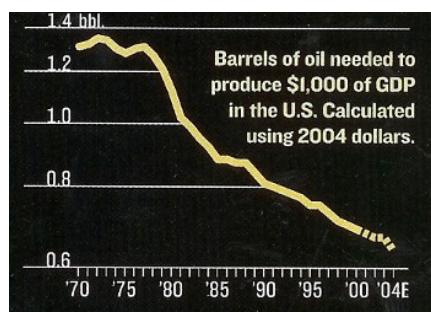
Objectifs de rendements à long terme

Nos résultats depuis 1993 ont été bien au-delà de mes espérances et surtout de ce que nous devrions nous attendre dans le futur. Mon 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 5 à 9% par année dans le futur – ce qui me semble assez réaliste – nous serions très satisfaits de réaliser un rendement annuel à long terme de 10 à 14%. Nous tentons donc de sélectionner des entreprises aptes à nous permettre d'atteindre de tels objectifs d'accroissement de la valeur des capitaux sous notre gestion.

Revue de l'année 2004

Cette année, les indices ont procuré des rendements similaires à la bonne performance intrinsèque des compagnies publiques dans leur ensemble. Aux Etats-Unis, la hausse des profits des entreprises en général a été d'environ 19% alors que l'indice S&P 500 a réalisé une performance boursière d'environ 11% (incluant le dividende). L'accroissement des profits des entreprises a été légèrement ennuagée par une hausse importante du coût des matières premières.

Sur ce point, il faut réaliser que le coût des matières premières est un paramètre moins important qu'auparavant pour l'économie puisque de plus en plus de compagnies offrent des services ou des produits dont le coût principal est le savoir (surtout en Occident). En fait, de récentes études ont démontré qu'au cours des 34 dernières années, les besoins relatifs en pétrole aux États-Unis, par exemple, ont baissé de moitié. En effet, en 1970, l'économie avait besoin de 1.31 baril de pétrole pour produire 1000\$ de PNB (en dollars de 2004). Ce ratio n'était plus que de 0.64 baril¹ en 2004.



Source : Forbes

¹ Source : Forbes Sept 2004. Calculs de Joel Darmstadter et Ian Parry, « Ressources for the Future ».

Et cette plus faible dépendance au pétrole est encore plus pertinente pour nos compagnies, puisqu'en général nous privilégions l'industrie des services ou des entreprises dont le "capital-savoir" est leur principal actif. Des compagnies comme Astral Media, Johnson & Johnson, Cognex ou Resmed ne voient pas leurs coûts augmenter significativement par une hausse du prix du pétrole ou de l'acier.

Titres cycliques

À long terme, investir dans des industries cycliques est souvent source de rendements au mieux modestes. J'ai déjà investi à plusieurs reprises dans des compagnies cycliques - et/ou liées à des produits commoditaires - surtout dans les premières années de la gestion de nos portefeuilles. J'ai eu des actions de Goodfellow, Héroux, Czar Ressources, Franco-Nevada, Pan-American Silver, Chrysler, Idéal Métal, Amisk, CCL Industries, Slater Industries, etc. Je parle donc par expérience.

Le plus important placement dans une compagnie cyclique que j'ai effectué fut dans Nucor en 1997 (voir le rapport annuel de cette année là). Nucor est une compagnie de production d'acier aux coûts d'exploitation si bas que ses concurrents sont quasi incapables d'être compétitifs. J'avais vendu nos actions parce que le président, John Correnti, a décidé de quitter la compagnie en 1999 (j'avais une grande admiration pour lui). J'ai par contre été actionnaire assez longtemps pour comprendre que Nucor – malgré sa structure de coût inégalée dans l'industrie – luttait avec grande difficulté contre les importations d'acier à bon marché (principalement de Russie à l'époque). Et de tels paramètres sont malheureusement au-delà du contrôle de toute compagnie, si bien gérée soit-elle. J'ai ainsi appris à apprécier, avec les années, les entreprises dont les marges de profit sont le moins possible sensibles à des éléments extérieurs. L'intelligence sans le contrôle pour l'appliquer est futile.

Les BPA de Nucor ont fait du surplace pendant 10 ans, atteignant \$1.57 en 1995 et touchant un creux de \$0.40 en 2003. Ainsi, en 2003, le titre en Bourse était au même niveau qu'en 1993. Mais en 2004, les BPA de Nucor ont explosé spectaculairement, atteignant \$7 l'action. Il faut admettre que c'est tout de même long dix années pour être récompensé pour un placement.

Et malheureusement, bien des compagnies du secteur n'ont pas survécu assez longtemps (à tout le moins l'avoir des actionnaires) pour en profiter : les compagnies Bethlehem Steel, Birmingham Steel, Slater, Ivaco ont dû se mettre sur la protection de la loi des faillites ces dernières années.

Un environnement luxueux

La beauté de la Bourse est que nous avons le luxe d'éviter les secteurs et/ou les compagnies qui ne cadrent pas avec nos objectifs à long terme.

Depuis les débuts de la gestion de nos capitaux, je sais très bien qu'il y aura des cycles de hausses et baisses des profits des entreprises et que les taux d'intérêt et d'inflation vont fluctuer. Je tente ainsi de choisir des compagnies qui pourront naviguer avec succès à travers les embûches propres à notre système capitaliste. Nous ne tentons donc pas de prédire les séquences macro-économiques de notre "écono-système" mais nous tentons de nous associer avec des compagnies si solides que nous avons le luxe de pouvoir nous concentrer sur le long terme.

Et, à Giverny Capital, je me suis donné les moyens d'avoir un tel luxe. Lorsque je travaillais pour d'autres, j'avais une pression pour battre le S&P 500 à chaque trimestre (et même à chaque mois si les gens de marketing auraient pu le demander). En plus, trop souvent, bien des clients s'attendent à ce que leur gestionnaire soit présent dans tous les secteurs (surtout ceux qui montent!) et que les importants poids des indices - comme General Electric pour le S&P 500 - soient des parties intégrales des portefeuilles (encore plus – vous l'aurez deviné – quand le titre en question fait bien!).

Nous n'avons aucune contrainte ou pression de ce genre. J'achète pour les partenaires, les mêmes titres que pour mon portefeuille. Et pour mon portefeuille, j'ai le luxe d'acheter ce que je veux, quand je veux et pour l'horizon temporel que je crois sensé. Au bout du compte, ce style de gestion est bien plus qu'un luxe, il devient un avantage compétitif majeur. C'est l'équivalent d'être au bâton devant le lanceur de la Bourse et de ne pas avoir de prise sur décision pouvant être appelée contre nous : Nous pouvons choisir nos balles à frapper. Les gestionnaires dont les rendements sont épluchés et critiqués trimestriellement par les clients (et leurs consultants) n'ont pas ma chance.

La "saveur du jour" 2004

Comme je l'ai souvent énoncé dans mes rapports précédents, il est en général sage d'éviter ce qui est populaire en Bourse. Nous nous faisons souvent demander ce qui est la "saveur du jour" ces temps-ci à Wall Street (ou à Bay Street au Canada). Si je vous énonce que tout ce qui est lié aux matières premières me semble très populaire ces temps-ci, vous trouverez peut-être que je manque d'objectivité (puisque j'évite en général ces secteurs). Ainsi, je partagerai avec vous un entrefilet que j'ai lu dans le magazine Business Week du 31 janvier 2005.

En 2003, un siège sur le New York Stock Exchange (NYSE) se vendait pour \$2 millions comparé à \$338 000 pour un siège sur le Chicago Board of Trade (la Bourse des ressources). Mais en ce début de janvier 2005, un siège sur le marché de Chicago s'échange maintenant pour \$1.4 million alors que le prix d'un siège sur le NYSE a chuté à \$975 000, en partie à cause d'une augmentation du niveau d'automatisation des transactions. C'est la première fois en 20 ans, que le prix d'un siège au marché de Chicago est plus élevé qu'un au NYSE.

Philosophie de placement et de gestion des portefeuilles

*Les oiseaux de même plumage
S'assemblent sur les mêmes rivages*

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

L'année 2004 a été marquée par l'arrivée de plusieurs nouveaux partenaires (le terme que nous utilisons à Giverny pour désigner nos clients) . Votre nombre dépasse maintenant le niveau de 525, une hausse de 50% en un an. Avec tous ces nouveaux venus parmi nous, il serait bon de revenir encore une fois sur notre philosophie de placement.

Voici les points clés de notre philosophie :

- À très long terme, les actions représentent la meilleure classe d'investissement.
- Il est par contre 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).
- Dans cette optique, nous choisissons des entreprises avec un haut niveau de rentabilité, des perspectives à long terme solides et des dirigeants honnêtes et dévoués au bien des actionnaires.
- 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 mondial. Cette attitude irrationnelle mais généralisée crée des opportunités d'acquérir nos compagnies ciblées souvent bien en deçà de leur valeur.

Il faut réaliser par contre que des titres sous-évalués sont souvent peu aimés par Wall Street en général (pour des raisons variées). Et ce n'est pas parce que nous les achetons une journée que le lendemain – pour nous faire plaisir – le titre va cesser d'être boudé. Il peut donc se passer passablement 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 toujours par avoir raison sur l'action sous-jacente.

Cette disparité boursière entre la cote et la valeur sous-jacente ainsi que la grande volatilité des marchés sont perçues par la plupart des investisseurs comme des éléments négatifs. Pourtant c'est le contraire : les déséquilibres boursiers et les fortes fluctuations des cours sont nos alliées dans notre noble quête de richesse. En fait, plus les marchés (les autres participants) seront irrationnels, plus grandes seront nos chances d'atteindre nos objectifs de rendement.

Tout ce qui est nécessaire ensuite c'est de laisser le temps faire son œuvre. Regarder tous les jours un arbre fraîchement planté ne le fait pas pousser plus vite! Notre approche est de juger la qualité d'un placement dans une entreprise sur une période de cinq ans. Par ricochet, je crois qu'un tel horizon temporel est nécessaire pour juger un gestionnaire aussi.

Ainsi, la patience – la nôtre ET celle des clients – devient la pierre angulaire de la réussite. La patience n'est ni facile ni surtout partagée également parmi les êtres humains. Mais c'est la clé qui ouvre le plus de portes menant vers le succès. C'est pourquoi plusieurs gestionnaires et investisseurs prient ainsi : *« Mon Dieu pourriez-vous me gratifier de patience? Et si cela vous est possible, tout de suite ! »*

Règle de trois (bis)

En conjonction avec notre philosophie de placement, j'ai aussi stipulé une règle boursière que j'ai baptisé la "Règle de trois". Cette règle découle d'observations historiques; ce n'est pas un processus scientifique qui a mené à son énonciation mais plutôt un processus empirique. En voici les points :

- Une année sur trois, la Bourse va baisser d'au moins 10%.
- Un titre acheté sur trois, sera une déception.
- Au moins une année sur trois, notre performance sera inférieure aux indices.

Quels sont les conséquences de cette règle? La première conséquence est que sur 10 ans, la Bourse va baisser de 10% au moins trois fois. Vaut mieux donc y être préparé mentalement dès le départ ! La seconde est que sur 20 titres que nous possédons, environ 7 vont nous procurer des résultats décevants (pas ce qui était originalement anticipé à tout le moins). Il faut ainsi juger non pas les résultats d'un seul placement mais l'ensemble du portefeuille. Enfin, le troisième point stipule que sur 10 ans, notre performance sera inférieure aux indices au moins trois fois.

Le jugement que vous – en tant que partenaires – portez sur mon travail doit être enligné avec ces paramètres. Sinon, vous serez certainement déçu à un moment donné dans le futur.

La créativité selon Fromm

Au-delà d'une philosophie de placement saine, il y a un élément nécessaire à tout art, comme celui de la gestion de portefeuilles : la créativité.

Il est vrai que les principes par définition ne se démodent pas.....sinon ils ne seraient pas des principes! Paradoxalement, une philosophie, à l'image de l'humanité dépeinte, se doit d'être en constante évolution. Sinon, elle risque rapidement de ne plus refléter adéquatement le monde auquel elle désire

faire écho. Dans cette optique, la créativité, la capacité à faire du nouveau avec l'établi, devient le catalyseur de tout processus d'évolution et de progrès.

Et des conditions sont préalables à la créativité. Le grand philosophe allemand Erich Fromm énonçait que les conditions à la créativité sont à l'antithèse de ce que recherchons. Car, de par notre nature, nous détestons l'insécurité. Et pourtant, l'authentique créativité nécessite le courage d'abandonner certaines certitudes pour arriver à un état d'ouverture d'esprit continu.

L'expérience nous apprend que le succès en placement boursier va bien au-delà de la finance et des chiffres (sinon tous les CFA seraient multimillionnaires). En fait, selon moi, le succès éclot d'un sain épanouissement de la capacité d'agir avec discipline et jugement tout en laissant libre cours à sa créativité. Et ce, en tenant compte du besoin fondamental de sécurité propre à ceux possédant du capital si difficilement accumulé. Je sais de quoi je parle.

Post Mortem quinquennal : 1999

Pour une troisième année consécutive, nous effectuons un post-mortem sur mes décisions (et/ou écrits) d'il y a cinq ans. Comme cinq années est notre horizon temporel, il est logique de faire une telle revue annuelle.

L'année 1999 a été marquée par le haut de la désormais célèbre bulle technologique (en fait le sommet a été atteint en mars 2000). Dans le rapport annuel de 1999, j'avais indiqué combien il me semblait que le nombre d'investisseurs peu sensibles aux notions d'évaluations économiques étaient nombreux sur le marché boursier. Et que je n'avais aucunement l'intention de me joindre à leur "foire". Malheureusement, la "foire" s'est mal terminée pour bien des investisseurs. Et mes décisions de vendre la majorité de nos parts de Cisco, JDS-Uniphase et Intel en 1999-2000 ont finalement été appropriées.

Achats de 1999

J'avais parlé en détails dans le rapport annuel de trois achats : Masco, Promatek et Progressive Corp. Après notre achat, Masco s'est lancée dans de nombreuses acquisitions à coup de dettes, un plan de match trop agressif pour nous. J'ai appris que des compagnies qui visent une croissance trop élevée – même si le but est noble – sont en proie à faire des acquisitions qui mettent parfois en danger la survie de la compagnie au complet. Quelques mois après les avoir achetées, j'ai décidé de vendre nos actions de Masco avec une légère perte. J'ai vendu Promatek – avec un léger gain – en 2000. J'énonçais alors, dans mon rapport de cette année là, que les perspectives de croissance étaient trop modestes pour nous et que j'aurais dû éviter le titre bien qu'il me paraissait grandement sous-évalué. Au bout du compte, les actionnaires de Promatek ont été bien récompensés depuis 1999 (avec de forts dividendes surtout) confirmant à tout le moins que le titre se transigeait bien au-dessous de sa valeur intrinsèque à l'époque. Il est à noter, d'un autre côté, que le titre est très peu liquide et que nous n'aurions pas pu continuer à en racheter pour tous les partenaires et ce dès 2001.

Progressive

L'achat de Progressive a été un coup de circuit. Et l'histoire de cet achat est intéressante et surtout instructive. Il faut remonter à 1993. Quand j'ai tout lu sur la vie et la carrière de Warren Buffett (par de beaux dimanches à la bibliothèque des HEC), j'y ai appris tout sur l'histoire de GEICO, une compagnie d'assurance automobile qui fut un important placement pour M. Buffett.

En 1993, le *Wall Street Journal* a publié un interview palpitant avec Philip Carret, un célèbre investisseur qui a parti le premier fonds commun aux Etats-Unis en 1927. Sur 70 ans, il a maintenu un

rendement de 14% par année. Warren Buffett disait de lui qu'il était le Lou Gehrig du placement². Dans l'interview, Carret recommande quelques titres dont Progressive qu'il qualifie de « prochain GEICO ». J'ai tout de suite fait venir les rapports annuels de Progressive. Lors des six années subséquentes, j'ai suivi de près la compagnie et vu le titre grimper en Bourse par un facteur de 400%. Je m'en mordais tellement les doigts que mes amis croyaient que ma blonde d'alors était cannibale.

En 1999, j'ai eu enfin ma chance : le titre a perdu 67% de sa valeur passant de \$58 à \$25. La compagnie débutait la vente d'assurance automobile par Internet et avait décidé d'en devenir le leader. Elle dû donc faire des investissements massifs. En même temps, les marges de souscription étaient en baisse. Comme je croyais que ces problèmes étaient de nature temporaire, j'ai décidé d'acheter des actions. Mon achat ne fut pas récompensé instantanément car le titre recula à \$16 en quelques semaines (ce qui est tout de même une baisse de 35%).

Mais, finalement, en cinq ans, le ratio combiné de Progressive s'est amélioré de manière spectaculaire et la compagnie a réalisé \$7.40 de bénéfices par action (BPA) cette année. Progressive est aussi devenue le leader de l'assurance auto vendue sur Internet. Le titre a plus que triplé et se transige aujourd'hui à \$85.

Il y a deux conclusions. D'abord le fait que le titre de Progressive ait baissé de 35% juste après que nous l'ayons acheté démontre la validité de mon affirmation qu'à court terme la Bourse n'est pas toujours rationnelle (et qu'il ne faut pas s'en faire pour si peu). On peut noter aussi que nous n'avons pas fait beaucoup d'argent avec Promatek et Masco et que les gains réalisés avec Progressive ont bien des fois compensé les faibles rendements obtenus sur les deux premiers placements. Cette conclusion est importante : comme stipulé plus haut, il faut juger un portefeuille sur son ensemble. Tel qu'illustré dans cette section, la combinaison de deux erreurs et d'un succès peut mener à de bons rendements. Dans cet ordre d'idée, vendre rapidement lorsqu'on s'aperçoit d'une erreur et laisser aller ses gagnants est un comportement immensément constructif dans la gestion des capitaux. Faire l'inverse est l'équivalent – selon les sages mots du grand gestionnaire de portefeuilles Peter Lynch – d'arracher les fleurs pour arroser la mauvaise herbe!

Philip Fisher (1907-2004)

Le légendaire investisseur Philip Fisher nous a quitté en 2004. J'ai eu la chance de lui parler à deux reprises au téléphone et de le rencontrer brièvement à San Francisco il y a quelques années. Je lui ai posé plusieurs questions la première fois que je me suis entretenu avec lui et à moment donné, il a résumé son approche en me disant : « *Vous savez, Wall Street se concentre sur plein de choses sans importance. Pourtant, le management compte pour environ 90% à 120% du succès d'une entreprise. Les investisseurs pensent tant à court-terme mais en bout de ligne, c'est l'ingrédient principal.* ».

J'ai lu tous les livres de M. Fisher. Il y a un chapitre en particulier dans "Path to wealth through common stocks" qui est absolument essentiel à tout investisseur ("How the greatest increases in stock values come about"). Et vous ne pouvez pas imaginer combien j'ai cherché longtemps ce livre qui n'a pas été réédité depuis sa parution en 1960. Même M. Fisher ne pouvait m'aider à en trouver une copie. Je l'ai découvert par un beau jour d'été à la bibliothèque centrale de New York. On ne pouvait pas sortir le livre mais j'ai fait faire des photocopies (difficile de mieux investir \$20).

Comme plusieurs, je dois beaucoup à M. Fisher et quand je lui ai parlé, je l'ai remercié pour tous ses précieux conseils. Rien ne l'obligeait à écrire des livres (il était déjà indépendant de fortune à ce

² Lou Gehrig est un joueur de baseball qui de 1925 à 1938 a joué dans 2130 matchs consécutifs. Son record, longtemps considéré comme inatteignable, fut battu par Cal Ripken Jr. en 1995.

moment-là). Il l'a fait pour partager avec nous - en tout altruisme - son savoir et son expérience. Je le remercie à nouveau; Giverny Capital doit une partie de son existence à lui.

Nouvel achat : Knight Transportation

Mes aventures dans le monde de l'industrie du camionnage se sont poursuivies en 2003 et 2004. Elles avaient commencé en 1994 lorsque j'avais acquis des actions du Groupe Goyette, une petite entreprise de St-Hyacinthe, une des premières que j'ai visitées.

J'ai découvert Knight Transport en 1998 lorsque j'ai étudié Heartland Express (dont nous avons été actionnaires pendant quelques temps). Tout comme Heartland, Knight est une petite entreprise qui tire bien son épingle du jeu dans cette industrie hyper compétitive aux marges faibles et aux rendements sur les capitaux (ROE) modestes.

Observons d'abord un tableau résumé des marges et ROE de différents joueurs de l'industrie :

Compagnies	Marges	ROE *	Croissance **
Arkansas Best	3%	11%	7%
CNF Inc.	2%	8%	8%
Heartland Express (HTLD)	13%	16%	15%
J.B. Hunt	4%	9%	9%
Knight Transportation (KNX)	11%	16%	26%
Ryder	3%	10%	3%
Swift Transport	3%	9%	16%
USF	2%	6%	1%
Werner Enterprises	5%	10%	8%
Yellow Roadway	2%	12%	12%
Moyenne (sans HTLD et KNX)	3%	9%	8%

* Rendement de l'avoir

** Croissance annuelle des BPA 10 ans

Clairement, deux compagnies se distinguent du lot : Heartland Express et Knight Transport. Les deux compagnies ont des structures de coût basses soit un ratio d'exploitation d'environ 82% contre 95% pour l'ensemble de l'industrie (le ratio des coûts sur les revenus). Je crois par contre que Knight a un petit quelque chose de plus que Heartland.

La principale différence se situe au niveau du plan de croissance. Heartland a comme politique de croître par acquisition. Le désavantage de ce plan est que des compagnies candidates ne sont pas toujours disponibles à bons prix et aussi, de temps en temps, de mauvaises surprises peuvent surgir. Knight a un plan différent : elle croît de manière organique, en ouvrant des nouveaux bureaux d'affaire. Initialement basée à Phoenix (Arizona), la compagnie a ouvert 8 nouveaux centres d'opération depuis 10 ans (sans compter la nouvelle division Knight Refrigerated débutée cette année). À long terme, son plan de croissance pourrait s'avérer plus solide et plus durable.

Autre point important : Knight est dirigée par quatre membres de la même famille (deux groupes de deux frères, cousins entre eux). Les quatre ont un salaire similaire d'autour de \$265 000 par année et sont actionnaires à environ 9% de la compagnie chacun (la haute direction a donc 35% des actions). Leurs intérêts sont donc tout à fait en ligne avec les nôtres.

Nous avons payé autour de \$17 l'action soit un ratio d'environ 20 fois les profits d'alors. Ce n'est pas une aubaine direz-vous (surtout comparé aux autres titres de l'industrie). Mais, depuis sa venue en

Bourse, la compagnie a maintenu un taux de croissance de ses BPA de 26% par année. Peu de compagnies – tous secteurs confondus – ont une telle feuille de route. Et le titre a grimpé de 40% en 2004. Il est tôt pour juger bien sûr mais on ne va tout de même pas s'en plaindre!

Nos compagnies

Encore une fois, j'ai effectué que quelques changements dans le portefeuille cette année. Nos participations les plus importantes sont grosso modo les mêmes que l'an dernier. Nous possédons des actions de compagnies parmi les meilleures au monde. Notre attitude est celle d'un conservateur de musée : Nous cherchons à accrocher que des chefs d'œuvre. Et nous avons ce luxe de choisir que les entreprises qui cadrent (!) totalement dans notre philosophie de placement.

M&T Bank

Notre banque de Buffalo continue de récompenser ses actionnaires au rythme d'un métronome. L'acquisition de Allfirst Financial en 2003 a porté fruit : Les BPA ont grimpé de 14% en 2004. Nous sommes actionnaires de M&T depuis plus de six ans maintenant. Les BPA ont plus que doublé grimant de \$3.08 en 1998 à \$6.38 en 2004, soit un taux de croissance de 13% annualisé (sans le coût des stocks options, chargés aux résultats de 2003 et 2004, ce serait 15%). Le titre a plus que doublé passant de \$45 à \$107 depuis notre achat.

Comme dans bien des cas, ce placement ne fut pas récompensé tout de suite. En effet, 18 mois après notre premier achat, le titre se transigeait à \$36 (au haut de la bulle technologique en mars 2000). Quelle chance ce fut pour nous de pouvoir acheter un tel titre à un prix bien en deçà de sa valeur intrinsèque. Et nous en avons profité pour en racheter avec enthousiasme. Imaginez les conséquences si nous avions laissé les fluctuations de la Bourse miner notre jugement.

Groupe BMTC

Après une année 2003 où les marges d'exploitation de BMTC ont atteint des niveaux inégalées, il était réaliste de baisser nos anticipations. Aussi, la grève de 3 semaines cet été ainsi que la venue du concurrent The Brick ont affecté les revenus de BMTC. Finalement, pour l'année 2004, les BPA ont grimpé de 30% (autour de 5% si on les ajuste pour certains éléments spéciaux). Ce fut donc une bonne année malgré tout.

À ce jour, les grandes craintes quant à la venue de The Brick ne semblent pas s'être concrétisées. En fait, quand on compare les deux compagnies, à tous les niveaux, BMTC en ressort comme une compagnie grandement supérieure. En effet, les revenus par magasins chez BMTC sont trois fois supérieurs à ceux de The Brick et le taux de rotation des stocks est de 12 fois versus 7 fois. Et BMTC réalise un rendement de l'avoir de plus 20% alors que The Brick n'est qu'à environ 7%.

Cognex

Cognex a connu une excellente année en 2004 quoique le dernier trimestre a été un peu plus difficile que les neuf premiers mois de l'année. Nous sommes actionnaires de Cognex depuis 1996 et je reconnais que ce placement a été un peu moins bon que je l'aurais espéré. Notre premier achat a été effectué à \$15 et ainsi, au cours actuel de \$27, on parle d'un rendement annuel moyen de 8%, un niveau similaire au S&P 500.

Il faut d'abord accepter que les revenus de Cognex sont cycliques. D'un autre côté, la compagnie a un quasi monopole dans son industrie (dans les bonnes années, elle fait des marges de 27% après impôts). Et comme plusieurs de nos entreprises, Cognex accumule les profits en liquidités : la compagnie a dans ses coffres la somme de tous ses profits réalisés depuis sa fondation il y a 22 ans (soit plus de \$8 par action). Cognex s'est transformée au cours des trois dernières années et devrait être beaucoup moins tributaire de l'état de santé de l'industrie des semi-conducteurs et de l'électronique dans le futur. Et comme vous savez, j'ai une grande admiration pour son fondateur et PDG, Robert Shillman. Je crois ainsi que les prochaines années seront source de récompenses pour notre patience.

Walgreens

Ce fut une autre année extraordinaire pour Walgreens : les BPA ont grimpé d'environ 19% et la croissance des revenus organiques (par pharmacies existantes) a été de 9%. En fait, il s'agit de la 17^{ème} année consécutive où les BPA grimpent de plus de 10%. La compagnie est devenue la plus importante chaîne de pharmacies aux États-Unis et n'a toujours aucune dette. Avec seulement 12% du marché des prescriptions, le potentiel de croissance reste encore vaste.

Expeditors International of Washington

Notre compagnie de logistique de Seattle a connu une bonne année en 2004 : Les BPA ont grimpé de 26%. La hausse du coût de l'énergie a eu un léger effet négatif mais dans son ensemble, il s'agit d'une autre performance exceptionnelle pour l'entreprise dirigée par Peter Rose. Ce placement s'est avéré à ce jour très positif, le titre ayant doublé en moins de trois ans. Malheureusement, l'évaluation boursière est maintenant loin d'être basse. À son cours actuel, Expeditors se transige en Bourse à 36 fois les profits de 2004 et 29 fois ceux prévus en 2005 (après ajustement pour les liquidités). Parler de sur-évaluation serait simpliste, bien sûr, mais la marge de sécurité à ce niveau n'est pas très élevée.

W.P. Stewart & Co.

Il y a deux ans, j'ai commencé à acheter des actions d'une firme de gestion de portefeuilles : W.P. Stewart (WPS). J'ai rencontré M. Stewart et je connais depuis des années sa philosophie de placement : elle est très similaire à la nôtre. Il a eu le courage et la clairvoyance de partir sa firme dans le creux du *bear market* de 1974 et a maintenu de forts rendements depuis (pour la période de 1993 à 2004 ils sont moins bons que les nôtres, je tiens à l'ajouter !).

En 2002, le titre se transigeait à \$18. Comme le dividende annuel est de \$1.20 l'action, le rendement du titre à ce cours était de 6% ce qui était tout de même très acceptable. En plus, je connais les titres composant les portefeuilles gérés par la firme et je crois que les rendements futurs seront très bons, fort probablement supérieurs à ceux du S&P 500.

Les rendements des portefeuilles sous la gestion de W.P. Stewart ont été très bons ces dernières années. Sur 5 ans, ils sont supérieurs au S&P 500 de 2% sur une base annualisée. Une telle sur-performance est solide considérant que la firme gère un peu plus de \$9 milliards et n'a donc pas la flexibilité d'une plus petite firme quant à la sélection de titres. Cette année, les BPA ont grimpé de 41% et le titre a bien fait en Bourse touchant les \$24 l'action.

Bénéfices propres

À Giverny Capital, 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 intrinsèques de nos

compagnies et sur leurs perspectives à long terme. En 2004, les cours de nos titres ont grimpé de 8% en Bourse (sans tenir compte des variations de devises). Par contre, nos bénéfices propres ont quant à eux été en hausse de 20%. Ces résultats sont très satisfaisants et similaires à ceux du S&P500.

Depuis l’an dernier, je vous présente un tableau - quasi aussi important que celui des rendements - de la performance intrinsèque de nos compagnies. Nous la comparons ensuite avec celle du portefeuille (au marché) et celle du S&P 500.

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%
2004	20%	8%	-12%	19%	11%	-8%
Total	224%	274%	50%	74%	123%	49%
Annualisé	14%	16%	2%	6%	9%	3%

* 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

La différence annuelle de 2-3% entre la croissance des bénéfices et la performance boursière – tant pour nous que pour le S&P 500 – est explicable principalement par les dividendes versés par les compagnies. Comme vous pouvez le constater, notre portefeuille a fait mieux que le S&P 500 parce que nos compagnies ont fait mieux. Tout simplement. En effet, depuis 1996, les compagnies composant le S&P 500 ont accru leurs profits à un taux de 6% par année alors que nos compagnies ont réalisé 14% annuellement. Nos compagnies ont donc réalisé une performance intrinsèque deux fois supérieure à la moyenne depuis 1996. Cela correspond à notre objectif à long terme.

Sur une longue période, 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 neuf ans, quatre années (soit plus de 40% du temps) se sont soldées pour nous par une sous-performance boursière comparée à l’accroissement de la valeur intrinsèque des compagnies (1999, 2000, 2002 et 2004).

Erreur(s) du jour

“Experience is simply the name we give our mistakes” - Oscar Wilde

(L’expérience est seulement le nom que nous donnons à nos erreurs)

Nous revoici à la section favorite des clients (enfin c’est ce que je me suis fait dire souvent). Allez savoir pourquoi tant d’enthousiasme pour cette section qu’on pourrait qualifier de chambre des tortures?

Allons-y d’abord avec une mention honorable : Krispy Kreme. J’ai pris une participation de départ (autour de 1%) dans cette chaîne de restaurants de la Caroline du Nord aux beignets divins. L’année 2004 a été catastrophique : La compagnie a rencontré de sérieux problèmes et le titre a baissé de 70%.

Mon erreur a été de ne pas assez bien comprendre le modèle d'affaire qui - avec du recul - s'appuyait trop sur une croissance rapide du nombre de restaurants. « *Plus de compagnies meurent d'indigestion que de famine* » aimait dire Peter Lynch. Et dans ce cas-ci, c'est plus qu'un calembour, ce fut exactement ce qui est arrivé. Nous avons avalé (!) amèrement notre pilule et vendu en fin d'année avec une lourde perte.

Vous seriez enclin à conclure qu'un placement qui se solde par une perte de 70% devrait se qualifier pour une médaille. Même pas! Car perdre 70% sur un placement de 1.5% du portefeuille se traduit par une perte de 1% du capital total. J'ai malheureusement fait bien pire ces dernières années du côté des "non-achats". Ne pas avoir investi notre pondération typique de 4% dans un titre qui satisfaisait tous nos critères et qui a ensuite triplé, nous coûte 8%. On ne le voit pas dans les relevés mais de tels coûts d'opportunité sont réels (et oh combien souffrants).

En voici deux exemples de grands crus.

Médaille de bronze : NVR Inc.

En 2000-01, je me suis intéressé à une entreprise du secteur de la construction résidentielle totalement inconnue: NVR. La compagnie construit des maisons, à l'époque, principalement en Virginie et au Maryland (maintenant dans 11 états). NVR a un modèle économique solide : La compagnie a des options sur les terrains et ne construit que lorsque le contrat de vente est signé. Les capitaux nécessaires sont donc minimes et NVR réalise par conséquent des rendements de l'avoir astronomiques (dans les 60%). Avec les fortes liquidités générées par l'exploitation, la compagnie a racheté plus de la moitié de ses actions en 8 ans et les BPA ont grimé de \$1 l'action en 1995 à \$63 en 2004 (une augmentation de plus de 5000%).

J'ai songé à acheter NVR en début 2001 quand le titre était à environ \$150, soit 7 fois les profits d'alors. J'avais deux craintes. D'abord, il y avait un haut niveau de stocks options (qui augmentaient relativement aux actions en circulation à cause du rachat massif d'actions). Aussi, j'étais mal à l'aise vis-à-vis les cycles propres à l'industrie de la construction résidentielle.

J'ai fait une erreur car j'ai laissé de tels facteurs influencer mon jugement. Lorsqu'on trouve une compagnie exceptionnelle, avec un modèle d'affaire solide, dirigée par des gens compétents et intègres et en plus avec un titre boursier au faible cours-bénéfices (et ce en incluant le coût des stocks-options), c'est le temps de presser sur le bouton BUY et de faire abstraction de facteurs circonstanciels peu importants à long terme.

Depuis 2001, les résultats ont continué d'être époustouflants et le titre est maintenant à \$770.

Médaille d'argent: Pixar

En 1995, une nouvelle entreprise, spécialisée dans les films d'animation 3D, a fait son entrée en Bourse: Pixar. Galvanisées par l'immense succès de "Toy Story", les actions de la compagnie furent en grande demande et se transigèrent à \$40 dès les premières journées. Cela correspondait à plus de 75 fois les profits prévus en 1996 (qui ont été de \$0.56 l'action), un niveau qualifiable d'assez élevé.

Mais j'ai continué de suivre la compagnie de près, réalisant combien le potentiel à long terme était impressionnant. En effet, je connaissais très bien l'histoire de Disney et de ses films d'animation (sans compter que nous avons été actionnaires pendant 4 ans). Disney a lentement perdu de son leadership dans l'industrie mais a eu l'intelligence de s'associer avec Pixar pour distribuer les films créés par cette dernière.

En 1998, le film "A bug's life" a connu un grand succès. Avec "Toy Story 2", cela a permis à Pixar d'atteindre des bénéfices par action de \$1.56 en 2000. Le hic, c'était l'instabilité des profits. La compagnie sortait un film aux deux ans et donc les bénéfices étaient en dents de scie. Cela rendait difficile le travail d'analyse de la capacité bénéficiaire de l'entreprise (et donc sa valeur intrinsèque).

En 2001, la compagnie a sorti le magnifique film "Monsters Inc.". Lorsque je l'ai vu, j'ai tout de suite conclu que c'était le meilleur film d'animation de l'histoire et que Pixar n'était définitivement pas un feu de paille. Ayant développé de bons réflexes de capitaliste, je me suis mis à regarder le titre de bien plus près. Il se transigeait à \$30. La compagnie avait plus de \$5 de liquidités par action, donc en fait on payait \$25 pour les activités d'exploitation soit environ 16 fois les profits réalisés en 2000 et 15 fois ceux prévus en 2002 (ceux de 2001 étant temporairement déprimés). Mais j'ai décidé de ne pas investir étant craintif quant à deux choses : la dépendance vis-à-vis de Disney et l'instabilité des profits.

Depuis, la compagnie a augmenté la cadence de productions de films ("Finding Nemo" en 2003, "The Incredibles" en 2004 et "Cars" en 2005). Cela a stabilisé les profits. Mais j'ai réalisé surtout que ce n'est pas Pixar qui est dépendante de Disney mais l'inverse. Quand en 2006, Pixar sera libérée de son exclusivité avec Disney, elle pourra négocier de bien meilleurs partages des profits et il est fort possible que les revenus par film soient encore plus élevés. J'aurais donc dû être plus perspicace et réfléchir plus en profondeur aux perspectives économiques à long terme de Pixar.

Le film "The Incredibles" a été un autre succès cette année (des revenus de \$340 millions, plus encore que "Finding Nemo") et le titre a grimpé en Bourse de près de 200% en trois ans pour terminer l'année en cours à \$85. Je n'ai aucune excuse : je connaissais parfaitement l'industrie, l'histoire du cinéma d'animation et je comprenais très bien les forces de la compagnie.



Médaille d'or: Yahoo !

La compagnie Yahoo! a un privilège unique : Elle se mérite deux médailles d'or "d'erreur du jour" en quatre ans. Il faut le faire quand même.

En 2000, j'ai acheté des actions de Yahoo! à \$12. J'avais indiqué dans le rapport annuel de cette année là que j'avais fait une erreur magistrale de ne pas avoir acheté avant (d'où la première médaille d'or). La compagnie a eu des résultats décevants dans les trimestres qui ont suivi notre achat. Et le titre a chuté continuellement pour atteindre \$4 en 2002. À ce cours, cela correspondait à la valeur des actions de Yahoo! Japan (participation minoritaire) et des liquidités en main. Ainsi, tout le reste de la compagnie était obtenu en Bourse gratuitement. Quelle aubaine !

Mais au lieu d'acheter massivement, sans être affecté par le pessimisme généralisé vis-à-vis le secteur Internet, je suis resté de glace, déçu du départ du PDG et des bénéfices par action en baisse (sans

compter des revenus en chute de 35% en 2001). En 2002, le titre a rebondi en fin d'année et, à \$8, j'ai vendu pour acheter plutôt d'autres actions de Cognex (j'en parle dans le rapport annuel 2002). Comme Cognex a presque doublé depuis, ce ne fut pas une décision catastrophique mais nous aurions beaucoup mieux fait de conserver Yahoo!

Car la nouvelle direction a fait un travail extraordinaire. En deux ans seulement, les revenus ont triplé et les BPA ont presque quadruplé. Le titre est maintenant à \$38, trois fois le niveau de mon achat initial et plus de quatre fois le niveau auquel je l'ai vendu. Le titre se transige à de hauts ratios, il est vrai, mais seul l'avenir dira si c'est justifié ou non. Par exemple, une des craintes en 2000 était que peu d'utilisateurs payaient pour les services de Yahoo ! En 2004, le nombre d'utilisateurs payants a été de 7.4 millions soit 80% de plus qu'en 2003.

Mon erreur est simple : j'ai tout simplement manqué de patience.

Ce n'est pas pour rien que j'utilise l'expression "long terme" à 14 reprises dans ce rapport.

Je vous souhaite à tous une bonne année 2005

François Rochon
Président et gestionnaire de portefeuilles
Giverny Capital Inc.