

*Giverny* Capital Inc.

Rapport Annuel 2005



Pierre Dorion  
Figure assise, 1993  
Collection Giverny Capital Inc.

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2005, le rendement de notre capital sous gestion a été de 11.5% par rapport à 3.6% pour notre groupe indicier comparatif, soit une valeur ajoutée d'environ 8%. Ces rendements incluent tous deux une perte de 3% liée à la variation de la devise canadienne.

Depuis le début de la gestion de notre capital, le 1er juillet 1993, notre rendement annuel composé est de 19.2% comparé à 9.8 % pour notre groupe indicier comparatif. Notre ambitieux objectif est de maintenir à long terme un rendement annuel de 5% supérieur aux indices. Je crois que les actions en général, mesurées par l'indice S&P 500, réaliseront un rendement de 6 à 9% par année dans le futur. Nous viserions ainsi un rendement annuel dans les 11 à 14%.

Je suis satisfait des résultats de l'année 2005. D'abord, notre rendement a été supérieur à celui de notre groupe d'indices comparatifs. De plus, nous avons fait des changements dans les portefeuilles qui, selon moi, auront comme conséquence de meilleurs rendements dans le futur. Finalement, ce qui est le plus important, nos compagnies continuent de réaliser de bonnes performances intrinsèques. Cela s'est reflété par une augmentation de 13% de leur valeur sous jacente cette année, une performance grosso modo en ligne avec les rendements boursiers de nos titres – ils sont donc mérités – et aussi avec celle des 10 dernières années. J'y reviendrai dans la section des « Bénéfices propres ».

## **Le budget fédéral du 23 février 2005**

Sans l'ombre d'un doute, le dernier budget fédéral a été le point marquant de l'année pour nous. En éliminant la limite du contenu étranger pour un compte enregistré (RÉER, CRI, etc.), cela a augmenté le bassin dans lequel nous pouvons « pêcher » de superbes entreprises pour tous nos comptes. La portion RÉER du portefeuille Giverny était d'environ 25% et donc la portion en titres canadiens étaient d'environ 20%. Nous avons réduit cette proportion au cours des derniers mois. Comme vous le savez, nous n'avons pas d'objectifs de répartition d'actif par pays ou par secteur. Nous concentrons nos efforts à sélectionner une vingtaine de compagnies de grande qualité, peu importe leur « nationalité ». Historiquement, la proportion canadienne/américaine/mondiale a varié grandement. En 1995-97, nous avions plus de 40% du portefeuilles en titres canadiens. En 1998, nous avons investi en Asie pour profiter de la crise économique qui sévissait dans la région. Plus récemment, nous avons acquis des actions d'une compagnie australienne. Notre approche est similaire à celle d'un directeur général d'un club de hockey. Notre objectif est de gagner la Coupe Stanley en choisissant une vingtaine des joueurs étoiles à mettre sur la glace. Leur origine, qu'elle soit canadienne, russe, américaine, suédoise, slovaque ou finlandaise, est sans importance. Nous voulons simplement les meilleurs joueurs. À la Bourse, nous avons le grand luxe de pouvoir choisir. Pourquoi diable se cloisonner dans un seul pays ?

## Les conséquences sur nos portefeuilles:

- Puisque notre portefeuille RÉER ne sera plus tellement différent du portefeuille hors-RÉER, nous avons décidé de ne plus le différencier dans le calcul des rendements.
- Nous avons par contre plusieurs mandats de gestion de portefeuilles américains. Aussi, nous avons de plus en plus de clients aux États-Unis. Le portefeuille Giverny US est pour ces mandats (principalement la partie US du portefeuille Giverny).
- Nous aurons donc deux portefeuilles : le portefeuille Giverny US et le portefeuille Giverny Global. Ce dernier correspond au portefeuille initial débuté le 1<sup>er</sup> juillet 1993 et surtout à mon propre portefeuille dans sa totalité. Comme toujours, nous sommes dans le même bateau.

# Nos rendements depuis 12 ans <sup>1</sup>

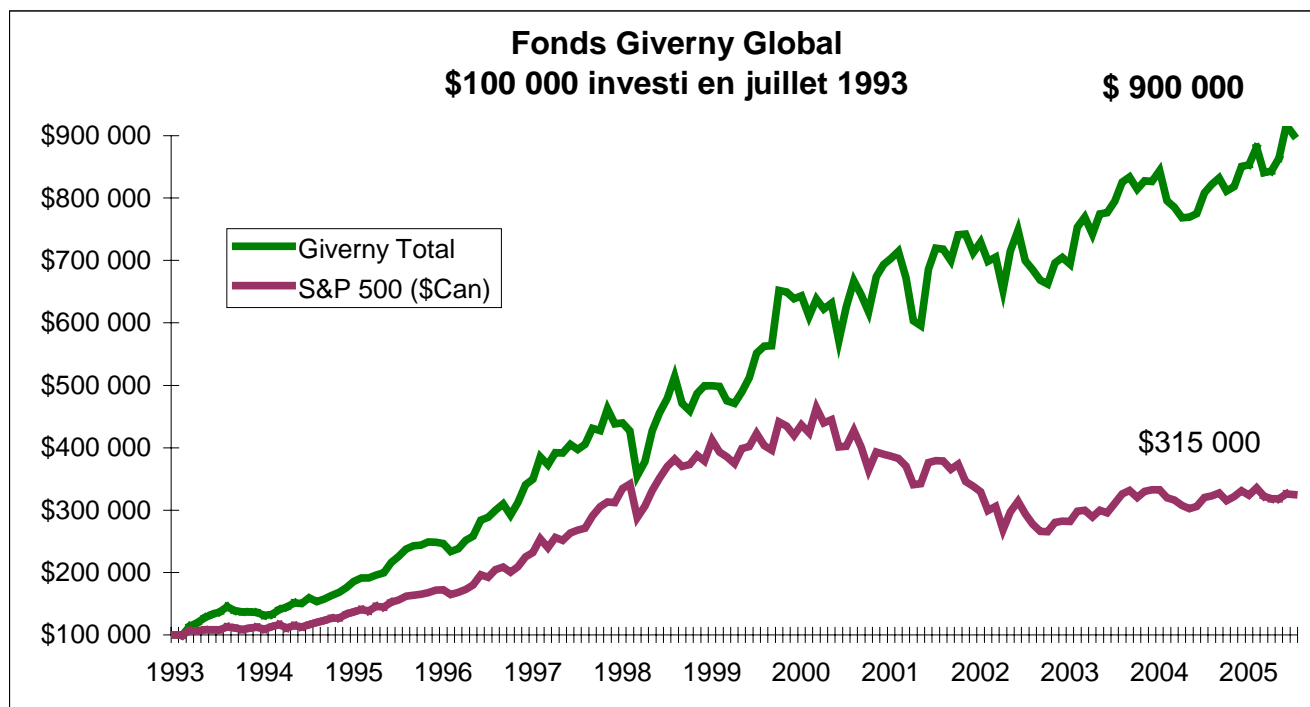
## Portefeuille Giverny Global (tout en dollars canadiens):

Rendements *	Giverny	Indices **	+ / -	S&P 500	+ / -	\$ US / Can ***
<b>1993 (Q3-Q4)</b>	<b>37.0%</b>	9.5%	<b>27.6%</b>	8.4%	<b>28.6%</b>	3.3%
<b>1994</b>	<b>16.5%</b>	3.7%	<b>12.7%</b>	7.3%	<b>9.1%</b>	6.0%
<b>1995</b>	<b>41.2%</b>	24.0%	<b>17.2%</b>	32.9%	<b>8.3%</b>	-2.7%
<b>1996</b>	<b>28.0%</b>	22.8%	<b>5.2%</b>	22.7%	<b>5.4%</b>	0.3%
<b>1997</b>	<b>37.8%</b>	28.6%	<b>9.2%</b>	36.7%	<b>1.1%</b>	4.3%
<b>1998</b>	<b>20.6%</b>	18.8%	<b>1.8%</b>	37.7%	<b>-17.1%</b>	7.1%
<b>1999</b>	<b>15.1%</b>	16.3%	<b>-1.2%</b>	14.1%	<b>1.0%</b>	-5.7%
<b>2000</b>	<b>13.4%</b>	3.2%	<b>10.2%</b>	-4.6%	<b>18.0%</b>	3.9%
<b>2001</b>	<b>15.1%</b>	-0.4%	<b>15.5%</b>	-5.7%	<b>20.8%</b>	6.2%
<b>2002</b>	<b>-2.8%</b>	-18.3%	<b>15.6%</b>	-22.0%	<b>19.2%</b>	-0.9%
<b>2003</b>	<b>13.6%</b>	14.0%	<b>-0.4%</b>	5.7%	<b>7.9%</b>	-17.8%
<b>2004</b>	<b>1.6%</b>	6.2%	<b>-4.5%</b>	2.8%	<b>-1.1%</b>	-7.3%
<b>2005</b>	<b>11.5%</b>	3.6%	<b>7.9%</b>	1.5%	<b>10.0%</b>	-3.3%
<b>Total</b>	<b>800.3%</b>	<b>223.1%</b>	<b>577.2%</b>	<b>215.2%</b>	<b>585.1%</b>	<b>-9.4%</b>
<b>Annualisé</b>	<b>19.2%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.4%</b>	<b>9.6%</b>	<b>9.6%</b>	<b>-0.8%</b>

\* 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 canadien par rapport au dollar américain.



<sup>1</sup> Il est à noter que ces rendements ont été vérifiés par la firme de comptables PriceWaterhouse Coopers.

## **Portefeuille Giverny US (en dollars US):**

Notre portefeuille US a réalisé un rendement de 12.5% en 2005 soit environ 8% de mieux que le S&P 500. Depuis 1993, le portefeuille US a fait 813% soit 19.4% annualisé contre 247% pour le S&P 500 soit 10.5%. Notre valeur ajoutée annualisée est donc de 9%. Voici les détails depuis 1993 :

<b>Année</b>	<b>Giverny US</b>	<b>S&amp;P 500</b>	<b>+ / -</b>
<b>1993 (Q3-Q4)</b>	<b>32.7%</b>	<b>5.0%</b>	<b>27.7%</b>
<b>1994</b>	<b>9.9%</b>	<b>1.3%</b>	<b>8.6%</b>
<b>1995</b>	<b>54.8%</b>	<b>36.6%</b>	<b>18.2%</b>
<b>1996</b>	<b>27.0%</b>	<b>22.3%</b>	<b>4.8%</b>
<b>1997</b>	<b>32.9%</b>	<b>31.0%</b>	<b>1.9%</b>
<b>1998</b>	<b>11.0%</b>	<b>28.5%</b>	<b>-17.5%</b>
<b>1999</b>	<b>15.9%</b>	<b>21.0%</b>	<b>-5.1%</b>
<b>2000</b>	<b>11.3%</b>	<b>-8.2%</b>	<b>19.5%</b>
<b>2001</b>	<b>8.1%</b>	<b>-11.2%</b>	<b>19.3%</b>
<b>2002</b>	<b>-4.4%</b>	<b>-21.4%</b>	<b>16.9%</b>
<b>2003</b>	<b>31.6%</b>	<b>28.6%</b>	<b>3.0%</b>
<b>2004</b>	<b>9.3%</b>	<b>10.7%</b>	<b>-1.4%</b>
<b>2005</b>	<b>12.5%</b>	<b>4.9%</b>	<b>7.6%</b>
<b>Total</b>	<b>812.9%</b>	<b>246.5%</b>	<b>566.5%</b>
<b>Annualisé</b>	<b>19.4%</b>	<b>10.5%</b>	<b>8.9%</b>

<b>Période</b>	<b>Giverny</b>	<b>S&amp;P 500</b>	<b>+/-</b>
<b>1 an</b>	<b>12.5%</b>	<b>4.9%</b>	<b>7.6%</b>
<b>3 ans</b>	<b>17.4%</b>	<b>14.3%</b>	<b>3.1%</b>
<b>5 ans</b>	<b>10.8%</b>	<b>0.9%</b>	<b>10.0%</b>
<b>10 ans</b>	<b>15.0%</b>	<b>9.1%</b>	<b>5.9%</b>
<b>Début</b>	<b>19.4%</b>	<b>10.5%</b>	<b>8.9%</b>

En observant le second tableau, vous noterez que la période de 5 ans de 2001 à 2005 a été notre plus faible en valeur absolue (11% de rendement annualisé), mais elle fut notre meilleure en terme relatif puisque nous avons réalisé 10% par année de plus que le S&P 500. Depuis 10 ans, nous avons maintenu un rendement annualisé de 15% soit 6% par année de mieux que le S&P 500.

## **Fluctuations de devise**

Ces dernières années, la hausse de notre devise a été au centre de bien des débats dans le monde financier canadien. Plusieurs remettent en cause la pertinence d'investir à l'étranger (même si « l'étranger » correspond à 97% du monde économique). Évidemment, ceux qui regardent uniquement le court terme oublient que sur une longue période, l'effet des fluctuations du taux d'échange canadien/américain tend à s'estomper. Par ailleurs, je suis conscient que les partenaires qui se sont joints à nous il y a trois ans ont dû malheureusement composer avec une perte de plus de 26% de la devise américaine.

Il est important d'avoir un peu de perspective. Dans le tableau suivant, j'ai séparé les rendements du portefeuille global en dollar canadien de ceux sans effet de devise. **On peut voir que plus la période de temps est longue moins l'effet de la devise a de l'influence.** Sur 5 ans, notre rendement de 12% annualisé sur nos titres a été réduit à 8% en devise canadienne. C'est un effet loin d'être négligeable mais ce rendement annuel de 8% est tout de même fort supérieur aux indices (incluant le TSX). Sur 10 ans, notre rendement annuel de 16% a été réduit à 15%, un effet somme toute modeste.

Période	En devise canadienne			Sans effet de devise		\$ US / CAN	
	Giverny	Indices	+/-	Giverny *	Indices *	Total	Annuel
1 an	12%	4%	8%	15%	7%	-3%	-3%
3 ans	9%	8%	1%	18%	17%	-26%	-10%
5 ans	8%	0%	7%	12%	5%	-22%	-5%
10 ans	15%	9%	6%	16%	10%	-15%	-2%
Début	19%	10%	9%	20%	11%	-9%	-1%

### Se « Hedger » contre la devise ?

Depuis mes débuts, l'effet négatif de la hausse du dollar canadien a été d'environ 1% sur une base annuelle. Si en 1993, j'avais décidé de me protéger contre les effets de la devise, j'aurais été perdant. En effet, se « hedger » coûte jusqu'à 4% par année. Au lieu de faire 19% par année depuis 1993, nous aurions réalisé 16%. Dans les 10 dernières années, au lieu de faire 15%, nous aurions réalisé 13%. C'est encore moins approprié quand le dollar canadien est haut comme il l'est aujourd'hui. Car même si le dollar allait au pair dans la prochaine décennie (ce qui me semble hautement improbable) cela affecterait nos rendements annuels de seulement 1% par année à partir du niveau actuel. Si on réalise notre objectif de 11 à 14% par année sur nos placements, il en resterait tout de même 10 à 13%, une fois rapporté en devise canadienne. Je peux vivre avec ce "risque".

### Revue de l'année 2005

L'année 2005 fut caractérisée principalement par une importante hausse du prix du pétrole. Pour une troisième année consécutive, le marché boursier canadien a très bien fait, principalement grâce aux titres pétroliers. Le secteur de l'énergie a réalisé une performance de 63% cette année suivant des rendements de 25% en 2003 et de 30% en 2004. En trois ans, le poids de l'énergie dans l'indice TSX est passé de 15% à 30%. En fait, plus de 40% de l'indice TSX est composé de compagnies oeuvrant dans le monde des ressources naturelles. Ces entreprises ont vu exploser leurs profits depuis deux ans. Ce sont des entreprises cycliques et il est sage de se rappeler qu'un tel taux de croissance pour cette industrie - et par ricochet pour une bonne partie du TSX - est insoutenable. Par définition, les profits des entreprises cycliques ont des hauts et des bas.

Côté évaluation boursière, le cours-bénéfices du TSX est de 17 fois les profits prévus en 2006. En considérant le fort poids des titres de banques et du secteur des ressources – qui se transigent habituellement à des cours-bénéfices plus faibles que la moyenne – le marché canadien m'apparaît donc cher. Il y a des titres intéressants, mais force est d'admettre qu'ils ne sont pas nombreux.

Nos titres canadiens ont aussi très bien fait et nous en avons profité pour réduire ceux qui sont devenus chers. Contrairement à certains de nos confrères investisseurs, le patriotisme n'est pas un paramètre dans nos analyses fondamentales. Il est bon en général de rester sans émotion vis-à-vis la Bourse.

Depuis mes débuts, j'ai toujours eu une approche « valeur » qui me fait m'éloigner des foyers d'échauffements boursiers. Il est inquiétant d'entendre aujourd'hui les mêmes arguments vis-à-vis le pétrole qu'on entendait vis-à-vis la haute technologie il y a 6 ans. On croirait entendre la même chanson avec les mêmes refrains mais des couplets différents.

Les actions américaines me semblent plus sous-évaluées que leurs consœurs canadiennes. Le S&P 500 se transige à 16 fois les profits, un niveau que je qualifierais de raisonnable.

### **Ce qui importe...**

Fidèle à la philosophie de Giverny Capital, nous concentrons nos efforts sur la micro-économie. Nous possédons des compagnies parmi les meilleures au monde et elles ont été choisies dans l'optique où nous traverserons régulièrement des hauts et des bas tant économiques que boursiers. Les périodes plus difficiles ont deux effets positifs. Le premier effet est que les plus faibles compétiteurs perdent des plumes et ce faisant nos compagnies gagnent des parts de marché. Deuxièmement, le pessimisme temporaire nous permet d'acquérir d'autres actions de nos compagnies à meilleur prix. Par exemple, Knight Transport a reculé à \$15 en septembre. Nous en avons profité pour racheter quelques actions. Le titre a ensuite rebondi et terminé l'année à \$20.

Malheureusement, nous n'avons pas du capital frais à investir en tout temps. Dans de tels moments, la seule chose à faire est d'être indifférent aux cotes boursières et de simplement rester patient. Aller au cinéma est souvent moins dangereux que de lire les journaux aux manchettes alarmantes.

### **Les devins de Wall-Street**

Warren Buffett et Peter Lynch ont souvent stipulé qu'ignorer les manchettes alarmistes et les prévisions économiques/boursières est une chose sage. Malgré cela, le jeu favori de Wall-Street est de prédire l'avenir à court terme; j'utilise le terme "jeu" sciemment car, bien sûr, nul ne connaît l'avenir. Prédire les taux d'intérêt, les cours des devises, les prix des matières premières, les niveaux des Bourses et les cycles économiques est une activité futile, mais fort présente à Wall-Street et sur Bay Street à Toronto. La raison est simple : leurs clients en redemandent. Depuis la nuit des temps, les humains ont voulu connaître l'avenir. Les devins existent depuis ce temps pour leur révéler.



Même aux temps d'Astérix®, les devins existaient déjà !

En fait, s'il existait quelqu'un pouvant prédire adéquatement les cours des Bourses, il deviendrait rapidement milliardaire. Le fait qu'un devin vende encore ses services (surtout après bien des années "d'expérience") n'est-il pas révélateur sur ses réelles capacités divinatoires ?

## **Le brouillard de l'économie**

L'économie ne se prédit pas car il y a tout simplement trop d'impondérables. La meilleure analogie que j'ai entendue là-dessus est tirée d'un documentaire récent sur Robert S. McNamara, le Secrétaire à la Défense du gouvernement américain de 1961 à 1968. Le film s'intitule : « *The Fog of War* ». Si par moments, certains passages font littéralement glacer le sang - le monde est vraiment passé à deux doigts d'une guerre nucléaire en 1962 - c'est la conclusion de M. McNamara, maintenant âgé de 85 ans, qui est d'une sagesse grandiose :

*"...There's a wonderful phrase: 'the fog of war.' What the fog of war means is: war is so complex it's beyond the ability of the human mind to comprehend all the variables. Our judgment, our understanding, are not adequate."*

"...Il y a cette merveilleuse phrase : Le brouillard de la guerre. Ce que cela veut dire est que la guerre est si complexe que c'est au-delà des capacités de l'esprit humain d'en comprendre toutes les variables. Notre jugement, notre compréhension, ne sont pas adéquats."

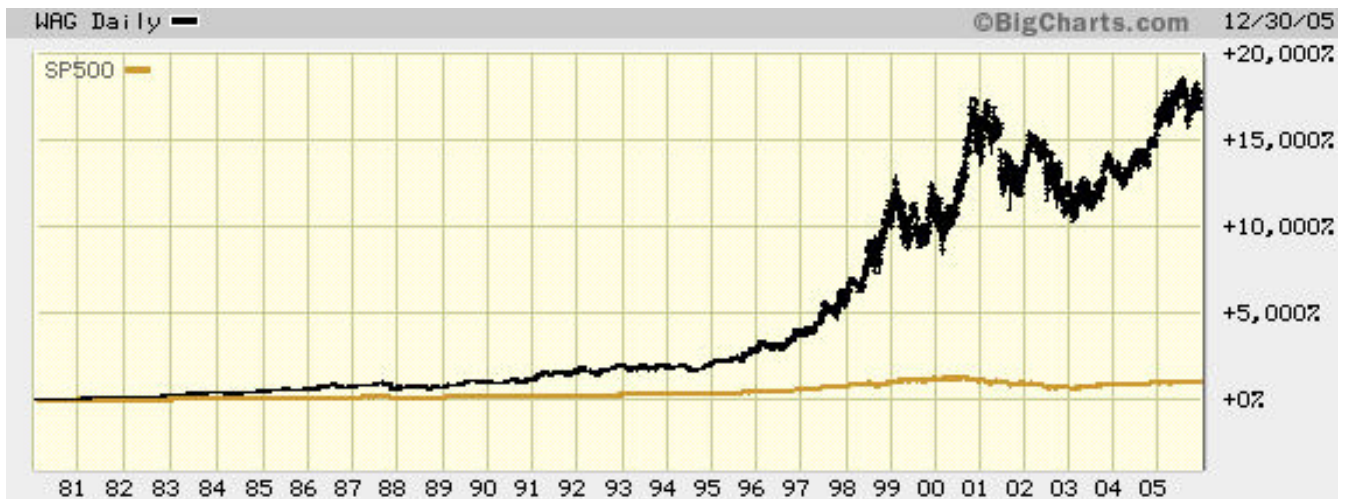
Heureusement, les conséquences du « brouillard de l'économie » ne sont pas aussi tragiques que celles de la guerre. Par contre, trop d'investisseurs misent leur futur financier sur des scénarios aux nombreux paramètres incontrôlables et imprédictibles.

## **La bonne nouvelle !**

Au-delà du brouillard économique et des prédictions brumeuses, il faut se concentrer sur ce qu'est l'activité d'investir. En quelques mots, investir c'est acquérir une participation dans une entreprise. Si une entreprise fait bien à long terme, le brouillard finit par se dissiper et la Bourse reflète en toute clarté sa performance intrinsèque. Sans exception.

Prenons, par exemple, la performance de Walgreen's sur une génération (25 ans). Depuis 1980, les taux d'intérêt à court terme ont oscillé entre 2% et 20%, il y a eu trois récessions en Amérique du Nord, de nombreuses guerres (deux en Irak, une au Liban, une en ex-Yougoslavie, les invasions américaines en Grenade et au Panama, etc.). Il y a eu des hausses et baisses du pétrole et de l'or (qui a touché \$850 l'once en 1980). Au début des années 80, la monde occidentale vivait son deuxième choc pétrolier et le déficit américain a atteint des records en 1982 exprimé en pourcentage du Produit National Brut. Durant ces 25 années, la Bourse a grimpé de 1000% (environ 10% par année) et ce malgré environ huit corrections boursières de 10% et de deux grandes baisses (40% en 1987 et 50% en 2000-2002). L'expression « la Bourse escalade un mur de peurs » ne pourrait pas être plus véridique.

Durant ces 25 années, Walgreen's a réalisé un rendement de presque 18 000%, un taux de 23% par année. Un capital de \$10 000 investi en 1980 vaudrait aujourd'hui environ \$2 millions, soit 20 fois plus que si ce montant avait été placé dans le S&P 500. En 1996, à l'âge de 89 ans, le légendaire investisseur Philip Fisher dicta ces paroles à un journaliste : « **Si vous POSSÉDEZ de bonnes entreprises, le potentiel de hausse est tellement important que tout le reste devient secondaire** ».



Graphique de Walgreen's sur 25 ans (Source : BigCharts.com)

### Post Mortem quinquennal : 2000

Depuis quelques années, nous effectuons un post-mortem sur mes décisions d'il y a cinq ans. Comme cinq années est notre horizon temporel, il est logique de faire une telle revue quinquennale.

En mars 2000, j'ai fait plusieurs changements dans le portefeuille. J'ai réduit certains titres fort populaires qui se transigeaient à de hauts ratios pour racheter trois de nos titres qui me paraissaient grandement sous-évalués : Berkshire Hathaway, M&T Bank et Lincare Holdings.

Titres	Actuel	Achats		Ventes	
		Cours	Différence	Cours	Différence
Berkshire Hathaway B	2 936\$	1 367\$	115%		
IMS Health	25\$			21\$	19%
Cisco Systems	17\$			68\$	-75%
Disney	24\$			37\$	-35%
Hewlett Packard	22\$			73\$	-70%
Intel	25\$			60\$	-58%
Lincare Holdings	42\$	23\$	80%		
JDS Uniphase	3\$			137\$	-98%
M&T Bank	109\$	38\$	189%		
<b>Moyenne</b>			<b>128%</b>		<b>-53%</b>

Les titres vendus ont réalisé en moyenne -53% et les titres achetés +128%. Évidemment, ces résultats ne tiennent pas compte des pondérations (par exemple, JDS Uniphase et HP étaient devenues de petites participations) ni du fait que j'ai vendu Lincare en 2004 à environ \$31. On peut tout de même conclure que ces changements ont été dans l'ensemble très positifs.

Ces changements allaient définitivement contre la vague de mars 2000 (qui s'est avérée le « top » du marché surtout pour le NASDAQ qui a touché les 5000 points). En effet, les titres de haute technologie que nous avons vendus étaient très populaires et les titres achetés en défaveur. Ironiquement, plusieurs croyaient que Warren Buffett (le PDG de Berkshire Hathaway) avait perdu sa touche magique. Quant à M&T Bank et Lincare, ils étaient considérés comme des titres de la « vieille économie ». On entend moins cette appellation dernièrement, mais elle était fort utilisée en 2000.



## **Nos compagnies**

*Quoique c'est facile de l'oublier par moments, une action n'est pas un billet de loterie. C'est une participation dans une entreprise.*

- Peter Lynch

### **Disney**

Nous avons acheté des actions de Disney en 1996 à environ \$20 après la fusion avec Capital Cities ABC. Nous les avons vendues en 2000 à environ \$37. Je trouvais que la compagnie se diversifiait un peu trop (les *Disney Store* par exemple), qu'elle ne sortait pas assez de bons films d'animation et que Michael Eisner semblait manquer de leadership. Le titre avait presque doublé en 4 ans malgré une croissance modeste des BPA. Le titre se transigeait alors à plus de 33 fois les profits, un niveau élevé pour une compagnie de cette taille. En 5 ans, de 2000 à 2005, les BPA ont grimpé de 30% mais le titre est 28% plus bas aujourd'hui. L'évaluation boursière est donc beaucoup plus attrayante maintenant.

Ce n'est pas seulement pour cette raison que j'ai décidé de racheter des actions cette année. C'est à cause du changement à la tête de l'entreprise : M. Eisner a pris sa retraite en septembre et a été remplacé par Robert Iger. Je connais Robert Iger de l'époque où il était chez ABC sous la direction de Tom Murphy. M. Murphy est probablement un des plus grands hommes d'affaire de l'histoire. Après avoir lu des interviews de M. Iger, je crois qu'il saura comment améliorer les performances de la compagnie. Déjà, Disney s'est départie de ses magasins (en les vendant à « The Children's Place »). M. Iger a travaillé fort sur la priorité numéro un selon moi : re-signer une entente avec Pixar, la merveilleuse compagnie de dessins animés. En fait, en janvier les deux compagnies ont annoncé qu'elles fusionnaient. Disney a aussi réduit sa participation dans le monde de la radio, une excellente initiative considérant la forte concurrence future des réseaux satellites (XM et Sirius).

Disney se transige à 15 fois les profits prévus en 2006 et a maintenant en place un excellent PDG. Wall-Street a perdu patience avec la compagnie (le stock est au même prix qu'en 1997). La situation me semble l'inverse de celle de 2000.

### **Walgreen's**

La meilleure chaîne de pharmacies au monde continue d'enligner les bons trimestres : les BPA ont grimpé de 14% en 2005. Mis à part CVS, plusieurs compétiteurs ont connu une année difficile en 2005. Walgreen's a maintenu une croissance des ventes de magasins comparables de 9 % en 2005 (côté médicaments d'ordonnance) comparée à 4% pour l'industrie. Les ventes de produits pharmaceutiques représentent 64% du chiffre d'affaires de Walgreen's. La compagnie possède 15% du marché américain des prescriptions vendues aux détails.

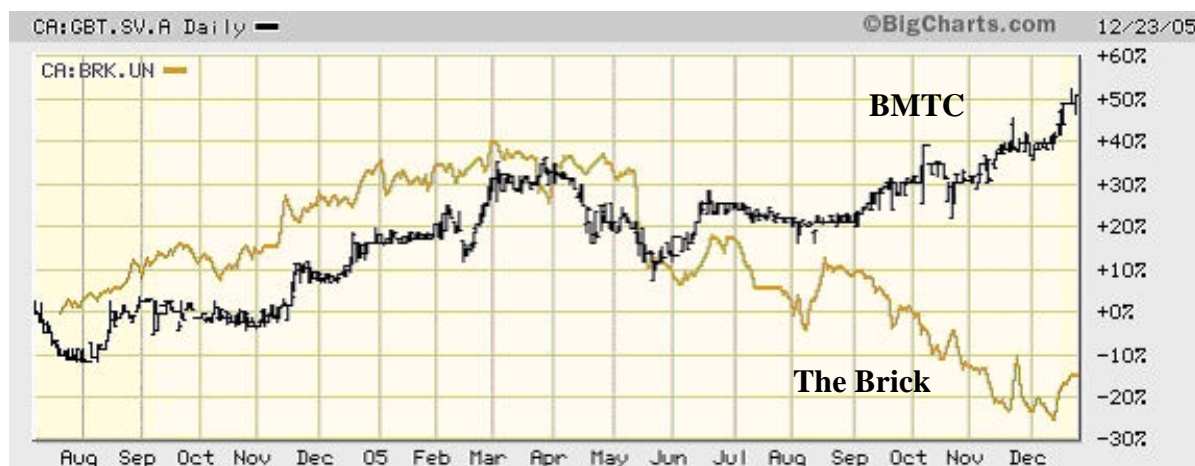
Walgreen's profite de la qualité de son bilan (zéro dette et \$1.4 milliard en liquidités) pour continuer d'augmenter ses parts de marché. En 2005, la compagnie a ouvert 435 pharmacies: c'est plus d'un nouveau magasin par jour ! La compagnie prévoit atteindre le cap des 10 000 pharmacies d'ici 10 ans, soit le double du niveau actuel. Il est donc réaliste de croire que la compagnie pourra maintenir un bon taux de croissance pendant encore plusieurs années.

### **Groupe BMTC**

Notre compagnie québécoise BMTC (les magasins de meubles Brault & Martineau et Tanguay) a connu une autre bonne année. Les profits n'ont que légèrement augmenté mais les bonnes nouvelles

sont venues surtout des concurrents; certains ayant dû fermer boutique. Quant à The Brick, elle a connu une année moyenne et cela s'est reflété dans une forte baisse de son titre en Bourse. En fait, depuis l'arrivée de The Brick en Bourse, en août 2004, BMTC a fait +50% versus -12% pour The Brick. Il ne fallait donc pas paniquer quand le concurrent albertain s'est attaqué au marché québécois : la baisse du titre de BMTC a été alors une belle occasion d'achat (pour ceux qui ne regardent pas seulement le prochain trimestre).

Malheureusement, le titre de BMTC n'est pas très liquide et il est devenu très difficile pour nous – maintenant que nous avons plus de \$115 millions sous gestion - d'en acheter en bonne quantité (en plus la compagnie nous fait une forte concurrence avec son agressif programme de rachat d'actions).



Graphique du titre de BMTC vs The Brick sur 15 mois (Source BigCharts.com)

### **Knight Transportation**

Notre compagnie de camionnage de Phoenix a connu une année du tonnerre. Les revenus et les BPA ont grimpé de 28%. Le moins que l'on puisse dire c'est que la compagnie a été sage d'avoir une clause de surcharge du prix du carburant dans les contrats avec ses clients.

### **Bed Bath & Beyond**

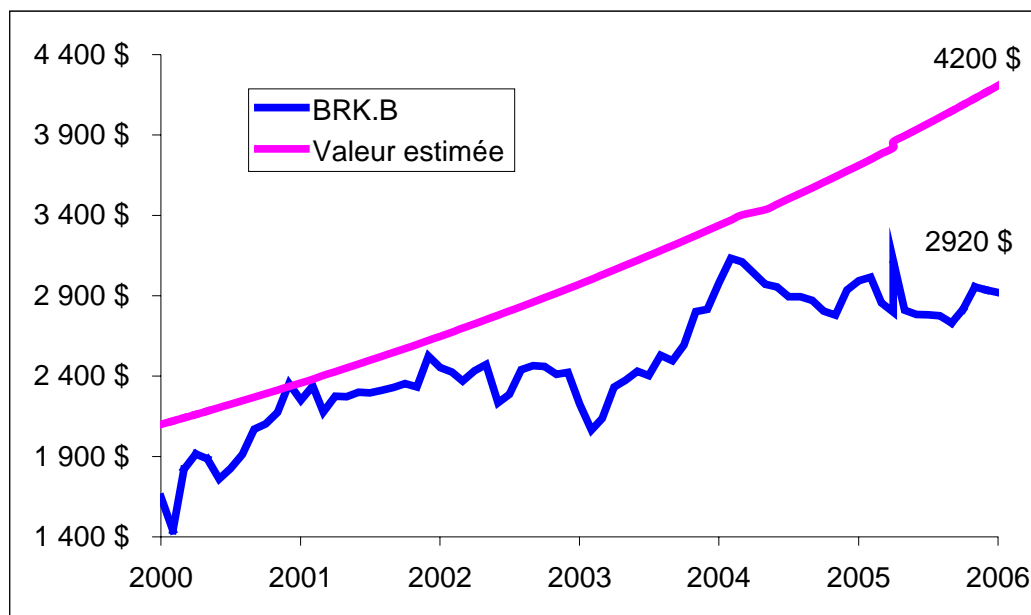
Bed Bath & Beyond a connu une autre bonne année en 2005 mais c'est le destin de toute entreprise en forte croissance de connaître un ralentissement dû à sa grande taille. Le taux de croissance est passé de 30% lorsque nous sommes devenus actionnaires en 1998 à 11% lors des derniers trimestres de 2005.

C'est encore très bon et - sans l'ombre d'un doute - la compagnie traite extraordinairement bien ses actionnaires. Le titre en Bourse a plus que triplé depuis notre premier achat mais le rendement futur s'annonce plus modeste. Nous pourrions songer à le remplacer dans les prochains mois.

### **Berkshire Hathaway**

L'action de Berkshire Hathaway, la compagnie gérée par le légendaire Warren Buffett, fait du surplace depuis deux ans. Selon mon analyse, la valeur intrinsèque de l'entreprise croît à environ 12% par année. Sur 6 ans, cela veut dire que la valeur intrinsèque a doublé. Quand j'ai acheté des actions de Berkshire B en 2000 à \$1400 (la moitié du niveau actuel), mon évaluation était que le titre valait environ 50% de plus, soit environ \$2100. Je crois que la compagnie vaut aujourd'hui dans les \$4200. L'escompte entre la cote boursière et la valeur intrinsèque semble donc aujourd'hui la même qu'elle

était en début 2000. Warren Buffett n'est pas à la mode ces jours-ci mais si la compagnie qu'il dirige continue de réaliser un rendement de 12% sur son capital, le titre suivra. On ne sait juste pas quand.



Courbe de la valeur estimée de Berkshire Hathaway versus l'action en Bourse (BRK.B) sur 6 ans

## Wal-Mart

Nous avons acquis cet été des actions de Wal-Mart. Si parfois nous acquérons des entreprises inconnues de la grande majorité des boursicoteurs (Knight Transport par exemple), la chaîne de ventes aux détails Wal-Mart est bien connue de tous. Depuis que j'ai commencé à suivre la compagnie en 1993, j'ai toujours admiré sa rigueur à maintenir une structure de coût sans égale, sa politique d'offrir les meilleurs prix possibles aux clients et son dévouement au bien des actionnaires à long terme. Au début des années 90, j'étais sceptique que la compagnie perce à l'international. À ce jour, c'est un succès dans la majorité des régions qu'elle a décidé d'attaquer. Son potentiel en Chine est important.

En contrepartie, la compagnie de Bentonville (Arkansas) essuie de nombreuses critiques ces derniers mois. Certains partenaires ont même soulevé des questions quant aux rumeurs qui circulent sur l'entreprise. Pourquoi Wal-Mart réussit-elle à faire des profits avec des marges brutes beaucoup plus basses que ses compétiteurs? Les employés ne sont pas moins bien payés que chez Target, leur plus proche compétiteur. En effet, la moyenne est de \$10 de l'heure chez Wal-Mart alors que le salaire minimum aux États-Unis tel que fixé par le gouvernement fédéral est de \$5 même si certains états sont à \$7. La réponse est simple : l'entreprise est un modèle d'efficacité. Ses bureaux sont modestes et sa parcimonie au niveau des dépenses est exemplaire. Par exemple, le président de la compagnie a un bureau similaire aux autres cadres. De plus, il partage sa chambre en voyage d'affaires.

Où la compagnie ne lésine pas est dans son système informatique hors pair. Par exemple, si on prévoit une tornade dans les 48 heures dans une région de la Floride, l'ordinateur central envoie automatiquement une commande à Kellogg's pour faire acheminer immédiatement des boîtes de « Poptarts » aux magasins de la région (l'ordinateur fait un lien entre la venue prévue d'une tornade et l'augmentation des ventes de ce produit).

Les médias d'ici ont fait couler beaucoup d'encre noire sur Wal-Mart Canada suite à la fermeture du magasin de Jonquière. La compagnie est démonisée à outrance. Pourtant, en 2005, Wal-Mart Canada a

été classée encore une fois un des meilleurs employeurs au Canada selon la liste des "50 meilleurs employeurs", publiée dans la revue "Report on Business" et dans le quotidien "La Presse". C'est la quatrième fois en cinq ans que Wal-Mart s'inscrit sur cette liste. Elle est bonne première parmi les détaillants et devance même des compagnies comme Pfizer, Glaxo, Wyeth et Abott Canada. De plus, Wal-Mart Canada arrive au 6<sup>ème</sup> rang au chapitre des possibilités de carrière et au 5<sup>ème</sup> rang pour l'équilibre travail/vie personnelle.

Je ne veux pas partir de débat sur les bienfaits ou non des syndicats, mais voir les choses sous une autre perspective ne nuit pas : avec 1.5 millions d'employés, Wal-Mart est une cible de choix pour ces derniers. À \$600 de cotisation annuelle par employé, c'est une manne potentielle de \$1 milliard par année pour eux !

Malgré que la compagnie croit à environ 12% par année, le P/E n'est que de seulement 15 fois. Le pessimisme entourant la compagnie est donc, selon nous, une belle occasion de devenir actionnaire.

### **Resmed**

Notre entreprise australienne continue de connaître une croissance tous azimuts. Les revenus ont crû de 33% cette année et les BPA de 26%. Il est à noter que le fait de passer les *stocks options* à la dépense en 2005 a réduit légèrement le niveau des marges nettes.

Resmed commercialise des produits médicaux pour aider les patients avec des problèmes respiratoires durant le sommeil. En terme de part de marché, elle est seconde derrière l'entreprise américaine Respironics, mais l'écart se réduit. Les problèmes qu'adresse Resmed sont sérieux. Plusieurs études démontrent un lien important entre les problèmes de respiration durant le sommeil et les problèmes cardiaques subséquents. Dans cette optique, la FDA vient d'approuver le produit *VPAP Adapt SV* de Resmed, un système de ventilation pouvant prévenir certains types de crises cardiaques.

### **Pason Systems**

Notre entreprise de Calgary continue de bien performer. Pason est le leader mondial des instruments de mesure pour les plates-formes pétrolières. Contrairement aux compagnies exploitant des puits, Pason ne vend pas un produit « commoditaire ». Au Canada, elle a plus de 90% de part de marché. Ses marges de profits après impôts de 25% et son rendement de l'avoir qui dépasse les 30% reflètent sa domination. En 2005, les revenus et profits ont cru de plus de 40%.

Ses perspectives à long terme restent impressionnantes. La compagnie a fait une importante percée aux États-Unis où en seulement cinq années, ses parts de marché sont passées de 10% à 37%. Pason commence aussi à s'attaquer aux marchés de l'Argentine, de l'Australie et du Mexique. J'ajouterais que le PDG de Pason, Jim Hill, est tout à fait notre genre de dirigeant (voir plus loin).

### **Bénéfices propres**

Comme vous le 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 allons nous concentrer sur la croissance des bénéfices intrinsèques de nos compagnies et sur leurs perspectives à long terme. Nous accordons aussi une importance à l'évaluation boursière, même si ce n'est pas notre premier critère. Il n'y a pas tellement de différence entre un cours-bénéfices de 16x et un de 20x mais il y en a une entre un P/E de 20x et un de 40x.

En 2005, les cours de nos titres ont grimpé de 15%, sans tenir compte des effets des variations de devises. Nos bénéfices propres ont quant à eux été en hausse de 13%. Depuis quelques années, je vous présente un tableau, aussi important que celui des rendements, de la performance intrinsèque de nos compagnies comparée à celle du portefeuille (au marché) ainsi qu'à celle du S&P 500. L'année 1995 a été exceptionnellement bonne pour nous : plus de 40% de performance du portefeuille et 39% d'augmentation des bénéfices pour nos entreprises. J'ai donc préféré commencer en 1996.

Tableau de la croissance des bénéfices propres des compagnies composant le portefeuille Giverny comparée à la performance boursière de leurs titres.

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%
2005	13%	15%	2%	11%	5%	-6%
<b>Total</b>	<b>266%</b>	<b>328%</b>	<b>62%</b>	<b>92%</b>	<b>134%</b>	<b>42%</b>
<b>Annualisé</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>2%</b>	<b>7%</b>	<b>9%</b>	<b>2%</b>

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

\*\* Performance boursière, dividendes inclus

\*\*\* Tous les résultats sont estimés sans effet de devise

La différence de 2% 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. Plusieurs ne comprennent pas comment le S&P 500 peut avoir fait du surplace depuis 5 ans alors que nous osons dire que la valeur intrinsèque des actions en général a augmenté. Ce second tableau permet une vue plus claire de la situation :

Année	Giverny			S&P 500		
	Croissance	Bourse	Différence	Croissance	Bourse	Différence
1996-2000	14%	19%	5%	8%	18%	9%
2001-2005	13%	12%	-1%	5%	1%	-4%
<b>1996-2005</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>2%</b>	<b>7%</b>	<b>9%</b>	<b>2%</b>

Comme vous pouvez le constater, de 1996 à 2000, les profits des compagnies du S&P 500 ont crû de 8% par année et l'indice a grimpé de 18% par année, reflétant une hausse importante (qui s'est avérée exagérée) du cours-bénéfices des titres composant l'indice. La situation est revenue à la normale pour la seconde période de 5 ans. Au bout du compte, sur 10 ans, les compagnies du S&P 500 ont augmenté leurs profits de 7% par année, versé un dividende d'environ 2% par année et ainsi le rendement de

l'indice a été de 9% par année. La première conclusion n'est pas une découverte : la Bourse finit toujours par refléter adéquatement la valeur sous-jacente des entreprises.

La seconde conclusion à tirer de ce tableau est encore plus pertinente : 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 7% par année alors que nos compagnies ont réalisé 14% annuellement. En ajoutant un dividende d'environ 2% par année, le rendement de nos titres a été de 16% par année. Si nous avons bien fait durant la période de la fin 2000 à 2005, c'est parce que nos compagnies ont continué de réaliser des performances hors paires. La compression moins importante du cours-bénéfices accordée à nos titres en Bourse n'a annulé qu'une faible partie de leur croissance intrinsèque. La dimension « valeur » de notre style joue donc un rôle non négligeable.

Le troisième conclusion est plus empirique. Si à long terme la performance boursière des actions suit inexorablement celle des compagnies sous-jacentes, à court terme il peut y avoir par moment de fortes disparités entre les deux. Les résultats de 1997 et 2002 en sont de bons exemples.

Nous adorons de telles disparités boursières et tentons, dans les limites d'un niveau de transactions raisonnable, d'en profiter au maximum.

### **Un « bon management »**

Au cours des années, j'ai insisté sur l'importance de choisir de bons dirigeants pour les entreprises dans lesquelles nous investissons. Évidemment, à lire les rapports annuels de centaines de compagnies, tous les dirigeants sont bons (surtout quand leur action monte). Il faut user de plus de circonspection pour vraiment juger de la qualité des dirigeants.

Pour y arriver, je me suis beaucoup fié aux écrits de Warren Buffett (et indirectement du livre « *The Warren Buffett CEO* » écrit par Robert P. Miles). En fait, comme investir dans une entreprise c'est devenir partenaire avec ses hauts dirigeants, il faut surtout baser ses critères de sélection sur des valeurs qui comptent à nos yeux. Bien sûr, l'intelligence et la compétence sont des critères importants, mais habituellement, une fois rendus dans les hautes sphères de la gestion corporative, tous les dirigeants possèdent ces qualités. Leur intégrité doit être absolument sans tache.

Warren Buffett a souvent répété, qu'au bout du compte, il se pose une question vitale : « Est-ce que cette personne aime mieux l'argent ou l'entreprise ? ». Il ajoute : « Il n'y a rien de mal à aimer l'argent mais nous voulons des dirigeants qui aiment mieux l'entreprise ».

Les dirigeants d'entreprise ont beaucoup de responsabilités envers les clients, employés, fournisseurs et actionnaires. Ils doivent être capables de concilier avec justesse les divers intérêts de tous les êtres humains impliqués. En une phrase : ils doivent savoir traiter ceux qui leur ont fait confiance de la manière qu'ils voudraient être traités si les rôles étaient inversés.

C'est un tel principe que je veux toujours garder en tête avec vous tous, partenaires de Giverny Capital.

### **Erreurs du jour**

Fidèle à la tradition, voici les trois médailles annuelles de mes pires erreurs pour 2005. Comme c'est si souvent le cas, ce sont les omissions d'achat qui ont eu des conséquences importantes pour nos portefeuilles (même si ces dernières ne laissent pas de trace visible).

## Médaille de bronze : Gillette

J'ai acheté quelques actions de Gillette en 1998. Les problèmes de la compagnie – surtout liés à des acquisitions – se sont poursuivis et j'ai préféré vendre en 2000. En 2003, j'ai recommencé à racheter quelques actions. En effet, un nouveau PDG, James Kilt, a été nommé à la tête de l'entreprise et à la lecture d'un interview avec lui dans Fortune, j'étais convaincu que c'était la bonne personne pour redresser cette entreprise de grande qualité. Warren Buffett, le plus important actionnaire de Gillette à l'époque, en disait le plus grand bien dans l'article. Rapidement, les résultats financiers se sont améliorés. J'ai donc acheté quelques actions à environ \$32. Malheureusement, le titre a commencé à monter et j'ai préféré attendre une correction pour en acheter en bonne quantité. Finalement, en 2005, la compagnie a été acquise par Procter & Gamble pour environ \$52 l'action.

Je connaissais bien la compagnie. J'avais bien évalué les qualités de M. Kilt. Et l'évaluation boursière était acceptable. Je n'ai pas d'excuse : ce gain de 60% en deux ans aurait dû être réalisé. Même sans l'acquisition de P&G, le titre aurait bien fait puisque les résultats ont été excellents et les perspectives de croissance sont encore très bonnes. Nous avons tout de même acheté des actions de Gillette après l'annonce de la fusion car c'était un moyen d'acheter P&G à escompte mais c'eut été définitivement plus enrichissant d'acheter avant.

\*\*\* PUB \*\*\* Avez-vous essayé le nouveau rasoir Gillette *Fusion* ?



## Médaille d'argent: Panera Bread

J'ai une amie de longue date, Caroline Banville, que je sais dotée d'un excellent sens des affaires. Elle a déménagé aux États-Unis il y a 8 ans. Ainsi, à chaque fois qu'on se voit, ma deuxième question (après m'être informé du bien être de sa famille) est la suivante : « As-tu remarqué dans ton voisinage dernièrement une compagnie qui semble bien aller? »

Il y a deux ans, elle m'a répondu : « Il y a une chaîne de sandwichs qui est vraiment bien : *Panera Bread* ». Je suis allé chercher immédiatement les rapports annuels de la compagnie sur Internet. Je m'aperçois que *Panera* est une renaissance de la fusion de *St-Louis Bread* et de la compagnie *Au Bon Pain*<sup>2</sup>, une entreprise que j'ai suivi de près il y a une douzaine d'années. *Au Bon Pain* était une compagnie qui a eu ses heures de gloire jusqu'en 1993. Quelques mauvaises décisions, trop de dettes et une fusion qui n'a pas bien tourné ont gâté la sauce. J'ai alors arrêté de suivre l'entreprise.

Une nouvelle direction est arrivée quelques années plus tard et a fait le ménage en réduisant notamment le niveau de la dette. La division *Au Bon Pain* a été vendue en 1999 et la direction a renommé la compagnie restante *Panera Bread*. Depuis 2000, les revenus sont passés de \$150 millions à \$640

---

<sup>2</sup> En Français dans le texte.

millions cette année, un taux de croissance annuel de 33%. La compagnie a réussi à ramener les marges nettes à 8% et le rendement de l'avoir à 18% (sans levier), une performance exceptionnelle dans cette industrie hyper compétitive.

Au moment où Caroline m'en a parlé, le titre était à environ \$35, ce qui correspondait à environ 34 fois les profits de 2003. Les BPA venaient de doubler en deux ans et ce momentum me semblait insoutenable. J'ai préféré attendre. Tout indique que les BPA vont, en 2006, être le double de ceux réalisés en 2003. Et devinez quoi? Le titre a presque doublé et je n'ai pas acheté une seule action.

En plus, j'avais fait mes devoirs : j'ai visité un *Panera Bread* à Tampa, où nous avons un bureau, quelques mois après la recommandation de Caroline. Mon expérience a été très agréable. À un point où j'y suis retourné à deux reprises durant mon séjour (la diversité culinaire n'est pas mon fort).

### **Médaille d'or: Starbucks (1994- )**

La médaille d'or de cette année est pour l'ensemble de mon œuvre vis-à-vis une compagnie que je suis depuis longtemps : Starbucks Coffee.

Depuis 11 ans, je suis avec admiration les destinées de la compagnie Starbucks. J'ai été témoin de la hausse de 1800% du titre en Bourse - soit plus de 30% par année - sans jamais avoir acheté d'action. Vous connaissez fort probablement la chaîne des cafés Starbucks (qui a commencé "l'invasion" de Montréal récemment). Elle ne nécessite pas d'introduction.

À mes débuts comme investisseur en 1992, je suis allé aux États-Unis et je me souviens m'être dit que ce qui manquait vraiment lors de mes séjours dans ce pays c'était du café qui a de l'allure (note : cette phrase n'est pas disponible dans la version américaine du rapport). Trouver du bon café aux États-Unis était un travail de longue haleine.

Starbucks et ses trois fondateurs ont changé cela de manière spectaculaire. Ces derniers ont ouvert en 1971 le premier Starbucks Coffee au marché Pikes Place à Seattle. Mais c'est vraiment en 1982 que les choses ont changé avec l'arrivée de Howard Schultz. Il a vu le réel potentiel à long terme. Cinq ans plus tard, il a acheté la compagnie avec l'aide d'investisseurs locaux et en 1992 il la rendit publique.

Aux premières loges, Bernard Mooney et moi avons suivi la compagnie dès ses débuts en Bourse (il a le même amour pour le bon café que moi). Bernard a même acheté le premier livre écrit sur la compagnie il y a une dizaine d'années et m'en avait parlé longuement et avec enthousiasme. Ni Bernard ni moi en avons acheté à cause du cours-bénéfices de 40 fois en Bourse que les investisseurs ont presque toujours accordé au titre, avec raison dois-je ajouter. En bons *value investors*, nous préférons attendre une évaluation plus modeste.

Mais comme je dis si souvent : « La discipline est de respecter ses règles; la sagesse est de savoir quand les briser ». Dans le cas de Starbucks, cela fait 11 ans que je manque de sagesse. À chaque année, je me dis que peut-être enfin le titre corrigera et nous aurons la chance de devenir actionnaire de cette fabuleuse entreprise. En vain.

Je vous souhaite à tous et toutes une bonne année 2006.

François Rochon  
Président et gestionnaire des portefeuilles  
Giverny Capital Inc.



## ANNEXE

### Philosophie de placement et de gestion des portefeuilles

*Note : Cette section est une répétition des rapports annuels antérieurs destinée aux nouveaux partenaires.*

L'année 2005 a été marquée par l'arrivée de plusieurs nouveaux partenaires (le terme que nous utilisons à Giverny pour désigner nos clients) . Nous sommes maintenant 600 partenaires. Avec tous ces nouveaux venus, il est bon de revenir sur notre philosophie de placement.

- À très long terme, les actions représentent la meilleure classe d'investissement.
- 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 liée au rendement de l'avoir des actionnaires).
- Nous choisissons des entreprises possédant un haut niveau de rentabilité, de bonnes perspectives de croissance à long terme et des dirigeants honnêtes, compétents et dédiés au bien des actionnaires.
- Nous évitons les compagnies risquées : non rentables, trop endettées, cycliques et/ou dirigées par des êtres motivés par l'ego au lieu d'un authentique sentiment d'altruisme.
- 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 généralisée crée des opportunités d'acquérir nos compagnies ciblées souvent bien en deçà de 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 toujours par avoir raison sur l'action sous-jacente.

L'expérience et le bon sens nous enseignent 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. Ainsi, certaines années notre portefeuille aura un rendement inférieur à la moyenne. C'est une certitude qu'il faut accepter.

Autre point important : la grande volatilité des bourses est perçue par la plupart des investisseurs comme un élément négatif. C'est pourtant le contraire. 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 en profiter pour acquérir nos superbes entreprises à prix attrayant. Plus les marchés (les autres participants) seront irrationnels, plus grandes seront nos chances d'atteindre nos ambitieux objectifs de rendement.

Benjamin Graham aimait dire que l'irrationalité de la Bourse est un avantage extraordinaire pour les investisseurs intelligents. Par contre, celui qui est affecté par les fluctuations des marchés des valeurs à court terme (moins de 5 ans) et qui prend des décisions en se basant sur ces dernières transforme cet avantage inhérent en désavantage. Sa propre perception de la nature des cotes boursières devient alors son pire ennemi. L'approche de Giverny Capital est de juger la qualité d'un placement sur une période de cinq ans. Je crois qu'un tel horizon temporel est nécessaire pour juger un gestionnaire aussi.

Ainsi, la patience – la nôtre ET celle de nos partenaires – devient la pierre angulaire de la réussite.