

Giverny Capital Inc.

Rapport Annuel 2006



Marc Séguin
Autoportrait en dénie, 2002
Collection Giverny Capital Inc.

Giverny Capital Inc. - Rapport annuel 2006 ©

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2006, le rendement de notre capital sous gestion a été de 3.5% par rapport à 17.0% pour notre groupe indicier comparatif, soit une valeur ajoutée de -13.5%. Ces rendements incluent tous deux un gain de 0.2% lié 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 18.0% par rapport à 10.4 % pour notre groupe indicier comparatif.

Notre ambitieux objectif est de maintenir à long terme un rendement annuel de 5% supérieur aux indices. Si les actions en général (telles que mesurées par le S&P 500) réalisent un rendement de 7 à 9% par année dans le futur – une plage qui nous semble assez réaliste – notre objectif est de maintenir un rendement annuel de 12 à 14% à long terme. J'utilise le terme "ambitieux" avec circonspection car moins de 1% des gestionnaires réussissent à atteindre un tel objectif sur une période de plus de 10 années. Nous réalisons que nous mettons la barre haute.

Une année difficile

Si nous sommes dans la bonne direction, tout ce que nous avons à faire c'est de continuer de marcher.

- Sagesse Bouddhiste

Nous n'avons manifestement pas atteint nos objectifs à long terme en 2006. Pourtant, la croissance des bénéfices par action de nos entreprises a été bonne soit une hausse d'environ 13% par rapport à 2005 (une augmentation de leur valeur intrinsèque de 14% en incluant les dividendes). Nous y reviendrons plus en détails dans la section des "bénéfices propres". Ainsi, contrairement aux indices boursiers, les actions de nos compagnies, dans leur ensemble, ont fait moins bien que leur performance intrinsèque. Nos titres américains de grande capitalisation nous ont procuré un rendement similaire au S&P 500. Par contre, nos titres américains de petite capitalisation ont fortement sous-performé le Russell 2000.

Notre philosophie de placement est de se considérer propriétaires des entreprises desquelles nous avons acquis des actions (je vous invite à relire l'annexe sur notre philosophie d'investissement à la fin du rapport). La conséquence de cette philosophie est qu'il ne faut pas être affecté par les cotes boursières à court terme. Pour citer Warren Buffett : *«Le marché boursier n'est pas là pour vous guider mais pour vous servir. La clé pour y réussir est d'avoir le bon tempérament vis-à-vis ses cotations. Elles sont parfois justes mais parfois aussi, à court terme, loin de la réalité économique ».*

Tout le monde adhère avec un sincère enthousiasme à ces nobles paroles quand les résultats sont bons. C'est dans les temps plus difficiles – comme en ce moment – que l'allégeance à cette saine philosophie est testée véritablement. C'est dans de telles périodes que le bon tempérament dont parle si souvent Warren Buffett est absolument nécessaire.

Parallèlement, tout investisseur sage (ou à tout le moins en quête de sagesse) doit être capable de prendre du recul et d'analyser si c'est le marché qui a tort ou si c'est lui qui ne veut pas voir la réalité. Il ne faut jamais sous-estimer la force du déni. Le tableau reproduit sur la page couverture de notre rapport annuel cette année, réalisé par le brillant artiste Marc Séguin, s'intitule "Autoportrait en dénie" et se trouve dans nos bureaux. En plus d'être un chef d'œuvre, il sert à nous rappeler combien il est important de toujours garder les yeux ouverts et de pas tomber dans les nombreux trous du déni que l'esprit humain creuse, souvent à son insu.

À plusieurs reprises cette année, nous avons revu avec un œil nouveau tous les titres que nous possédons. Comme vous savez, nous n'aimons pas vendre. Si on regarde nos plus importantes participations, nous les possédons en moyenne depuis quatre ans et demi, dont six titres depuis plus de huit ans. Par contre, il est important de toujours faire preuve de détachement - les émotions et les actions font mauvais ménage - et de tenter de réévaluer la pertinence de tous nos placements au moins une fois par année. Il y a une différence entre être patient et être borné.

Nos rendements depuis 1993

Portefeuille Giverny Global (en dollars canadiens):

Rendements *	Giverny	Indices **	+ / -	\$ US/Can***	S&P 500	+ / -
1993 (Q3-Q4)	37.0%	9.5%	27.6%	3.3%	8.4%	28.6%
1994	16.5%	3.7%	12.7%	6.0%	7.3%	9.2%
1995	41.2%	24.0%	17.2%	-2.7%	32.9%	8.3%
1996	28.0%	22.8%	5.2%	0.3%	22.7%	5.3%
1997	37.7%	28.6%	9.2%	4.3%	36.7%	1.0%
1998	20.6%	18.8%	1.8%	7.1%	37.7%	-17.0%
1999	15.1%	16.3%	-1.2%	-5.7%	14.1%	1.0%
2000	13.4%	3.2%	10.2%	3.9%	-4.6%	18.0%
2001	15.1%	-0.4%	15.5%	6.2%	-5.7%	20.8%
2002	-2.7%	-18.3%	15.6%	-0.8%	-22.0%	19.3%
2003	13.6%	14.0%	-0.4%	-17.7%	5.7%	7.9%
2004	1.6%	6.2%	-4.5%	-7.3%	2.8%	-1.1%
2005	11.5%	3.6%	7.9%	-3.2%	1.5%	10.0%
2006	3.5%	17.0%	-13.5%	0.2%	15.7%	-12.1%
Total	831.9%	278.0%	553.9%	-8.8%	264.5%	567.4%
Annualisé	18.0%	10.4%	7.6%	-0.7%	10.1%	7.9%

* Tous les rendements sont ajustés en dollars canadiens.

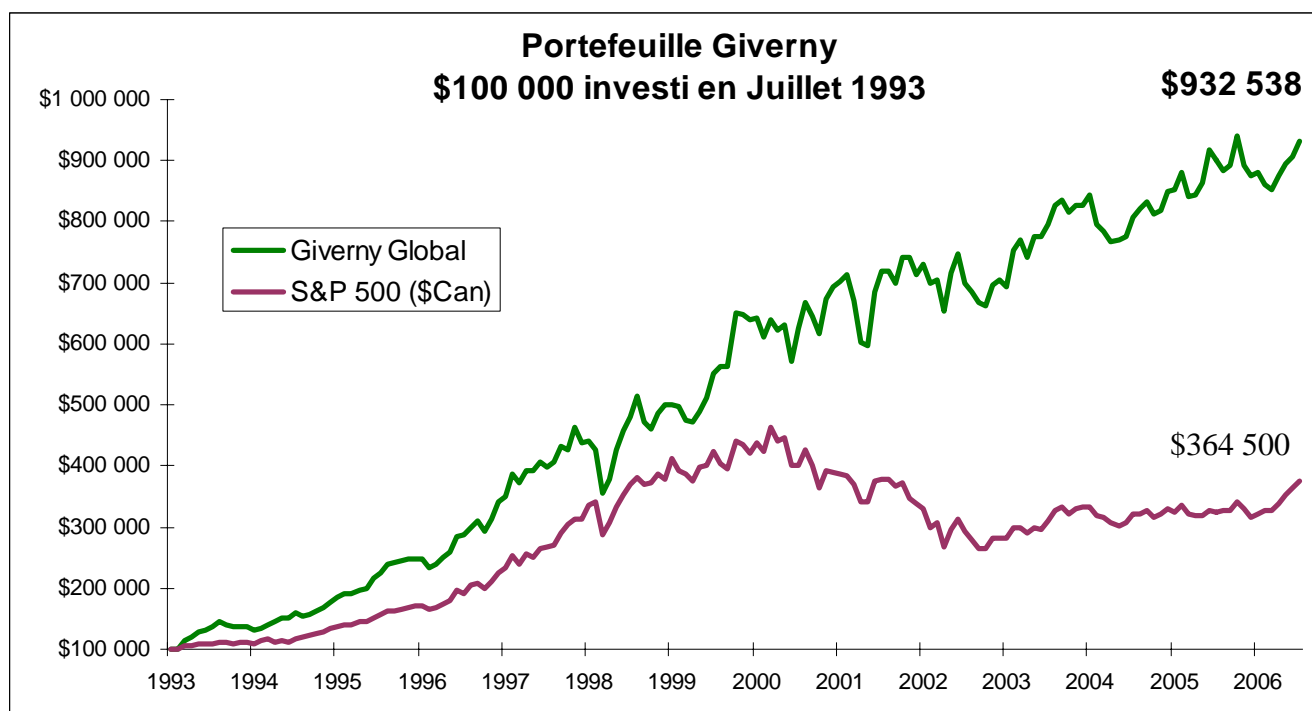
** Les «Indices» est un indice hybride (S&P/TSX, S&P 500, Russell 2000, etc.) qui reflète la répartition d'actifs en début d'année.

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

À deux reprises lors des trois dernières années, nos rendements ont été décevants. Nous ne voulons pas vous embrumer d'excuses. Les perdants trouvent des excuses, les gagnants des moyens ! Nous allons y aller plutôt avec quelques explications :

- D'abord, la hausse de la devise canadienne a amputé une partie de nos rendements. Depuis 2003, le rendement de nos titres a été de 71% (14% annuel) mais une fois ramené en dollar canadien, il baisse à 33% (7% annuel). Historiquement, l'effet de la fluctuation de la devise américaine par rapport à la devise canadienne tend à devenir minime. Il faut donc garder les choses en perspective. Depuis le début du portefeuille, la devise canadienne n'a retranché que 0.7% à nos rendements annuels depuis 1993, rien de vraiment significatif.
- Depuis 2004, nos compagnies ont augmenté leur valeur intrinsèque d'environ 57% (16% annuel) alors que nos titres n'ont grimpé que de 28% (8% annuel). La majeure partie de cette différence s'explique par une contraction des cours-bénéfices de nos titres. L'évaluation boursière de notre portefeuille est au niveau le plus bas des 10 dernières années. Nous considérons ainsi plusieurs de nos titres comme grandement sous-évalués.

- Finalement, à un niveau relatif, les secteurs indiciels qui ont le mieux fait depuis 3 ans sont surtout ceux liés aux ressources naturelles, industries que nous évitons en général.



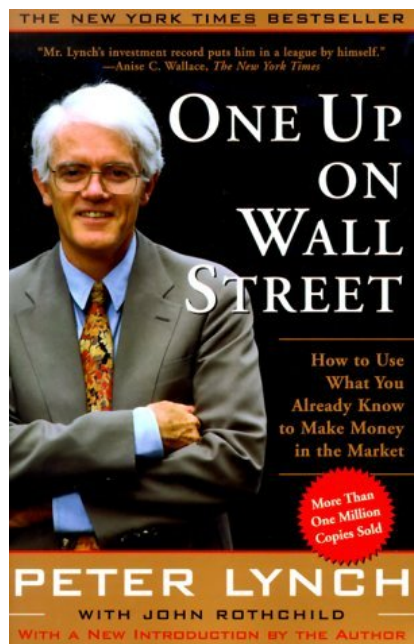
Portefeuille Giverny US (tout en dollars américains):

Notre portefeuille Giverny US a réalisé un rendement de 3.3% en 2006 soit environ 12% de moins que le S&P 500. Depuis 1993, le portefeuille US a fait +843% soit 18.1% annualisé contre +300% pour le S&P 500 soit 10.8%. Notre valeur ajoutée annualisée est donc de 7.3%. Voici les détails depuis 1993 :

Année	Giverny US	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%
2005	12.5%	4.9%	7.6%
2006	3.3%	15.4%	-12.1%
Total	843.3%	299.9%	543.3%
Annualisé	18.1%	10.8%	7.3%

Une nuit mémorable il y a 15 ans !

En 1992, j'ai acheté le livre « *One Up on Wall Street* » de Peter Lynch. Je l'ai lu en une nuit. Ce fut une nuit mémorable. Avec « *L'investisseur Intelligent* » de Ben Graham, ce livre est probablement le meilleur écrit sur l'investissement à ce jour. J'y ai découvert un amour pour le placement boursier qui ne m'a jamais quitté depuis.



Peter Lynch a surtout insisté dans ce livre sur la nature volatile de la Bourse et que la seule façon d'y réussir était de toujours avoir un horizon à long terme. Voici quelques extraits de ce livre qui devraient figurer au temple de la renommée des citations boursières:

- ❑ Dans le mois, l'année ou les trois ans à venir, la Bourse va baisser fortement.
- ❑ Essayer de prévoir la direction du marché sur un an ou deux est impossible.
- ❑ Prévoir l'économie est futile.
- ❑ Investissez dans les actions, pas dans le marché.
- ❑ Faites abstraction des mouvements à court terme.
- ❑ Les cours boursiers varient souvent à l'opposé des fondamentaux, mais à long terme, les bénéfiques finissent toujours par guider ces cours.
- ❑ Qu'un court monte à court terme ne signifie pas que vous ayez raison.
- ❑ Qu'un court baisse à court terme ne signifie pas que vous ayez tort.
- ❑ Il y a toujours quelque chose d'inquiétant dans les parages. Ignorez les manchettes alarmistes.

Depuis la lecture de ce livre il y a 15 ans, rien n'a changé dans la nature fondamentale de la Bourse (et de la nature humaine) qui rendrait ces principes dépassés.

J'ai aussi rapidement compris qu'il y aurait des hauts et des bas dans une vie dédiée au placement boursier. Pour citer mon philosophe favori Erich Fromm : « Le but à atteindre dans la vie n'est pas de surmonter l'insécurité inhérente à exister. L'objectif c'est d'apprendre à la tolérer ».

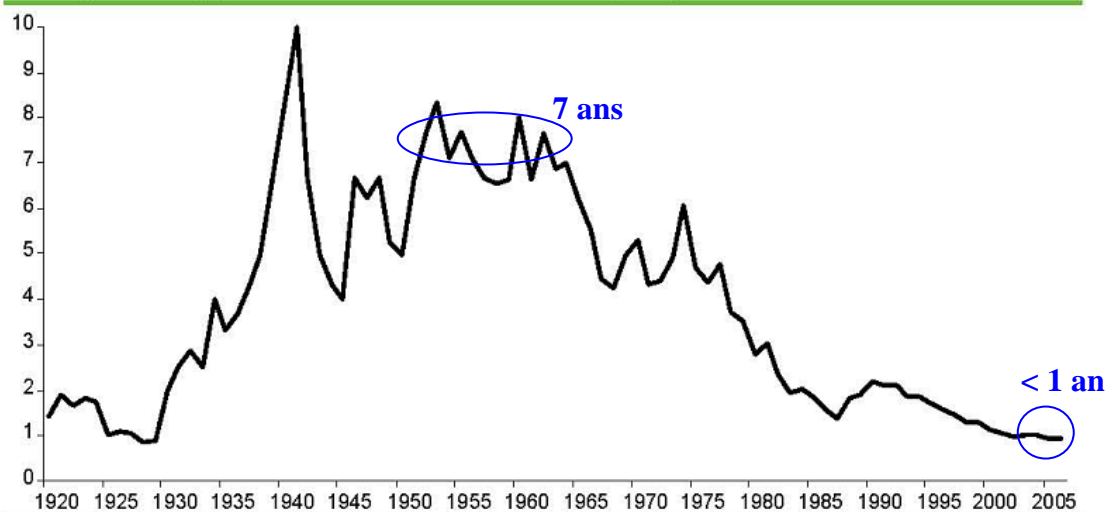
Les rendements des investisseurs selon Dalbar (suite de 2003)

Il y a trois ans, nous vous avons présenté les résultats d'une analyse fascinante réalisée par la firme Dalbar Inc., spécialisée dans l'étude comportementale des investisseurs. L'étude démontrait la grande différence entre les rendements du S&P 500, des fonds mutuels et surtout des investisseurs détenteurs de ces fonds mutuels. Voici les chiffres pour la période de 20 ans se terminant en 2005 :

Rendement annuel du S&P 500	12%
Rendement moyen des fonds mutuels d'actions	9%
Rendement moyen des détenteurs de ces fonds	4%

Comment expliquer de tels résultats? La seule réponse possible est que les investisseurs dans leur ensemble achètent et vendent leurs parts de fonds mutuels (actions, obligations, etc.) au mauvais moment. Ils achètent ce qui a bien fait dans les dernières années et vendent ce qui a mal fait. S'ils basaient leur décision sur la valeur intrinsèque et non sur les cotes boursières à court terme, ils agiraient probablement différemment. Mais cela ne semble pas être dans la nature de "l'humain-investisseur-boursier". En fait, ce comportement de transiger excessivement continue de s'empirer au lieu de s'améliorer. Le temps de possession des actions qui étaient en moyenne de 7 ans dans les années 1950-1960 est tombé sous les sept mois en 2006. En moins d'un demi-siècle, la durée moyenne de détention des actions a donc chuté de plus de 90%.

Average holding period for a stock on the NYSE (years)



Source: Dresdner Kleinwort Macro research

Période de détention des actions sur la Bourse de New York 1920-2005

Résister au chant des sirènes

Les actions représentent la meilleure classe d'actif à long terme. Par contre, de se promener d'une classe d'actif ou d'un fonds à l'autre au gré de ses émotions (selon les rendements à court terme) est une activité destructrice. Il est bon de se rappeler les aventures d'un personnage de la mythologie gréco-romaine : Ulysse, le héros de l'Odyssée d'Homère. La Guerre de Troie terminée, Ulysse erre sur la mer du fait du courroux de Poséidon. Il croise alors des sirènes qui cherchent à pousser, au moyen de leurs chants envoûtants, les navires vers les récifs. Ulysse, prévenu d'avance, demande à son équipage de se boucher les oreilles avec de la cire et il se fait attacher au mât du bateau. L'investisseur boursier, tant amateur que professionnel, doit lui aussi apprendre à résister au chant séduisant des rendements à

court terme Sinon, ce sont les récifs des résultats de l'étude de Dalbar qui peuvent se trouver au bout du chemin.

Nos compagnies

Derrière chaque action, il y a une compagnie.

- Peter Lynch

Walgreen's

La chaîne de pharmacies Walgreen's a connu une excellente année 2006. Pour l'exercice financier se terminant en août, les revenus ont grimpé de 12%, les ventes comparables de 8% et les bénéfices par action (BPA) de 13%. Le rendement de l'avoir a été de 18%. La compagnie n'a toujours pas de dette et possède \$1.5 milliards en liquidités. Peu de compagnies réussissent à maintenir un tel taux de croissance aussi longtemps que Walgreen's (je vous invite à lire le chapitre consacré à l'entreprise dans le livre « *Good to Great* »). Quoique nous connaissions la compagnie depuis bien des années, nous avons acquis nos actions il y a quatre ans à environ \$30. Le titre a terminé l'année 2006 à \$45. À ce jour, ce fut donc un placement rentable (12% par année en incluant le dividende).

Ce rendement boursier est pourtant légèrement inférieur à la performance intrinsèque de l'entreprise. En effet, le titre a corrigé l'automne dernier suite à l'annonce de Wal-Mart de vendre des médicaments génériques à \$4. Aussi, l'acquisition de Caremarx par CVS inquiète bien des investisseurs. Je ne suis pas un devin sur l'avenir de cette industrie fort compétitive. Mais je crois que Walgreen's a le meilleur plan de match à long terme et demeure l'entreprise la plus solide du secteur.

Le premier trimestre de l'exercice 2007 a été extrêmement positif. Les revenus ont grimpé de 17%, les ventes comparables de 10% et les BPA de 25%. La compagnie a aussi racheté pour \$343 millions de ses actions. Elle a aussi annoncé un nouveau programme de rachat de \$1 milliard.

Disney

Disney a connu une année 2006 du tonnerre. Les profits ont grimpé de plus de 31%. Ces résultats ne sont pas un accident : Robert Iger continue de faire un travail fantastique. Le titre a bien fait en Bourse depuis notre achat en septembre 2005. Il a grimpé de \$24 à \$35. L'évaluation boursière est un peu plus haute que lors de notre achat, mais nous sommes encore très enthousiastes vis-à-vis les perspectives à long terme.

Fastenal

L'entreprise de Winona (Minnesota) continue de réaliser des prouesses. Les revenus et les profits ont grimpé de plus de 20% en 2006, et ce, après une année similaire en 2005. Fastenal fait partie de notre portefeuille depuis 1998 (le titre a grimpé de 500% en 8 ans). Nous connaissons bien l'entreprise et elle cadre parfaitement avec notre philosophie : une entreprise dans un secteur peu excitant (la boulonnerie), avec un superbe bilan, extrêmement rentable et des dirigeants hors-pair.

À l'exception d'octobre 1998, lorsque nous sommes devenus actionnaires pour la première fois, le titre de Fastenal ne s'est jamais transigé en bas de 20 fois les profits. La haute évaluation de la compagnie, qui nous semble pleinement justifiée, rend le titre volatil. Ainsi, malgré une excellente performance

intrinsèque, le titre a baissé de 8% cette année. Nous en avons profité pour augmenter notre participation.

Bank of the Ozarks

L'automne dernier, nous avons passé une journée avec les dirigeants de notre petite banque de Little Rock (Arkansas). La compagnie est en voie de compléter sa phase de forte expansion entamée au début de 2006. Par contre, le timing aurait pu être meilleur. L'augmentation des dépenses due à l'ouverture de nouvelles succursales a été combinée avec des pressions sur le taux des dépôts bancaires ainsi qu'avec des marges de revenus d'intérêts en baisse (liées à la courbe des taux fortement aplaniée).

Ainsi, en 2006, les BPA n'ont été que légèrement en hausse par rapport à 2005 malgré une hausse de 20% des actifs. Les deux premiers trimestres de 2007 devraient être similaires. À plus long terme, les perspectives de croissance nous semblent toujours excellentes.

W.P. Stewart

Le titre de la firme de gestion de portefeuilles W.P. Stewart a été notre placement le plus décevant cette année. Après deux trimestres difficiles en début d'année, W.P. Stewart a obtenu des rendements adéquats des portefeuilles sous gestion lors des deux derniers trimestres de 2006 : une hausse de respectivement 4% et 6%. Pour l'année 2006, le rendement des comptes fut de 7%, un niveau inférieur à celui du S&P 500. La compagnie continue donc de perdre des actifs.

À la vue des titres détenus en portefeuille, je reste confiant que la compagnie pourra battre les indices à long terme. En attendant, le dividende de \$0.92 nous procure un rendement de 7%.

Microsoft

La plus importante compagnie de logiciels au monde a connu une bonne année 2006. Les BPA ont grimpé approximativement de 10% et le titre de 14%. La profitabilité est proche (enfin) pour la division de jeux vidéo. Le X-Box 360 est en effet un grand succès. J'ai fait ma part en acquérant une console pour Noël.

Le titre de Microsoft a été volatil cette année. Il est passé de \$29 à \$22 cet été quand la compagnie a annoncé des dépenses additionnelles de R&D de \$2 milliards (\$0.20 par action) pour faire meilleure compétition à Google. Nous en avons profité pour racheter d'autres actions. Le titre a terminé l'année à près de \$31.

Les perspectives pour 2007-08 sont excellentes avec la sortie prochaine du nouveau système d'exploitation Vista. Microsoft est une entreprise extraordinairement rentable et un fleuron de l'histoire du capitalisme. Cependant, il faut avouer que Google est une entreprise exceptionnelle et pourrait devenir une compétitrice redoutable dans certains segments de marché de Microsoft. Nous gardons donc les yeux ouverts.

Wells-Fargo

Cette grande banque américaine a connu une autre excellente année en 2006. Les BPA ont grimpé de 11% malgré la difficile courbe des taux (à ma connaissance c'est la banque qui a le mieux géré l'effet de la courbe des taux sur son portefeuille de prêts). En y ajoutant le dividende de plus de 3%, c'est une entreprise qui récompense très adéquatement ses actionnaires. Et ce, depuis bien des années. Après

avoir été actionnaires dans les années 90, nous avons racheté des actions en 2005 et continué d'augmenter notre participation l'an dernier.

Wal-Mart

Wal-Mart a connu une année plus difficile. Les BPA n'ont grimpé que de 9%, sous notre objectif de 12% pour cette entreprise. La faiblesse des ventes au détail (entre autres à cause de la hausse du prix du carburant) a affecté l'entreprise. La compétition est féroce aux États-Unis (Target est un compétiteur solide), en Grande-Bretagne (Tesco PLC) et en Allemagne (Metro AG). Les nouvelles sont meilleures du côté du Canada, du Mexique et surtout de l'Inde, où la compagnie est sur le point de signer une importante entente de partenariat avec Bharti pour développer des magasins dans ce pays.

Wal-Mart a aussi annoncé de nombreuses initiatives environnementales (des magasins à l'énergie solaire, par exemple) et une augmentation des avantages consentis aux employés. Même si les résultats sont légèrement plus faibles que prévus, le titre nous semble sous-évalué : Il ne se transige qu'à seulement 15 fois les profits prévus en 2007.

Resmed

Encore une fois, Resmed a été notre entreprise en plus forte croissance en 2006. Les revenus ont grimpé de 32% et les BPA de 27% (en incluant des charges pour les *stock options*). Le titre a bien fait en Bourse, grimpant de 28%. Depuis notre achat en 2004 de cette superbe entreprise australienne, le titre a plus que doublé. L'évaluation boursière du titre n'est pas basse (30 fois les profits estimés), mais nous croyons qu'à long terme, les perspectives de croissance restent excellentes.

Brown & Brown

Notre entreprise de courtage en assurances de Daytona Beach (Floride) continue à réaliser son ambitieux objectif de croître ses profits de 15% par année (sur 5 ans et 10 ans, son taux de croissance annuelle dépasse les 20%). Nous avons acquis nos actions de Brown & Brown en 2004 lorsque le titan de l'industrie, Marsh & McLennan, s'est retrouvé dans la tourmente. Le titre de BRO avait alors baissé de 20% en sympathie avec M&M. Depuis, les BPA et le titre de Brown & Brown ont grimpé de 40%. Par contre, cette hausse n'a pas été linéaire : En 2006, le titre a reculé de 8%, soit 23% de moins que l'accroissement de sa valeur intrinsèque contribuant ainsi à notre sous-performance relative au Russell 2000. Nous croyons que rien n'a changé chez cette exceptionnelle entreprise.

Mohawk Industries

Dans son second livre « *Beating the Street* », écrit en 1992, Peter Lynch y discutait de la compagnie Shaw Industries. Ce fut une des premières compagnies que j'ai étudié en détail. Quelques années plus tard, en 1999, j'ai même écrit un article dans le journal *Les Affaires* portant sur les excellentes perspectives de l'entreprise; Je n'ai pas acheté d'action à ce moment là (allez savoir pourquoi !). Quelques semaines plus tard, la compagnie de Warren Buffett, Berkshire Hathaway, acquérait Shaw.

Ce ne fut pas la fin de l'histoire. Quand j'ai étudié le dossier de Shaw Industries, je suis tombé sur leur plus proche rival, Mohawk Industries. Avec les années, Mohawk a réussi à devenir un joueur aussi solide que Shaw. Ses diversifications dans les planchers à surface rigide (plancher de bois franc, plancher flottant et céramique) ont été très profitables. La compagnie me semble extrêmement bien gérée : Le bien des actionnaires semble toujours être au centre des préoccupations des dirigeants.

Des craintes quant au ralentissement dans le marché des constructions résidentielles aux États-Unis ont fait glisser le titre d'un haut de \$90 en début 2006 à \$75 cet automne. Pourtant, seulement 15% des revenus sont liés au marché des maisons neuves. C'était la chance que nous attendions pour acquérir des actions.

Bénéfices propres

À chaque année, nous vous présentons un tableau aussi important que celui des rendements : celui de la croissance de nos bénéfices propres. Nous ne ferons pas exception cette année, mais nous allons y aller plus en détails, histoire de mieux comprendre ce qui s'est passé en 2006.

Année ***	Giverny			S&P 500		
	Valeur *	Bourse **	Différence	Valeur *	Bourse **	Différence
1996	14%	29%	15%	13%	22%	9%
1997	17%	35%	18%	11%	31%	20%
1998	11%	12%	1%	-1%	28%	29%
1999	16%	12%	-4%	17%	20%	3%
2000	19%	10%	-9%	9%	-9%	-18%
2001	-9%	10%	19%	-18%	-11%	7%
2002	19%	-2%	-21%	11%	-22%	-33%
2003	31%	34%	3%	15%	28%	13%
2004	21%	8%	-12%	21%	11%	-8%
2005	14%	15%	0%	13%	5%	-8%
2006	14%	3%	-11%	15%	16%	1%
Total	356%	342%	-14%	161%	170%	10%
Annualisé	15%	14%	0%	9%	9%	0%

* Croissance des bénéfices propres (approximative) plus les dividendes versés par les compagnies

** Performance boursière, dividendes inclus

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

Il y a deux périodes fort différentes lors des 11 dernières années : les cinq années de 1996 à 2000 et les six suivantes de 2001 à 2006.

Période	Giverny			S&P 500		
	Valeur	Bourse	+/-	Valeur	Bourse	+/-
1996-2000	15%	19%	4%	10%	18%	8%
2001-2006	14%	11%	-4%	9%	3%	-6%
1996-2006	15%	14%	0%	9%	9%	0%

Comme vous pouvez le constater, lors des deux périodes, la croissance de la valeur intrinsèque des entreprises a été similaire (la nôtre comme celle du S&P 500). Par contre, la première période a été caractérisée par une expansion des cours-bénéfices alors que ce fut l'inverse dans la seconde période.

Sur 11 ans, la performance boursière a suivi, comme il se doit, la performance intrinsèque des entreprises sous-jacentes.

Performance boursière et performance intrinsèque – Détails pour 2006

Voici, plus en détails, un tableau de nos plus importantes participations et de leur performance en 2006. Pour la majorité d'entre elles, il y a cette année des différences énormes entre leur performance intrinsèque (croissance des BPA) et leur performance en Bourse.

Titre	Bourse 2006	BPA 06/05 Est.	Différence
Berkshire Hathaway B	25%	21%	4%
Walgreen	4%	17%	-13%
O'Reilly Automotive	0%	11%	-11%
Knight Transportation	-18%	20%	-37%
ResMed Inc.	28%	27%	2%
Fastenal	-8%	21%	-29%
Brown & Brown	-8%	15%	-23%
Microsoft	14%	10%	5%
Disney	43%	31%	12%
M&T Bank	12%	10%	2%
American Express	18%	18%	0%
Pason Systems	-8%	38%	-46%
Wells-Fargo	13%	11%	2%
Progressive Corp	-17%	23%	-40%
W.P. Stewart & Co	-33%	-35%	2%
Wal-Mart	-1%	9%	-10%
Bank of the Ozarks	-10%	4%	-14%
Expeditors Intl.	20%	24%	-4%
Moyenne	4%	15%	-11%

Pour ces 18 titres, la croissance moyenne de leur BPA a été de 15% en 2006 mais leurs actions en Bourse n'ont grimpé que de 4%. Nous avons discuté à maintes reprises, cette année, du cas spécial de W.P. Stewart. À l'exception de cette dernière, toutes nos entreprises ont réalisé des bénéfiques records.

Comment réagir devant de telles disparités? Ce n'est pas très constructif de réagir avec frustration ou avec un sentiment quelconque d'injustice. Le mieux à faire est de s'assurer que la situation fondamentale à long terme de nos compagnies reste solide et accepter que certains éléments dans le monde des affaires sont incontrôlables. Les cotes boursières à court terme font parties du lot.

Cette acceptation n'est pas passive et fataliste. En fait, c'est tout le contraire. Nous faisons l'effort constant de toujours chercher à mieux comprendre la nature de nos entreprises et du marché boursier. Comprendre pour ne pas se soumettre; Comprendre pour pouvoir mieux agir. La réalité est que plusieurs de nos titres ne sont simplement pas «à la mode» malgré leurs excellentes qualités intrinsèques. La seule chose sensée à faire est d'attendre que la Bourse les reflète.

Saveur du jour

On nous demande régulièrement ce qui est le plus dangereux en Bourse (la "saveur du jour" boursière). Il y a quelques années au Canada Nortel et les autres coqueluches technos avaient la cote. Alors que ces

jours-ci rien ne nous semble plus populaire que les banques canadiennes. C'est ironique car à l'époque où Nortel trônait sur le marché canadien, nous avons acheté des actions de deux banques : la Banque Scotia et la Banque de Montréal, deux titres boudés à ce moment-là. Nous avons vendu environ deux ans plus tard à un prix 60% plus élevé mais nous aurions gagné à les conserver plus longtemps (c'est plus facile à dire après). À titre comparatif, voici un tableau qui montre les grandes différences fondamentales entre 2000 et 2006

Banque de Montréal	2000	2006		Banque Scotia	2000	2006
Rendement de l'actif	0.72%	0.82%		Rendement de l'actif	0.76%	0.95%
Provisions / profits nets	21.4%	6.7%		Provisions / profits nets	39.7%	6.0%
Taux d'imposition	36.5%	23.1%		Taux d'imposition	33.2%	19.2%
Cours-bénéfices	8x	14x		Cours-bénéfices	8x	14x

On peut voir qu'en six ans, le niveau de profitabilité a fortement augmenté. Une partie est liée à un niveau de provisions pour mauvais prêts beaucoup plus bas. Dans le cas de la Banque Scotia, le taux est passé de 40% des profits nets à 6% soit une baisse de 85%. En plus, le taux d'imposition a baissé de plus 1400 points de base ce qui a aussi contribué à améliorer le niveau de profitabilité, un taux aidé en partie par une diversification internationale. Sans l'ombre d'un doute, il sera quasi impossible dans les prochaines années d'autant réduire le taux de mauvais prêts (il deviendrait des « gains pour mauvais prêts ») ni de réduire le taux d'imposition de manière substantielle.

Et comment ont réagi les investisseurs en Bourse à ces profits réalisés dans un environnement quasi idéal et difficilement soutenable? Les cours-bénéfices ont grimpé de 75% passant de 8 fois en 2000 à 14 fois en 2006. À long terme, dans une économie canadienne qui croît de 5% par année, il me semble irréaliste de croire que l'ensemble des joueurs de l'industrie bancaire pourra faire beaucoup mieux que ce taux de croissance.

Post Mortem quinquennal : l'année 2001

Comme à chaque année, nous effectuons un post-mortem sur nos décisions d'il y a cinq ans. En 2001, nous étions au cœur du scandale de Enron et de l'écroulement des titres de hautes technologies et à l'automne, eurent lieu les attaques du 11 septembre. Voici un graphique du S&P 500 depuis :



Comme vous voyez sur le graphique ci-haut, lorsque la Bourse fut réouverte, quelques jours après le 11 septembre, elle a baissé de 6% en une journée. Malheureusement pour ceux qui ont vendu à ce moment-là, le S&P 500 est 40% plus haut aujourd'hui. Comme quoi que vendre en panique n'est pas une stratégie gagnante.

Nous avons décidé de faire quelques achats suite à la chute des Bourses. Quand le titre d'American Express a fortement corrigé (il a glissé de \$50 à \$25 en quelques mois), nous en avons profité pour augmenter notre participation. Ce fut en fait le titre que j'ai recommandé sur Radio-Webfin lors d'une entrevue suite aux attaques. Comme Amex est maintenant à \$58 (sans compter en bonus le «spin off» d'Ameriprise), on peut conclure, cinq ans plus tard, que ce fut un bon achat.

Nous avons aussi acquis des actions de l'entreprise canadienne Wesjet Airlines après le 11 septembre. Les titres du secteur aérien se sont écroulés partout dans le monde en fin 2001. Westjet était à l'époque une entreprise rentable et avec un beau bilan. Nous avons revendu nos actions quelques années plus tard au double du prix payé.

La Bourse canadienne 2001-2006

Aujourd'hui, après que le TSX ait doublé en cinq ans (grâce au *bull market* des ressources), plusieurs compatriotes veulent investir dans le marché canadien. Tous les risques qu'ils voyaient en 2001-2002 semblent avoir disparu comme par enchantement. Paradoxalement, c'est exactement quand les investisseurs ne voient plus de risque en Bourse qu'elle devient le plus risquée.

Erreurs du jour

*Tous les hommes font des erreurs.
Mais seuls les hommes sages apprennent de leurs erreurs.*

- Winston Churchill

Comme le veut la tradition *Givernienne*, voici nos trois médailles annuelles pour les "meilleures" erreurs de 2006.

Médaille de Bronze : Cognex

Nous avons possédé des actions de Cognex pendant 10 ans. Nous avons acheté et vendu des actions à plusieurs prix différents, mais je dirais qu'en moyenne notre rendement annuel a été de 4% par année ce qui est fort décevant. Dans ce cas-ci, notre patience n'a pas été récompensée. Comme vous savez, j'ai toujours dit de bons mots de cette belle entreprise de Boston et voué une grande admiration à son fondateur, Robert Shillman.

J'ai hésité longtemps avant de classer cet investissement dans la case erreur. Je connaissais bien la compagnie et avais bien évalué le potentiel et les risques. Après de longues réflexions, j'ai conclu qu'il manquait un élément à Cognex et qu'il était difficile de s'en apercevoir rapidement.

La direction traite extraordinairement bien ses employés (ce que j'ai toujours admiré). Entre autres, le programme de «*stock options*» est très généreux. Quand la compagnie avait une croissance de 25% par année, de donner environ 3% de l'entreprise aux employés à chaque année n'avait pas un effet majeur de dilution. Par contre, quand la croissance ralentit fortement et que la compagnie ne récompense pas ses actionnaires pendant plusieurs années de suite, il me semble qu'un gel des bonus-options aux employés est de mise.

J'ai toujours stipulé que nous cherchions des dirigeants qui atteignaient un équilibre dans l'altruisme : bien traiter les clients, les fournisseurs, les employés et les actionnaires. Force est d'admettre que cette dernière catégorie n'a pas reçu le même degré d'altruisme que les autres. Cognex a dans ses coffres \$6

de liquidités par action. Donner un dividende spécial ou racheter massivement ses actions (au lieu d'en donner) aurait été constructif pour les actionnaires.

Quand nous avons commencé à réaliser l'existence de ce problème, à la lecture du rapport annuel de 2005, nous avons réduit notre participation sans la vendre au complet. Puis nous avons finalement liquidé le reste de nos actions à l'automne. Ce fut une erreur car le titre a glissé de 20% entre les deux moments.

Médaille d'argent : Omnicom

Omnicom est la seconde plus importante agence de publicité au monde. Warren Buffett a réalisé de forts rendements dans les années 70 avec ses placements dans Interpublic Group of Cies (IPG) et Ogilvy & Mather, entreprise acquise par la britannique WPP il y a une vingtaine d'années. J'ai donc suivi de près ce secteur depuis mes débuts en Bourse.

Au début des années 2000, IPG s'est lancé dans de mauvaises acquisitions et Omnicom est devenue, selon moi, la meilleure entreprise du secteur. En 2002, le titre d'IPG a fortement chuté et en même temps Omnicom a été au centre d'une controverse, que je considérais mineure, quant à ses pratiques comptables.

Il n'en fallait pas plus pour que le titre de Omnicom baisse de \$97 à \$37 en quelques semaines (le marché était très nerveux à ce moment là). À ce cours boursier, cela ne correspondait qu'à 11 fois les profits. Ce n'est pas tous les jours qu'on peut acquérir des parts d'une multinationale aussi solide à de tels ratios. J'ai étudié les états financiers de la compagnie et tout semblait correct.

Mais malgré cela, je n'ai pas acheté d'action. La raison ? Difficile à dire. Je crois en toute sincérité que je ne voulais pas prendre la chance que la compagnie se trouve au centre d'un scandale. Nos partenaires étaient alors très inquiets quant à la qualité des états financiers de nos entreprises (alors qu'Enron et Worldcom faisaient la manchette quotidiennement).

Ce fut une erreur car lorsque les probabilités sont grandement en notre faveur, il faut acheter malgré les manchettes alarmistes et les craintes des clients. C'est notre rôle d'évaluer le ratio risque/rendement. Quand il nous semble favorable, nous devons aller de l'avant. Le titre est aujourd'hui à \$106. Nous aurions pu réaliser un rendement de presque 200% en 4 ans.

Médaille d'or : Children's Place

Il y a deux ans, Disney a décidé de vendre ses magasins Disney Store à la compagnie Children's Place. Comme je suivais de près Disney, je savais qu'en des mains plus spécialisées en vente au détail, les magasins pourraient être beaucoup plus rentables. Cette acquisition était majeure pour Children's Place : elle augmentait de près de 50% ses revenus. De plus, le prix payé était très raisonnable.

J'ai étudié alors cette entreprise que je connaissais que de nom. La compagnie avait environ 700 magasins spécialisés en vente de vêtements pour enfants. Children's Place avait eu sa part de problème en 2002 : ses marges avaient été fortement affectées et les bénéfices par action avaient chuté drastiquement.

Mais en 2004, la compagnie avait retrouvé de bonnes marges et un bon rendement de l'avoir. Son bilan était alors sans dette et les perspectives très bonnes. Children's Place semblait s'être taillée une

très bonne niche dans cet immense marché. Je trouvais la combinaison avec les magasins Disney particulièrement appropriée.

Le titre a rapidement grimpé de \$20 à \$30 suite à l'annonce de l'acquisition. J'ai pensé – comme un amateur – que j'avais manqué le titre. En deux ans, les BPA sont passés de \$1.67 à \$3.15. Le titre se transige aujourd'hui à \$57.

Mot de la fin

Les prochaines années s'annoncent bonnes. Nos entreprises sont des leaders dans leur industrie, ont d'excellentes perspectives de croissance et leurs évaluations boursières sont attrayantes. Nous avons donc toutes les raisons d'être optimistes quand aux années à venir. Et nous tenons à vous remercier à nouveau pour votre confiance.

Bonne année 2007 à tous nos partenaires.

A handwritten signature in blue ink that reads "François Rochon". The signature is written in a cursive, flowing style.

François Rochon et toute l'équipe de Giverny Capital

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 2006 a été marquée par l'arrivée de plusieurs nouveaux partenaires (le terme que nous utilisons à Giverny pour désigner nos clients) . 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.