

Giverny Capital Inc.

Rapport Annuel 2007



Pascal Grandmaison
Verre #7, 2004
Collection Giverny Capital Inc.

Giverny Capital Inc. - Rapport annuel 2007 ©

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2007, le rendement de notre portefeuille a été de -14,4% par rapport à un rendement de -12,0% pour notre groupe indiciel comparatif. Cela correspond à une valeur ajoutée de -2,4%. Ces rendements incluent tous deux une perte de 14,1% liée à la variation de la devise canadienne. Sans les effets de devise, notre rendement en 2007 a été d'environ -0,3%.

Depuis le début de la gestion de notre capital, le 1er juillet 1993, notre rendement annuel composé est de 15,4% par rapport à 8,6% pour notre groupe indiciel comparatif. Si on exclut la hausse de la devise canadienne, notre portefeuille aurait généré un rendement annuel de 17,4% par rapport à 10,5% pour les indices. Notre ambitieux objectif est de maintenir à long terme un rendement annuel de 5% supérieur aux indices. Si les actions en général réalisent un rendement de 7 à 9% par année dans le futur, notre objectif à long terme serait de maintenir un rendement annuel de 12 à 14%.

Nous traversons une période difficile. Nous voulons avec ce rapport vous expliquer les causes des résultats décevants des deux dernières années. Nous prendrons le temps de vous donner toutes les informations nécessaires à comprendre ces résultats, les mesures que nous prenons pour les améliorer et surtout le potentiel des années à venir pour nos investissements. Le thème de notre rapport annuel sera la transparence, une qualité que nous avons toujours valorisée depuis les débuts de l'entreprise. Nous avons donc choisi d'illustrer la page couverture de notre rapport cette année d'une œuvre de l'artiste montréalais Pascal Grandmaison intitulée « Verre ».

Portefeuille Giverny : Nos rendements depuis le 1^{er} juillet 1993

Rendements *	Giverny	Indices **	+ / -	\$US/Can	S&P 500	+ / -	Giverny ***	Indices ***	+/-
1993 (Q3-Q4)	37.0%	9.5%	27.6%	3.3%	8.4%	28.6%	34.4%	7.4%	27.0%
1994	16.5%	3.7%	12.7%	6.0%	7.3%	9.2%	12.0%	-0.3%	12.3%
1995	41.2%	24.0%	17.2%	-2.7%	32.9%	8.3%	43.8%	26.3%	17.5%
1996	28.0%	22.8%	5.2%	0.3%	22.7%	5.3%	27.7%	22.5%	5.2%
1997	37.7%	28.6%	9.2%	4.3%	36.7%	1.0%	33.4%	24.5%	8.9%
1998	20.6%	18.8%	1.8%	7.1%	37.7%	-17.0%	14.5%	12.8%	1.7%
1999	15.1%	16.3%	-1.2%	-5.7%	14.1%	1.0%	20.6%	21.9%	-1.3%
2000	13.4%	3.2%	10.2%	3.9%	-4.6%	18.0%	9.7%	-0.2%	9.9%
2001	15.1%	-0.4%	15.5%	6.2%	-5.7%	20.8%	9.4%	-5.3%	14.7%
2002	-2.7%	-18.3%	15.6%	-0.8%	-22.0%	19.3%	-2.0%	-17.7%	15.7%
2003	13.6%	14.0%	-0.4%	-17.7%	5.7%	7.9%	33.7%	34.1%	-0.5%
2004	1.6%	6.2%	-4.5%	-7.3%	2.8%	-1.1%	8.3%	13.1%	-4.8%
2005	11.5%	3.6%	7.9%	-3.2%	1.5%	10.0%	14.5%	6.7%	7.8%
2006	3.5%	17.0%	-13.5%	0.2%	15.7%	-12.3%	3.3%	16.8%	-13.5%
2007	-14.4%	-12.0%	-2.4%	-14.9%	-10.0%	-4.4%	-0.3%	2.4%	-2.7%
Total	698.7%	234.7%	464.0%	-22.4%	228.3%	470.4%	922.1%	326.5%	595.5%
Annualisé	15.4%	8.6%	6.8%	-1.7%	8.5%	6.9%	17.4%	10.5%	6.9%

* Dans la section en vert : Tous les rendements sont ajustés en dollars canadiens.

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

*** Estimé sans effet de mouvements de devise.

Note : Les rendements en dollars canadiens ont été vérifiés par Price Waterhouse Coopers.

Portefeuille Giverny US

Depuis 2003, nous publions aussi les rendements du portefeuille Giverny US (en dollars américains). Il correspond grosso modo à la partie américaine du portefeuille Giverny. En 2007, le portefeuille Giverny US a réalisé -1,7% comparé à 5,5% pour le S&P 500. Depuis le début du portefeuille, notre rendement est 827,3% soit 16,6% annualisé. Durant la même période, le S&P 500 a réalisé 321,9% soit 10,4% annualisé. Notre valeur ajoutée annuelle est donc de 6,2%

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%
2007	-1.7%	5.5%	-7.2%
Total (\$US)	827.3%	321.9%	505.4%
Annualisé	16.6%	10.4%	6.2%

Note : Ces rendements ont été vérifiés par Price Waterhouse Coopers.

Rendement historique des actions

Le rendement de 10,4% du S&P 500 depuis nos débuts en 1993 est quasi la norme historique à très long terme pour les actions. C'est le rendement annuel moyen des 40 dernières années mais aussi c'est un niveau similaire à la moyenne à plus long terme. En effet, depuis 1900, le rendement annuel des actions américaines a été de 9,8%. Aucune classe d'actif n'a rapporté un rendement même proche de celui des actions sur cette période. En terme réel – ajusté pour l'inflation – le rendement des actions américaines a été de 6,6% depuis 1900 ce qui est une incroyable création de richesse.

Il est intéressant de noter que le rendement réel des actions des divers pays ne varie pas tellement sur une longue période. Depuis 1900, les actions des autres pays que les États-Unis ont généré des rendements réels moyens de 5,3% par année. Durant la même période, les obligations ont généré un rendement réel moyen de 1,1% (et l'or environ 0%).

Pays	Rend. Réel	Pays	Rend. Réel	Pays	Rend. Réel
États-Unis	6,6%	Hollande	5,4%	Japon *	4,5%
Grande-Bretagne	5,6%	Espagne	4,0%	Suisse	4,6%
Canada	6,3%	France	3,7%	Monde ex-US	5,3%
Source : ABN AMRO		* incluant -96% en 1939-48			

L'année 2007

Même si nous n'avons pas atteint nos objectifs de rendement en 2007, la croissance des bénéfices propres de nos entreprises (voir plus loin pour la définition) a été bonne soit une hausse d'environ 9% par rapport à 2006. En y ajoutant un dividende moyen de 1%, on arrive à un accroissement de la valeur intrinsèque de nos entreprises de 10%. Considérant que les compagnies composant le S&P 500 ont vu reculer leurs profits de 3% cette année (rendement intrinsèque de -1% si on inclut le dividende), nos compagnies, dans leur ensemble, ont fait mieux que la moyenne.

L'année 2007 a été caractérisée par une crise financière engendrée d'abord par un effondrement de la construction résidentielle aux États-Unis et ensuite, par ricochet, des pertes des entreprises financières liées aux prêts communément appelés « subprime ». De plus, la hausse vertigineuse du prix du pétrole a touché doublement le consommateur déjà affecté par l'essoufflement immobilier. Au moment où j'écris ces lignes, il semble probable que le ralentissement actuel se traduira en récession. Les prévisions de croissance économique aux États-Unis, en Europe et au Canada sont revues à la baisse. À un moment donné à la mi-janvier 2008, la correction des Bourses touchait presque les 20% (la définition d'un « bear market »). Malgré que nous ne possédions aucune entreprise de construction résidentielle et que nos deux banques ont pris des réserves somme toute faibles, plusieurs de nos entreprises ont vu leur cours boursier affecté par cette crise.

Nous en avons vu d'autres! Nous avons bien sûr passé à travers la crise de 2000-2002. Aussi, en 1998, la Bourse avait plongé de plus de 20% à l'automne lors de la crise asiatique (le temps passe, les crises aussi). Il y avait alors un grand nombre d'aubaines. Nous avons fait alors des placements qui se sont avérés excellents comme JDS Fitel (vendu en 1999 avec un fort gain), Templeton Dragon Fund, Bed Bath & Beyond ainsi que Fastenal. Quoique les trois premiers placements ont été excellents pour nous, Fastenal a été le grand gagnant : le titre a grimpé de 700% en neuf ans.

J'avais écrit ces lignes dans le rapport annuel de 1998:

...De telles situations de crises, de paniques et de peurs qui affectent régulièrement les investisseurs sont nos partenaires dans la quête de nos objectifs à long terme...

...Pour avoir de belles opportunités d'enrichissement, nous avons donc besoin d'un climat de pessimisme qui amène de bonnes compagnies à des cours boursiers inférieurs à leur valeur. En fait, plus les peurs – et les fluctuations de marchés s'y relatant – sont grandes, plus nous avons des opportunités de nous enrichir. Ainsi, la prochaine fois qu'on vous demande “La baisse des cours vous affecte-t-elle?” vous répondrez : “Certainement, elle améliore mes chances de m'enrichir”.

J'ai écrit ces lignes alors que nous étions huit partenaires à Giverny Capital. Nous sommes plus de 600 partenaires neuf années plus tard. Je ne sais pas si j'aurais l'audace d'écrire ces lignes aujourd'hui. Gérer le capital de plusieurs centaines de personnes est une responsabilité qui rend plusieurs gestionnaires peu enclin à souhaiter des baisses boursières.

Mais peu importe qu'on souhaite ou non des baisses boursières, elles sont inévitables. Il faut accepter qu'elles font partie de la vie de l'investisseur. Le bon tempérament vis-à-vis les cotes boursières, dont parle Warren Buffett si souvent, fait la différence au bout du compte entre ceux qui s'enrichissent avec les actions et ceux qui lancent la serviette par abdication lors des crises.

Nous ne faisons pas partie de la deuxième catégorie.

Bénéfices propres

Malgré les belles paroles du paragraphe précédent, ce n'est pas facile d'avoir le bon tempérament vis-à-vis les cotes boursières. La vaste majorité des boursicoteurs voient les cours quotidiens de la Bourse comme un juge suprême de la valeur d'une entreprise. À Giverny Capital, nous n'évaluons pas la qualité d'un placement ainsi. Dans notre esprit, nous sommes propriétaires des compagnies dans lesquelles nous investissons. Par conséquent, nous étudions la croissance des bénéfices intrinsèques de nos compagnies et leurs perspectives à long terme. À chaque année, nous vous présentons un tableau de la croissance de la valeur intrinsèque de nos entreprises que nous mesurons en utilisant le terme qu'a inventé Warren Buffett : « bénéfices propres » (*owner's earnings*).

Nous arrivons donc à un estimé de l'augmentation de la valeur intrinsèque de nos compagnies en ajoutant à la croissance des bénéfices propres, le taux de dividende moyen du portefeuille (qui est autour de 1% ces jours-ci).

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%
2007	10%	0%	-10%	-1%	6%	6%
Total	401%	342%	-60%	158%	184%	26%
Annualisé	14%	13%	-1%	8%	9%	1%

* Croissance des bénéfices propres (approximative) plus les dividendes

** Performance boursière, dividendes inclus

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

On peut observer des différences majeures entre l'accroissement de la valeur intrinsèque et celle de la performance boursière sur une courte période. Mais au bout de 12 ans, la performance boursière – autant celle de nos titres que celle du S&P 500 – a suivi la performance intrinsèque des compagnies.

Post-mortem quinquennal : 2002

Comme à chaque année, nous effectuons un post-mortem cinq ans. Durant la période de 2000 à 2002, nous avons connu ce que nous considérons être notre meilleure période (à date). Nous avons alors battu le S&P 500 par 60% sur trois ans.

J'avais alors énoncé en fin de 2002 une nouvelle règle que j'avais baptisé la Règle de Trois :

1. Une année sur trois, la Bourse va baisser d'au moins 10% à un moment donné
2. Un titre acheté sur trois sera une déception
3. Une année sur trois, notre performance sera inférieure aux indices.

J'avais alors pris le soin d'ajouter : « De plus, la Règle de Trois n'est pas linéaire. Nous pouvons connaître trois bonnes années d'affilée (comme notre performance depuis trois ans) et ensuite en connaître deux ou même quatre mauvaises ». Il s'est avéré que nous avons sous-performé les indices trois des cinq dernières années. Pourtant, nous utilisons la même approche qu'au début des années 2000. Je crois de plus que nous avons amélioré notre art de sélectionner des titres boursiers.

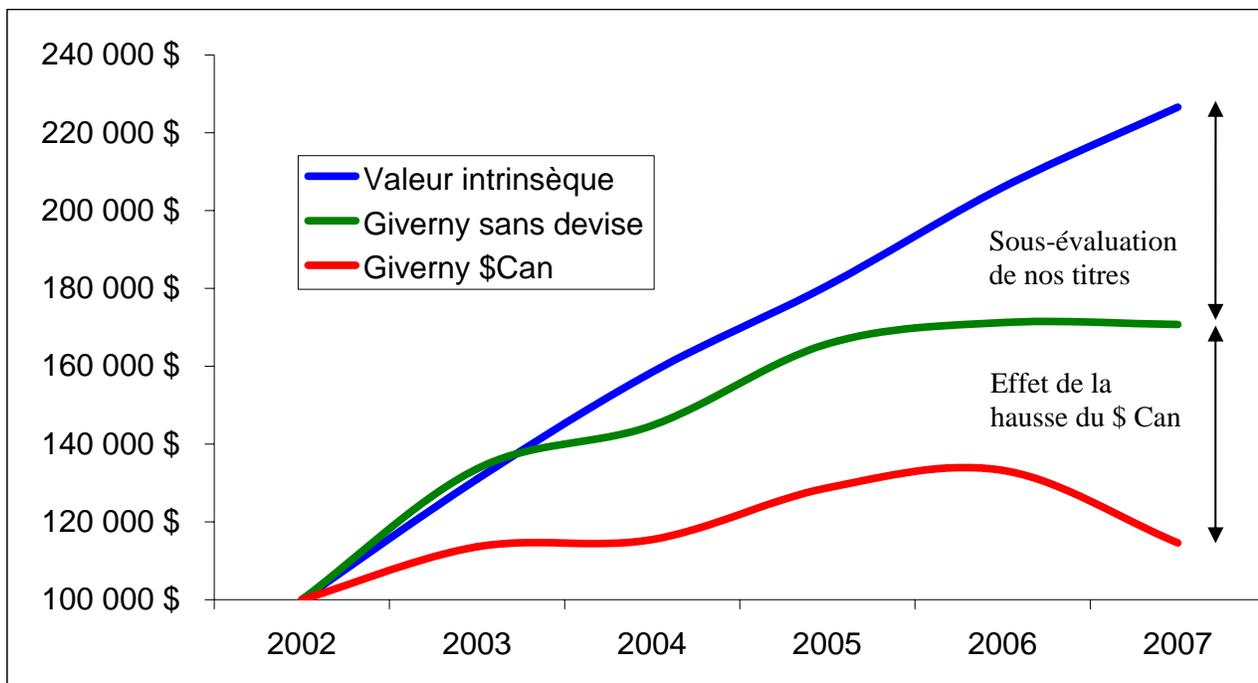
Pour comprendre notre sous-performance, nul besoin de creuser très loin. Le plus récent *bull-market* (marché haussier) a surtout favorisé les divers secteurs des ressources naturelles, des segments économiques dans lesquels nous avons eu historiquement peu de participations. De 2003 à 2007, le S&P 500 a réalisé un rendement de +70% (84% en incluant les dividendes) mais le sous-indice énergie a réalisé un rendement de +250%. En 2007, les secteurs de l'énergie et des matériaux ont réalisé +26% et +20% respectivement contre -23% et -21% pour les secteurs financier et du commerce au détail, deux secteurs où nous avons plusieurs investissements.

En plus, nos rendements ont été distordus par la vertigineuse hausse du dollar canadien qui est passé de 0,65\$ US en début 2003 à 1,00\$ US à la fin 2007, soit une hausse de plus de 53%. Comme nous avons environ 90% de nos actifs investis à l'extérieur du Canada, cette dernière dimension a affecté nos rendements de manière non négligeable.

Ainsi, sur cinq ans, on peut arriver à ce résumé :

- Nos compagnies ont crû leur valeur intrinsèque de 128% (18% annuel)
- Nos titres en Bourse ont grimpé de 71% (11% annuel)
- Ramené en dollars canadiens, notre rendement a été réduit à 15% (3% annuel).

Voici un graphique d'un montant théorique de 100 000\$ investi avec nous à la fin de 2002 :



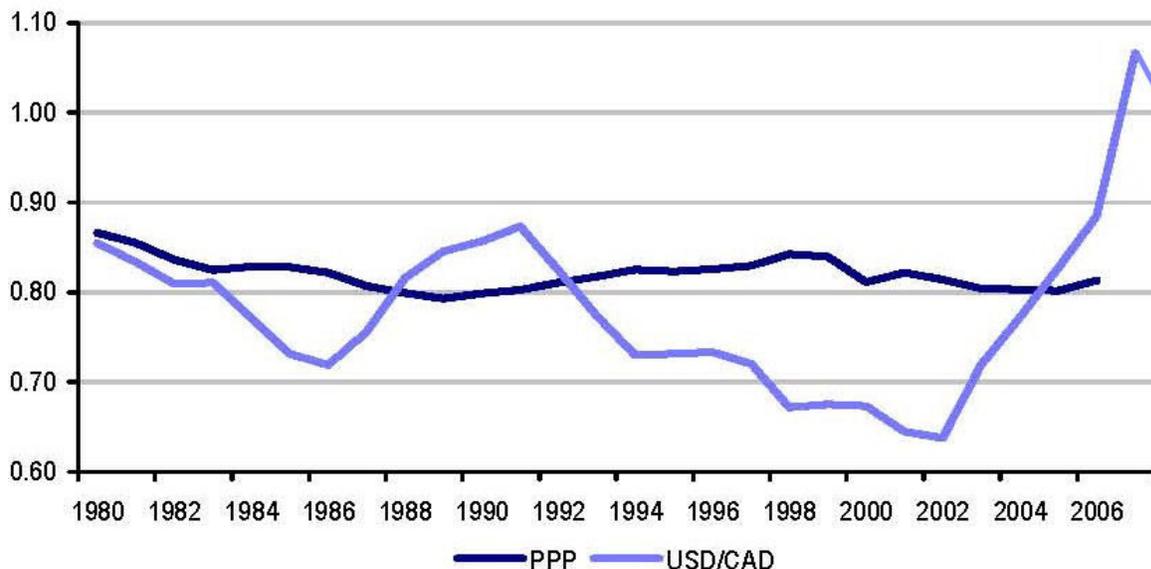
Nos titres se transigent en ce moment à leur niveau le plus bas depuis 1994 en terme de cours-bénéfices : Le P/E (ratio cours-bénéfices) médian de nos titres est autour de 15x. Mais il y a une grande différence avec 1994 : à l'époque les taux d'intérêt à long terme étaient de 7% alors qu'aujourd'hui, ils se situent à un niveau autour de 4,67%. Nous croyons que nos titres devraient se transiger à au moins 20 fois les profits soit environ 30% de plus que leur niveau actuel.

Le dollar canadien

L'autre dimension qui nous a affecté est la hausse du dollar canadien qui n'est évidemment pas étrangère au *bull market* des ressources. Nous n'avons jamais cru que nous puissions prédire les mouvements de devise. Nous croyons qu'à long terme, c'est un élément qui aura tendance à avoir un faible effet puisque sur une longue période, la devise canadienne tend à se stabiliser vis-à-vis sa consoeur américaine.

À la demande de plusieurs partenaires, nous avons pris le temps de tenter d'estimer grossièrement la valeur intrinsèque du dollar canadien. Un organisme international objectif s'occupe de faire un tel travail : l'OCDE. Cet organisme arrive à une valeur de PPP (*Purchasing Power Parities*) de 0,81\$ US-0,82\$ US. Une autre étude "sur le terrain" arrive à une évaluation similaire : le Journal de Montréal a fait deux emplettes identiques à Montréal et à Plattsburgh et arrivait à un panier 25% moins cher aux États-Unis avec un dollar au pair.

Nous ne voulons pas jouer au cambiste ni au stratège devin mais il est pensable que le dollar canadien puisse finir par se stabiliser à un niveau d'équilibre, soit autour de sa PPP.



Source: Bank of Canada, OECD, UBS

Perspectives sur 5 ans pour nos portefeuilles

Dans cette section, nous ne tenterons pas de prédire le futur mais de vous donner une idée approximative du potentiel de rendement futur de nos titres. Comme nous l'avons détaillé plus haut, il y a principalement trois paramètres à considérer. Le plus important est la croissance à long terme de la

valeur intrinsèque de nos entreprises. Le second est l'évaluation boursière des titres (le P/E). Et le troisième est le niveau du dollar canadien (pour nos partenaires canadiens).

Dans le tableau qui suit, nous avons élaboré trois scénarios. Le plus prudent des trois anticipe que la situation actuelle va perdurer : une croissance plus faible de la valeur intrinsèque de nos compagnies, un P/E faible (par rapport aux taux d'intérêts) et un dollar canadien demeurant au pair.

Scénario 2007-2012 Rendement annuel	Croissance de la valeur intrinsèque	Augmentation du cours-bénéfices	Effet du dollar canadien	Rendement annuel composé
Scénario 1	10%	@ 16x (0%)	1,00\$ (0%)	10%
Scénario 2	12%	@ 18x (3%)	0,90\$ (2%)	17%
Scénario 3	14%	@ 20x (5%)	0,82\$ (5%)	24%

Le scénario le plus optimiste des trois – qui se traduirait par un rendement annuel de 24% – incorpore en estimés la croissance intrinsèque historique de nos compagnies, un P/E moyen historique pour nos titres et un niveau du dollar canadien qui serait de retour en ligne avec sa PPP. Donc sans faire une quelconque prédiction, nous croyons qu'il est réaliste de conclure que nos titres peuvent nous procurer un rendement annuel pouvant avoisiner les 17% par année d'ici 2012.

Mesures pour améliorer les rendements

L'art d'investir intelligemment en Bourse est un processus complexe et toujours en évolution. Charlie Munger disait à la dernière assemblée de Berkshire Hathaway que la plus grande qualité de Warren Buffett était sa capacité à toujours apprendre. Nous travaillons donc constamment à améliorer notre approche. Cette évolution se fera dans les prochaines années par une ouverture à plusieurs autres marchés boursiers de la planète. Aussi, nous voulons tenter de découvrir de nouvelles entreprises candidates à nos portefeuilles dans diverses – et parfois nouvelles – industries. Tout cela, bien sûr, en respectant les frontières de notre cercle de compétence. Et surtout, continuer de trouver des entreprises avec un avantage compétitif reste la pierre angulaire de notre philosophie de placement.

Ouverture sur le monde

Une des leçons des dernières années a été la dépendance de notre portefeuille au marché américain (et à la devise américaine). Quoique nous ayons toujours refusé de nous voir seulement comme des spécialistes en actions américaines, il reste que c'est aux États-Unis que nous trouvons la plupart du temps les meilleures entreprises. Aussi, le marché américain est celui avec les règles de conformité et de réglementation les plus sévères au monde. En ce moment, nous avons environ 10% du portefeuille investi au Canada et environ 10% dans des compagnies internationales. Il est à noter que dans le groupe de nos titres américains, on retrouve plusieurs compagnies telles que Johnson & Johnson, American Express et Procter & Gamble, des entreprises qui ont une part importante de leur revenus provenant de l'extérieur des É-U. Ces compagnies profitent énormément de la faiblesse du dollar US.

Le Canada ne correspond qu'à 3% de la capitalisation mondiale : il est un peu normal d'y trouver moins d'opportunités qu'aux États-Unis, un bassin de compagnies presque 15 fois plus grand. Nous avons malgré tout acquis des participations dans trois nouvelles entreprises québécoises cette année.

Nous sommes résolument tournés vers le futur : il y a de plus en plus d'opportunités d'investissement partout sur le globe. L'Internet et l'utilisation élargie de l'anglais ont rendu l'accès à l'information plus facile. Nous avons aussi accès à plus de recherches de firmes de courtages étrangères

qu'auparavant. En 1998, nous avons investi à Hong-Kong lors de la crise asiatique. En 2004, nous avons acquis des actions d'une compagnie australienne et cette année, des actions d'une compagnie japonaise (voir plus loin). Nous regardons aussi en détail le marché irlandais qui a un des cours-bénéfice les plus bas des bourses occidentales.

Nous voulons continuer de porter nos sélections sur les meilleures entreprises au monde et nous le ferons à l'intérieur d'un bassin de plus en plus élargi.

Les compagnies ferroviaires, les carrières d'agrégats et l'énergie solaire

Nous avons pris le temps d'étudier un secteur que nous avons toujours perçu comme cyclique et dépendant en capitaux (fixes et de main d'œuvre) : le secteur ferroviaire. Le succès extraordinaire de la compagnie Canadien National depuis 10 ans nous a ouvert les yeux sur le fait que cette industrie a bien changé. Aussi, Warren Buffett soulignait récemment ses changements structurels : le coût de la main d'œuvre a été réduit, l'utilisation des wagons doubles et l'informatique ont permis de rendre les réseaux plus optimisés et surtout la hausse du carburant a un effet trois fois moindre pour les rails que pour les véhicules motorisés. Le rail est donc une alternative de plus en plus rentable au camionnage. Nous regardons donc les opportunités dans ce secteur.

Par ricochet aux carrières d'agrégats, le coût grandissant des frais de transport rend la localisation géographique un avantage compétitif important. Des compagnies comme Martin Marietta et Vulcan Materials ont donc pu augmenter leur prix à la tonne de façon impressionnante ces dernières années. Les perspectives du secteur de la construction résidentielle ne sont pas reluisantes mais les dépenses en infrastructures routières prévues (et nécessaires) pour les années à venir devraient plus que compenser. Il y a bien des années, nous avons investi dans Simard Beaudry. C'est donc un univers avec lequel nous sommes familiers.

Finalement, l'énergie solaire nous semble vouée à un avenir prometteur. La récente crise énergétique est différente de celle des années 1970. Même si les besoins en pétrole pour produire 1000\$ de PIB (Produit Intérieur Brut) ont été coupés de moitié en 35 ans, il reste que l'humanité devra éventuellement trouver d'autres sources d'énergie. De plus, l'éveil de notre civilisation aux conséquences environnementales (éveil pas encore réparti de manière égale parmi tous les citoyens de la planète) guide vers des solutions où les GES seront faibles par rapport aux manières traditionnelles de produire de l'énergie.

L'énergie solaire est une alternative évidente (le soleil devrait exister pour un autre milliard d'années). Le hic est que les panneaux solaires à base de silicium cristallin produisent de l'électricité à des niveaux beaucoup plus coûteux que par les moyens conventionnels. L'entreprise américaine First Solar, par contre, propose une solution différente : elle fabrique des modules solaires photovoltaïques à film mince. Ces modules permettent de produire de l'électricité à moindre coût que par les autres procédés solaires. Le problème d'investir dans cette industrie est similaire à celui des titres Internet il y a 10 ans : Il est difficile de prévoir quelle compagnie sortira gagnante et les évaluations boursières sont très élevées. D'un autre côté, il est possible de trouver des entreprises qui profiteront indirectement de cette industrie, à l'aide d'un produit de niche doté d'un avantage compétitif.

Les sables bitumineux de l'Alberta

Nous avons eu plusieurs "recommandations" de nos partenaires d'investir dans le secteur pétrolier, plus précisément dans l'industrie des sables bitumineux de l'Alberta.

Même si historiquement nous avons évité les entreprises pétrolières, nous suivons de près ce qui se passe dans ce secteur. Par nos investissements dans des compagnies de service aux compagnies d'énergie, comme Pason Systems, nous sommes à même de constater l'essor actuel de cette industrie dans l'ouest canadien. Il est clair que les sables bitumineux de l'Alberta représentent une source de richesse fabuleuse. Les réserves sont astronomiques et tout semble en place pour une exploitation rentable (après plusieurs années de difficultés). Cette industrie pourrait devenir la plus importante source de croissance économique au Canada pour la prochaine décennie.

Mais cette exploitation n'est pas aussi simple que pour le pétrole conventionnel : en plus de nécessiter une grande quantité de capitaux et un procédé complexe, la transformation de ces sables en pétrole synthétique requiert un processus très polluant. Les gaz à effet de serre (GES) produits sont en très grande quantité. Aussi, la disposition des eaux usées générées pourraient aussi devenir un important problème environnemental. En effet, produire un baril de pétrole à partir de sables bitumineux requiert deux à quatre barils d'eau dont il faut ensuite « entreposer » les déchets (deux gigantesques lacs d'eaux contaminées existent déjà).

À la fin de l'année 2007, le gouvernement américain a passé la loi « Energy Independence and Security Act ». Elle stipule que les agences fédérales ne peuvent plus parapher de contrats d'approvisionnement en carburants qui sont plus polluants que les sources conventionnelles de pétrole. Des experts estiment que les émissions de GES associés aux sables bitumineux sont environ de 20 à 25% plus élevées que pour les sources de pétrole traditionnelles. Cet élément politique s'ajoute à l'augmentation des royautés qu'a décrétée le gouvernement de l'Alberta à l'automne dernier. Les perspectives de cette région sont impressionnantes mais il y a de nombreux imprévus possibles (sans compter une grande dépendance au prix du brut). Nous suivons les joueurs majeurs de l'industrie mais, pour l'instant, nous sommes restés que des spectateurs curieux.

Nos compagnies



*Le meilleur temps pour planter un arbre c'était il y a 20 ans.
Le deuxième meilleur temps est aujourd'hui.*

- proverbe chinois

Walgreen's

Walgreen's, la plus importante chaîne de pharmacies au monde a connu une année 2007 avec des hauts et des bas. La compagnie a eu un mauvais trimestre (celui se terminant en août) avec des profits légèrement en baisse par rapport au même trimestre de l'année précédente. La compagnie a mal évalué les remboursements d'un important médicament générique et les bénéfices bruts ont donc été sous leurs estimés. Les choses se sont stabilisées au trimestre suivant et les profits ont grimpé d'environ 8% pour l'année. Mais le titre a été puni par Wall Street chutant d'un haut de 50\$ à 37\$.

La bonne nouvelle est que Walgreen's a augmenté son nombre de pharmacies selon son plan établi soit à près de 6000 (environ 10% d'augmentation). Elle a aussi réussi à augmenter ses ventes organiques par environ 6%. Dans l'environnement actuel de ralentissement des ventes au détail, cela démontre bien la solidité de son modèle d'affaire. Cette croissance organique a été plus élevée que celle de son plus proche compétiteur, CVS Caremark. Ses revenus de prescriptions continuent d'être les plus élevés de l'industrie (voir tableau). Aussi, les ventes de produits non-pharmaceutiques (*front end*) ont grimpé à 282\$ par pied carré, environ 30% de plus que ses concurrents.

Revenus par comptoir de pharmacies

Walgreen's	5 600 000 \$
Longs Drug	5 100 000 \$
CVS	5 000 000 \$
Rite-Aid	3 500 000 \$
Duane Reade	3 000 000 \$

Source: MVI, UBS

Nous continuons de croire que Walgreen's est une solide entreprise dans un segment de marché en croissance pour plusieurs années. La compétition est féroce et la partie politique des remboursements des médicaments a un côté imprévisible. Malgré cela, nous croyons que Walgreen's pourra continuer de croître ses profits de 12 à 14% par année à long terme.

American Express

AMEX est le plus ancien titre en portefeuille. Nous possédons des actions depuis 1995. Nous avons réduit notre participation à quelques occasions quand le titre est devenu un peu cher. Nous en avons ensuite racheté après le 11 septembre 2001 et finalement une troisième fois à l'été 2005 après que la compagnie ait remporté sa longue bataille contre VISA et Mastercard.



American Express possède probablement la meilleure marque de commerce dans l'industrie financière au monde. Sa croissance à l'international est élevée et les perspectives à long terme, solides.

De 2004 à 2006, les bénéfices par action ont crû de 18% par année. En 2007, la croissance a baissé à 13% à cause du ralentissement aux États-Unis. En 2008, AMEX devrait aussi connaître une croissance faible. Sa clientèle a une cote de crédit plus élevée que la moyenne : la compagnie devrait donc être moins affectée que ses concurrentes quant aux défauts de paiement potentiels. Mais elle n'est pas immunisée aux charges pour mauvais prêts lors d'un ralentissement économique. Wall Street, ayant sa typique vision à court-terme, a sévèrement puni l'action ces derniers mois. À plus long terme, la compagnie continue de maintenir un objectif de croissance de 12 à 15% par année.

Historiquement, le titre s'est transigé en Bourse à des ratios d'autour de 20 fois, en ligne avec une compagnie de cette solidité. À l'heure actuelle, le P/E est de 13x, un niveau que nous considérons bien inférieur à sa valeur intrinsèque.

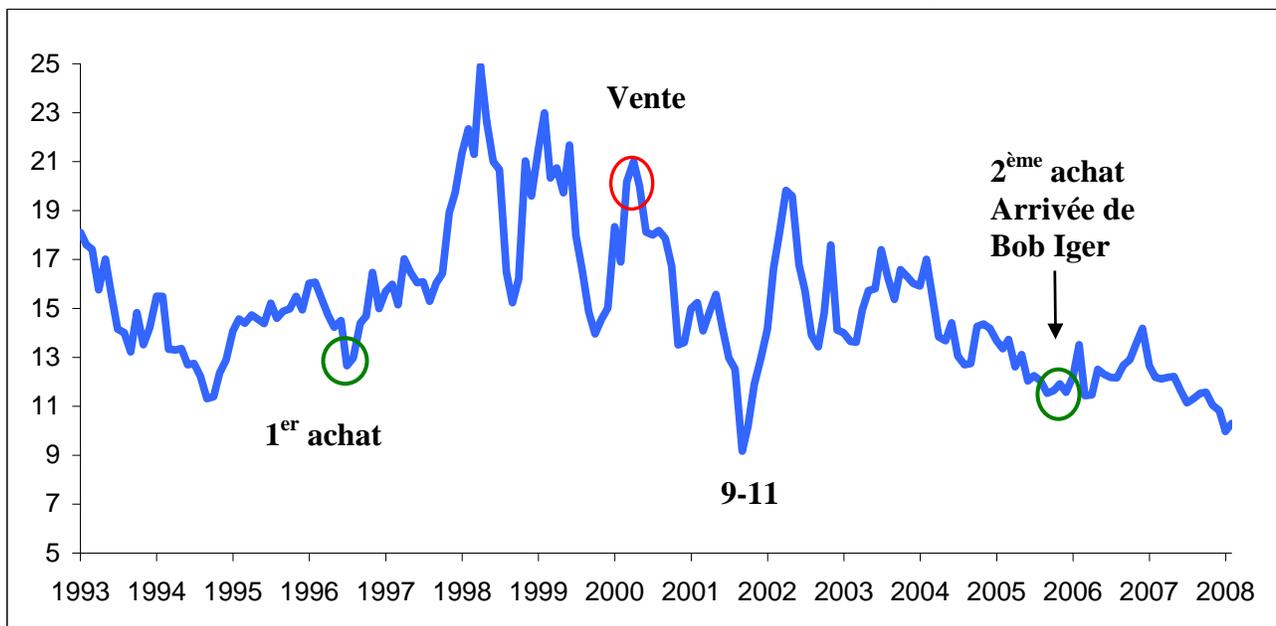
Disney

Notre histoire avec Disney remonte à 1996. À la suite de l'acquisition de Capital Cities ABC, nous avons décidé d'acquérir une participation. Nous avons vendu en début 2000 pour deux raisons : D'abord l'évaluation boursière était élevée et en plus nous étions de moins en moins à l'aise avec la haute direction de l'entreprise.

Puis cinq ans plus tard quand Bob Iger est devenu président de Disney, nous avons racheté des actions. Nous connaissons Bob Iger de l'époque de Capital Cities ABC : il était alors le protégé de Thomas Murphy, le PDG d'alors (celui que Warren Buffett a qualifié de meilleur dirigeant au monde). Depuis notre achat à 24\$ en septembre 2005, les bénéfices par action ont grimpé de 50% mais le titre n'a grimpé que de 25%.

On peut voir sur le graphique ci-bas que le multiple cours fonds autogénérés (cash flow) est quasi au creux des 15 dernières années. En fait, à son niveau actuel, Disney se transige à 10 fois les cash flow et à 14 fois les profits, un niveau bien au-dessous de sa valeur intrinsèque. Disney a tout pour être un excellent placement : une superbe entreprise, un PDG exceptionnel et une évaluation attrayante.

Évaluation de Disney (DIS) sur 15 ans : Cours / fonds autogénérés (cash flow)



O'Reilly Automotive

Notre entreprise de vente de pièces d'auto a vu ses revenus et profits augmenter respectivement de 11% et de 9% en 2007. Selon nous, O'Reilly est la compagnie du secteur avec les meilleures perspectives de croissance à long terme. Nous admirons les membres de la haute-direction et leur discipline dans l'exécution de leur plan de croissance. Ainsi, malgré le fort ralentissement des ventes au détail aux États-Unis, O'Reilly continue d'investir en nouveaux magasins (200 prévus en 2008), en publicités et surtout dans le service à la clientèle.

O'Reilly est une bonne illustration de ce qui est arrivé à notre portefeuille lors des dernières années. Nous avons acquis nos premières actions en août 2004 à 20\$. La compagnie a augmenté ses bénéfices par action de 0,92\$ en 2003 à 1,67\$ en 2007 pour un taux de croissance de 82% (16% annualisé). Le titre est aujourd'hui à 28\$ soit seulement 40% plus haut. Le P/E moyen a été de 21x depuis 4 ans mais il n'est que de 17x en ce moment (15x les profits prévus en 2008).



Nous croyons que le titre est très sous-évalué actuellement. Nous ne savons pas quand le titre va remonter mais nous croyons que la compagnie peut doubler sa valeur intrinsèque dans les cinq ou six prochaines années. Le titre en Bourse devrait alors au moins suivre. S'il retournait à son P/E historique de 21x, la hausse serait de près de 140% sur cette période. Nous sommes donc optimistes.

Brown & Brown

Notre entreprise de courtage en assurance a connu une année plus difficile en 2007. Les profits n'ont grimpé que de 10%. C'est bon mais c'est loin du taux de 25% composé des cinq années précédentes (de 2001 à 2006). Le problème se situe au niveau des primes en Floride. Il y a quelques années, la gouvernement de l'état a mis en place une compagnie, Citizens Insurance, pour offrir de l'assurance de propriété aux Floridiens sans assurance. Le problème est que ces assurances sont vendues à rabais (c'est une forme de subvention déguisée).

Après les ouragans de 2005, Citizens a fortement augmenté son volume aux dépends de compétiteurs traditionnels. Comme Brown & Brown reçoit une quote-part des primes perçues des différents

joueurs, si ces montants sont en baisse en général, les revenus de B&B sont en baisse. Il s'agit probablement d'une situation temporaire (Citizens ne pourra pas opérer à perte longtemps) mais cela a affecté la croissance organique de B&B.

La compagnie continue de croître par acquisition mais cela n'a pas été suffisant cette année pour empêcher une baisse des profits au 4^{ème} trimestre et une faible croissance pour l'année. Le titre a alors été puni en Bourse. Nous croyons toujours que B&B est la meilleure entreprise du secteur : ses marges dépassent de beaucoup celles de ses compétiteurs. Nous croyons aussi que les possibilités de consolidation de cet immense marché fragmenté sont excellentes.

MTY Food Inc.

Pendant des années, j'ai stipulé haut et fort que la meilleure entreprise québécoise publique était le Groupe BMTC. J'ai toujours BMTC – et son PDG Yves Desgroseillers – en haute estime. Mais je suis devenu un grand admirateur de Stanley Ma, le président de MTY Food. La compagnie est un leader comme franchiseur de bannières de chaînes de restauration (principalement situées dans des centres commerciaux). Le réseau est composé de 809 restaurants à travers 19 bannières comme La Crémère, Thai Express, Croissant Plus, Tiki Ming et Sushi Shop. MTY est très profitable et en forte croissance (environ 30% par année). Monsieur Ma se paie un salaire raisonnable et possède une importante partie des actions de la compagnie (26%).

Bank of the Ozarks

Notre banque de l'Arkansas a connu une bonne année dans l'environnement actuel difficile. Comme prévu, les bénéfices par action ont été stables en 2007 car pendant une bonne partie de l'année la banque a eu à composer avec une courbe des taux d'intérêt aplaniée. La bonne nouvelle est que la courbe des taux a changé dramatiquement récemment (la Fed a baissé de 2% ses taux à court terme). Nous anticipons une meilleure rentabilité pour 2008. Une autre bonne nouvelle est que la banque n'a pris aucune réserve de « subprime » en 2007. Ce n'est pas un hasard : Nous avons favorisé cette banque pour son conservatisme au niveau des prêts. Le PDG, George Gleason, possède 23% des actions. Il a donc tout intérêt à promouvoir une culture axée sur la prudence.

Malgré cela, à ce jour, notre placement dans Bank of the Ozarks a été décevant. Nous avons payé un P/E un peu plus élevé qu'à l'accoutumé pour une banque. D'un autre côté, nous avons investi un poids de 2% des portefeuilles (soit environ la moitié d'une participation typique) conscients de cette évaluation légèrement plus élevée. Il est de notre expérience que refuser d'investir dans une entreprise exceptionnelle parce que le prix nous semble légèrement plus élevé que voulu est souvent une erreur. Par contre, quand le scénario de croissance prend plus de temps que prévu à se matérialiser, le titre peut être puni par Wall Street (qui n'est pas reconnue pour sa patience). Nous croyons que Bank of the Ozarks est une excellente banque et continuons de conserver nos actions.

Knight Transport

Notre compagnie de camionnage de Phoenix (Arizona) a connu une année difficile. Les profits par action ont chuté de 12%. Les problèmes ne sont pas propres à Knight : l'industrie en général a connu une année très difficile. Nous croyons que Knight est une entreprise exceptionnelle dans un secteur difficile (un « oasis dans le désert ») et croyons que nous serons récompensés quand le cycle repartira à la hausse. Knight possède un beau bilan et pourrait donc profiter de la déprime actuelle pour faire des acquisitions à bons prix. Il est bon aussi de se remémorer que les dirigeants de Knight possèdent le tiers des actions en circulation.

Microsoft

Microsoft a connu une année du tonnerre. La sortie de Vista est un franc succès et les revenus et profits ont fortement grimpé. Les bénéfices par action ont été de 33% supérieurs à ceux de 2006. Et le titre a grimpé de 20% en Bourse durant l'année 2007.

En février 2008, le titre a chuté à 28\$ à la suite de l'annonce d'une offre hostile d'acquérir Yahoo!, offre que cette dernière a refusé. Quoique l'issue de cette saga est difficile à prévoir, cela n'enlève rien au fait que l'action de Microsoft (avec ou sans Yahoo!) vaut, selon nous, au moins 40\$. Il est ironique de constater l'évaluation ridicule de 14x que le marché accorde à Microsoft surtout comparée avec d'autres compagnies de haute technologie dont l'existence dans dix ans est loin d'être certaine.

Nitori

Nitori Co. est une entreprise japonaise de 160 magasins grande surface offrant des articles pour la maison (meubles et accessoires). Leurs magasins ressemblent à ceux d'Ikea (qui a tenté de concurrencer Nitori avec peu de succès à ce jour). Alors que les ventes au détail semblent stagner au Japon depuis des années, Nitori connaît une forte croissance. Ses revenus ont grimpé de 18% par année et son rendement de l'avoir est de 17%.

Contrairement à plusieurs exportateurs japonais (voiture et électronique), Nitori profite de la hausse du yen puisqu'elle achète ses meubles de Chine et les vend sur le marché intérieur. La compagnie a été fondée en 1972 par Akio Nitori qui n'avait que 28 ans à l'époque. Il est donc encore le PDG et dirige la compagnie brillamment (il possède 12% des actions).

Lors du dernier mois, malgré des ventes au détail difficiles partout dans le monde, les revenus organiques de Nitori ont crû de 6%. La compagnie prévoit continuer d'ouvrir environ 20 magasins par année au Japon. Nous croyons donc que la compagnie peut augmenter ses bénéfices par action de 15 à 20% par année dans le futur.

Johnson & Johnson

J&J a connu une excellente année 2007. Les revenus ont grimpé de 15% grâce, entre autres, à l'acquisition de la division des produits de consommation de Pfizer. La faiblesse du dollar US a aussi contribué à l'augmentation des revenus. Les bénéfices par action ont grimpé de 10%. À la fin de 2007, la compagnie a perdu l'exclusivité sur l'important médicament Risperdal (environ 6.5% des revenus). Ainsi, on s'attend à une plus faible croissance en 2008 soit de l'ordre de 7%.

J&J est une des meilleures compagnies de produits de soins de santé au monde (et elle est quasi immunisée aux cycles économiques). Son évaluation boursière de 14x les profits nous semble bien en deçà de sa valeur intrinsèque et de sa moyenne des 10 dernières années (25x).

Morningstar

Nous avons acquis des actions de Morningstar au printemps dernier. Nous en avons discuté un peu dans le second rapport trimestriel de cette année (en réponse à une question d'un partenaire). Depuis plusieurs années, nous utilisons les services d'informations financières de Morningstar. Nous aimons l'horizon à long terme qu'ils démontrent dans leur recherches, une commodité rare à Wall Street. Nous

sommes même prêts à payer pour utiliser leurs divers services, particulièrement leurs analyses des avantages compétitifs des entreprises suivies. Cela en dit long sur leur qualité.

À la lecture du premier rapport annuel de Morningstar, nous sommes devenus de grands admirateurs du PDG et fondateur Joe Mansueto. Il se paie un salaire de 100 000\$ sans boni ni option. Il possède 68% des actions de Morningstar (vous commencez à voir un point commun dans nos choix d'entreprises?). En 2007, les revenus de Morningstar ont crû de 37% et les bénéfices par action de 40%. C'est certainement une de nos compagnies en plus forte croissance et espérons rester partenaires avec M. Mansueto bien des années.

Fastenal

Il est rare que l'on conserve un titre 10 ans dans un portefeuille. Mais en octobre prochain, cela fera une décennie que nous serons actionnaire de cette fabuleuse entreprise du Minnesota. En 2007, la compagnie a fait fi du ralentissement économique et a augmenté ses profits de 17%. Depuis notre achat, les bénéfices par action sont passés de 0,35\$ à 1,55\$ (18% par année). Le titre a suivi la croissance des bénéfices et a augmenté de 700% comme nous l'avons indiqué plus haut.

Mais il fallait être patient pour en récolter les fruits. Les profits ont stagné de 2000 à 2003 et le titre n'a rien fait pendant trois ans. Récemment, malgré les excellents résultats, le titre est au même niveau qu'il y a deux ans. Nous croyons que la patience est de mise et devrait être – encore une fois – récompensée.

Erreurs du jour

Le succès semble lié à l'action. Les gens qui ont du succès continuent à avancer. Ils font des erreurs mais n'abandonnent pas !

- Conrad Hilton

Comme le veut la tradition "gouvernementale", voici nos trois médailles annuelles pour les "meilleures" erreurs de 2007. Comme toujours, les erreurs sont nombreuses et c'est avec une attitude que nous souhaitons constructive – dans l'espoir de toujours devenir de meilleurs investisseurs – que nous allons en détail dans leur analyse.

Médaille de Bronze : Garmin

Comme c'est souvent le cas, les pires erreurs ne sont pas des titres achetés mais des titres non achetés. En 2004, nous avons regardé le titre de Garmin, une compagnie leader dans le monde en forte croissance des GPS (Global Positioning System). Les GPS sont de plus en plus présents dans notre vie et Garmin nous semblait le joueur le mieux positionné pour en profiter.

Nous avons une crainte : que les marges élevées de l'entreprise ne puissent être maintenues à long terme. La hausse anticipée du volume d'unités vendues pouvait faire augmenter les risques de "commoditisation" qui en suivraient. De 2003 à 2007, les marges d'exploitation ont en effet fléchi de 43% à 37%. Mais la croissance des revenus a amplement compensé. De 2004 à 2007, les bénéfices par action ont triplé et le titre a fait de même (et ce en incluant la récente baisse de 50% du titre en bourse).

Médaille d'argent : W.P. Stewart

Notre placement dans W.P. Stewart a été extrêmement décevant. WPS est une firme de gestion de portefeuilles qui a une approche similaire à la nôtre (quoiqu'elle se concentre plus sur des blue chips américains). Elle existe depuis 1975 et a considérablement enrichi ses clients pendant trois décennies (10 000\$ investi avec eux en 1975 vaudrait 2 000 000\$ aujourd'hui).

Depuis quelques années, les rendements sont moins bons que par le passé. En effet, de 2002 à 2007, la performance est de 10% comparé à 13% pour le S&P 500. Depuis 5 ans, le style d'investir dans des titres de qualité à bons prix n'a pas été autant récompensé que par le passé. Malheureusement ce qui a accentué les problèmes est que certains employés clés ont décidé de quitter la firme (emportant avec eux une part des actifs). Ainsi, WPS a perdu plus de la moitié de sa clientèle ces deux dernières années. Les revenus ont chuté de moitié et les profits ont été réduits à quasi zéro en 2007.

Nous avons investi environ 4% de notre capital dans cette entreprise et à ce jour avons accumulé une perte de plus de 80%. Comme nous avons reçu pendant plusieurs années un dividende de 5%, la perte réelle est moindre. Mais peu importe, nous avons perdu au moins l'équivalent de 3% de notre capital, ce qui en fait notre pire perte à date en pourcentage du portefeuille. Il est difficile de ne pas décerner une médaille d'erreur à ce placement.

Je n'ai aucun problème à reconnaître mes erreurs (la section des médailles annuelles dans ce rapport en est la preuve). Mais dans le cas de W.P. Stewart, nous avons bien fait notre travail d'analyse. Nous comprenions la compagnie parfaitement et avons suivi le plus régulièrement possible la composition des portefeuilles. J'avais estimé au départ que le rendement des actifs serait autour de 10% et je n'ai pas été loin de la réalité. Dans notre scénario original, la croissance des profits de 10% qui s'en suivrait combinée au dividende de 6% devaient nous procurer un rendement très acceptable.

Ce que j'avais sous-estimé est l'impatience de leur clientèle, la pression des intermédiaires et l'attrait des Hedge Fund (et leur méthode souvent spéculative de réaliser de forts rendements à court terme). Évidemment, un partenaire perspicace pourrait nous reprocher de ne pas avoir vendu à mesure que les mauvaises nouvelles arrivaient. La compagnie faisait bien sûr des changements pour corriger les choses. Nous avons donc cru que les problèmes seraient de nature temporaire et que la situation finirait par s'améliorer. À ce jour, nous avons eu tort.

En toute fin du mois de février, WPS a annoncé qu'elle avait engagé Merrill Lynch pour trouver un acquéreur potentiel. Il semble donc que nous serons fixés sur l'avenir de l'entreprise sous peu.

Il est bon d'apprendre de ses erreurs. Je peux vous assurer que je connais beaucoup mieux l'industrie de la gestion de portefeuilles aujourd'hui qu'il y a cinq ans. Mais peut-être, faut-il aussi reconnaître simplement avec humilité que certaines entreprises connaissent des difficultés et que c'est la nature du monde des affaires d'avoir parfois un placements infructueux.

Médaille d'or : Shoppers Drug Mart

Je suis Shoppers Drug Mart (Pharmaprix au Québec) depuis l'époque où l'entreprise faisait partie du conglomérat Imasco. En novembre 2001, la compagnie est venue en Bourse à 18\$ l'action. Je savais qu'indépendante, SDM pourrait grandement améliorer ses marges. Ainsi, les bénéfices par action de 0,41\$ réalisés en 2001 n'étaient pas un bon reflet de la réelle capacité bénéficiaire de SDM ni même les BPA prévus de 1\$ pour 2002. J'aurais donc dû passer outre le P/E élevé du titre et acheter des

actions. Je connaissais bien l'industrie des pharmacies et croyais que SDM avait le potentiel de devenir un leader encore plus dominant au Canada.

En 2003, nous avons acheté des actions de Walgreen's. Ses perspectives de croissance à très long terme nous semblaient plus élevées que celles de SDM. À la même époque, nous avons observé Jean Coutu s'aventurer aux États-Unis, savions qu'elle risquait d'y rencontrer plus de problèmes qu'elle s'y attendait et que ce serait l'occasion pour SDM d'attaquer encore plus agressivement le Québec, château fort de Jean-Coutu. Cette dernière a éventuellement connu des difficultés aux États-Unis. Pendant ce temps, SDM a ouvert au Québec des pharmacies impressionnantes qui connaissent un fort succès.

Le fait d'investir dans Walgreen's n'aurait pas dû nous empêcher d'investir aussi dans SDM. Même si la croissance des nouvelles pharmacies a été plus élevée pour Walgreens que pour SDM, cette dernière a réussi à mieux améliorer ses marges (grâce entre autres au succès de ses marques maisons). En 2007, SDM a ainsi réalisé des BPA de 2,28\$ (soit plus du double des BPA de 2002) et le titre est aujourd'hui à 51\$. Nous aurions triplé notre argent dans un placement dont le risque était très faible.

Cela mérite une médaille d'or.

Conclusion

Malgré les erreurs inhérentes au monde de l'investissement et au monde des affaires en général, nous savons que posséder des actions est la meilleure source d'enrichissement dans notre monde capitaliste. Les actions à long terme ont réalisé environ 10% par année et notre propre expérience depuis 1993 a été encore plus positive. Mais le prix à payer pour de meilleurs rendements est de vivre avec la volatilité – parfois fort prononcée – propre au marché des valeurs. L'autre ingrédient essentiel est la patience, le catalyseur pour passer à travers les périodes plus difficiles.

S'il y a une récession en 2008, nous sommes prêts. Historiquement, les récessions en Amérique du Nord se sont toujours avérées temporaires. Plus important, elles ont toujours représenté des occasions incroyables d'acheter des actions de solides compagnies à bons prix. La Bourse a tendance à baisser bien avant que la récession soit officialisée et remonter de six à douze mois avant la reprise.

Nos compagnies ont de beaux bilans et pourront en profiter pour prendre des parts de marché aux compétiteurs plus faibles ou faire des acquisitions à bons prix. Sans compter que plusieurs de nos entreprises profitent de la faiblesse de leurs titres en Bourse pour racheter de leurs actions. Nous croyons que nous n'avons jamais possédé un groupe d'aussi solides entreprises qu'en ce moment et que leurs évaluations – dans leur ensemble – n'ont jamais été aussi basses.

Nous sommes donc très enthousiastes quant aux perspectives à long terme de notre portefeuille.

Bonne année 2008 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