

*Giverny* Capital Inc.

Lettre annuelle aux partenaires 2008



Dil Hildebrand  
Dusk, 2008  
Collection Giverny Capital Inc.

Si vous n'avez pas le temps de lire toute la lettre, lisez ceci :

## L'occasion d'une génération

Aux partenaires de Giverny Capital Inc,

L'année 2008 a été probablement la plus difficile en Bourse depuis 1974. Selon nous, la forte baisse des actions et, par ricochet, le haut niveau de pessimisme des investisseurs a créé des opportunités boursières comme on a rarement vu au cours de l'histoire moderne des marchés financiers.

À partir des niveaux actuels, nous croyons que le potentiel de rendement des actions est très élevé. Selon nous, le potentiel d'enrichissement n'a pas été aussi élevé depuis environ 30 ans.

- Les évaluations des actions en général et surtout des nôtres sont à un niveau historiquement très bas. Ajusté pour une normalisation des profits, le cours-bénéfices du S&P 500 est à 9x.
- L'indice de confiance des consommateurs américains est à un creux jamais atteint soit à 25 (1985=100). Le précédent record de pessimisme était de 42 en 1974.
- Aux États-Unis, le niveau de liquidités – qui attendent sur les lignes de côté – atteint 7000 milliards de dollars. C'est un montant suffisant pour acheter toutes les entreprises du S&P 500.
- Le taux d'intérêt sur les obligations à court terme est quasi nul et à long terme autour de 3%. L'alternative aux actions est donc très peu attrayante.
- La majorité des investisseurs boursiers sont pessimistes. Les caisses de retraite ont réduit dramatiquement leur pondération en actions. Historiquement, ce sont des facteurs qui se sont toujours avérés des signes précurseurs de forts rendements.
- Nous avons la chance d'acheter des actions de compagnies de grande qualité qui se transigent en bourse, selon nous, au tiers de leur valeur intrinsèque.
- Finalement, le légendaire Warren Buffett est très optimiste envers les actions. Il recommande d'investir avec enthousiasme pour la première fois depuis 1979. Il répète : « *Le secret pour s'enrichir en Bourse est d'être prudent quand les autres sont agressifs et d'être agressifs quand les autres sont apeurés* ».

À Giverny Capital, nous sommes définitivement prêts pour profiter du prochain marché haussier.



François Rochon et toute l'équipe de Giverny Capital Inc.

## Giverny Capital Inc. – Lettre annuelle 2008 <sup>©</sup>

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2008, le rendement de notre portefeuille a été de -5,5% par rapport à un rendement de -22,0% pour notre groupe indiciel comparatif. Cela correspond à une valeur ajoutée de +16,5%. Ces rendements incluent tous deux un gain approximatif de 16% 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 +14,0% par rapport à +6,4% pour notre groupe indiciel comparatif. Si on exclut la hausse de la devise canadienne (4,5% au total depuis 1993), notre portefeuille aurait généré un rendement annuel de +14,4% par rapport à +6,7% pour les indices. Notre ambitieux objectif est de maintenir à long terme un rendement annuel de 5% supérieur aux indices.

### L'œuvre d'art illustrant notre lettre 2008

Depuis 2004, nous illustrons la page couverture de la lettre à nos partenaires d'une reproduction d'une œuvre de la collection corporative de la firme. Cette année, nous avons sélectionné une œuvre sur papier du jeune artiste québécois Dil Hildebrand intitulée "Dusk" (Aube). Nous croyons, qu'à travers le chaos financier actuel, il est possible de voir poindre l'aube d'une reprise boursière et d'un *bull market* qui pourrait durer plusieurs années.

### **Portefeuille Giverny : Nos rendements depuis le 1<sup>er</sup> 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%         |
| 2008             | -5.5%         | -22.0%        | 16.5%         | 23.1%        | -21.7%        | 16.2%         | -21.5%        | -35.4%        | 13.9%         |
| <b>Total</b>     | <b>654.7%</b> | <b>159.4%</b> | <b>495.2%</b> | <b>-4.5%</b> | <b>157.4%</b> | <b>500.1%</b> | <b>701.9%</b> | <b>175.2%</b> | <b>526.7%</b> |
| <b>Annualisé</b> | <b>13.9%</b>  | <b>6.3%</b>   | <b>7.6%</b>   | <b>-0.3%</b> | <b>6.3%</b>   | <b>7.7%</b>   | <b>14.4%</b>  | <b>6.7%</b>   | <b>7.6%</b>   |

\* 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 à la partie américaine du portefeuille Giverny. En 2008, le portefeuille Giverny US a réalisé -24,3% comparé à -35,7% pour le S&P 500 (en dollars US).

Depuis le début de ce portefeuille, notre rendement total est de +600,7% soit +13,4% annualisé. Durant la même période, le S&P 500 a réalisé +171,4% soit +6,7% annualisé. Notre valeur ajoutée annuelle est donc de +6,7%.

| 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%         |
| 2008                       | -24.3%        | -35.7%        | 11.4%         |
| <b>Total (en \$US)</b>     | <b>600.7%</b> | <b>171.4%</b> | <b>429.3%</b> |
| <b>Annualisé (en \$US)</b> | <b>13.4%</b>  | <b>6.7%</b>   | <b>6.7%</b>   |

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

## Portefeuille Giverny Canada

En 2007, nous avons débuté un portefeuille canadien. Il correspond à la partie canadienne du portefeuille Giverny. En 2008, le portefeuille Giverny Canada a réalisé -24,6% comparé à -32,9% pour le S&P/TSX. Depuis 2007, notre rendement est de -9,7% soit -5,0% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P/TSX a réalisé -26,3% soit -14,2% annualisé. Notre valeur ajoutée annuelle est donc de +9,2%.

| Année            | Giverny Canada | S&P/TSX       | +/-          |
|------------------|----------------|---------------|--------------|
| 2007             | 19.7%          | 9.8%          | 9.9%         |
| 2008             | -24.6%         | -32.9%        | 8.3%         |
| <b>Total</b>     | <b>-9.7%</b>   | <b>-26.3%</b> | <b>16.6%</b> |
| <b>Annualisé</b> | <b>-5.0%</b>   | <b>-14.2%</b> | <b>9.2%</b>  |

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

## L'année 2008

Nous avons terminé notre lettre annuelle 2007 par cette phrase : « S'il y a une récession en 2008, nous sommes prêts ». Nous sommes effectivement tombés en récession l'an dernier. Voici un résumé de quelques événements qui ont marqué cette année qui a été tout sauf ordinaire:

- De leur haut, les bourses du monde ont baissé en moyenne de 50%. Même les marchés que plusieurs considéraient "découplés" de l'économie américaine ont vu leurs cours baisser fortement : Les bourses de Chine, de Russie, d'Inde et du Brésil ont baissé de 50 à 75%.
- La plupart des pays industrialisés sont tombés en récession.
- Le prix des maisons dans plusieurs pays industrialisés a reculé de 20% et plus.
- Trois des cinq grandes firmes de courtage américaines ont soit disparu, soit été fusionnées de quasi force dans une autre entité (Bear Stearns, Lehman Brothers et Merrill Lynch).
- Les trois titans financiers qu'étaient AIG, Freddie Mac et Fannie Mae se sont effondrés.
- Les taux d'intérêt à court terme aux États-Unis sont quasi nuls, une situation jamais vue.
- Le rendement en dividende des actions du S&P 500 dépasse le taux d'intérêt sur les obligations 10 ans par 1%, une première depuis le milieu des années 1950.
- Une grande quantité de fonds spéculatifs (*hedge fund*) ont dû fermer boutique. On estime qu'environ un fonds spéculatif sur trois pourrait disparaître avec la crise.
- Le baril de pétrole a reculé d'un haut de 147\$US en juillet à un creux de 35\$US en décembre.
- Le dollar canadien a reculé de 23% par rapport au dollar américain.
- Le marché canadien n'a pas été épargné : de son haut, l'indice S&P/TSX a glissé de 50%, le TSX petite capitalisation de 60% et le TSX Croissance de 75%.

Nous sommes toujours prêts psychologiquement à une récession et/ou à une baisse boursière. Nous n'avons jamais cru pour autant que nous pouvions prédire les cycles économiques et boursiers (nous laissons cela aux devins, astrologues, stratégestes en chef et autres diseuses de bonne aventure). Par contre, nous avons accepté dès le premier jour que ces cycles étaient parties inhérentes de notre système capitaliste et gérons nos capitaux en conséquence.

Depuis 1945, il y a eu 11 récessions. Et à quatre occasions, la Bourse a baissé de plus de 40%. Les crises ont toutes un point en commun : elles se sont toutes terminées.

Je ne vous apprendrai rien en écrivant que la forte crise économique actuelle trouve son origine dans la chute des prix de l'immobilier et ses conséquences sur les institutions financières. Par la suite, elle s'est répandue à l'ensemble des industries des économies du monde. La baisse boursière a ensuite été amplifiée par la grande quantité de spéculateurs présents dans le marché en 2006-2007 et qui ont vendu en panique en fin d'année (car souvent sur marge). Comme nous écrivions dans nos récentes lettres, il y avait à un moment donné environ \$200 milliards de contrats spéculatifs sur le pétrole, c'est à dire non destinés à l'utilisation. Aussi, plusieurs fonds *private equity* avaient acheté massivement des entreprises de piètre qualité à grand coup de dettes. Pour solidifier leur bilan, ils ont dû alors liquider cette année une partie importante de leurs portefeuilles. Tout le processus de réduction des effets de levier à l'échelle planétaire est en ce moment une source de souffrance pour l'économie.

De plus – comme c'est si souvent le cas – le mouvement baissier créé par le "départ" des spéculateurs entraîne d'autres baisses de par la vente d'investisseurs devenus apeurés. Quoiqu'il est difficile de prévoir quand, cette crise aussi passera; comme toutes les autres. Un homme sage aimait dire que l'histoire ne se répète jamais exactement de la même façon mais elle rime !

De notre côté, notre portefeuille a somme toute bien tenu le coup dans les circonstances. Nous avons toujours sélectionné des entreprises au bilan sain et aux marges élevées. Elles possèdent aussi un ingrédient que nous avons appris à valoriser : des gens intègres et responsables à la direction. Ainsi, sans être immunisées aux récessions, nous croyons que nos entreprises ont ce qu'il faut pour y survivre. De plus, nous avons toujours usé de prudence dans les prix payés en Bourse.

Nous avons eu quelques titres qui ont été durement frappés mais dans l'ensemble, notre stratégie de privilégier des entreprises de grande qualité achetées à prix raisonnables nous a permis de faire mieux que les indices, cette année et depuis 1993. Et surtout, nous profitons du récent krach pour acheter des aubaines incroyables. Comme dirait Warren Buffett : « Soyez agressif quand les autres sont apeurés ».

### Niveau de sous-évaluation des actions

Quoique nous investissons dans des entreprises soigneusement sélectionnées (et non dans le « marché boursier »), nous suivons ce que nous considérons être un niveau d'évaluation approprié pour les actions en général.

Pour évaluer le niveau du S&P 500, nous prenons en considération trois paramètres importants : les profits d'exploitation, les profits normalisés pour exclure les hauts et bas économiques d'une juste mesure de la capacité bénéficiaire et finalement les taux d'intérêt à long terme comparés au ratio de capitalisation de ces profits (ratio cours-bénéfices ou P/E). Sur une longue période, le P/E normalisé du S&P 500 suit grossièrement le niveau des taux d'intérêt. Parfois, le P/E normalisé du S&P 500 dépasse le niveau justifié par les taux d'intérêt, comme à la fin des années 1990. À d'autres occasions, c'est l'inverse : le P/E est bien inférieur à sa juste valeur (Note : Pour 2008, nous avons utilisé un taux de 4% et ce malgré qu'en fait, les taux 10 ans étaient autour de 2.5% en moyenne durant l'année).

À l'heure actuelle, selon notre analyse, le niveau de sous-évaluation du S&P 500 dépasse les 50%.

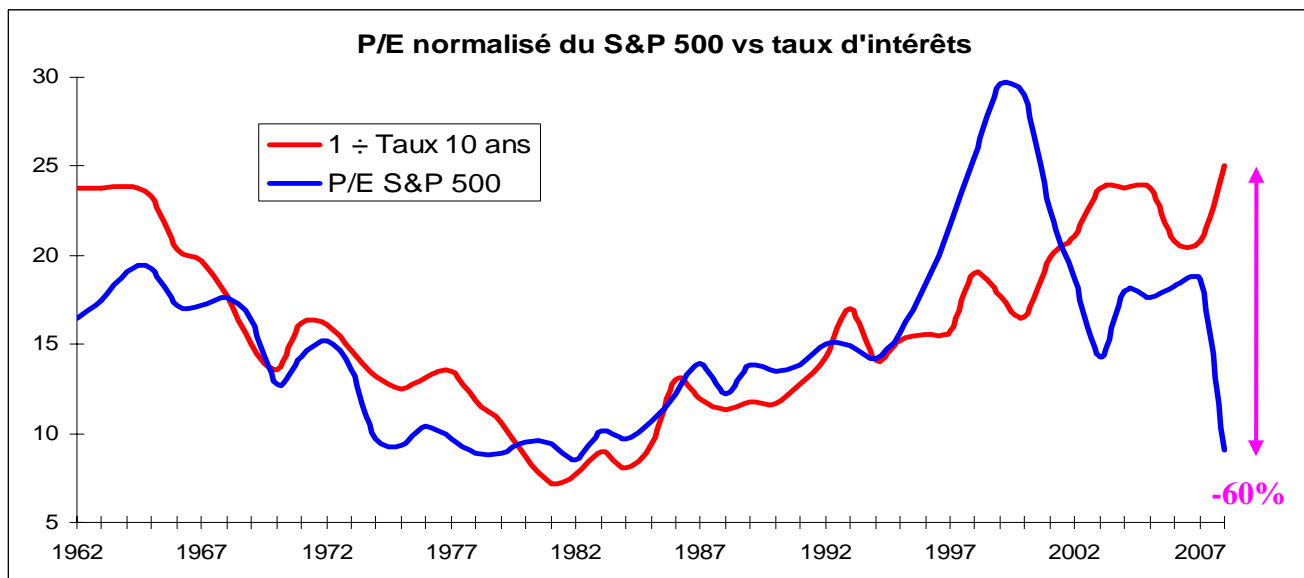


Figure 1 : P/E normalisé du S&P 500 comparé aux taux d'intérêt des obligations américaines 10 ans.

Un tel niveau d'escompte pour les actions - et par ricochet un fort potentiel de rendement futur - n'arrive historiquement qu'environ une fois par génération. Nous ne pouvons donc qu'être très optimistes quant aux années à venir.

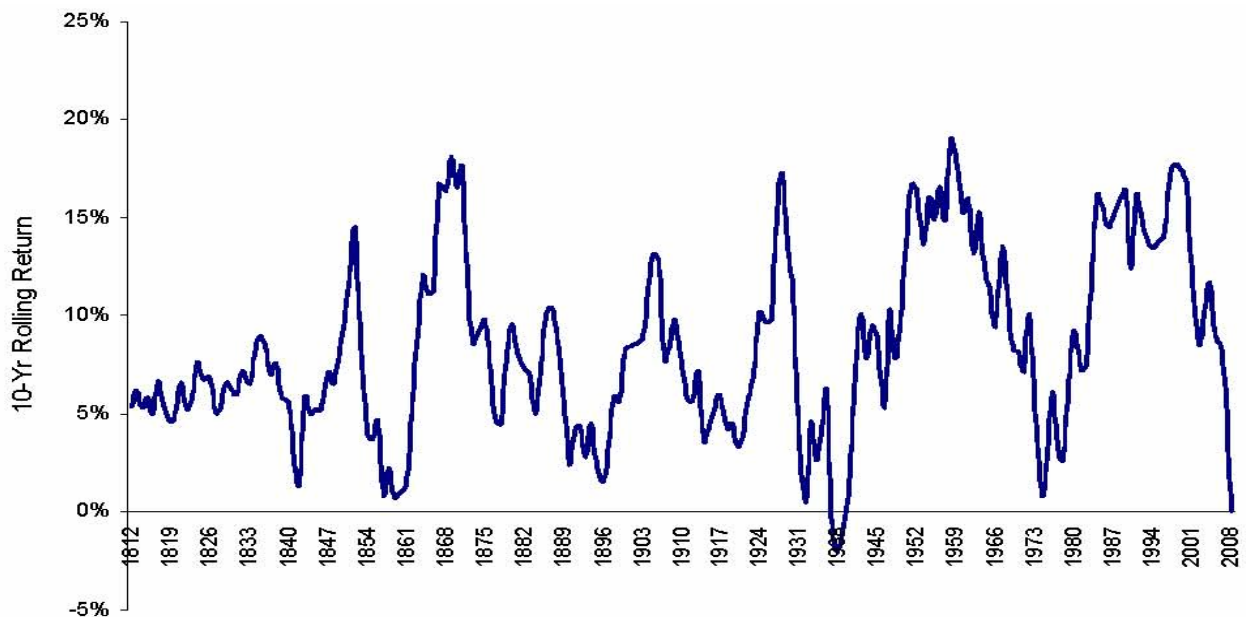
## Rendements boursiers historiques et leurs fluctuations

Il y a une raison – et une seule – pour laquelle les actions ont tant récompensé leurs propriétaires au cours des décennies : En moyenne, les compagnies réalisent des rendements de l’avoir (*Return on equity* ou ROE) de 12%. Après dividendes, ce ROE est à la source d’une croissance annuelle de 7% des profits corporatifs. Et cette augmentation annuelle combinée au dividende moyen de 3% donne un rendement total annuel pour les actions de 10% sur une longue période. Tous les détenteurs d’actions devraient donc s’enrichir grosso modo à ce rythme. Dans la réalité, ce n’est pas le cas.

La Bourse étant une entité créée et composée par des humains, elle possède inévitablement certaines de leurs caractéristiques. Ainsi, la Bourse a ses périodes d’optimisme et de pessimisme à l’image des humains. Ainsi, certaines périodes sont caractérisées par de fortes hausses (le S&P 500 a triplé de 1995 à 1999) et d’autres par de fortes baisses (comme actuellement). Après de longues périodes de hausses, les investisseurs oublient que les actions peuvent aussi baisser et achètent avec enthousiasme sans considération pour les évaluations souvent élevées à ces moments là. Et après de fortes baisses, ils vendent en croyant que les actions ne récompenseront plus leurs actionnaires comme par le passé, en perdant toute perspective sur la valeur intrinsèque des actions qu’ils vendent.

Nous croyons que la nature propre des marchés financiers ne favorise pas de telles stratégies de *market timing*. Les chiffres vont dans ce sens : historiquement, 90% du rendement des actions a été généré durant seulement 1,5% des journées où la bourse était ouverte.

Malgré ces belles paroles, il faut avouer que les 10 dernières années n’ont pas été faciles pour l’investisseur boursier et lui donnent l’impression que l’achat d’actions n’est plus une activité rentable (ni agréable). On voit dans le graphique qui suit les rendements composés des actions sur une période couvrant les 10 années précédentes :



Source: Jeremy Siegel; Bloomberg; LCM estimates.

Figure 2 : Rendement composé des actions sur les 10 années précédentes depuis 1812.



Ainsi, en 2008, le rendement des 10 années précédentes (de 1998 à 2008) a été de -1%. Il s'agit seulement de la seconde période en 200 ans où le rendement sur 10 ans a touché 0% (l'autre fois était en 1938). En 10 ans, en résumé, nous sommes passés d'un marché fort surévalué à un fort sous-évalué.

Mais au bout du compte, il n'y a qu'une seule façon de ne pas faire d'argent en Bourse à long terme : en vendant durant les périodes de récession ou de corrections boursières. L'objectif émotionnel est donc de ne pas tomber dans le "piège" des baisses boursières. Ce "piège" guette inévitablement les boursicoteurs qui n'arrivent pas à être imperméables aux fluctuations boursières. C'est simple : il faut considérer les actions comme des parts d'entreprises. Car c'est ce qu'elles sont et rien d'autre!

## Bénéfices propres

Dans cette optique, à Giverny Capital, nous n'évaluons pas la qualité d'un placement basé sur les cotes boursières à court terme. 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. Cette année, nos compagnies ont augmenté leur valeur intrinsèque de -3%. Ce n'est pas un grand triomphe mais c'est tout de même 27% de mieux que les entreprises du S&P 500 (il est à noter que les estimés des bénéfices d'exploitation de l'indice pour 2008 varient selon l'approche utilisée mais nous avons choisi celle calculée par la firme Standard & Poor's).

| 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%         |
| 2008             | -3%         | -22%        | -19%         | -30%       | -36%       | -6%        |
| <b>Total</b>     | <b>386%</b> | <b>247%</b> | <b>-140%</b> | <b>73%</b> | <b>82%</b> | <b>9%</b>  |
| <b>Annualisé</b> | <b>13%</b>  | <b>10%</b>  | <b>-3%</b>   | <b>4%</b>  | <b>5%</b>  | <b>0%</b>  |

\* Croissance des bénéfices propres (approximative) plus les dividendes

\*\* Performance boursière, dividendes inclus

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



Depuis 1996, selon ce calcul, nos compagnies ont augmenté leur valeur intrinsèque de 386% (soit par un facteur de presque 5 fois) mais n'ont vu leur titre augmenter que de 247%. La majeure partie de la différence s'explique par la baisse du cours-bénéfices médian de nos titres qui est passé de 16x à 11x. Il faut noter en plus que les bénéfices corporatifs de cette année – les nôtres comme ceux du S&P 500 – sont déprimés à cause de la récession qui sévit et embrume la juste mesure de la valeur intrinsèque.

Malgré les hauts et bas économiques, à long terme, la valeur des actions en Bourses suivra inexorablement la croissance des bénéfices propres aux entreprises sous-jacentes.

### **La saveur du jour 2008 : comment s'appauvrir avec certitude**

Régulièrement, on nous demande ce qu'est la saveur du jour; en d'autres mots ce qu'il faut éviter. La Bourse tend à s'emballer régulièrement, soit pour un pays, un secteur ou une classe d'actif. Après les technologies en 1999-2000 et les titres de ressources ces dernières années, le segment de marché qui, selon nous, est maintenant dangereux est celui des titres obligataires gouvernementales.

En ce moment, il y a environ 7000\$ milliards d'actifs liquides aux États-Unis. C'est assez d'argent pour acheter toutes les compagnies du S&P 500 ou 5 fois la Bourse canadienne au complet ! En fin d'année, les taux d'intérêt versés à ces liquidités étaient de 0,07%. Le taux d'intérêt sur les obligations américaines 10 ans est de 2,2% et sur les obligations 30 ans 2,7%. Les acquéreurs d'obligations croient – dans une grande illusion collective – qu'ils adoptent une stratégie prudente alors qu'en fait c'est la plus risquée : Elle est certaine de mener à un appauvrissement car le taux d'intérêt versé est inférieur au taux d'inflation.

Historiquement, le taux d'inflation a été de 3%. Quoique qu'en 2009, il sera probablement beaucoup moindre, la politique budgétaire des gouvernements du monde d'injecter des quantités phénoménales de capitaux pour soutenir l'économie et leur système bancaire aura, fort probablement, des conséquences inflationnistes. Il se pourrait donc que le taux d'inflation pour les prochains 10 ans soit plus près de 4% que de 3%. Ainsi, une obligation rapportant 2% générera un appauvrissement d'au moins 1,5% par année. Sur 10 ans, il s'agit d'une perte de 14% au total. Et si le 2% est imposé à 40%, la perte totale grimpe à 21%. Pour les obligations 30 ans, les dégâts seront pires encore : Un compte non taxé perdra 26% de son pouvoir d'achat et un compte taxé 45% !!

Selon nous, à aucun moment dans l'histoire, le risque n'a été aussi grand de posséder des obligations gouvernementales. L'appauvrissement est garanti !

### **Nos compagnies**

En cette année de récession, plusieurs de nos entreprises ont vu leur bénéfices stagner ou reculer. Dans certains cas, le recul a été significatif. Quelques-unes de nos entreprises ont réussi le tour de force d'augmenter leurs profits. Et d'autres ont réalisé des investissements majeurs avec grande audace alors que leurs compétiteurs sont paralysés par la peur.

#### **Nitori Co.**

Notre meilleur titre cette année a été Nitori Co, une entreprise japonaise acquise l'an dernier. Nitori est une compagnie de vente aux détails de produits pour la maison (meubles et accessoires). Elle profite de sa politique de bas prix pour gagner des parts de marché en ces temps difficiles. Elle a ainsi

augmenté ses profits de 13% cette année. Le titre a grimpé de 30% en Bourse (à environ 7000 yens). De plus, nous avons eu un petit boni puisque le yen s'est apprécié de 40% vis-à-vis le dollar canadien.

## **Wal-Mart**

Wal-Mart a augmenté ses profits de 6% en 2008 alors que ce fut la pire année de l'industrie de la vente aux détails depuis des décennies. Sa croissance des ventes comparables a été de 3%. Dans l'environnement actuel et relativement à ses compétiteurs, ce fut toute une performance. Target par exemple a vu ses ventes comparables chuter de 3%. Si vous avez été faire un tour chez Wal-Mart durant la période de magasinage de Noël, vous n'aviez pas besoin d'étudier avec minutie ses états financiers pour conclure que les affaires allaient bien !

La récente décision de la haute direction de Wal-Mart de réduire la quantité d'ouverture de nouveaux magasins et de plutôt racheter ses actions nous semble sage. Le titre a bien résisté à la baisse des bourses et se transige à un niveau de 18% supérieur à son niveau de janvier dernier.

## **Bank of the Ozarks**

Notre petite banque de Little Rock (Arkansas) a réalisé ce que très peu des quelques 4000 banques américaines ont réussi cette année : augmenter ses profits ! Les actifs ont grimpé de 19% et, malgré une hausse importante des réserves pour mauvais prêts, les profits ont grimpé de 9%. Le ratio d'efficacité a baissé à 42,3%, un niveau exceptionnel. Le rendement de l'actif a été de 1,14%.

J'ai été rencontré les dirigeants de Bank of the Ozarks en 2006. J'étais revenu de mon voyage très enthousiaste. Le président, George Gleason, a acquis la banque avec 10 000\$ de son propre argent à l'âge de 25 ans. Bank of the Ozarks avait alors 28 employés et 28 millions de dollars d'actifs. Vingt-neuf ans plus tard, les actifs ont dépassé les 3 milliards de dollars (une augmentation de 10 000%) et la banque vaut près de 500M\$. M. Gleason possède toujours 22% des actions et il se paie un salaire raisonnable. La culture qu'il a lentement imprégnée à Ozarks est basée sur la prudence et le très long terme. Ainsi, la banque n'a pas participé à la folie des prêts *subprime* et a été prudente dans ses prêts immobiliers (il faut dire que le prix moyen d'une maison à Little Rock est 130 000\$). M. Gleason est le genre de dirigeants avec lesquels nous aimons être partenaires.

## **Wells-Fargo**

Wells-Fargo (ou WFC) a profité de la débandade actuelle du secteur bancaire pour faire une acquisition majeure. Elle a en effet acquis en 2008 la banque Wachovia pour un prix – à première vue – fort attrayant. WFC a acquis la géante banque de Caroline du Nord (qui était, il faut le dire, en grande difficulté) pour environ 15MM\$. Cela correspond à 17% de sa propre capitalisation boursière. En retour, elle double sa quantité d'actifs. Mais la beauté de cette acquisition est qu'elle se fait presque gratuitement. En effet, on estime que les impôts sauvés dans les années à venir par les radiations des mauvais prêts de Wachovia pourraient à eux seul compenser pour le coût d'acquisition.

Bien sûr, à cause de sa forte taille, WFC n'a pas été épargnée par la récession. Elle a dû augmenter drastiquement son niveau de réserves pour mauvais prêts. Mais elle est restée profitable même si les profits ont chuté de 25%. On s'attend à une baisse similaire des profits en 2009.

Nous croyons que dans quelques années – alors que la reprise sera enclenchée – WFC aura probablement plus que doublé ses profits. Nous croyons qu'elle pourra réaliser plus de 4\$ de bénéfices

par action (BPA). Le titre pourrait donc toucher les 60\$ d'ici 5 ans. Le titre pourrait s'avérer une source d'enrichissement substantielle.

### **Allied Irish Bank**

En milieu d'année, nous avons pris une petite participation dans la plus importante banque d'Irlande : Allied Irish Bank (AIB). À son cours moyen de 25\$ en 2008, le titre se transigeait à 3 fois les profits prévus à ce moment-là. En effet, AIB avait 3\$ par action d'actions de M&T Bank et environ 4\$ par action de la Zachodni WBK, une des plus importantes banques de Pologne. Ainsi, on ne payait que réellement 18\$ pour 6\$ de BPA. Et le dividende était de près de 10%.

Malheureusement, la situation en Irlande s'est détériorée rapidement et ses trois banques se sont effondrées en Bourse et ce malgré l'aide accrue du gouvernement au niveau de la protection des épargnes. AIB a terminé l'année à près de 5\$. À ce niveau, on était littéralement payé 2\$ pour avoir gratuitement la plus importante et la meilleure banque d'Irlande (avec 41% de part de marché, c'est l'équivalent irlandais de la Banque de Montréal et la Banque Royale du Canada réunie).

En début d'année 2009, dans un coup de théâtre incroyable, le gouvernement irlandais a nationalisé la troisième banque du pays, Anglo Irish Bank, un scénario inimaginable il y a un an à peine. L'Irlande n'est ni un pays socialiste ni un pays du tiers-monde : Le PIB par habitant est 15% supérieur à celui du Canada. Mais l'ingérence politique vient brouiller les cartes et rend la suite des choses difficile à prévoir. Clairement, au niveau actuel, le marché boursier croit que AIB devra émettre une forte quantité de capital et diluer quasi totalement l'avoir des actionnaires. Nous suivons la situation de près : Si nous croyons que moindrement les perspectives s'éclaircissent, ce serait l'occasion d'acquérir d'autres actions de cette banque dominante dans son marché. Pour l'instant, nous avons décidé de tout simplement conserver nos quelques actions.

### **Disney**

Walt Disney Co a connu une bonne année dans les circonstances. La compagnie est de trop grande taille pour ne pas être affectée par la crise économique. En 2008, les BPA ont donc été stables par rapport à 2007. Robert Iger, le brillant PDG de Disney, continue de faire un travail phénoménal. Malgré que le titre était déjà une aubaine à 30\$ en début d'année, cela ne l'a pas empêché de reculer à 20\$. Ce n'est pas parce qu'un titre se transige à la moitié de sa valeur qu'il ne peut pas baisser au tiers ! À son cours actuel, Disney se transige à environ 10 fois les profits. Il faudrait retourner à 1966 pour retrouver un P/E aussi bas pour le titre de Disney. Nous continuons donc d'acheter le titre.

### **American Express**

AMEX, tout comme Disney, possède une extraordinaire marque de commerce. Par contre, AMEX a souffert cette année de la crise financière. Elle a dû augmenter sensiblement ses provisions pour mauvaises créances et les BPA ont chuté de plus de 28%. Et le titre a baissé significativement, en bourse terminant l'année à 19\$. À ce niveau, le P/E est de seulement sept fois (et en plus, ce sont des profits déprimés).

Quoiqu'il est très difficile d'estimer jusqu'à quel point AMEX sera touchée par la récession, nous croyons que la compagnie devrait rebondir au prochain cycle économique. Par exemple, si dans 5 ans, la compagnie réalise des BPA de 4,25\$ et que le P/E retourne à sa norme historique, le titre pourrait

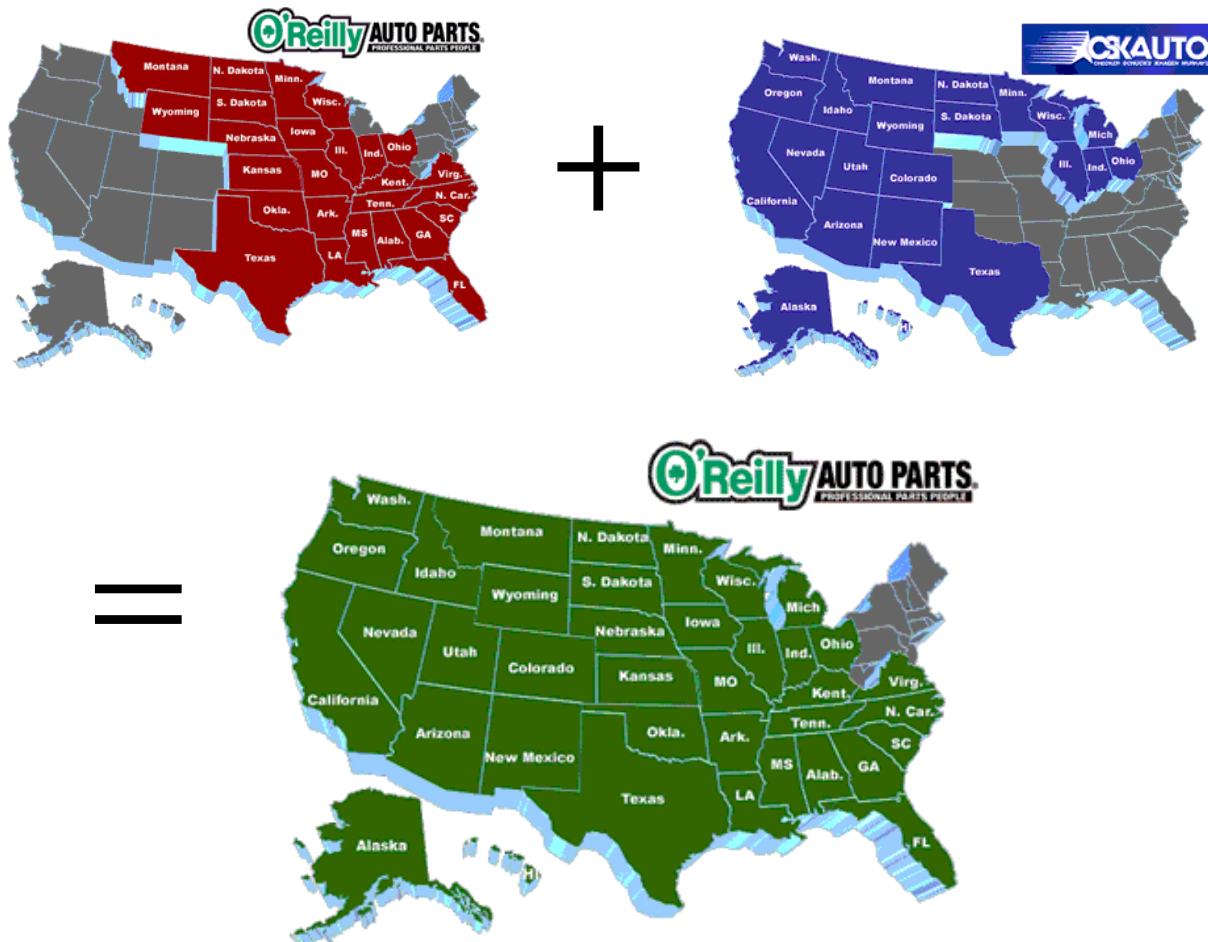
toucher les 65\$ soit près de 4 fois le niveau actuel. Sans compter le dividende de 4% en attendant. Nous conservons donc nos actions.

## O'Reilly Automotive

Il y a quatre ans, nous avons acquis des actions de O'Reilly Automotive, un des plus importants joueurs de la vente aux détails de pièces automobiles. Nous avons payé 20\$ l'action et la compagnie réalisait alors 1,12\$ par action de BPA. La compagnie avait maintenu un taux de croissance de plus de 20% par année depuis sa venue en Bourse en 1993. Et ses perspectives futures nous semblaient excellentes. Nous avons été à Springfield (Missouri) rencontrer les dirigeants et avons été grandement impressionnés par leur vision à long terme ainsi que par la culture mise en place.

En 2008, les BPA ont atteint 1,64\$. Selon nous, ces profits ne représentent pas la pleine capacité bénéficiaire actuelle de O'Reilly, à cause des circonstances économiques. En effet, le nombre de magasins est passé de 1 200 en 2004 à plus de 3 200 cette année. Wall Street semble partager notre opinion puisque le titre a tout de même bien fait, terminant l'année à 30\$.

La plus importante part de l'augmentation du nombre de magasins est venue cette année par l'acquisition de CSK Auto (1 342 magasins). Elle permet à O'Reilly d'étendre son réseau à la grandeur des États-Unis. Le prix payé pour CSK nous semble attrayant. Nous sommes donc encore fort optimistes quant aux perspectives à long terme de O'Reilly.



## Fastenal

Nous sommes actionnaires de Fastenal depuis plus de 10 ans et avons été vastement récompensés par cette superbe entreprise de Winona (Minnesota). Dans le film « *Other People's Money* », Lawrence Garfield (interprété brillamment par Danny DeVito) aime les business qui sont « *Dull but making a decent buck!* ». À Giverny Capital, nous aimons aussi de telles entreprises : peu excitantes mais réalisant de bons profits ! Fastenal était au départ un détaillant de boulonneries ! Puis avec les années, sous la direction du génial Robert Kierlin, la compagnie a ouvert plus de 2 000 points de vente et en est venue à vendre une panoplie d'articles variés, tous moins mondains les uns que les autres (ma ligne favorite est le matériel pour conciergerie).



Nous avons acheté nos premières actions de Fastenal en octobre 1998 à environ 5\$ chacune (ajusté pour les fractionnements). À l'époque, la crise asiatique faisait rage et la Bourse nous avait offert de belles opportunités. En 1998, Fastenal avait réalisé des BPA de 0,35\$. Cette année, elle a réalisé 1,91\$ soit une augmentation de 450% en 10 ans (soit 18% annualisé). Et le titre, sans surprise, a augmenté de 500%.

Il est vrai que l'action a reculé en Bourse cette année; les analystes s'attendent à un ralentissement de la croissance en 2009. Mais nous conservons nos actions, croyant que dans cinq ans, la compagnie aura encore doublé ses profits. Si cela se réalise, le titre suivra encore une fois l'accroissement de sa valeur intrinsèque.

## MTY Food

Ce fut une autre année de croissance pour l'entreprise québécoise MTY Food. Ses revenus ont cru de 12% et les bénéfices par action de 8%. La compagnie a fait deux importantes acquisitions : Tutti Frutti et Taco Time. Le nombre de restaurants (principalement franchisés) sous les diverses bannières de MTY a donc dépassé le niveau de 1000 cette année. Le titre n'a pas très bien fait en Bourse reculant de 12,6\$ à 7,3\$ soit une baisse de 42%. La compagnie continue d'avoir un bilan sans dette et

nous semble bien placée pour réaliser d'autres acquisitions à mesure que des compétiteurs rencontreront des difficultés ou seront moins gourmands (!) sur les prix demandés.

## **Pason Systems**

Notre entreprise de services pétroliers de Calgary, acquise il y a 4 ans, a connu une très bonne année 2008. Sa division américaine a connu une année de forte croissance et la compagnie a aussi pu profiter de la baisse du dollar canadien lors du dernier trimestre. Les revenus et BPA ont ainsi grimpé de 25%. Par contre, le nombre de plate-forme de forage est en forte baisse en début d'année 2009 (la baisse du cours du brut aidant) et les BPA seront donc en forte baisse, à moins d'un revirement inattendu. Nous avons discuté avec la haute-direction de la compagnie à quelques reprises ces derniers mois. Nous continuons de croire que Pason est une des entreprises les mieux gérées au Canada.

## **5N Plus**

5N Plus, une jeune et dynamique entreprise québécoise, est un leader mondial dans la purification de métaux pour les panneaux solaires photovoltaïques. Pour son exercice se terminant en mai, les revenus ont grimpé de 41% et les BPA de 83%. Après deux trimestres de l'exercice 2009, les revenus et profits ont grimpé de 120%. La compagnie a terminé la construction de sa nouvelle usine en Allemagne et c'est un grand succès à date !

Le titre en Bourse a vécu une année 2008 mouvementée. Il est passé de 8\$ à 13\$ en début d'année puis a glissé à 4,6\$. La compagnie – avec une certaine sagesse – a émis entre temps des actions à 11\$ et a donc en banque plus de 1,2\$ par action de liquidités. Ainsi, au cours actuel, on paie réellement l'équivalent de 3,4\$ soit moins de 10 fois les profits prévus en 2009. Pour une compagnie en très forte croissance et qui domine un segment de marché cela nous semble un niveau attrayant. Nous connaissons bien le président et avons grande confiance en lui.

## **Resmed**

Nous avons acquis nos actions de Resmed en 2003, une entreprise australienne spécialisée dans les produits médicaux s'adressant aux problèmes d'apnée du sommeil (masques et humidificateurs). Ce segment médical est en très forte croissance. En effet, un mince pourcentage des gens affectés par les troubles du sommeil sont éveillés à leur situation (si vous me pardonnez ce facile calembour). L'apnée n'est pas un problème mineur : il peut mener à des maladies graves comme des troubles cardiovasculaires. Resmed joue un grand rôle à mieux faire connaître le problème à la population.

Resmed a connu une bonne année 2008 avec une augmentation de 16% de ses revenus et de 13% de ses BPA. La compagnie a repris les parts de marché temporairement perdues à Respironics (une division de la multinationale hollandaise Philipps) en 2007. Malgré cela, le titre a reculé de 29% en Bourse. Après l'OPA sur Respironics l'an dernier, Wall-Street misait que ce serait le destin de Resmed aussi d'où la prime qui lui été accordée. Nous croyons que le titre vaut plus que son cours actuel et continuons d'être actionnaires de cette excellente entreprise qui nous semble destinée à plusieurs autres années de croissance.

## **Knight Transportation**

L'industrie du camionnage a dû voguer sur une marée de problèmes en 2008 : Des ventes aux détails en forte baisse, la compétition grandissante des ferroviaires et le haut prix de l'essence pour une bonne

partie de l'année. Et pourtant, Knight a continué d'être très rentable. Les revenus ont grimpé de 8% et les BPA ont reculé de 9%. Son ratio d'efficacité s'est maintenu à 84% (le ratio des coûts sur les revenus), un bon 10% de mieux la moyenne de l'industrie. Le bilan est toujours sans dette : Knight a terminé l'année avec 54M\$ de liquidités et ce même après avoir payé un dividende et racheté de ses actions.

Le titre de Knight Transportation a été un des rares à afficher un rendement positif cette année avec une hausse de 9%. Lorsque nous avons acquis nos premières actions de Knight en début 2004, nous avons qualifié la compagnie "d'oasis dans le désert". C'est dans les grandes sécheresses qu'on reconnaît les bonnes sources.

## **Walgreen's**

Ce fut une année plus difficile pour Walgreen's, la plus importante chaîne de pharmacies aux États-Unis. Les ventes organiques ont légèrement crû en 2008 mais à un taux inférieur à ce que Walgreen's nous a habitué par le passé. Et les BPA ont été similaires à ceux de 2007. L'action aurait dû résister au marché baissier car la compagnie offre somme toute des produits essentiels. Mais Wall Street a été sévère avec le titre qui est passé de 38\$ à 25\$. En fin d'année, la compagnie a décidé de changer de stratégie en réduisant le taux d'ouverture de nouveaux magasins et en se concentrant à offrir plus de services et améliorer ses marges.

Nous en sommes à notre sixième année comme actionnaires et ce fut un placement décevant. Lorsque nous avons acquis nos actions, la compagnie avait un taux de croissance de 16-17% par année. Et elle avait maintenu ce taux de croissance sur plus de 30 ans. C'était une entreprise comme il en existe peu.

Malheureusement, la compétition s'est intensifiée et les perspectives de croissance nous semblent moins bonnes qu'auparavant. Le titre est par contre si bon marché (un P/E de 11x) que même avec un taux de croissance plus faible, le rendement que nous sommes en droit de s'attendre dans le futur devrait être élevé. Malgré tout, nous reconsidérons la pertinence de ce placement. D'autres opportunités nous semblent en effet encore plus intéressantes.

## **Mohawk Industries**

Mohawk, notre entreprise de revêtements de planchers, a connu une année très difficile. Les BPA ont chuté de moitié à cause de la combinaison d'un ralentissement du côté commercial, d'une continuation de l'effondrement du marché de la construction de maisons neuves et de la hausse du prix du pétrole (une matière première utilisée dans les tapis). Le prix du pétrole a par contre reculé lors des derniers mois alors que la compagnie avait déjà augmenté ses prix. Les marges brutes devraient donc lentement s'améliorer dans les trimestres à venir.

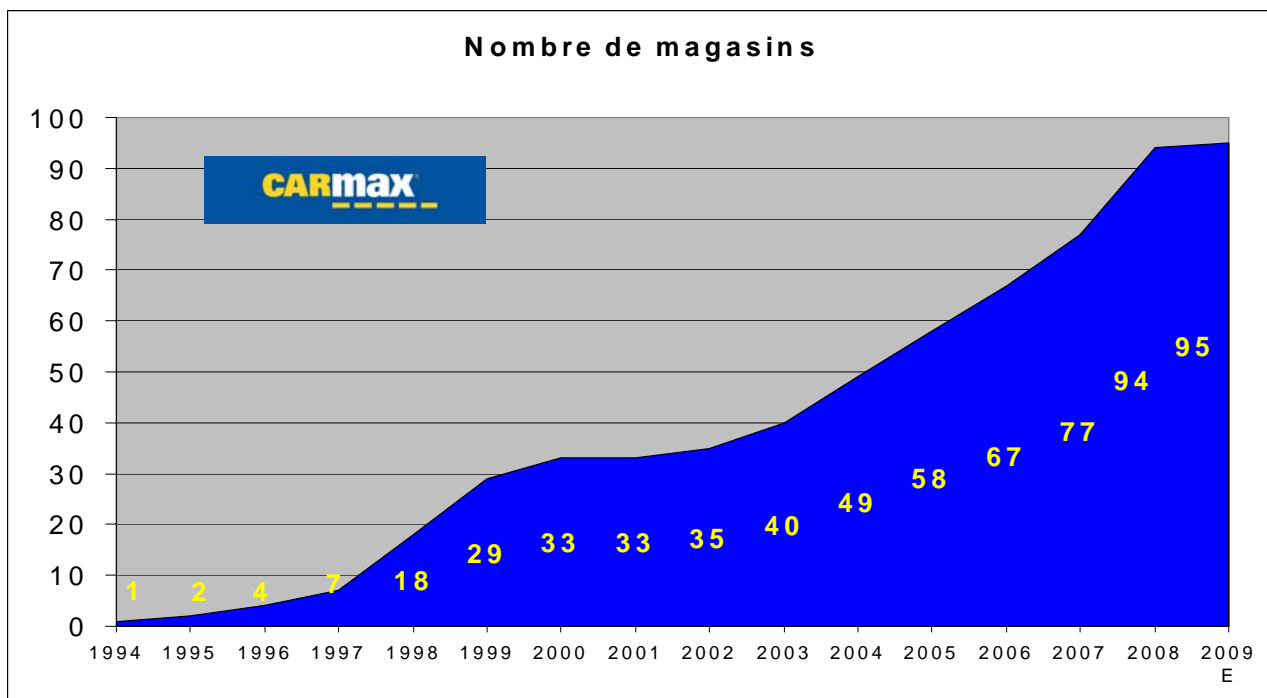
La baisse de la profitabilité de Mohawk est similaire à celle de Shaw Industries (une division de Berkshire Hathaway), son principal compétiteur. Mohawk ne semble donc pas avoir perdu de parts de marché, ce qui est capital.

Le titre en Bourse a connu une année mouvementée, fluctuant entre 83\$ et 24\$ et terminant l'année à 43\$. À son creux, cela correspondait à 3,3 fois les bénéfices réalisés en 2006. Si dans cinq ans, la compagnie retrouve un niveau de rentabilité moindrement normal et se transige à un P/E plus juste, c'est un titre qui pourrait être à 120\$. Et plus important que tout, nous croyons que Mohawk est entre très bonnes mains avec Jeff Lorberbaum comme PDG. Nous demeurons donc patients.



## Carmax

Carmax est le leader dans la vente au détail à grande surface de voitures usagées. De plus, elle offre du financement à la majorité de ses clients. Il est à noter que le financement n'est accordé qu'à ceux qui ont une bonne cote de crédit sinon ils sont référés à Bank of America. Historiquement, Carmax ne conserve pas son portefeuille de prêts : elle le vend sur le marché secondaire. La compagnie a connu une très forte croissance passant de 1 magasin il y a seulement 15 ans à 94 cette année. Ses revenus avaient touché les 8MM\$ en 2007.



Il est difficile d'imaginer un pire déluge économique pour Carmax que l'année 2008. Les ventes de voitures (neuves comme usagées) ont chuté dramatiquement. On parle d'une chute de 25%, une situation qui s'est rarement vue depuis l'arrivée de l'automobile dans notre civilisation. De plus, Carmax a eu de grandes difficultés à vendre ses prêts sur le marché secondaire et a dû utiliser un taux de réserve plus élevé dans ses calculs actuariels. En conséquence, la division financière a réalisé une perte cette année. Les BPA de l'entreprise ont chuté de 0,92\$ en 2006 à 0,11\$ cette année. Nous n'avons pris qu'une participation de départ dans Carmax l'an dernier. À mesure que les mauvaises nouvelles s'accumulaient, nous avons décidé d'attendre que la situation se stabilise pour songer à augmenter notre participation.

Nous croyons que très peu d'entreprises ont des perspectives de croissance à long terme aussi bonnes que celles de Carmax. Historiquement, la vente de voitures usagées était un marché dominé par des vendeurs locaux. Il s'agit donc d'un marché extrêmement fragmenté. Carmax a développé depuis 1993 une réputation sans égale auprès de la population quant aux prix qu'elle vend ses voitures, au prix juste qu'elle offre aux rachats et à la garanti qu'elle donne. Malgré sa forte croissance passée, Carmax n'a seulement que 2% de ce marché. Si elle réussit à prendre 10% de parts de marché dans la prochaine décennie (et nous ne voyons pas pourquoi elle n'y arriverait pas), Carmax pourrait maintenir un taux de croissance de 15-20% de ses revenus pour plusieurs années. Nous croyons donc que la patience est de mise avec ce placement.

## Nouveaux titres acquis en 2008

### **Martin Marietta Materials**

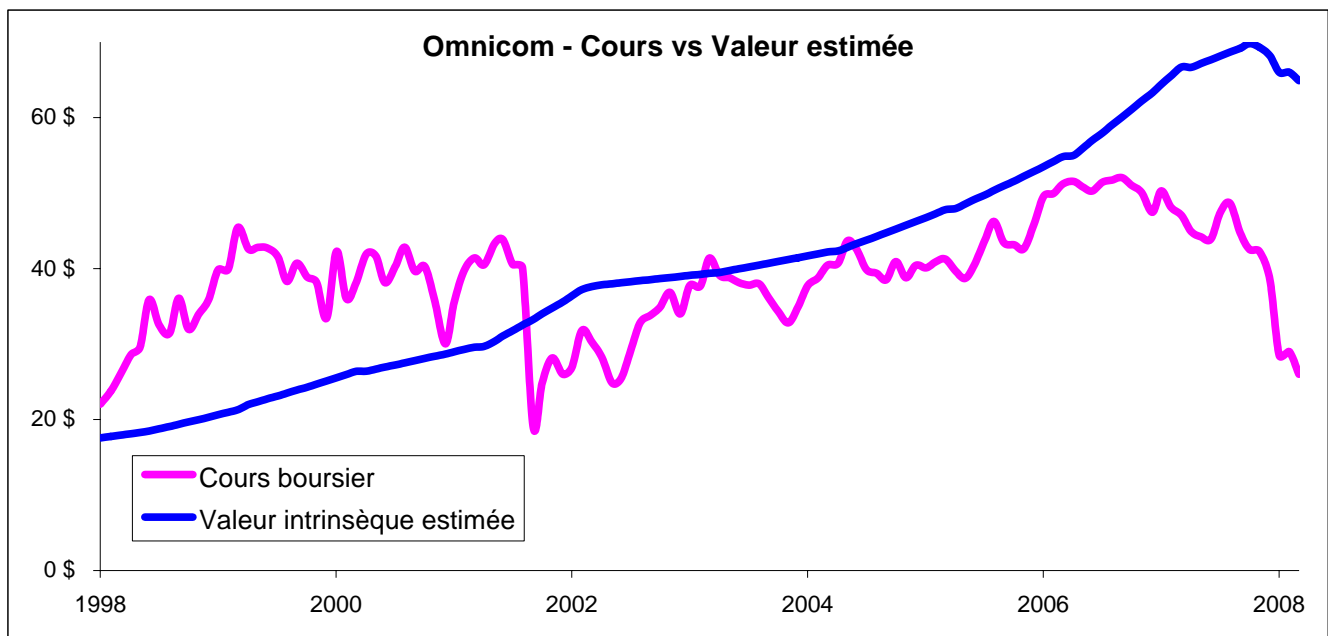
Nous avons acquis cette année des actions de Martin Marietta, un leader dans le monde de l'agrégat. La compagnie nous semble avoir d'importants avantages compétitifs et être dirigée par d'excellents gestionnaires. Ces derniers trimestres, la rentabilité a été affectée par le ralentissement économique et le titre a reculé par rapport à notre coût. L'action s'est par contre rétablie en fin d'année. En effet, le nouveau président américain Barack Obama a annoncé d'importants investissements pour renouveler les infrastructures du pays. Nous croyons donc plus que jamais que la prochaine décennie sera excellente pour Martin Marietta.

### **Omnicom**

Si votre mémoire est bonne, vous vous rappellerez que la compagnie Omnicom faisait partie des "erreurs du jour" du rapport annuel 2006. Je surveille Omnicom – la plus importante firme de publicité et de relations publiques au monde – depuis une dizaine d'années. En 2002, le titre avait glissé de 49\$ à 18\$ sur des rumeurs de scandale financier. Le titre avait par après rebondi jusqu'à 53\$ en 2006. J'avais eu bien des regrets de ne pas avoir acquis d'actions en 2002. Mon inaction avait mérité une médaille d'or en 2006.

Mais en Bourse, il ne faut jamais perdre patience. En 2008, le titre a perdu la moitié de sa valeur et a terminé l'année à 27\$. Clairement, la récession aura un impact sur la profitabilité de l'entreprise en 2009 mais nous croyons qu'à long terme, la compagnie continuera de croître à un rythme satisfaisant.

Il est intéressant de noter qu'en 2002, la compagnie réalisait 1,72\$ de BPA. En 2008, la compagnie a réalisé 3,17\$. Ainsi, le titre est encore plus sous-évalué à l'heure actuelle (P/E de 8x) qu'à son creux de 2002 (P/E de 10x). Historiquement, Omnicom s'est transigé à environ 22 fois les profits. Ainsi, au cours actuel, le titre se transige selon nous à près du tiers de sa valeur intrinsèque.



Si vous croyez que la baisse du titre est mauvaise pour les actionnaires, détrompez-vous! Depuis 2002, la compagnie a racheté 60 millions de ses actions soit 16% du nombre total en circulation. Clairement, il est mieux pour les actionnaires qu'Omnicom rachète son titre à 8 fois les profits plutôt qu'à 16 fois. Nous croyons donc pouvoir être récompensés doublement par la forte baisse du titre. D'abord, en ayant pu acheter le titre bien en deçà de sa valeur. Mais aussi, cela permettra à l'entreprise d'encore mieux récompenser ses patients actionnaires (à tout le moins ceux qui restent).

### **Post-mortem quinquennal : 2003**

Comme à chaque année, nous effectuons un post-mortem cinq ans. Nous croyons qu'étudier systématiquement nos décisions avec un recul significatif nous permet d'apprendre de nos bons et surtout de nos erreurs.

En 2003, nous avons fait plusieurs nouveaux achats. Nous avons acquis des actions de Factset Research, Expeditors International, Harley Davidson, Walgreen's, Fifth Third Bank, Resmed et racheté des actions de First Data. Quatre de ces sept compagnies figurent encore dans notre portefeuille (Factset, Expeditors, Walgreen's et Resmed).

Nous avons vendu Harley-Davidson assez rapidement étant de moins en moins à l'aise avec la division de financement d'achat de motos. Quoique nous ayons été des années en avance, nos craintes étaient justifiées : 2008 fut une année épouvantable pour Harley. Et le titre s'est effondré passant de 70\$ en 2006 à 12\$ récemment. Sur le sujet, je suis allé à Milwaukee cet été et j'y ai découvert le nouveau musée Harley-Davidson (même en vacances, mes antennes d'investisseur sont allumées!). On y réalise l'ampleur de l'histoire de la marque et combien la fidélité de ses clients est sans égale. En connaissez-vous beaucoup de marque de commerce que des gens se tatouent sur le corps ?

First Data a été un placement profitable et avons vendu nos parts en 2005. La compagnie a ensuite été divisée en deux parties avec l'essaimage (*spin-off* dans le jargon financier) de Western Union. Ce qui reste de First Data a fait l'objet d'une OPA par après.

Finalement, Fifth Third Bank a été un placement décevant pour nous. Nous avons vendu nos actions à des prix avoisinant les 40\$, deux années après les avoir achetées. Nous avons subi une perte d'environ 20%. Cette banque de Cincinnati avait une des meilleures feuilles de route de toute l'industrie. Pendant des années, elle a crû rapidement tout en maintenant une structure de coûts exemplaire et une profitabilité quasi inégalée. Mais la nature du monde capitaliste fait que souvent le succès crée sa propre ancre. À voir le titre se transiger à 2\$ ces jours-ci (je dois nettoyer l'écran pour m'assurer qu'il ne manque pas un chiffre devant le 2), nous n'avons pas trop de regret d'avoir vendu.

### **Erreurs du jour**

*Le succès est un bien mauvais professeur. Il fait croire à des gens brillants qu'ils sont invulnérables.*

- Bill Gates

Comme le veut la tradition "gouvernementale", voici nos trois médailles annuelles pour les "meilleures" erreurs de 2008. Comme toujours, 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 : First Cash Financial**

Nous avons possédé des actions de First Cash Financial Services (FCFS) pendant quelques mois en 2007. Nous avons payé environ 17\$ et avons vendu sous les 10\$. Ce ne fut donc pas une bonne transaction. FCFS avait deux divisions. En premier lieu, FCFS possède une des plus importantes chaînes de magasins de prêteurs sur gage (*pawn shops*) aux États-Unis et au Mexique. Cette division est très rentable et à l'abri des récessions. En second lieu, FCFS possédait une chaîne de magasins de voitures usagées vendues à crédit avec "financement facile". Cette division n'était pas ma favorite mais ne représentait qu'un pourcentage modeste des profits. En fait, nous n'avions pris qu'une petite participation dans FCFS à cause de la présence de cette division.

En fin 2007, cette division est devenue hautement déficitaire et masquait l'excellente profitabilité de la division de magasins de prêts sur gage. Le stock a fondu en deux à l'annonce des résultats financiers de l'exercice. Ma position sur la question était simple : il était impératif que FCFS se départisse de la division de financement de voitures. Quitte à la donner (passif inclus). À ma grande déception, la direction a annoncé en début 2008 qu'elle ne se départirait pas de cette division. Qu'elle croyait – avec sincérité – pouvoir régler les problèmes.

Pendant quelques jours, j'ai réfléchi à la question. Selon moi, c'était une grande erreur de conserver la division de financement de voitures. Un critère important lors de la sélection d'une entreprise est d'avoir confiance dans ses dirigeants. Une fois actionnaires, lorsque nous croyons que ces derniers ont tort, nous nous trouvons dans une situation délicate. Clairement, nous n'avons aucune chance de leur faire changer d'idée. Ainsi, nos seules avenues sont de soit se rallier aux décisions de la direction, soit de vendre. Nous avons décidé de vendre.

Les pertes ont continué de s'accumuler pour cette division en 2008 (et les profits de s'accroître dans la division des prêts sur gage). Et après quelques trimestres, la direction de l'entreprise a décidé de se départir de sa division de financement de voitures (de la donner en fait). Le stock a alors rebondi à 17\$. Il était difficile de prévoir ce changement de cap chez les dirigeants de FCFS (j'ai appris que l'orgueil vient souvent freiner la sagesse chez les être humains). C'est d'autant plus frustrant qu'ils ont finalement pris le chemin que nous considérions le meilleur et ce, somme toute, assez rapidement.

Était-ce une erreur de vendre? Je ne le crois pas. Les raisons étaient valables. Par contre, aurions-nous pu faire preuve de plus de patience envers la direction? La réponse est oui.

## **Médaille d'argent : Ritchie Brothers Auctioneers**

Il y a 10 ans, un confrère gestionnaire m'avait recommandé d'investir dans Ritchie Brothers Auctioneers (RBA), une entreprise canadienne spécialisée dans les encans de matériels agricoles. Quoi demander de moins mondain? RBA reçoit une cote sur les transactions sans injecter une quantité importante de capitaux ou prendre des risques d'inventaires. La difficulté est de se bâtir une réputation et d'ainsi attirer une masse critique d'acheteurs et de vendeurs. Une fois cette grande difficulté surmontée, il est ensuite difficile d'être délogé! On n'a qu'à penser à Christie's et Sotheby's pour réaliser combien solides de telles entreprises peuvent devenir.

Je savais en 1998 que RBA s'était taillée une place de choix dans son créneau. Par contre, je craignais que cette activité soit hautement cyclique. Le P/E de 15x du titre à l'époque me semblait donc un peu élevé dans cette optique. Durant la récession de 2001-02, RBA a continué de bien faire. Et pendant 10 ans, le P/E s'est plus ou moins maintenu dans les 20x. Cette année, la pire récession en trois

décennies, il y avait tout lieu de croire que RBA pourrait être affectée. À ce jour, les résultats sont restés solides. Il est vrai que le Canada n'est pas entré en récession aussi rapidement que d'autres pays et qu'il est peut-être précoce d'en mesurer les réels impacts.

Malgré tout, après 10 ans à attendre un "meilleur prix" un constat s'impose : depuis 1998, les ventes de RBA et les BPA ont plus que triplé et le titre en Bourse a quadruplé.

### **Médaille d'or : Mastercard**

En mai 2006, la compagnie Mastercard est venue en Bourse à 45\$ l'action. Évidemment, je connaissais bien l'entreprise par le fait que nous possédions American Express depuis 1995 (quoique nous l'avons vendue et rachetée à quelques reprises sur la période de 14 ans). Selon moi, Mastercard n'était pas aussi solide que Visa ou AMEX mais était une bonne entreprise tout de même qui – maintenant indépendante – avait de bonnes chances d'améliorer ses marges de profit. Comme tout le monde, j'étais à même de constater l'incroyable succès de leur nouvelle campagne de pub ("*priceless*"). Le titre me paraissait légèrement cher puisqu'en 2005, la compagnie n'avait réalisé que des BPA de 1,98\$. Pourtant, comme je croyais que les profits étaient anormalement bas, j'aurais dû faire plus abstraction du cours-bénéfices à ce moment-là.

Mais mon erreur ne fut pas à ce niveau. J'ai comparé les parts de marché, les dépenses par client et la rentabilité des trois grandes cartes et en ai conclu que AMEX restait la meilleure entreprise des trois à long terme. Je savais bien sûr que le désavantage d'investir dans AMEX résidait dans le fait qu'elle avait un portefeuille de prêts et donc serait plus sensible aux cycles économiques. Mastercard n'a pas ce désavantage (tout comme Visa). Ce sont les banques qui cumulent les prêts, Visa et Mastercard ne recevant qu'un pourcentage des transactions effectuées. C'est proche d'un modèle économique idéal.

J'ai alors songé à réduire AMEX de moitié pour acheter des actions de Mastercard. Mais j'ai finalement décidé de rester avec seulement notre participation dans AMEX.

Comme je l'ai indiqué plus haut, la récession actuelle a beaucoup frappé AMEX et elle a dû considérablement augmenter ses réserves pour mauvais prêts, ce que Mastercard a pu éluder de par la nature de son modèle d'affaire. Le titre de AMEX a perdu les deux tiers de sa valeur en 2008, une baisse qui me semble exagérée mais force est de constater que d'avoir possédé aussi Mastercard n'aurait pas été une mauvaise chose. En effet, la compagnie a très bien fait en 2008 : les BPA ont touché 9\$ soit quatre fois et demi le niveau de 2005.

Et le titre a plus que triplé depuis son entrée en Bourse, il y a moins de trois ans...

### **Conclusion : Warren Buffett recommande d'acheter pour la première fois depuis 1979**

Quand j'ai débuté ma carrière d'investisseur en 1992, j'ai tout lu ce que je pouvais trouver sur la bourse et la finance. Et rapidement, j'ai réalisé que le plus grand maître de l'investissement est Warren Buffett. À deux reprises seulement dans toute sa carrière, il avait énoncé publiquement que c'était un bon temps pour investir en Bourse : en 1974 et en 1979. Jusqu'à cette année.

En octobre dernier, il a publié une lettre ouverte dans le *New-York Times* recommandant aux investisseurs d'investir dans les actions américaines<sup>1</sup>. La dernière fois qu'il avait faite une telle

---

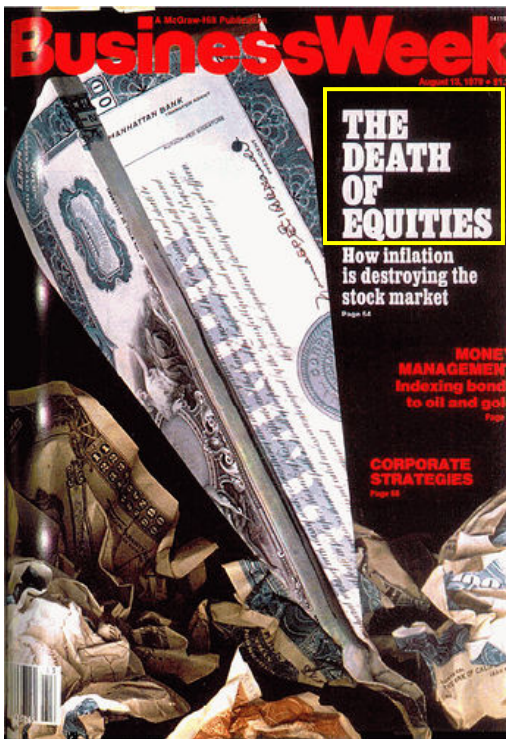
<sup>1</sup> Il est à noter que depuis sa recommandation, le S&P 500 a perdu 22% en date du 27 février 2009



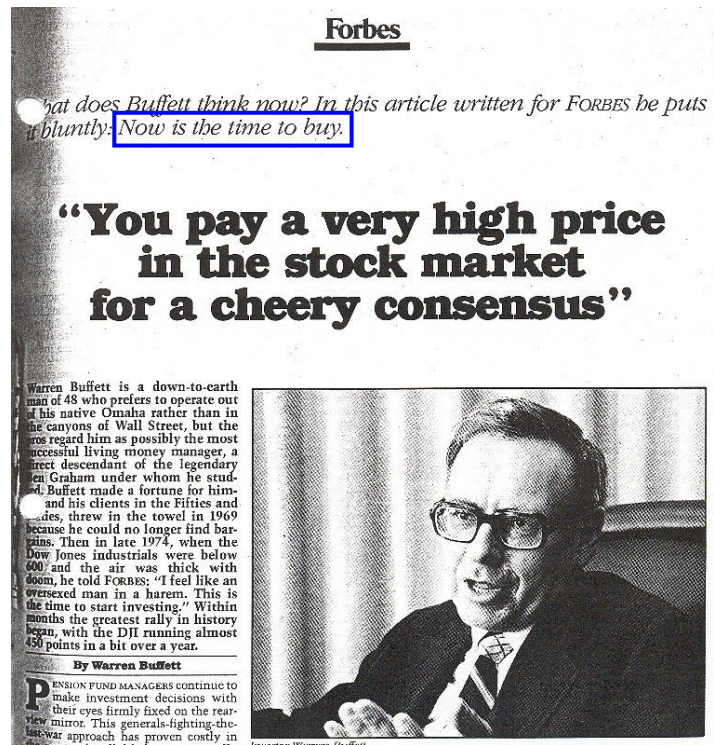
recommandation c'était en 1979. La bourse était alors déprimée au point où le *Business Week* publia son numéro au légendaire titre : "La mort des actions", rien de moins.

À peu près au même moment, Warren Buffett publia dans *Forbes* un article intitulé : "Vous payez très cher à la Bourse pour un environnement optimiste". Il y expliquait que c'est dans un environnement pessimiste qu'on trouve le plus d'aubaines et que les rendements subséquents sont les meilleurs.

Quel a été le rendement des actions dans la décennie qui a suivi? Un rendement total de 400% soit 17% sur une base annualisée!



Source : Business Week (août 1979)



Source : Forbes (août 1979)

Nous sommes conscients du vote de confiance que vous nous avez donné et avons hâte de vous en récompenser dans les années à venir. Il est impératif pour nous de non seulement sélectionner des entreprises de haute qualité mais aussi d'être des intendants hors-pair de votre capital. Nous ne laissons donc jamais les émotions guider nos décisions, particulièrement dans les crises.

Bonne année 2009 à tous nos partenaires.

François Rochon et toute l'équipe de Giverny Capital