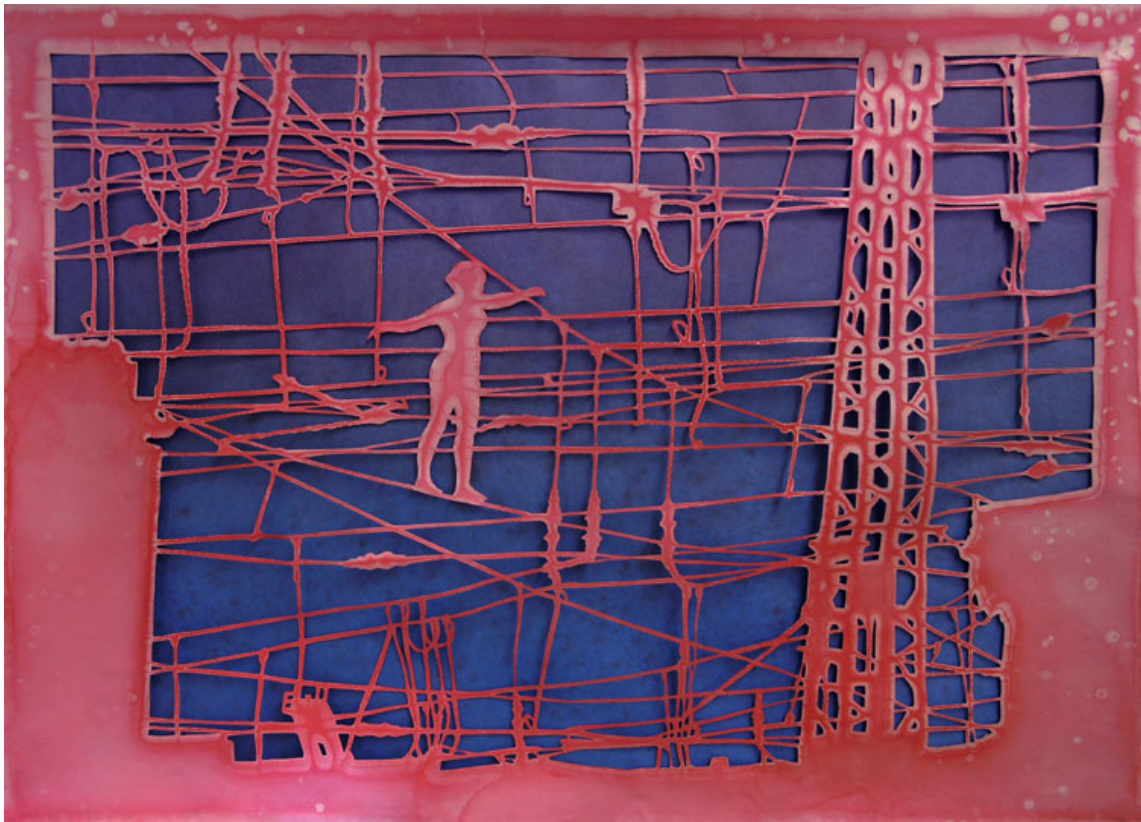


Giverny Capital Inc.

Lettre annuelle aux partenaires 2009



Ed Pien
Girl on a wire, 2009
Collection Giverny Capital Inc.

Giverny Capital Inc. – Lettre annuelle 2009 ©

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2009, le rendement de notre portefeuille a été de +11,8% par rapport à un rendement de +12,2% pour notre groupe indiciel comparatif. Cela correspond à une valeur ajoutée de -0,4%. Ces rendements incluent tous deux une perte approximative 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 +13,8% par rapport à +6,7% pour notre groupe indiciel comparatif. Notre valeur ajoutée annualisée est donc de +7,1%. Si on exclut la hausse de la devise canadienne (1,2% annuel depuis 1993), notre portefeuille aurait généré un rendement annuel de +15,1% par rapport à +7,9% 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 2009

Depuis 2004, nous illustrons la page couverture de la lettre à nos partenaires d'une reproduction d'une œuvre de la collection corporative de Giverny Capital. Cette année, nous avons sélectionné une œuvre sur papier de l'artiste canadien, d'origine taïwanaise, Ed Pien. L'œuvre s'intitule "Girl on a wire". L'année 2009 a été fertile en émotions et l'investisseur boursier se sentait comme un funambule traversant ce qui a pu sembler par moments un ravin économique et financier.

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%	-0.9%	-22.0%	19.3%	-2.0%	-17.7%	15.7%
2003	13.6%	14.0%	-0.4%	-17.8%	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%	-3.3%	1.5%	10.0%	14.5%	6.7%	7.8%
2006	3.5%	17.0%	-13.5%	0.2%	15.7%	-12.1%	3.3%	16.8%	-13.5%
2007	-14.4%	-12.0%	-2.4%	-14.9%	-10.2%	-4.2%	-0.3%	2.2%	-2.5%
2008	-5.5%	-22.0%	16.5%	22.9%	-22.2%	16.7%	-21.5%	-35.4%	13.9%
2009	11.8%	12.2%	-0.4%	-13.7%	9.6%	2.2%	27.7%	27.7%	0.1%
Total	743.1%	191.1%	552.0%	-18.1%	179.2%	563.9%	924.9%	251.3%	673.6%
Annualisé	13.8%	6.7%	7.1%	-1.2%	6.4%	7.4%	15.1%	7.9%	7.2%

* 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, MSCI EAFE, Russell 2000) qui reflète la répartition d'actifs.

*** Estimés 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 2009, le portefeuille Giverny US a réalisé +28,7% comparé à +26,5% pour le S&P 500 (en dollars US).

Depuis le début de ce portefeuille, notre rendement total est de +803,8% soit +14,3% annualisé. Durant la même période, le S&P 500 a réalisé +239,5% soit +7,7% annualisé. Notre valeur ajoutée annuelle est donc de +6,6%.

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%	37.6%	17.2%
1996	27.0%	23.0%	4.1%
1997	32.9%	33.4%	-0.4%
1998	11.0%	28.6%	-17.6%
1999	15.9%	21.0%	-5.1%
2000	11.3%	-9.1%	20.4%
2001	8.1%	-11.9%	20.0%
2002	-4.4%	-22.1%	17.7%
2003	31.6%	28.7%	2.9%
2004	9.3%	10.9%	-1.6%
2005	12.5%	4.9%	7.5%
2006	3.3%	15.8%	-12.4%
2007	-1.7%	5.5%	-7.2%
2008	-24.3%	-37.0%	12.7%
2009	28.7%	26.5%	2.3%
Total	803.8%	239.5%	564.3%
Annualisé	14.3%	7.7%	6.6%

Note : Les rendements de Giverny US ont été vérifiés par Price Waterhouse Coopers.
Les rendements du S&P 500 proviennent de Standard & Poors

Portefeuille Giverny Canada

En 2007, nous avons débuté un portefeuille 100% canadien. Il correspond à la partie canadienne du portefeuille Giverny. En 2009, le portefeuille Giverny Canada a réalisé +28,2% comparé à +33,1% pour le S&P/TSX. Depuis 2007, notre rendement est de +15,7% soit +5,0% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P/TSX a réalisé -2,0% soit -0,7% annualisé. Notre valeur ajoutée annuelle est donc de +5,7%.

Année	Giverny Canada	S&P/TSX	+/-
2007	19.7%	9.8%	9.9%
2008	-24.6%	-32.9%	8.3%
2009	28.2%	33.1%	-4.9%
Total	15.7%	-2.0%	17.7%
Annualisé	5.0%	-0.7%	5.7%

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

Portefeuille Giverny International

En 2008, nous avons débuté un portefeuille international. Il correspond à la partie à l'extérieur de l'Amérique du Nord du portefeuille Giverny. En 2009, le portefeuille Giverny International a réalisé +12,9% comparé à +9,5% pour le MSCI EAFE (ajusté en devise canadienne). Depuis 2008, notre rendement est de -4,4% soit -2,3% sur une base annualisée. Durant la même période, le MSCI EAFE a réalisé -20,3% soit -10,9% annualisé. Notre valeur ajoutée annuelle est donc de +8,6%.

Rendements *	Giverny Intl	MSCI EAFE	+/-
2008	-14.9%	-27.3%	12.4%
2009	12.9%	9.5%	2.7%
Total	-4.4%	-20.3%	15.9%
Annualisé	-2.3%	-10.9%	8.6%

* Tous les rendements sont ajustés en dollars canadiens

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

L'année 2009

Nous avons débuté notre lettre annuelle 2008 par cette simple phrase : « L'occasion d'une génération ».

Nous l'avons écrite en février 2009 alors que les indices chutaient à des cours que l'on n'avait pas vus depuis 1997. Les aubaines étaient nombreuses et les escomptes par rapport à la valeur intrinsèque de plusieurs titres étaient à des niveaux que nous ne reverrions probablement pas de notre vivant (à part peut-être pour Jean-Philippe qui grâce à son kéfir quotidien vivra bien jusqu'à 120 ans).

Lors du premier trimestre 2009, il n'est pas exagéré d'écrire que plusieurs titres se transigeaient au tiers voir même au quart de leur valeur intrinsèque. Chaque dollar que nous avons pu dénicher – les nôtres et ceux de quelques courageux partenaires – ont été investis dans de telles aubaines. Finalement, la Bourse est revenue en force et nos titres ont réalisé un rendement de près de 28% pour l'année (12% ajusté en devise canadienne). Ce rendement de 28% est légèrement inférieur aux indices car nos participations les plus importantes dans nos trois catégories d'actifs - Berkshire Hathaway (États-Unis), MTY Food (Canada) et Nitori (International) - ont sous-performé. Et ce, malgré que les compagnies sous-jacentes ont toutes trois connu une bonne année 2009.

La forte hausse des Bourses depuis leurs creux du 9 mars ne nous fera pas oublier que l'année 2009 a été probablement la pire au niveau économique depuis la grande dépression des années 1930. Il aurait été impensable de croire il y a quelques années que les compagnies – dans leur ensemble – allaient voir leurs revenus reculer de 20% en une année.

Jamais nous n'aurions cru possible d'entendre parler de nationalisation du système bancaire américain, la base même de la plus importante société capitaliste qui ait existé. Le système bancaire en Irlande s'est effondré. Les banques britanniques – jadis les joyaux de la couronne – ont connu aussi de grandes difficultés. Les Bourses de la BRIC (Brésil, Russie, Inde et Chine) ont baissé de 55% à 75%.

Je me souviens d'une conférence de mon ami de longue date Bernard Mooney en mars dernier où il tenta de convaincre – lui aussi – un auditoire sceptique que c'était le temps d'investir en Bourse. Certaines personnes étaient quasiment hostiles et criaient tout haut que c'était la fin du capitalisme.

En début d'année, une grande quantité d'investisseurs – même parmi les plus expérimentés – avaient une part importante de leurs actifs en liquidités et ce même si le rendement sur ces dernières étaient quasi nul. À un court moment donné, le rendement sur les bons du Trésor américain a été négatif. Rarement – pour ne pas dire jamais – a-t-on atteint un tel niveau de pessimisme. Au creux du marché, comme nous l'indiquons dans notre lettre de l'an dernier, il y avait assez de liquidités aux États-Unis pour acheter l'ensemble du S&P 500. Mais ce n'est pas utile d'avoir des liquidités en main quand on attend un niveau encore plus bas pour acheter...

Et au bout du compte, le capitalisme a survécu, le système ne s'est pas effondré et ceux qui ont eu le courage de conserver leurs actions ont été récompensés.

Quelles leçons tirer de la crise de 2008-2009 ?

En temps de pessimisme, il est bon de relire les écrits passés, histoire de garder les choses en perspective. Abraham Lincoln, le célèbre président américain, a écrit ces mots en 1859:

« Un roi oriental chargea un jour ses plus sages hommes d'inventer une phrase, à être affichée à travers le royaume pour toujours, qui serait véridique en tout temps et en toute situation. Ils lui présentèrent ces mots : "Et cela, aussi, passera". Cette phrase synthétise tout! Combien tempérante dans les temps de fierté. Combien consolante dans les temps de peine. »

C'est dans la nature de notre civilisation – pour le meilleur et pour le pire – d'avoir des périodes d'expansion et de contraction économiques. Au bout du compte, notre civilisation est en constant progrès : la tendance a toujours été vers l'expansion et d'une amélioration de nos niveaux de vie.

Mais un des effets secondaires de notre système est que dans les périodes d'expansion, certains participants veulent rendre leur périple vers la richesse plus rapide et ajoutent l'effet de levier (la dette) pour y arriver. Cela fonctionne pendant un certain temps et le voisin – qui se dit qu'il est certainement aussi intelligent – conclue après une longue réflexion : « Pourquoi pas moi aussi ? ». Jusqu'à ce que la période de contraction se présente – toujours sans annonce officielle – et que ceux qui ont été imprudents soient pénalisés. Et pendant quelques trimestres, tel un jeu de domino, tous les participants écotent, même ceux qui avaient joué de prudence.

Certaines personnes (ayant par exemple perdu leur emploi) sont obligées de vendre leurs actions lorsque les cours sont anormalement bas. Mais ce n'est pas le cas de tout le monde. Ceux qui ont la chance de pouvoir attendre de meilleurs jours doivent être immunisés émotionnellement contre les baisses boursières. Car éventuellement, la majorité des pièces de domino se relèvent, la Bourse remonte et la quête du progrès humain reprend sa nature ascendante.

Les économistes qui tentent de prévoir les cycles économiques et la Bourse à court terme ne réalisent pas qu'ils doivent tenir compte de centaines de millions de paramètres que sont les centaines de millions d'êtres humains qui participent à cette vaste activité. Pas juste d'une douzaine de données économiques. De tels économistes font penser aux scientifiques d'il y a mille ans qui séparaient les éléments de base en quatre : l'eau, le feu, la terre et l'air.

Voici des leçons qu'on pourrait tirer de la crise (note : certaines nous étaient déjà familières):

- Tout ce qui ne peut pas monter éternellement va un jour s'arrêter. Cela s'est appliqué à la spéculation sur les produits dérivés, les titres technologiques en 2000, l'immobilier résidentiel

américain en 2005, l'immobilier à Dubaï cette année, les compagnies de biotechnologie au début des années 1990 et le prix du pétrole. Et ce n'est que quelques exemples récents !

- C'est la nature des choses que des entreprises disparaissent et de nouvelles naissent à chaque cycle économique. Cela n'est pas sans rappeler les cycles de la vie sur Terre.
- Les compagnies qui font faillite ont toutes un point en commun : elles avaient trop de dettes. Les compagnies qui passent à travers les crises sont très souvent celles avec de beaux bilans et dirigées par des gens prudents, intègres et dévoués. N'est-ce pas logique que ce soit ainsi ?
- Warren Buffett disait que : « Les investisseurs ne devraient pas être en Bourse s'ils ne peuvent accepter une baisse temporaire de 50% de leur portefeuille ». Je disais souvent à nos partenaires que cela risquerait d'arriver une fois dans leur vie d'investisseur. Je ne savais pas quand mais j'avais accepté que cela arriverait un jour.
- Bien des investisseurs qui étaient sur marge en début 2009 ont été obligés de vendre au pire moment. Un investisseur qui achète sur marge peut bien faire pendant 30 ans puis tout perdre en une seule journée de baisse irrationnelle.
- L'irrationalité des fluctuations boursières sur une courte période rend les produits qui en sont dérivés extrêmement volatils (options, contrats à terme, etc.). Quand une grande quantité de gens veulent vendre en même temps, les produits dérivés peuvent se retrouver sans valeur du jour au lendemain. Quand ils sont combinés avec de la dette, c'est tout un cocktail explosif.
- En même temps, la Bourse – comme l'écrivait Ben Graham il y a 60 ans – est une entité qui, au bout du compte, est juste et finit toujours par refléter la valeur intrinsèque des entreprises. Sans l'ombre d'un doute, ne pas être affecté par les grandes fluctuations de cotes boursières est la plus grande qualité qu'un investisseur peut posséder ou développer.

Au bout du compte, pour créer de la richesse, il y a la simple approche que nous préconisons à Giverny Capital depuis 17 ans : L'investissement avec un horizon à long terme dans des entreprises de grande qualité acquises à prix attractifs... dans des entreprises qui vont survivre aux crises de notre civilisation et à l'irrationalité à court terme propre à notre système économique.

Mais même une philosophie saine n'est pas suffisante pour réussir en Bourse. Une autre qualité est nécessaire. En 1949, Ben Graham écrivit cette conclusion dans son livre "L'investisseur intelligent" :

« Si vous êtes arrivé à une conclusion basée sur une juste connaissance des faits, agissez ! Même si d'autres hésitent. Vous n'avez pas raison ou tort parce que les autres sont d'accord ou non avec vous. Vous avez raison quand votre raisonnement s'avère éventuellement juste. Dans le monde du placement boursier, le COURAGE devient la vertu suprême après avoir en main suffisamment de jugement et de connaissance ».

Revue de la décennie

L'année 2009 n'est pas la seule difficile de la décennie. Bien au contraire. La décennie a débuté sur une note de grande surévaluation, particulièrement dans l'univers des titres technologiques¹. L'indice Nasdaq a touché les 5000 points le 6 mars 2000 (et n'est probablement pas prêt de revoir ce niveau). Depuis, investir en Bourse, à part dans certains secteurs liés aux ressources, n'a pas été une expérience agréable. Au cours des 100 dernières années, la décennie passée a été la seule à part celle des années 1930 où le rendement du S&P 500 a été négatif.

¹ Je vous invite à lire sur notre site web les rapports annuels de 1999 et 2000 pour vous remémorer nos commentaires de l'époque.

Le marché boursier qui était grandement surévalué en 1999 est devenu grandement sous-évalué en 2009. De plus, en 10 ans, un nombre impressionnant de grandes entreprises ont disparu presque du jour au lendemain (le cimetière corporatif est peuplé de compagnies "indestructibles"). Mais d'autres sont nées - ou renées - et sont devenues des titans en quelques années. Comme par exemple : Google, Apple, Amazon, Intuitive Surgical, PetroChina, China Mobile, Tata Group, etc. S'il y a une constante dans le monde des affaires, c'est le changement !

Si on regarde le tableau ci-bas, on peut voir que les principaux indices du monde ont réalisé des rendements très modestes, bien en bas de leur moyenne historique de 10% annuel. Et ces rendements modestes ont été ensuite amputés de 3% annuellement par la forte hausse du dollar canadien durant la décennie. En effet, le huard est passé de 0,69\$ US à 0,95\$ US en 10 ans.

En Occident, un des seuls marchés qui ait résisté a été le marché canadien qui a généré un rendement d'environ 5,6% par année. Il ne faut par contre pas oublier que le Canada ne représente que 3% de l'économie mondiale. Et que s'il a été aidé par sa forte concentration en ressources depuis 10 ans, le Canada reste loin derrière d'autres pays, notamment en terme de productivité et au niveau de l'innovation dans les industries du savoir technologique et médical. Cette disparité est donc fort probablement de nature circonstancielle.

Décennie 2000-2009	Rendement annuel	En \$Can
MSCI mondial	0.2%	-3.0%
Grande-Bretagne	0.9%	-2.4%
Japon	-5.7%	-7.8%
États-Unis	-1.0%	-4.1%
Moyenne	-2.3%	-5.3%
Canada	5.6%	5.6%
Giverny Global	7.3%	4.3%

Les titres du portefeuille Giverny Global ont réalisé un rendement annuel de 7,3% ce qui est supérieur par plus de 6% au groupe indicier comparatif. Une fois ramené en devise canadienne, notre rendement a été de 4,3% annuel.

Nous croyons en premier lieu que nos compagnies ont augmenté leur valeur intrinsèque à un rythme plus élevé – probablement autour de 11% composé – que leur performance boursière annuelle moyenne de 7%. De plus, nous croyons que le niveau actuel du dollar canadien est plus élevé qu'un niveau plus en ligne avec une parité du pouvoir d'achat aux États-Unis (qui serait autour de 0,84\$ US). Ainsi, les effets de la hausse du huard depuis 2000 ne sont pas aptes à se reproduire dans le futur.

Nous sommes donc persuadés que la prochaine décennie sera fort différente de celle précédente au niveau des rendements, tant pour les principaux indices du monde que pour notre portefeuille.

Bénéfices propres

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 propres 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 une estimation 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, leur valeur intrinsèque de l'ensemble de nos compagnies est restée stable. Ce n'est pas un grand triomphe mais considérant l'environnement économique, nous en sommes satisfaits.

Nos titres en Bourse ont grimpé d'environ 28%, rattrapant une partie du retard par rapport à l'accroissement de leur valeur intrinsèque des dernières années.

Année ***	Giverny			S&P 500		
	Valeur *	Bourse **	Différence	Valeur *	Bourse **	Différence
1996	14%	28%	14%	13%	23%	10%
1997	17%	33%	16%	11%	33%	22%
1998	11%	15%	4%	-1%	29%	30%
1999	16%	21%	5%	17%	21%	4%
2000	19%	10%	-9%	9%	-9%	-18%
2001	-9%	9%	18%	-18%	-12%	6%
2002	19%	-2%	-21%	11%	-22%	-33%
2003	31%	34%	3%	15%	29%	14%
2004	21%	8%	-12%	21%	11%	-10%
2005	14%	15%	0%	13%	5%	-8%
2006	14%	3%	-11%	15%	16%	1%
2007	10%	0%	-10%	-4%	5%	9%
2008	-3%	-22%	-19%	-30%	-37%	-7%
2009	0%	28%	28%	3%	26%	23%
Total	386%	374%	-13%	80%	132%	52%
Annualisé	12%	12%	0%	4%	6%	2%

* 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) et ont vu leur titre augmenter de 374%. Malgré les hauts et bas économiques, à long terme, la valeur des actions en Bourses suit grosso modo la croissance des bénéfices propres aux entreprises sous-jacentes. Il est à noter que nos titres ont mieux fait que le S&P 500 depuis 1996 (par 5-6% par année) pour la principale (et si simple) raison que nos compagnies sous-jacentes ont fait mieux. C'est de cette manière – et non en spéculant sur les cours boursiers – que nous comptons continuer d'atteindre nos objectifs de valeur ajoutée.

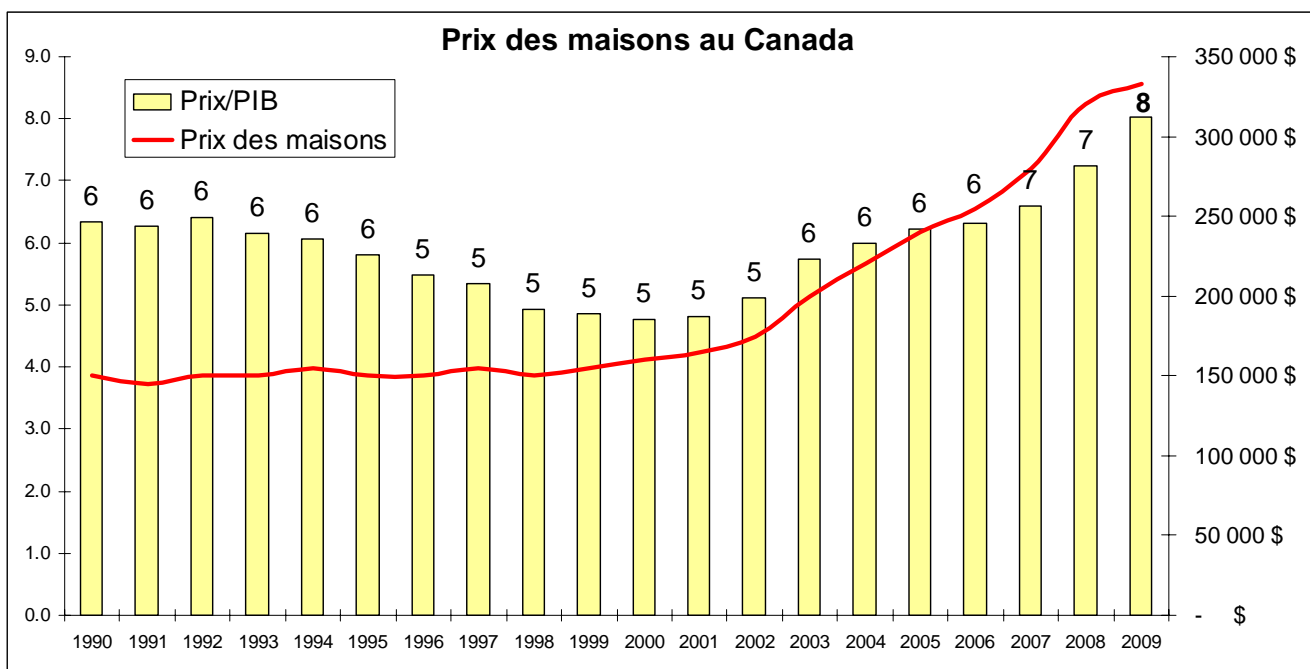
La saveur du jour 2009 : L'immobilier résidentiel canadien

Régulièrement, on nous demande ce qu'est la saveur du jour; en d'autres mots ce qu'il faut éviter. 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 de l'immobilier résidentiel canadien.

Warren Buffett aimait dire qu'il n'y a rien de plus sédatif que l'argent fait facilement. L'immobilier résidentiel canadien a été source de grands enrichissements depuis l'année 2000. Ceux avec un peu plus de mémoire se souviendront que pendant la décennie précédente, les prix n'avaient pas bougé d'un iota. Ainsi, la première phase de la hausse a été un simple "rattrapage" du prix sur la valeur intrinsèque des habitations (habituellement, un facteur du revenu disponible par habitant). Comme pour tout actif qui répond à l'offre et la demande, une forte hausse crée son propre engouement et la seconde phase de la hausse est plus de nature spéculative que basée sur des raisons fondamentales.

La beauté du système capitaliste est que sa main invisible finit toujours par rééquilibrer les prix et ainsi chaque hausse exagérée est suivie par un réajustement. C'est arrivé durant la plus récente récession aux États-Unis et dans presque tous les pays d'Europe. Aux États-Unis, la baisse a été d'un niveau jamais vu depuis la grande dépression (-30%). Et ses conséquences sur l'économie, gigantesques.

À ce jour, le Canada a échappé à ce réajustement des prix. La raison nous semble plus politique qu'économique. Le gouvernement fédéral a fortement "encouragé" les banques à continuer de prêter avec l'aide de la Société Canadienne d'Hypothèque et de Logement (SCHL) pour cautionner les emprunteurs. Les consommateurs canadiens enorgueillis par le fait que le prix des maisons n'ait pas baissé, ont continué de dépenser et même, dans certains cas, de se croire immunisés à la récession mondiale. Le prix de vente des maisons a donc continué d'augmenter.

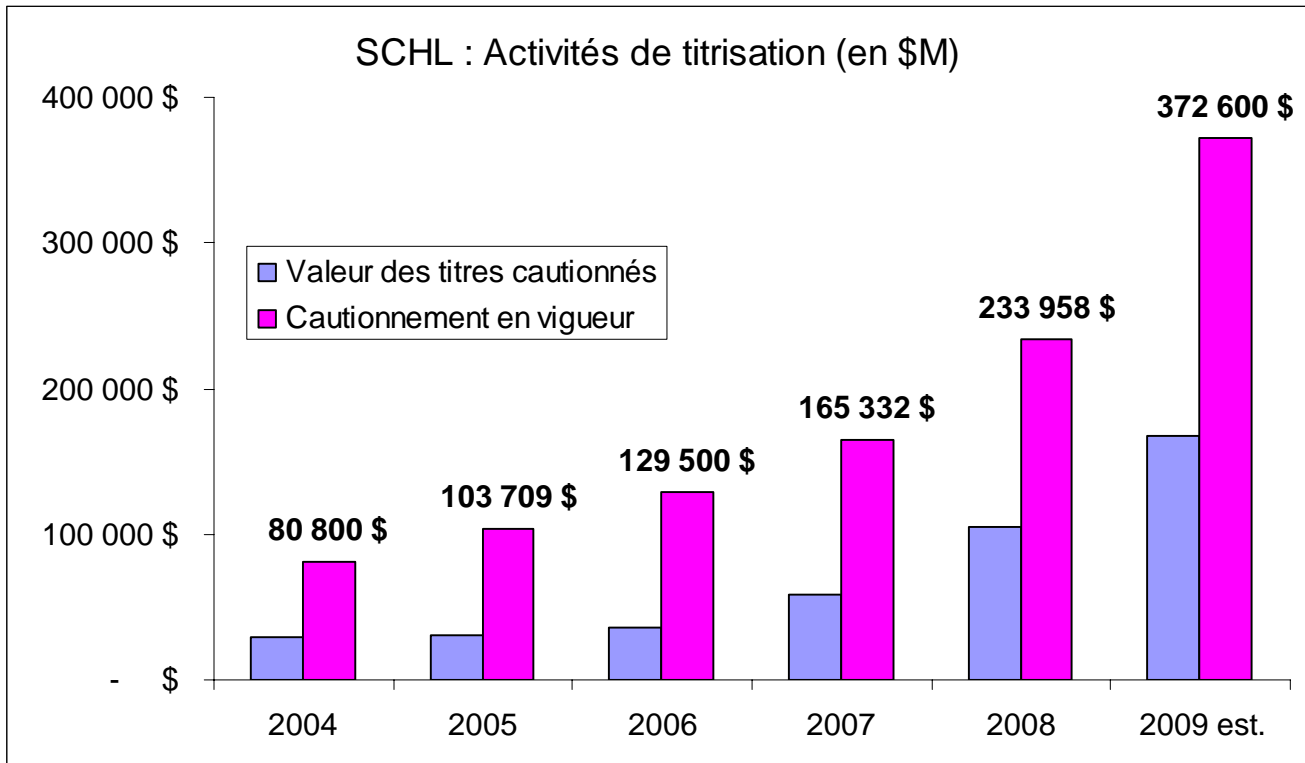


Source : Giverny Capital Inc.

Ainsi, le prix moyen d'une maison vendue au Canada a touché les \$333 000 en 2009. Si on compare ce chiffre au PIB/habitant, c'est un ratio de 8 fois. Le ratio historique moyen est de 6. Ainsi, les prix sont d'environ un tiers plus élevé que leur niveau historique (surtout dans l'ouest du pays).

Aux États-Unis, durant la grande bulle immobilière, une grande partie des titres hypothécaires ont été transférés des banques vers les agences quasi gouvernementales Fannie Mae et Freddie Mac. Par la suite, elles ont titrisé les hypothèques et les ont revendus sur le marché secondaire. Quand les prix des maisons se sont effondrés, le gouvernement américain a dû – pour sauver le système – prendre en charge Fannie et Freddie ainsi que les centaines de milliards de dollars en titres cautionnés par eux.

Revenons au Canada. Pour contrer la récession, le gouvernement fédéral a décidé d'encourager la SCHL à augmenter dramatiquement son niveau d'implication dans le monde des hypothèques et cette dernière a augmenté son activité de titrisation d'hypothèques. Avec le sceau du gouvernement fédéral, les titres ainsi titrisés ont trouvé preneurs sans problème (surtout que les épargnants ont soif ces jours-ci de titres à revenus fixes garantis). De 2007 à 2009, en deux années seulement, le total des titres cautionnés par la SCHL est passé de 165 à 373 milliards de dollars.



Source : rapport annuel 2008 de la SCHL

Cet engagement financier de la SCHL est un passif potentiel pour le gouvernement fédéral canadien (et vous savez qui pourrait se retrouver avec la facture). Les banques canadiennes n'hésitent pas à prêter aux acheteurs de maisons puisqu'elles savent que la SCHL se portera garant d'une part importante du prêt consenti. Ainsi, alimenté par ces capitaux facilement disponibles, les Canadiens ont continué d'acheter des maisons à des prix toujours plus élevés. Ainsi, on peut faire ce résumé de la situation :

- Le prix des maisons au Canada par rapport au PIB/habitant est à un niveau record.
- Les taux hypothécaires sont à leur niveau plancher (beaucoup empruntent avec un taux de 2%) ; les paiements hypothécaires sont donc anormalement bas par rapport aux coûts des maisons.
- L'argent pour emprunter dans le but d'acheter une maison est facilement disponible grâce à l'aide de la SCHL qui ensuite revend aux épargnants les titres de dettes ainsi créés.
- Le ratio de l'avoir net de la SCHL par rapport à l'actif est passé de 4,2% à 2,8% en cinq ans.
- Les acheteurs sont convaincus que le prix des maisons ne descendra pas. L'immobilier est vu comme un placement sans risque. Notre expérience des marchés est que le risque réel est à son apogée quand le risque perçu est à son plus bas.

Personne ne connaît le futur et nous sommes les derniers à vouloir jouer aux devins ou aux prophètes de malheur. Nous croyons simplement que le niveau des prix des maisons au Canada (principalement dans l'ouest du pays et en Ontario) est très élevé et qu'il est maintenu artificiellement par des politiques fédérales. Nous en tenons compte dans nos décisions d'investissement.

Évidemment, il y a bien des avantages autres que financiers de posséder sa maison. Posséder son propre chez-soi est une grande source d'épanouissement pour l'être humain. Et à long terme, le prix des maisons continuera de maintenir sa pente ascendante. Mais force est de constater que tous les ingrédients sont en place pour possiblement engendrer quelques années difficiles de réajustement des prix dans ce segment de l'économie canadienne.

Nos compagnies

« Le caractère, vertu des temps difficiles »

- Charles de Gaulle

En cette autre année de récession, plusieurs de nos entreprises ont vu leurs bénéfices stagner ou reculer. Mais, comme l'an dernier, quelques-unes de nos entreprises ont réussi le tour de force d'augmenter leurs profits. Et plus important encore, la plupart d'entre elles ont continué d'augmenter leur "fossé" respectif par rapport à la compétition.

Wells-Fargo (WFC, 27\$)

Wells-Fargo a complété l'année 2009 en force. Son importante acquisition de Wachovia en 2008 semble, à ce jour, être très rentable. Son ratio de marge d'intérêts a été de 4,3% un niveau de plus de 1% supérieur à ses compétiteurs. Ses profits avant réserve pour mauvais prêts ont touché les 40\$ milliards soit plus du double des 19\$ milliards atteints en 2008. La compagnie aura donc profité de la récession pour doubler sa taille.

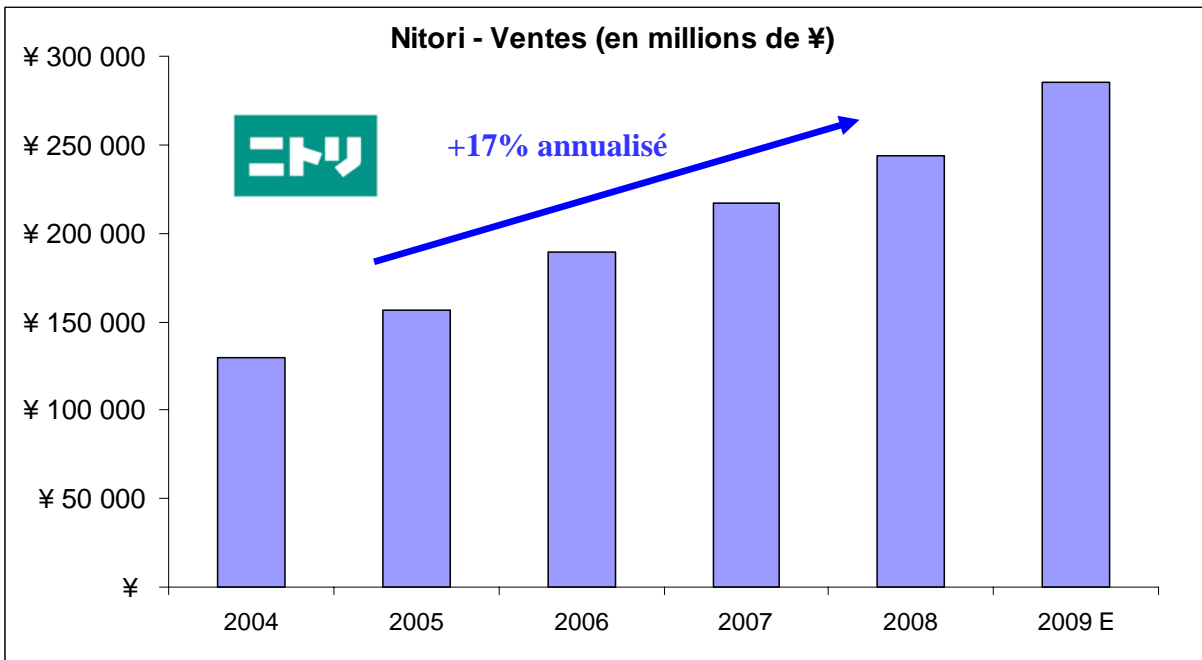
Nous croyons que dans quelques années – alors que la reprise sera bien enclenchée – Wells-Fargo aura 1500\$ milliards d'actifs. Si elle réalise un rendement de l'actif de 1,4% cela se traduira par des bénéfices par action (BPA) de 4,50\$. Le titre pourrait donc toucher les 60\$ d'ici quelques années. Le potentiel d'appréciation de ce placement est donc excellent.

Astral Média (ACM.A-T, 33\$)

Astral Média a connu une excellente année 2009 malgré les difficultés dans l'industrie de la vente de produits publicitaires (télévision et radio). Elle a pu augmenter ses BPA de 7% ce qui est très positif. La compagnie a réduit passablement sa dette (contractée à la suite de l'acquisition de Standard Radio il y a deux ans). Aussi, elle a lancé plusieurs nouvelles marques de commerce (HBO Canada, Teletoon Retro et NRJ). Nous sommes de grands admirateurs de cette importante entreprise canadienne et de ses fondateurs, la famille Greenberg. Et son cours en Bourse ne nous paraît pas refléter la juste valeur de l'entreprise.

Nitori Co. (9843-Tokyo, ¥ 6930)

Nitori est une compagnie japonaise 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.



En 2009, Nitori nous estimons que ses ventes ont grimpé de 17% à près de 300¥ milliards et ses profits de 30%. Étrangement, le titre n'a pas bougé en Bourse cette année. En fait, depuis notre achat il y a 2 ans et demi, les BPA ont crû d'environ 60% mais le titre n'a grimpé que de 15% à la Bourse de Tokyo (il faut noter que le yen a gagné environ 25% par rapport au huard depuis notre achat).

Nous sommes optimistes vis-à-vis les perspectives de rendement futur de ce titre, non seulement quant à la performance intrinsèque de la compagnie mais aussi au niveau du potentiel d'augmentation de son cours-bénéfices en Bourse.

Bank of the Ozarks (OZRK, 29\$)

Notre petite banque de Little Rock (Arkansas) a su bien résister, cette année encore, aux difficultés du secteur bancaire aux États-Unis. Les actifs ont diminué de 14% mais les revenus nets d'intérêts ont grimpé de 19%. Elle a dû composer – comme tant de ses consœurs – avec une hausse importante des réserves pour mauvais prêts. La compagnie a compensé ses charges pour mauvais prêts par des gains sur certains de ses placements (ces ventes ont contribué à la baisse des actifs). Ainsi, au bout du compte, les profits ont grimpé de 7% en 2009. Le ratio d'efficacité a atteint 38%, un niveau exceptionnel. Le rendement de l'actif a été de 1,23%. Et son ratio d'avoir propre sur l'actif est passé de 7,8% en 2008 à 9,7% en 2009. Son bilan est donc plus solide encore que l'an dernier.

M. Gleason, le PDG de la compagnie, est le genre de dirigeants avec lesquels nous aimons être partenaires.

Omnicom (OMC, 39\$)

Ce fut une année difficile pour les compagnies de marketing et de publicité. Omnicom a vu ses BPA reculer de 20%. Le titre en Bourse a par contre bien fait grimpant de 40% depuis notre achat.

Une part non-négligeable de la publicité provient de compagnies de fabrication d'autos et ses dernières ont connu une année horrible. Aussi, les grandes agences de publicité ont de plus en plus de compétition de jeunes boîtes dynamiques ainsi que de nouvelles avenues de diffusion comme l'Internet. Nous croyons que les grands joueurs de cette industrie – Omnicom, WPP, Publicis et Interpublic – restent d'excellentes entreprises et que le service qu'elles offrent est essentiel. Et plus important, ces entreprises nécessitent peu de capital. C'est un modèle économique que nous aimons.

Et Omnicom est, selon nous, la meilleure et la mieux diversifiée géographiquement, de ces entreprises. En effet, plus de la moitié de ses revenus proviennent de l'extérieur des États-Unis.

Berkshire Hathaway (BRK.B, 3286\$)

La compagnie dirigée par Warren Buffett a connu une excellente année 2009. La valeur intrinsèque a augmenté par environ 20% (en utilisant comme mesure l'accroissement de la valeur comptable). La division d'assurance (General Re, GEICO, etc.) a connu une baisse de ses profits de souscription d'environ 40% mais le "float" a augmenté à 62\$ milliards. La division de services publics (MidAmerican Energy Holdings) a aussi vu ses profits reculer. Et les autres divisions dans leur ensemble ont vu leur profit reculer de moitié. Même les compagnies de M. Buffett ne sont pas immunisées contre les récessions. Mais – comme il aime le répéter – ce qui compte c'est que ses compagnies augmentent leurs avantages compétitifs.

Mais la baisse de rentabilité des filiales de Berkshire a été plus que compensée par des gains dans le portefeuille de placements. À l'automne 2008, M. Buffett a investi environ 21\$ milliards dans des nouveaux titres qui en un an se sont appréciés de 5\$ milliards en plus de générer un autre 2\$ milliards en dividendes et intérêts. Par contre, la plus importante nouvelle a été l'acquisition de Burlington Northern Santa Fe (nous y revenons à la conclusion de cette lettre).

L'action de Berkshire Hathaway, comme la majorité de nos titres en portefeuille, nous semble sous-évaluée en Bourse.

Disney (DIS, 32\$)

Walt Disney Co a connu une autre bonne année. En effet, les BPA ont reculé de seulement 6% par rapport à 2008. C'est une performance impressionnante dans les circonstances. Et elle a terminé l'année en force : pour son trimestre de décembre, les BPA ont grimpé de 15%.

Robert Iger, le brillant PDG de Disney, continue donc de faire un travail phénoménal. En 2009, il a annoncé l'acquisition de Marvel, la compagnie qui possède les droits de nombreux super héros de bandes dessinées américaines (Spider-Man, Iron Man, Hulk, etc.). Marvel a fait extraordinairement bien ces dernières années puisque les nouvelles technologies numériques ont permis de donner vie à des personnages comme Spider-Man de manière spectaculaire.



+



La synergie avec Disney me semble évidente. Comme pour Mickey Mouse ou le Roi Lion, Spider-Man et Iron Man sont des personnages immortels et dont les droits sont possédés par la compagnie (comme aimait dire un ancien PDG de Disney : « Mickey n'a pas d'agent »). Disney pourra optimiser la commercialisation de ces personnages comme elle a toujours su bien le faire avec ses propres vedettes animées.

Le titre de Disney a bien fait en Bourse en 2009, grimpant de presque 40%, de 22\$ à 32\$. Il à noter que le titre a reculé à 16\$ en mars 2009; nous avons alors tout fait pour trouver des dollars pour augmenter notre participation et profiter de cette incroyable aubaine. On ne verra pas Disney se transiger à 8 fois les profits souvent !

American Express (AXP, 41\$)

AMEX a connu une année difficile en 2009 mais les perspectives s'améliorent. Les taux de radiations de prêts sur cartes de crédit ont commencé à s'améliorer et nous sommes confiants que les profits vont reprendre leur tendance à la hausse en 2010.

AMEX est une entreprise plus que centenaire et possédant une marque de commerce solide. Cela n'a pas empêché son titre d'être très volatil en Bourse. D'un haut de 65\$ en 2007, le titre a chuté jusqu'à un creux de 10\$ en mars 2009 pour terminer l'année à 41\$. Pour 2010, nous prévoyons des BPA de 2,66\$ et donc un retour vers la rentabilité de 2007 (3,37\$) est envisageable en 2011.

Nous sommes actionnaires d'AMEX depuis 1995. Le titre s'est apprécié de 300% depuis soit l'équivalent d'un rendement annuel de 10%. Si on inclut les dividendes ainsi que les actions d'Ameriprise reçues après son essaimage (spin-off), le titre nous a procuré un rendement annuel d'autour de 12%. C'est environ 5% de plus que le rendement du S&P 500 durant la même période. Ainsi, malgré les hauts et bas du titre en Bourse, ce fut pour nous un placement enrichissant.

Microsoft (MSFT, 30\$)

Microsoft a bien terminé l'année 2009, aidé par la mise en marché de son nouveau système d'exploitation Windows 7. Dans le dernier trimestre 2009, les ventes de licences de Windows 7 ont atteint 60 millions, un record pour un nouveau système d'exploitation. Les revenus ont augmenté de 4% et les BPA de 28%. Les perspectives pour 2010 sont excellentes.

Le titre nous paraît toujours sous-évalué. La compagnie a 43\$ milliards en liquidités (près de 5\$ par action) et devrait réaliser des BPA de 2,15\$ en 2010. Ainsi, au cours actuel, on ne paie que 11 fois les profits pour une entreprise fort solide et dominante.

Resmed (RMD, 52\$)

Nous avons acquis nos premières actions de Resmed en 2003, une entreprise australienne spécialisée dans les produits médicaux s'adressant aux problèmes d'apnée du sommeil (masques et humidificateurs). L'apnée n'est pas un problème mineur : il peut mener à des maladies graves comme des troubles cardio-vasculaires. Resmed joue un grand rôle à mieux faire connaître le problème à la population. Ce segment médical est donc en très forte croissance.

Resmed a connu une autre bonne année en 2009 avec une augmentation de 18% de ses revenus et d'environ 41% de ses BPA. En 2008, le remboursement des tests sur la qualité du sommeil ont été approuvés par Medicare. Cela contribuera à aider Resmed à faire mieux connaître les dangers de l'apnée sur la santé. La compagnie a aussi mis en marché plusieurs nouveaux produits en 2009 dont un masque à base de gel (Mirage Soft gel). Les perspectives de croissance de cette excellente entreprise de produits médicaux restent solides.

Martin Marietta Materials (MLM, 89\$)

Ce fut une année difficile pour Martin Marietta. Le volume d'agrégat vendu a chuté de 23% ce qui a été que modestement compensé par une hausse de 2% des prix. Malgré une baisse de 50% des profits, les fonds autogénérés n'ont baissé que de 8%. La compagnie a augmenté son dividende et réduit sa dette à long terme. Elle a en plus réduit sa structure de coût au niveau de 1997.

Pour 2010, les perspectives semblent meilleures pour deux segments : les infrastructures et la construction résidentielle. En effet, seulement 15% des budgets alloués à des projets de constructions d'infrastructures par le programme de relance du gouvernement américain ont été dépensés en 2009. Par contre, la construction non-résidentielle semble vouée à une année 2010 très difficile et pourrait annuler en partie l'amélioration du volume lié à l'infrastructure.

Nous croyons qu'à long terme, Martin Marietta est bien positionnée pour profiter de la reprise économique et que ses avantages compétitifs sont restés intacts durant la récession.

Mohawk Industries (MHK, 48\$)

Mohawk, notre entreprise de revêtements de planchers, a connu une autre année très difficile. Les BPA ont chuté de moitié à cause de la combinaison d'un ralentissement du côté commercial et d'une continuation de la baisse du marché de la construction résidentielle. Malgré tout, la compagnie est restée rentable. Son bilan s'est amélioré avec une baisse importante des stocks et une augmentation proportionnelle des liquidités. Et on voit (enfin) quelques signes de reprise dans l'industrie de la construction résidentielle aux États-Unis.

Le titre se transige à 6 fois les profits réalisés lors du dernier cycle. Le potentiel de rebond du titre lors de la reprise nous semble donc important. Nous croyons que Mohawk est entre très bonnes mains avec Jeff Lorberbaum comme PDG. Nous demeurons donc patients avec cette solide entreprise malgré les difficultés actuelles du secteur.

5N Plus (VNP-T, 6\$)

5N Plus, une jeune et dynamique entreprise québécoise, est un leader mondial dans la purification de métaux pour les panneaux solaires photovoltaïques. Son principal produit est du tellure de cadmium purifié utilisé par First Solar dans ses panneaux solaires. Les panneaux à base de CdTe sont plus économiques que ceux à base silicium et gagnent donc des parts de marché.

L'année 2009 a commencé en force pour 5N Plus mais les derniers trimestres ont été plus difficiles. Les revenus et le carnet de commande ont cessé de croître et les marges brutes ont baissé à la suite du renouvellement du contrat avec First Solar. Environ 80% des revenus de 5N proviennent de cette dernière. C'est la force et la faiblesse de 5N : Force car First Solar est probablement la compagnie la

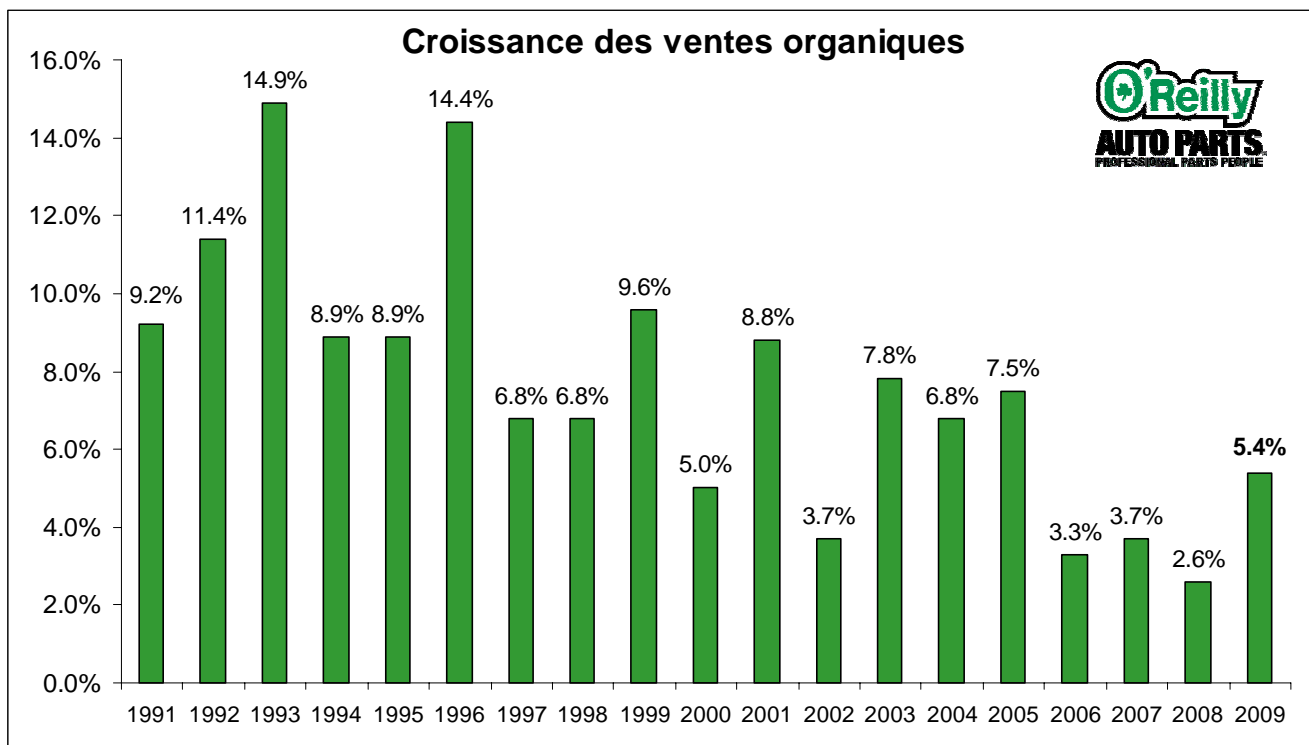
plus solide dans l'industrie, faiblesse car dépendre d'un seul client n'est jamais une situation idéale. 5N a réalisé une acquisition en fin d'année pour réduire sa dépendance à First Solar.

Nous croyons que la stagnation des revenus dans l'industrie des panneaux solaires photovoltaïques est temporaire et qu'en fait l'énergie solaire n'en est qu'à ses débuts. Ainsi, selon nous, les panneaux produits par First Solar (avec l'aide de 5N) sont voués à un excellent avenir. 5N Plus est toujours très rentable et le bilan est immaculé : aucune dette et 69M\$ de liquidités. Et nous avons grande confiance en la direction de l'entreprise.

O'Reilly Automotive (ORLY, 38\$)

Il y a cinq ans, nous avons acquis des actions de O'Reilly Automotive, un des plus importants joueurs de la vente au détail de pièces automobiles. À l'époque, la compagnie avait 1 250 magasins sous sa bannière. Nous avons payé 20\$ l'action et la compagnie réalisait alors 1,12\$ par action de BPA. La compagnie a presque triplé son nombre de magasins depuis atteignant 3 421 en 2009. Environ 800 proviennent de croissance organique et un autre 1 400 d'acquisitions (principalement CSK Auto).

La croissance des ventes organiques a été excellente comme on peut le voir sur la graphique ci-bas :



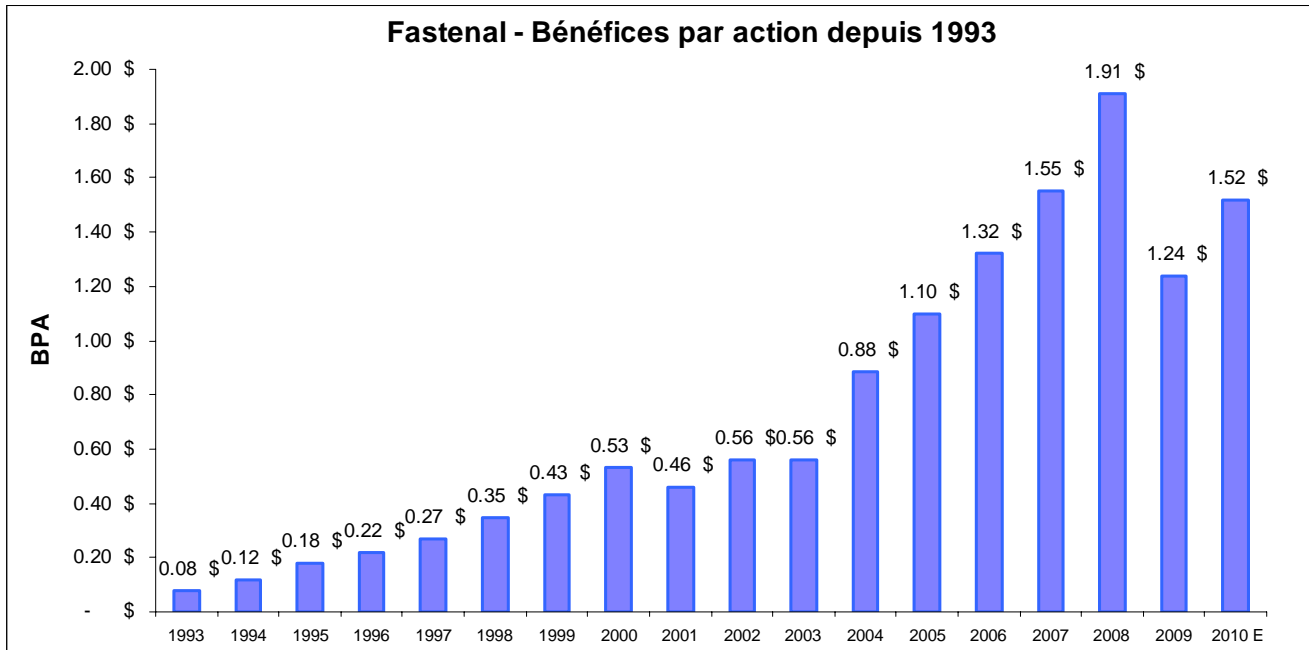
En 2009, les revenus d'O'Reilly ont grimpé de 36% à \$4,9 milliards et les BPA ont atteint 2,26\$, ce qui est 38% de plus qu'en 2008 et plus du double de ceux réalisés il y a 5 ans. Le titre a grimpé à 38\$ durant la même période, soit presque en ligne avec l'accroissement des BPA. À ce jour, nous sommes donc très satisfaits de cet investissement.

Fastenal (FAST, 42\$)

Nous sommes actionnaires de Fastenal depuis plus de 11 ans et avons été vastement récompensés par cette superbe entreprise de Winona (Minnesota). 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 occasions. En 1998, Fastenal a réalisé des BPA de 0,35\$. En 2008, elle a réalisé 1,91\$ soit une augmentation de 450% en 10 ans (soit 18% annualisé).

Mais en 2009, les revenus ont reculé de 17% et les BPA de 35% à 1,24\$. Le titre en Bourse a par contre grimpé de 36\$ à 42\$. Il faut dire que le titre avait reculé passablement à l'automne 2008 en anticipation de la baisse de rentabilité à venir. Le niveau actuel correspond donc à plus de 8 fois notre coût original.



En janvier 2010, la compagnie a annoncé une croissance de ses ventes de 2%, la première depuis novembre 2008. Cela est de bon augure pour 2010. Nous croyons que la compagnie est très bien dirigée par Willard Oberton et que les perspectives futures sont toujours excellentes.

Knight Transportation (KNX, 19\$)

L'industrie du camionnage a dû voguer sur une marée de problèmes encore une fois en 2009. Et pourtant, Knight a continué d'être très rentable. Les revenus (avant surcharge du prix de l'essence) ont été stables mais les BPA ont reculé de 10%. Son ratio d'efficacité a été de 86% (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 96M\$ de liquidités et ce même après avoir payé un dividende et racheté de ses actions. Étonnement, le titre en Bourse est resté à des niveaux inchangés tout le long de la récession et de la grande baisse boursière. Il n'est donc probablement pas à un niveau aussi intéressant que ceux d'autres de nos entreprises.

MTY Food Group (MTY-V, 9\$)

MTY Food, notre entreprise québécoise spécialisée dans les franchises de restaurants a connu une année 2009 exceptionnelle. Ses revenus ont grimpé de 51% et ses BPA de 22%. La compagnie a

réalisé trois acquisitions : Tutti Frutti, Taco Time et, la plus importante, Country Style. Elle compte maintenant 1 570 restaurants sous 25 bannières.



MTY Food possède plusieurs attributs qui caractérisent la plupart de nos entreprises :

- Elle possède d'excellentes marques de commerce.
- La nature de ses activités est source de peu d'excitation (et donc n'attire pas la compétition).
- Elle a un bilan sans dette, réalise de forts rendements sur les capitaux et génère beaucoup de liquidités.
- Son président, Stanley Ma, est brillant, discipliné et totalement voué au bien des actionnaires.

De plus, le titre ne se transige qu'à 10 fois les profits prévus en 2010. Notre vaste expérience passée nous empêche d'être aveuglément optimiste envers tout placement en Bourse mais force est d'admettre que MTY Food est un titre qui nous enthousiasme.

Morningstar (MORN, 48\$)

Morningstar a connu une année somme toute acceptable. Les revenus n'ont baissé que de 5% et les BPA ont reculé de seulement 11%. Nous utilisons le mot "seulement" parce que Morningstar évolue dans l'industrie des services d'informations au monde financier et cet univers a été particulièrement refroidi ces dernières années.

La compagnie a été agressive à vouloir profiter de cette ère de glace : elle a complété pas moins de six acquisitions en 2009 dont quatre à l'extérieur des Etats-Unis. Nous aimons utiliser les outils de Morningstar et admirons grandement son PDG, Joe Mansueto. Nous n'avons qu'une petite participation dans cette entreprise principalement à cause de l'évaluation boursière qui reste élevée.

Carmax (KMX, 24\$)

Contre toute attente, Carmax a connu une année record en terme de profitabilité en 2009. Malgré une autre année difficile pour l'industrie de la vente automobile, les BPA ont été stimulés par un retour à la rentabilité pour la division financière. Ils ont touché les \$1,15 soit 25% de plus que le précédent record de \$0,92 atteint en 2006.

Carmax a 33% plus de magasins qu'en 2006 (soit maintenant 100) et n'a qu'environ 2% du marché de la vente au détail d'autos usagées. Son potentiel de croissance à long terme reste donc impressionnant.

Nouveaux investissements en 2009

M&T Bank (MTB, 67\$)

M&T Bank n'est pas vraiment un nouveau titre pour nous. Au contraire. Nous avons acquis nos premières actions à environ 40\$ en 1998. Puis, en 2007, nous les avons presque toutes vendues à 100\$

pour ne garder qu'une participation symbolique. Notre premier critère lors de l'achat d'une compagnie est la qualité de la haute direction et nous étions peu enthousiastes quant à la nouvelle direction à la suite du départ à la retraite de Robert Wilmers. M. Wilmers est selon nous une légende vivante du monde bancaire et était la raison principale de notre participation dans cette banque de Buffalo pendant presque 10 ans.

Puis, à la suite de la crise, M. Wilmers est retourné à la barre de M&T Bank. Nous sommes allés le rencontrer en août 2008 et sommes revenus rassurés quant aux perspectives de M&T. Quand le titre a glissé sous les 40\$ en début d'année 2009, nous avons décidé de racheter des actions. Nous avons payé en moyenne 38\$ soit environ le tiers de ce que nous considérions être la juste valeur intrinsèque.

En 2009, les BPA ont reculé de 34% mais nous sommes satisfaits de ces résultats considérant le climat économique. Comme nous l'anticipions, M&T a profité de la débâcle du secteur pour prendre des parts de marché à faibles coûts. Elle a acquis des succursales de la Bradford Bank (à Baltimore) et a aussi fait l'acquisition de la Provident Bankshares (aussi située dans la région de Baltimore-Washington). Elle a ainsi pu augmenter de 10% ses actifs.

Le titre a bien fait en Bourse grimant à 67\$ soit 76% de plus que de notre prix d'achat il y a environ un an. Nous sommes donc bien heureux d'être redevenus partenaires avec M. Wilmers et croyons que les prochaines années seront excellentes pour M&T.

China Fire & Security Group (CFSG, 14\$)

Lorsque le marché boursier chinois s'est écrasé en début 2009 (une baisse atteignant 75% du haut au bas), nous avons décidé de regarder si nous ne trouverions pas des titres cadrant avec notre style d'investissement. Nous avons étudié plusieurs entreprises mais la plupart d'entre elles étaient jeunes et avec une modeste feuille de route à analyser.

CFSG nous a semblé la plus intéressante. D'abord, la compagnie vend des produits peu excitants : des systèmes de détection d'incendies, principalement destinés à l'industrie de la fabrication de produits en acier. Elle est devenue le leader de Chine dans ce créneau avec 7% de parts de marché. Plusieurs facteurs contribuent à notre optimisme comme par exemple le fait que le gouvernement chinois ait passé des lois obligeant les usines d'acier à être plus sécuritaires. Les revenus et profits de l'entreprise de Beijing ont crû à 40% par année depuis 5 ans.

Lorsque nous avons acheté le titre la première fois en début d'année 2009, nous avons payé environ 10\$ l'action. En enlevant les liquidités de \$1 par action, cela correspondait à un P/E de 9 ! La compagnie a réalisé une croissance de 17% en 2009 ce qui est très bon. Mais elle a surtout obtenu plusieurs importants contrats. CFSG prévoit ainsi une excellente année 2010 avec des BPA estimés en hausse de 60%. Nous avons alors décidé d'augmenter notre participation. Car, malgré une hausse de 40% du titre en Bourse, le P/E est toujours aussi bas aujourd'hui.

Buffalo Wild Wings (BWLD, 40\$)

En 2007, Jean-Philippe m'a parlé – avec grand enthousiasme devrais-je ajouter – d'une jeune chaîne de restaurants américaine qui a un concept similaire à la Cage aux Sports, si populaire ici. Ainsi, alors que nous visitons M&T Bank à Buffalo, nous en avons profité pour aller manger chez Buffalo Wild Wings (pourquoi seulement manger quand on peut y combiner de la recherche financière "sur le terrain" ?). Leurs ailes de poulet sont excellentes soit dit en passant.

Mais ce sont les chiffres qui nous ont convaincu. La compagnie a réalisé une très forte croissance depuis sa venue en Bourse en fin 2003 : le nombre de restaurants est passé de 245 à 660 et les revenus ont quadruplé. La compagnie est très rentable : elle réalise des bénéfices de 31M\$ avec seulement 275M\$ d'actifs dont 50M\$ en liquidités.

En 2009, une année difficile pour l'industrie, les BPA ont crû de 24%. Et la compagnie croit pouvoir maintenir un rythme de croissance dans les 15-20% par année dans le futur. Nous avons donc décidé de prendre une participation dans cette jeune et dynamique entreprise de Minneapolis.

Medtronic (MDT, 44\$)

Par un pur hasard, notre autre achat en fin 2009 et début 2010 a été Medtronic, domiciliée elle aussi à Minneapolis. Medtronic est la plus importante entreprise de produits médicaux pour les problèmes cardiaques (valves et stimulateurs cardiaques, défibrillateurs, etc.). Les partenaires de très longue date se souviendront que nous avons été actionnaires de deux compagnies dans cette industrie : Cordis (qui a été acquise par Johnson & Johnson en 1995) ainsi que St-Jude Medical de 1993 à 1996. Je connais donc bien Medtronic et ce depuis plus de 16 ans.

Ces dernières années, Medtronic s'est diversifiée dans plusieurs autres domaines connexes comme les produits pour le rachis (colonne vertébrale) et pour le diabète (pompes à insuline, mesure du glucose, etc.). Les produits de Medtronic s'adressent à des problèmes médicaux vitaux qui seront en forte croissance avec le vieillissement de la population en Occident. Et comme plusieurs de nos entreprises, Medtronic a une part importante de ses revenus provenant de l'extérieur de l'Amérique du Nord.

La compagnie a maintenu un fort taux de croissance tout en ayant des produits toujours leader dans leur marché. De plus, son bilan est solide. Ce qui a été un frein à l'achat du titre pour nos portefeuilles était le cours-bénéfices élevé qu'accordait le marché Boursier à cette superbe entreprise. L'optimisme boursier envers Medtronic a atteint un zénith il y a 10 ans lorsque le titre a touché 60\$ alors que la compagnie ne réalisait que 1\$ de BPA. Nous avons récemment acheté des actions à 43\$ soit un niveau de 13 fois les BPA de 3,44\$ estimés pour 2010.

Post-mortem quinquennal : 2004

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 coups et aussi de nos erreurs.

En début 2004, nous avons acquis des actions de Knight Transport à environ \$10 l'action. Comme le titre est à \$19 en début 2010, ce fut un excellent placement pour nous. Et Knight a fait mieux que la plupart des joueurs de l'industrie depuis 2004, incluant Heartland Express, la compagnie qui est la plus près de Knight au niveau de la productivité. Notre analyse des forces des joueurs de l'industrie semble avoir été effectuée judicieusement.

Malgré tout, nous sommes un peu déçus de ce placement puisque le taux de croissance – qui était de 26% à l'époque de notre achat – a été fortement réduit durant la récession. C'est un peu normal dans les circonstances mais nous aurions aimé que la compagnie soit plus agressive alors que les opportunités d'expansion sont nombreuses ces jours-ci. Nous croyons tout de même que le prochain cycle économique sera un meilleur environnement pour jauger la qualité de ce placement.

Dans un tout autre ordre d'idée, en 2004, dans la section "Erreurs du jour" nous avons donné une médaille d'or à Yahoo!, un titre que nous avons vendu en 2002 à \$8 alors que l'action avait subséquemment grimpé à \$38. Comme le titre est aujourd'hui \$15 et que la compagnie semble avoir perdu une bonne part des avantages compétitifs que j'énumérais en 2004, il y a des conclusions intéressantes que l'on pourrait tirer. La plus importante est que les avantages compétitifs dans le monde technologique sont rares et historiquement peu durables. Les rapides progrès dans cet univers – fort agréables pour les consommateurs – sont rarement un gage d'enrichissement pour les actionnaires. Yahoo! a perdu une bonne part de ses avantages compétitifs à une firme, Google, qui est justement venue en Bourse cette année là.

Ainsi, il est imprudent de conclure trop vite sur la justesse d'une décision d'investissement. Des années – plusieurs années même – sont souvent nécessaires pour arriver à une conclusion valide. Même les plus patients des investisseurs arrivent parfois à une conclusion hâtive. En affaire comme dans le monde des arts, le temps reste le juge le plus objectif – et souvent le plus impitoyable – quant à la durabilité d'une œuvre.

Rien ne procure autant de sagesse que la perspective.

Erreurs du jour

"Une personne qui n'a jamais commis d'erreurs n'a jamais tenté d'innover."

- Albert Einstein

Comme le veut la tradition "gouvernementale", voici nos trois médailles annuelles pour les "meilleures" erreurs de 2009. C'est avec une attitude que nous souhaitons constructive – toujours devenir de meilleurs investisseurs – que nous allons en détail dans leur analyse. Et comme c'est si souvent le cas, les erreurs d'omission (non-achat) sont souvent bien plus coûteuses que les erreurs d'achat.

Médaille de Bronze : BYD

Lors de l'assemblée de Berkshire Hathaway en mai dernier, j'ai écouté attentivement les propos de Charlie Munger sur BYD, une entreprise chinoise dirigée par Wang Chuan-Fu. M. Munger disait avec grande admiration que « Chuan-Fu est une combinaison de Thomas Edison et Jack Welch; je n'ai jamais croisé un tel homme d'affaires ». Lorsqu'on considère que M. Munger a 86 ans et qu'il a croisé les plus grands hommes d'affaires des deux dernières générations, c'est un compliment hors du commun. Ce n'est pas tombé dans l'oreille d'un sourd : Je me suis instantanément intéressé à BYD.

La compagnie fabrique une panoplie de produits mais le plus important est une pile révolutionnaire pour des autos électriques. À partir de cette invention, BYD s'est lancé dans la fabrication d'autos (rien de moins). Étant un fervent croyant dans l'avenir de l'auto électrique, je suis devenu emballé pour cette entreprise pleine de promesses. Et la compagnie n'est pas à ses débuts : Ses revenus ont dépassé les 5\$ milliards en 2009.

J'ai été par contre refroidi lorsque j'ai regardé l'évaluation boursière. Le titre se transigeait à 15\$ (sur la Bourse de Hong-Kong) alors qu'elle n'avait réalisé que des BPA de 0,50\$ en 2008. Un P/E de 30x me semblait exagéré.

Mais je suis un homme perspicace et à tous les matins, la première chose que je faisais était de regarder le cours atteint par BYD durant la nuit espérant une baisse du titre pour pouvoir acheter des actions. En vain.

La compagnie a connu une année 2009 exceptionnelle. Après 9 mois, les revenus ont grimpé de 39% alors que les ventes de ses autos ont crû de 50%. Les BPA n'ont pas été encore annoncés mais ils devraient avoir doublé à 1,06\$ et les analystes anticipent pour 2010 des BPA de 1,84\$.

Et le titre a grimpé de 400% en un an pour atteindre son niveau actuel de \$65. Parfois, le côté art de l'investissement est de savoir quand investir en laissant de côté – pour un rare instant – les évaluations boursières pour tout simplement faire un acte de foi dans un être humain exceptionnel.

Médaille d'argent : TJX Companies

TJX est une chaîne de magasins de vente de vêtements au détail. Son créneau réside dans la vente de vêtements griffés à prix d'escompte (fin de ligne, surplus d'inventaires, etc.). Aux États-Unis, ses bannières sont T.J. Maxx, HomeGoods et Marshalls. Au Canada, elles sont Winners et Homesense. TJX est très rentable et son rendement sur les capitaux propres est inégalé. Je connais TJX depuis une dizaine d'années. En 2000, le titre avait chuté à \$10 et se transigeait alors à 10 fois les profits. Et j'avais alors songé à acheter des actions mais sans passer à l'action. Avec grand regret.

La compagnie a maintenu un taux de croissance de ses BPA de 12% par année durant la décennie. Une telle performance est surprenante considérant que les ventes n'augmentent qu'à 5-7% par année. Avec 2 743 magasins, son concept est passablement mature.

La clé du succès de TJX réside dans la gestion des capitaux par la haute direction. Par des rachats d'actions opportunistes et une amélioration continue des marges, la compagnie a su créer énormément de richesse pour ses actionnaires.

Lorsque le titre a perdu la moitié de sa valeur en fin d'année 2008, je savais deux choses : que la compagnie avait un modèle d'affaire parfaitement adapté pour la récession (la preuve, les BPA ont grimpé de 48% en 2009) et que la haute direction en profiterait pour racheter de ses actions à très bon prix. Le P/E était alors, encore une fois, à moins de 10 fois. Et encore une fois, je suis resté immobile.

Le titre a doublé en un an et se transige maintenant à quatre fois son niveau de 2000. Et malgré cela, TJX ne se transige qu'à 12x les profits estimés pour 2010. Quand un titre double en un an et est encore sous-évalué, cela en dit long sur son évaluation au creux.

Médaille d'or : Cabella's

En 2004, la compagnie Cabella's est venue en Bourse. Depuis 1961, elle est le leader dans la vente par catalogue (et maintenant Internet) de produits pour la chasse & pêche, le camping et l'exploration sous-marine. La compagnie s'est récemment lancée dans l'ouverture de nouveaux magasins grande surface. Notre ami de Austin (Texas), Michael Shearn nous avait alors parlé avec enthousiasme – à Jean-Philippe et moi – de cette entreprise de Sidney (Nebraska). Le titre ne lui semblait pas une aubaine à l'émission (\$24) mais les avantages compétitifs de Cabella's méritaient selon lui une attention toute particulière.

À l'été 2004, j'ai visité un de ses impressionnants nouveaux magasins à Kansas-City. J'en suis revenu fort impressionné. Deux ans plus tard, Michael et Jean-Philippe ont visité la compagnie et passé un après-midi à Sidney avec les membres de la haute direction. Ils sont revenus du Nebraska enthousiastes vis-à-vis les avantages compétitifs de Cabella's ainsi que de la qualité des gens en place.

Ils partageaient mes inquiétudes sur le fort niveau de capital nécessaire pour ouvrir tous ces magasins à grande surface et ainsi du modeste rendement de l'avoir des actionnaires. Aussi, nous étions moins chauds à l'idée qu'une importante part des profits provenait de la division financière (Cabella's offre sa propre carte de crédit à ses clients).

D'un autre côté, il nous semblait qu'à un moment donné, avec un plus grand nombre de magasins, la compagnie réaliserait des économies d'échelles et son rendement de l'avoir en serait bonifié. Nous avons donc acheté quelques actions, histoire de mieux suivre la compagnie.

En 2008, le titre a reculé en Bourse passant d'un haut de 28\$ en 2007 à un creux de 4\$. Le secteur de la vente aux détails était fortement secoué par le refroidissement des consommateurs. De plus, Wall Street évitait comme la peste toutes les compagnies qui avaient une division financière, sans discrimination pour celles avec un portefeuille de prêts solides. Cabella's a une clientèle fidèle et – par moments – fanatique. Aussi, cette clientèle est plus fortunée que la moyenne et avec une cote de crédit plus élevée. Ainsi, les BPA n'ont reculé que de 1,31\$ en 2007 à 1,14\$ en 2008. Au cours de 4-5\$, le P/E de l'action de Cabella's n'était que de 4x. Même sans aucune croissance future, un tel niveau d'évaluation correspondait à un rendement annuel de 25% !!

Trouver une compagnie de qualité, dominante dans un segment de marché et qui se transige en Bourse à 4x les profits est rarissime dans une vie d'investisseur. Je pourrais avoir l'excuse de dire que nous étions pleinement investis et que tous nos titres étaient sous-évalués. Mais j'aurais certainement pu vendre un de nos titres se transigeant à la moitié de sa valeur intrinsèque pour acheter Cabella's qui était au cinquième de sa juste valeur. Vendre un dollar à 50 cents pour en acheter un autre à 20 cents fait du sens.

Les BPA en 2009 ont grimpé de 18% à 1,35\$. La compagnie a manifestement bien fait dans un environnement très difficile. Et Wall Street a repris ses sens et le titre a grimpé à 16\$ en quelques mois. Cette erreur d'omission de 300% mérite une médaille d'or.

Conclusion : Le grand pari de Warren Buffett

Un des événements importants pour notre portefeuille en 2009 a été l'OPA (Offre Publique d'Achat) sur Burlington Northern Santa Fe, un titre que nous avons acheté en 2007-08. En novembre, Berkshire Hathaway a en effet offert \$100 l'action pour BNSF, une prime d'environ 27% par rapport au cours boursier d'alors.

Cette acquisition de \$34 milliards est de loin la plus importante de Warren Buffett dans sa (glorieuse) carrière. Dans le communiqué de presse, M. Buffett a émis ce commentaire percutant :

« L'Amérique doit croître et prospérer pour que notre investissement massif dans cette compagnie de chemin de fer soit rentable. Cet investissement est un pari énorme sur BNSF et son équipe de direction. Mais plus important encore, c'est un pari ALL-IN sur l'avenir économique des États-Unis. Et j'aime faire de tels paris ».

Malgré la métaphore de poker utilisée dans le communiqué, M. Buffett n'a absolument rien d'un joueur. En fait, le maître de l'investissement intelligent est fidèle à une règle qu'il a énoncée il y a plus de 50 ans : « Le secret pour réussir en Bourse pourrait se résumer en cette phrase : Soyez craintifs quand les autres sont agressifs et agressifs quand les autres sont craintifs ».

Tout comme M. Buffett, nous sommes très optimistes quant à l'avenir de nos compagnies, peu importe leur localisation géographique. Malgré une année 2009 somme toute satisfaisante, nous croyons que les années à venir seront encore plus enrichissantes pour nos entreprises et leurs actionnaires.

Nous tenons à vous redire que nous sommes conscients du vote de confiance que vous nous avez donné. Il est impératif pour nous de non seulement sélectionner des entreprises de haute qualité pour nos portefeuilles mais aussi d'être des intendants hors-pair de votre capital.

Bonne année 2010 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