

Giverny Capital Inc.

Lettre annuelle aux partenaires 2010



Barry Allikas
Fly-over, 2010
Collection Giverny Capital Inc.

Giverny Capital Inc. – Lettre annuelle 2010 ©

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2010, le rendement de notre portefeuille a été de +16,1% par rapport à un rendement de +13,7% pour notre groupe indiciel comparatif. Cela correspond à une valeur ajoutée de +2,4%. Ces rendements incluent tous deux une perte approximative de 5% 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 +13,9% par rapport à +7,1% pour notre groupe indiciel comparatif. Notre valeur ajoutée annualisée est donc de +6,8%. Si on exclut la hausse de la devise canadienne (1,4% annuelle depuis 1993), notre portefeuille aurait généré un rendement annuel de +15,5% par rapport à +8,5% 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 2010

Depuis 2004, nous illustrons la page couverture de la lettre à nos partenaires d'une reproduction d'une œuvre de la collection de Giverny Capital. Cette année, nous avons sélectionné une œuvre de l'artiste québécois Barry Allikas, intitulée « Fly-over ». Elle illustre combien nos compagnies, en 2010, ont su continuer de survoler la morosité ambiante et, dans leur ensemble, générer des profits records.

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	37.8%	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	-2.8%	-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%	-3.3%	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%	-11.6%	-2.8%	-14.9%	-10.0%	-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%
2010	16.1%	13.8%	2.3%	-5.3%	9.0%	7.1%	21.7%	19.3%	2.5%
Total	878.4%	232.8%	645.6%	-22.4%	205.3%	673.2%	1149.6%	320.5%	829.2%
Annualisé	13.9%	7.1%	6.8%	-1.4%	6.6%	7.3%	15.5%	8.6%	7.0%

* 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. Voir "Note sur les rendements" en annexe.

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 2010, le portefeuille Giverny US a réalisé +21,9% comparé à +15,1% pour le S&P 500 (en dollars US).

Depuis le début de ce portefeuille, notre rendement total est de +1002,0% soit +14,7% annualisé. Durant la même période, le S&P 500 a réalisé +290,7% soit +8,1% 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%
2010	21.9%	15.1%	6.9%
Total	1002.0%	290.7%	711.4%
Annualisé	14.7%	8.1%	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 Voir "Note sur les rendements" en annexe.

Pour une troisième année consécutive, nous avons réalisé un rendement supérieur au S&P 500. Ce sont surtout nos titres de plus petite capitalisation qui ont bien fait en 2010: Fastenal, Resmed, Bank of the Ozarks et O'Reilly Automotive.

Actuellement, ce sont nos titres de plus grande capitalisation qui nous semblent les plus sous-évalués et donc avec le meilleur potentiel d'appréciation.

En fait, relativement aux autres actions, les blue chips américains se transigent probablement à l'évaluation la plus attrayante depuis des décennies. Prenez le temps de relire la lettre annuelle de 1998 (disponible sur notre site web), vous y découvrirez avec fascination combien la situation actuelle est l'inverse totale d'il y a 12 ans alors que les grandes capitalisations étaient beaucoup plus chères (et évidemment, populaires). Le cours-bénéfices (P/E) moyen de cette catégorie de titres a fondu d'une moyenne de 33x à l'époque à environ 11x en ce moment.

Portefeuille Giverny Canada

En 2007, nous avons débuté un portefeuille 100% canadien. Il correspond grosso modo à la partie canadienne du portefeuille Giverny. En 2010, le portefeuille Giverny Canada a réalisé +26,7% comparé à +16,9% pour le S&P/TSX. Depuis 2007, notre rendement est de +46,6% soit +10,0% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P/TSX, principal indice canadien, a réalisé +14,6% soit +3,5% annualisé. Notre valeur ajoutée annuelle est donc de +6,6%.

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%
2010	26.7%	17.6%	9.1%
Total	46.6%	15.3%	31.2%
Annualisé	10.0%	3.6%	6.4%

Note : Ces rendements ont été vérifiés par Price Waterhouse Coopers. Voir "Note sur les rendements" en annexe.

Nos titres canadiens ont très bien fait en 2010. Pour une troisième année sur quatre, nous avons fait mieux que le TSX. La plus importante participation du portefeuille canadien est MTY Food Group. Le titre a grimpé d'environ 50% cette année.

L'année 2010

Nous avons terminé notre lettre annuelle 2009 par cette phrase : « Malgré une année satisfaisante au niveau des rendements, nous croyons que nous en sommes qu'au début du "bull market" des années à venir ». Le "bull market" s'est clairement poursuivi en 2010 et ce, en conjonction avec une reprise générale des économies occidentales. La croissance économique en Amérique du Nord devrait avoir avoisiné les 2,6% en 2010. C'est environ 1% sous la moyenne historique mais c'est définitivement un signe que la récession est chose du passé.

Il semble donc que les scénarios apocalyptiques et les prédictions de récession prolongée (dépression) ne se sont pas matérialisés. La civilisation de la libre-entreprise a survécu à une autre crise financière! Comme c'est si souvent le cas, les compagnies solides ont passé à travers et les compagnies faibles ont été restructurées ou ont simplement disparu.

Tous nos problèmes ne sont pas réglés pour autant. Les consommateurs canadiens sont toujours trop endettés (leur ratio dette/revenus a atteint un record de 150%), les gouvernements occidentaux continuent d'étirer leur capacité d'emprunt (tant en Amérique qu'en Europe) et la compétition mondiale est plus intense que jamais. Et comme si ce n'était pas assez, les gouvernements s'ingèrent de plus en plus dans le modèle d'affaire des rares entreprises qui ont réussi à bâtir de larges fossés compétitifs. Par exemple, Visa/Mastercard, Google et les entreprises fabriquant des produits médicaux ont été dans les mires des instances gouvernementales en 2010. Ce qui est bon pour la popularité des politiciens auprès de l'électorat (une chose pourtant si éphémère) n'est pas nécessairement un atout pour le bien à long terme d'un pays et du progrès humain. Laisser l'excellence récolter ses fruits mérités est la seule manière de l'encourager.

Mais notre opinion – aussi juste soit-elle – est secondaire: notre rôle d'intendant de votre capital nous oblige à faire face à la vie telle qu'elle est. L'humilité, le réalisme et la rationalité sont les amarres

pour naviguer les difficiles eaux du monde des affaires. Et une certaine confiance inébranlable dans le potentiel humain à long terme est tel un phare qui nous guide vers notre destination financière. Particulièrement, quand la tempête fait rage sur les océans.

Le départ d'une légende du placement : Roy Neuberger (1903-2010)

Le 24 décembre dernier, Roy Neuberger est décédé à l'âge de 107 ans. M. Neuberger fut un pionnier de Wall Street. Il a débuté sa carrière en 1929, quelques mois avant le grand crash. Son brillant coup de jeunesse fut de vendre à découvert des actions d'un titre favori de la foule de l'époque : RCA (la radio était la nouvelle technologie de l'époque). Grâce à cette transaction, il ne perdit que seulement 15% de son capital durant le crash. En 1939, il cofonda une firme de gestion de portefeuilles qui devint un titan financier : Neuberger Berman, aujourd'hui avec 180 milliards de dollars (G\$) d'actif.

Même âgé de plus de 100 ans, M. Neuberger s'intéressait encore à la Bourse. Au plus fort de la crise en mars 2009, il fit venir Jeff Bolton, un haut placé de Neuberger Berman, à son bureau et lui reprocha d'avoir trop d'argent liquide dans son compte. Il lui dit : « Écoutez jeune homme (M. Bolton n'avait que 69 ans), si vous ne trouvez pas un moyen d'investir mon argent, je vais trouver quelqu'un d'autre pour le faire ». Jeff Bolton, grâce à M. Neuberger, acheta massivement au creux du marché.

M. Neuberger écrivit deux livres, dont le premier « So far so good, the first 94 years » m'a grandement marqué. Si habituellement les marchés haussiers et baissiers sont illustrés par un taureau (bull market) et un ours (bear market), M. Neuberger – avec son sens de l'humour bien particulier – aimait dire que le marché boursier était plus souvent de la nature du mouton (sheep market). Selon lui, non seulement bien des boursicoteurs suivent la foule mais ils tentent de prévoir ce que la foule va faire.

Ayant connu un nombre incroyable de modes et de secteurs populaires (comme les compagnies exploitant des salles de quilles dans les années 1950) sur une période de 80 ans, il aimait dire qu'il était sage d'étudier le passé et devenir son propre historien.



Bloomberg News
M. Neuberger en 2003

Mais mon attachement à M. Neuberger était aussi à un autre niveau. En plus de la Bourse, M. Neuberger avait une autre grande passion : la peinture. Il décida à 25 ans de devenir riche (en allant à Wall Street) et de consacrer sa fortune à l'achat d'œuvres d'art. Il eut la clairvoyance, par exemple, d'acheter une oeuvre de Jackson Pollock à ses débuts ainsi qu'un extraordinaire tableau d'Edward Hopper (Barber Shop, 1931). Il fut aussi un important mécène pour nombre d'artistes, principalement

Milton Avery. En 1974, il ouvrit son propre musée à Purchase dans le campus de l'Université de l'État de New York (SUNY) avec l'aide du gouverneur Nelson Rockefeller (un autre grand philanthrope). L'art dans le milieu de travail fit toujours partie intégrante de la culture à Neuberger Berman, et ce, encore aujourd'hui.

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 (voir en annexe pour plus de détails sur notre philosophie de placement).

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, la valeur intrinsèque de l'ensemble de nos compagnies a grimpé de 22%. Nos titres en Bourse ont réalisé 22% (sans effet de devise), en ligne avec l'accroissement de leur valeur intrinsèque. Vous noterez que ce n'est que la troisième année (sur 15) où les deux ont évolué quasi main dans la main. Les performances boursière et corporative sont rarement synchronisées sur une année solaire. Mais plus le temps avance, plus le synchronisme s'affirme.

Année ***	Giverny			S&P 500		
	Valeur *	Bourse **	Différence	Valeur *	Bourse **	Différence
1996	14%	29%	15%	13%	23%	10%
1997	17%	35%	18%	11%	33%	22%
1998	11%	12%	1%	-1%	29%	30%
1999	16%	12%	-4%	17%	21%	4%
2000	19%	10%	-9%	9%	-9%	-18%
2001	-9%	10%	19%	-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%
2010	22%	22%	0%	45%	15%	-30%
Total	493%	440%	-53%	162%	167%	5%
Annualisé	13%	12%	-1%	7%	7%	0%

* Croissance des bénéfices propres (approximative) plus les dividendes

** Performance boursière, dividendes inclus

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

Cette année, la croissance des bénéfices propres du S&P 500 a été plus élevée que pour nos entreprises. Il faut garder en perspective que les profits du S&P 500 avaient chuté bien plus durant la période 2007-08. Ainsi, si on fait un calcul rapide de la croissance des profits de nos entreprises depuis 2007, elle dépasse largement celle des compagnies composant le S&P 500.

	Giverny			S&P 500		
Récession	Valeur	Bourse	+/-	Valeur	Bourse	+/-
2007-2010	30%	22%	-8%	0%	-3%	-3%

Depuis le début de 2007, nos compagnies ont crû leurs bénéfices propres de 30% vs 0% pour le S&P 500. Nos titres en Bourse ont augmenté de 22% (sans effet de devise) vs -3% pour le S&P 500. Nos entreprises ont donc non seulement passé à travers la récession mais en ont profité pour augmenter leurs parts de marché et augmenter leur rentabilité, dans leur ensemble.

Avec encore plus de perspective temporelle, depuis 1996, selon nos calculs approximatifs, nos compagnies ont augmenté leur valeur intrinsèque de 493% – soit par un facteur de presque 6 fois – et ont vu leur titre augmenter de 440% (sans effet de devise). Pendant cette même période, les compagnies du S&P 500 ont augmenté leur valeur intrinsèque de 162% et on vu leurs actions grimper de 167%. 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.

Nos titres ont réalisé un rendement de 5% annuel supérieur au S&P 500 pour la simple raison que nos compagnies sous-jacentes ont augmenté leur valeur intrinsèque à un taux 5% supérieur à la moyenne. 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 2010 : L'or

Nous avons déjà discuté de la popularité actuelle de l'or à quelques reprises ces dernières années. Dans la lettre du 3^{ème} trimestre, nous avons repris le plus récent commentaire de Warren Buffett sur le sujet. L'or nous semble une tenace relique d'une autre époque. Elle date d'une époque où les interminables et successives guerres entre les peuples rendaient les devises mutuelles bien souvent sans réelle valeur outre leur référence métallique.

Jusqu'à tout récemment, par exemple, les pièces de monnaies canadiennes représentaient leur juste valeur en masse d'argent (le métal). Ainsi, les pièces de cinq sous étaient deux fois plus petites que les pièces de dix sous (dans les années 1920, on les changea pour des pièces en nickel de plus grande dimension car trop de gens les perdaient).

Aujourd'hui, il existe une certaine stabilité de nos systèmes financiers (surtout lorsque comparée aux siècles précédents) et le besoin des monnaies de posséder en valeur leur équivalent métallique est révolu. Les prix de la plupart des produits de base (blé, cuivre, nickel, acier, etc.) suivent grosso-modo le niveau de l'inflation. En fait, historiquement, le prix des produits de base (regroupé dans l'index CRB) a fait moins que l'inflation par environ 1% annuellement. La raison est simple : l'ingéniosité humaine rend l'extraction de ces produits toujours plus efficace.

À son haut actuel de 1400\$US l'once, l'or est à un niveau 74 fois plus élevé qu'il y a 100 ans. C'est un rendement annuel de 4,3% comparé à 3,3% pour l'inflation. Donc l'or a fait légèrement mieux que

l'inflation (quoique si nous aurions pris le prix d'il y a cinq ans, nous aurions eu un rendement en ligne avec l'inflation). Il est à noter que sur cette même période de 100 ans, les actions ont réalisé un rendement total d'environ 1 300 000%. Elles ont donc fait près de 200 fois mieux que l'or. Une perspective historique apporte des réponses sans équivoque : à long terme, l'or n'est pas un meilleur placement que les obligations et à peine mieux que les bons du Trésor. Une fois l'inflation prise en considération, la seule source réelle d'enrichissement ce sont les actions.

Il y a une certaine logique à cela : L'activité de prêter de l'argent au gouvernement ne crée pas de richesse. Posséder quelques kilogrammes d'un métal jaune dans un coffret de sûreté ne crée pas de richesse non plus. Les entreprises créent des produits qui répondent aux besoins des consommateurs, créent des nouveaux outils technologiques qui améliorent nos vies, des médicaments qui nous permettent de vivre plus longtemps et des services nous permettant de gérer plus efficacement nos activités. Et il faut avouer que la capacité des entreprises à développer de nouvelles façons de se divertir semble sans borne. De posséder une participation économique dans de telles entreprises est une source de création de richesse authentique. Et les chiffres de rendements à long terme des divers actifs illustrent cela adéquatement.

Cela n'empêche pas bien des gens de spéculer sur l'or ces jours-ci. Et la raison la plus souvent invoquée est une perte de confiance dans notre système capitaliste. Personne ne connaît le futur (quoiqu'ils en disent) mais historiquement, de miser contre le progrès humain et l'amélioration de notre niveau de vie a toujours été une stratégie perdante. La volonté de progresser et de bâtir une meilleure vie est ancrée inéluctablement dans les gènes de l'être humain. Je crois donc que ceux qui spéculent sur l'or vont se retrouver avec des pertes en capital au bout du compte; ou au mieux un actif qui fera du surplace pendant plusieurs années. On ne construit rien avec du pessimisme.

Je m'en voudrais de ne pas partager avec vous une citation sur l'or de Charlie Munger, le partenaire de toujours de Warren Buffett :

« Je n'ai aucun intérêt pour l'or. J'aime comprendre ce qui marche et ce qui ne marche pas dans les mécanismes humains. Pour moi, ce n'est pas une option; c'est une obligation morale. Si vous êtes capable de comprendre le monde, vous avez une obligation morale de devenir rationnel. Et je ne vois pas comment vous pouvez devenir rationnel en accumulant de l'or ».

Les marchés boursiers canadien et américain

Cette dissertation sur l'or ne serait pas complète sans parler du marché boursier canadien. En fin 2010, environ 14% de l'indice TSX est composé de titres aurifères. C'est un peu comme si cela illustrait qu'un emploi sur sept au Canada était lié à l'extraction d'or! La Canada ne produit que trois millions d'onces d'or par année. À 1400\$ l'once, cela correspond à 4,2G\$ de revenus annuels soit l'équivalent de 0,3% du Produit Intérieur Brut (PIB) canadien. Il est vrai que les importantes entreprises aurifères canadiennes ont principalement leur activité d'extraction à l'extérieur du Canada. Mais une telle disparité entre le poids économique et le poids boursier de ce secteur est fascinante.

Si on regarde la Bourse canadienne, à son niveau actuel, elle est à 158% de son PIB (exprimé en devise constante de parité de pouvoir d'achat). Cela se compare au marché américain qui est à 103%, un niveau beaucoup plus en ligne avec les niveaux historiques. Il est à noter qu'environ 25% du PIB canadien est exporté (dont les trois quarts aux États-Unis). Mais c'est le cas aussi des entreprises américaines : elles exportent environ le quart de leur source de revenus.

Cette disparité entre les bourses canadiennes et américaines s'explique en partie par la surévaluation d'environ 20% du dollar canadien (l'OCDE estime la juste valeur de parité de pouvoir d'achat du huard à 0,82\$). L'autre partie est liée à un P/E un peu plus élevé au Canada.

Comme toujours, nous sommes agnostiques vis-à-vis les fluctuations des marchés, de l'économie et des niveaux de devise. Par contre, notre travail est de comparer les évaluations relatives des divers actifs que nous pouvons acquérir. Dans cette optique, nous croyons que dans les années à venir, la disparité de 55% entre les deux bourses va se résorber et qu'ainsi la Bourse canadienne risque de faire moins bien que sa consœur américaine.

Cela ne nous empêche pas de trouver de très belles entreprises canadiennes. En fait, ces dernières années, nous avons acquis trois jeunes entreprises québécoises exceptionnelles: MTY Food Group, Dollarama et 5N Plus (voir section suivante pour plus de détails).

Nos compagnies

« D'ouvrir un magasin est facile, de le garder ouvert est un art »

- Proverbe chinois

Nos compagnies, dans l'ensemble, ont connu une excellente année 2010. Plusieurs d'entre elles ont réalisé des profits record. Et plus important encore, la plupart d'entre elles ont continué d'augmenter leur fossé respectif par rapport à la compétition.

Wells Fargo (WFC, 31\$)

Wells Fargo a connu une excellente année avec des BPA ajustés de 2,54\$ soit une augmentation de 45% par rapport à 2009. Son bilan continue de s'améliorer : Le ratio d'avoir propre est passé de 6,5% à 8,3% en un an. En fait, les bénéfices par action (BPA) de 2010 sont supérieurs à ceux atteints en 2006 avant le début de la crise. En quatre ans, les actifs sont passés de 482G\$ à 1227G\$, une augmentation de 155%. Cet accroissement s'est réalisé qu'avec une augmentation de 55% du nombre d'actions (à la suite de l'acquisition de Wachovia). Ainsi, les actifs par action ont grimpé de 64% durant la pire période pour le secteur bancaire américain depuis la grande dépression.

En 2010, le rendement de l'actif (ROA) a été de 1,09% alors qu'en 2006, il était de 1,76%. La capacité bénéficiaire de Wells Fargo est donc loin d'être à son apogée. Ainsi, nous estimons qu'en 2015, Wells Fargo pourrait avoir des actifs de 1800G\$ et réaliser un ROA de 1,5%. Cela se traduirait par des BPA de 5,25\$. L'action nous semble donc encore ruisseler bien du potentiel. Et quand le titre a reculé à 23\$ cet automne (sans raison), nous en avons profité pour augmenter notre participation.

Bank of the Ozarks (OZRK, 43\$)

Notre petite banque de Little Rock (Arkansas) a su bien résister, cette année encore, au marasme qui frappe l'industrie bancaire américaine. Mieux encore, Bank of the Ozarks a profité des malheurs des autres en 2010 et a été très active sur le marché des acquisitions. Pourquoi ouvrir de nouvelles succursales et aller chercher de nouveaux actifs à grand coup de marketing quand il est possible d'acquérir ceux des compétiteurs en difficultés à une fraction du prix? Avec l'aide de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), Ozarks a mis la main sur cinq banques en difficulté en un an. Voici une liste des acquisitions avec les actifs assumés en millions de dollars (M\$):

- Unity National Bank de Cartersville (Georgie) en mars (295M\$)
- Woodlands Bank de Bluffton (Caroline du Sud) en juillet (390M\$)
- Horizon Bank de Bradenton (Floride) en septembre (170M\$)
- Chestatee State Bank de Dawsonville (Georgie) en décembre (240M\$)
- Oglethorpe Bank de Brunswick (Georgie) en janvier 2011 (210M\$)

En résumé, Ozarks a mis la main sur 1,3G\$ d'actifs ce qui augmente de 47% ses actifs sous gestion. L'impact sera donc majeur. Déjà en 2010, les BPA ont explosé passant de 2,18\$ à 3,75\$. Certains éléments des profits actuels ne sont pas de nature récurrente mais selon nous la capacité bénéficiaire d'Ozarks pour 2011 est de plus de 3\$ par action. Ainsi, le titre en Bourse nous paraît encore se transiger à un cours raisonnable.

M&T Bank (MTB, 87\$)

Comme Wells Fargo et Bank of the Ozarks, M&T a aussi connu une excellente année 2010. Les BPA ont grimpé de 65% à 5,84\$. Les charges pour mauvaises créances sont passées de 1,01% en 2009 à 0,67% en 2010. Le ROA a grimpé de 0,71% à 1,17% et le rendement de l'avoir a atteint 19%.

M&T a aussi fait une importante acquisition en fin d'année : Wilmington Trust. WT est la banque dominante du Delaware (23% part de marché). WT a 10G\$ d'actifs; elle permet donc à M&T d'augmenter de 15% ses actifs sous gestion. M&T paie 350M\$ pour WT (en plus d'assumer 330M\$ en prêts du gouvernement dans le cadre du programme TARP). Ce coût ne correspond qu'à 7% de la capitalisation boursière de M&T.

M&T Bank est une banque vraiment exceptionnelle. Elle a été profitable lors des 138 derniers trimestres. Depuis l'arrivée de Robert Wilmers à la tête de M&T en 1983, les BPA ont crû par plus de 15% annuel composé (un accroissement total de 4300%). Et durant la crise, M&T a été la seule banque du S&P 500 à ne pas réduire son dividende ni d'émettre d'action.

Omnicom (OMC, 46\$)

La reprise économique mondiale a aidé Omnicom à améliorer sa rentabilité en 2010. Les revenus ont grimpé de 7% et les BPA par 8%. Nous estimons qu'en 2011, Omnicom retrouvera son niveau de profitabilité d'avant la crise. Le titre en Bourse a grimpé de 80% depuis notre achat en 2008 mais ne se transige encore qu'à seulement 14 fois les profits prévus en 2011. Pour une compagnie avec un fort rendement sur les capitaux propres, offrant un service vital pour les entreprises, dominante dans son industrie et présente dans plusieurs pays, cela nous semble un ratio raisonnable.

Berkshire Hathaway (BRK.B, 80\$)

Berkshire Hathaway et son légendaire président Warren Buffett, continuent de récolter les fruits des investissements massifs réalisés en 2008-2009. En tout, M. Buffett a investi plus de 50G\$ durant la crise, la moitié dans des titres de valeurs mobilières, l'autre moitié en acquérant Burlington Northern Santa Fe (voir notre lettre annuelle 2009). Les investissements de M. Buffett dans des titres de Goldman Sachs, GE, Swiss Re, etc ont créé beaucoup de richesse pour les actionnaires. BNSF a eu une excellente année 2010 et il est déjà évident que M. Buffett a fait preuve de grand opportunisme en l'acquérant l'an dernier.

En 2010, l'action de Berkshire a bien fait, grimpant d'environ 20%. Par contre, sur une plus longue période, le titre en Bourse n'a pas vraiment suivi l'accroissement de la valeur intrinsèque de l'entreprise sous-jacente. Selon nous, la valeur intrinsèque de Berkshire est probablement 30% plus élevée qu'avant la crise et se situerait entre 130\$ et 140\$ l'action. Nous continuons donc d'avoir une importante part de nos portefeuilles investie dans cette entreprise.

Microsoft (MSFT, 28\$)

Microsoft a connu une excellente année 2010. La migration vers Windows 7 continue de suivre son cours. Elle a vendu 300 millions de licences depuis le lancement. Windows 7 est maintenant installé sur environ 20% des PC. Du côté de la division de loisir, le nouveau gadget pour sa console X-Box 360, le senseur Kinect, est un grand succès : la compagnie en a vendu pas moins de 8 millions en 60 jours ! Voulant toujours travailler pour le bien de nos partenaires, je l'ai essayé durant le temps des fêtes (à me regarder dandiner devant la télévision, je me disais que le processus d'analyse fondamentale a évolué avec les années).

Pour les 12 mois se terminant en décembre, les BPA de Microsoft ont grimpé de 25%. Cet accroissement de la valeur intrinsèque ne s'est par contre pas reflété en Bourse, le titre ayant grosso modo terminé au même niveau qu'en début d'année. D'un autre angle, la compagnie continue de profiter de la sous-évaluation de son titre pour racheter de ses actions. Au dernier trimestre seulement, elle en a racheté pour 5G\$. Le titre nous semble toujours une aubaine.

Resmed (RMD, 35\$)

Il y a six ans, nous avons acquis des actions d'une exceptionnelle compagnie australienne : Resmed. Elle est le leader mondial des appareils médicaux destinés aux problèmes de respiration du sommeil (l'apnée). La compagnie a plus que triplé sa profitabilité depuis notre acquisition. Et en 2010, les BPA ont crû de 26%. La compagnie est hautement profitable : elle réalise des bénéfices nets d'environ 220M\$ avec 1,8G\$ d'actifs dont 600M\$ sont en liquidités (sans aucune dette). Le titre en Bourse, depuis 2004, a suivi la croissance des BPA et a grimpé de 200%.

Malgré cette forte croissance, les problèmes d'apnée restent peu connus (un faible pourcentage de ceux qui en souffrent sont diagnostiqués) et la compagnie continue de travailler fort à faire mieux connaître cette maladie.

5N Plus (VNP-T, 7\$)

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 des compagnies comme First Solar. Les panneaux à base de CdTe sont plus économiques que ceux à base de silicium et gagnent des parts de marché.

5N Plus a connu une première moitié d'année un peu plus difficile avec des profits en baisse. Aussi, le renouvellement de l'entente avec First Solar – son principal client – s'est soldé avec des marges brutes plus basses, compensé par une hausse du volume à venir. Par contre, le dernier trimestre a été très positif avec un retour sur le chemin de la croissance et une forte hausse du carnet de commande.

L'énergie solaire n'est pas une industrie facile à analyser et à prévoir. Selon nous, 5N Plus est une entreprise avec de solides avantages compétitifs. Plus important que tout, elle est dirigée par un PDG en qui nous avons une grande admiration et une grande confiance.

O'Reilly Automotive (ORLY, 60\$)

O'Reilly a connu une année 2010 fabuleuse. Les BPA ont grimpé de 35% grâce à une amélioration des ventes comparables (+8.8%) et de l'intégration réussie de CSK Auto acquise en fin 2007. Et cette appréciation des BPA n'est pas de nature cyclique : les BPA de 2010 sont quasi le double de ceux réalisés en 2006. Nous avons acquis nos actions de O'Reilly à l'été 2004. Depuis, les BPA ont triplé et le titre a suivi la croissance des BPA même si ce ne fut pas toujours de manière linéaire comme l'indique ce graphique du titre en Bourse.



O'Reilly Auto 2004-2010 (Source: Bigcharts.com)

American Express (AXP, 43\$)

Après deux années difficiles, Amex est retournée sur le chemin de la croissance et d'une forte rentabilité en 2010. Les revenus ont augmenté de 13% et les BPA ont touché 3,41\$. Ce niveau est 121% plus élevé qu'en 2009 et dépasse les BPA de 3,37\$ réalisés en 2007, avant le début de la crise financière.

Amex est la seule compagnie de cartes de crédit totalement intégrée (elle assume les rôles bancaire, transactionnel et émetteur). Ses compétiteurs sont non seulement Visa et Mastercard mais aussi les banques émettrices de cartes comme JP Morgan et Bank of America. De ce côté, Amex a gagné des parts de marché durant la crise. En 2010, la croissance des transactions facturées a été de 15% contre 5% et 3% pour JPM et BoA. Son taux de mauvais prêts en 2010 a été aussi fortement inférieur à ses compétiteurs (environ 5% versus 8% pour JPM et BoA).

La compagnie a réitéré son objectif de croître de 12 à 15% par année ses BPA. Quoique la crise a marqué une "pause" dans ce noble et ambitieux objectif, nous sommes confiants qu'Amex continuera de croître sa valeur intrinsèque à au moins un taux supérieur à la moyenne. Dans cette optique, l'escompte du titre en Bourse (12x) vis-à-vis le P/E du S&P 500 (14x) nous semble injustifiée.

Astral Média (ACM.A-T, 42\$)

Les revenus d'Astral Média ont grimpé de 6% en 2010 et les BPA de 12%. Cette croissance des BPA suit des années de +5% en 2009 et +10% en 2008. La division télévision a connu une autre année de forte croissance avec des bénéfices en hausse de 12% alors que la radio (-4%) et l'affichage (-1%) ont été plus stagnants. Astral est une compagnie québécoise de grande qualité avec une croissance stable et – à ce jour – grosso modo à l'abri des cycles économiques. Et il nous semble que cette solide entreprise mériterait un P/E plus élevé que son niveau actuel de 12x.

China Fire & Security Group (CFSG, 7\$)

Ce fut une année difficile pour CFSG. Cette jeune entreprise chinoise (fondée en 1995) domine un segment de marché assez précis : les systèmes de détection et de prévention d'incendies en milieux industriels. La fabrication d'acier en Chine, le principal marché de CFSG, a connu un ralentissement en 2010 et par ricochet, cela a affecté ses ventes. La compagnie nous avait habitués à une croissance de 40% par année. Mais en 2010, les BPA ont chuté à 0,52\$, alors qu'en début de calendrier, avec les contrats en main, tout pointait vers une hausse de 50%. Le titre a alors reculé en Bourse de moitié.

Il nous semble tôt pour conclure que les problèmes sont plus permanents que temporaires mais nous suivons la situation de près.

Mohawk Industries (MHK, 57\$)

Mohawk vend des revêtements de plancher (tapis, céramique, plancher de bois franc et plancher flottant). Elle a été durement touchée par la récession mais elle est toujours restée rentable. En 2010, Mohawk a connu une amélioration de 38% de son niveau de profitabilité par rapport à 2009.

Le secteur de la construction résidentielle est encore déprimé mais nous croyons que le revirement est proche. La bonne nouvelle c'est qu'il se crée un million de nouveaux ménages par an aux États-Unis. Acheter une maison aux USA a rarement été aussi abordable. Le stock de maisons invendues sur le marché devrait bientôt être comblé par les nouveaux acheteurs. Nous croyons que dans un environnement normal, Mohawk devrait faire 8\$ de BPA et ainsi le titre semble avoir un excellent potentiel d'appréciation.

Fastenal (FAST, 60\$)

Fastenal a connu une année exceptionnelle. Les ventes ont crû de 18% et les BPA de 45%. La compagnie a ouvert 127 nouveaux magasins (soit une augmentation de 5,4%). La compagnie a profité de la récession pour augmenter son fossé compétitif vis-à-vis ses pairs. En fait, depuis la fin de 2007, les revenus sont passés de 2,1G\$ à 2,3G\$ en 2010. Ainsi, la compagnie a augmenté ses revenus d'environ 10% durant la récession. Quant aux BPA, ils ont crû de 16% en trois ans.

L'année 2011 a bien commencé : Les ventes de janvier ont crû de 19% alors que le nombre d'employés a crû de 11% sur un an. Ainsi, tout baigne dans l'huile chez Fastenal.

Nous avons acquis Fastenal il y a 12 ans (durant la crise asiatique) et le titre a grimpé par un facteur de 10 fois depuis notre achat. Mais nous croyons que la compagnie a encore plusieurs belles années de croissance devant elle et conservons nos actions.

Knight Transportation (KNX, 19\$)

Notre compagnie de camionnage de Phoenix (AZ) a eu une excellente année. Les revenus ont grimpé de 12% et les BPA de 20%. La compagnie continue de gagner des parts de marché dans une industrie ravagée par la récession (2000 compagnies ont disparu!). Son ratio de coût d'exploitation a baissé de 85,7% à 84,5%. Sa structure de coût est d'environ 10% sous la moyenne de l'industrie (d'où ses marges de profits deux fois supérieures à la moyenne).

La compagnie nous a récompensés en fin d'année avec un dividende spécial de 0,75\$ soit l'équivalent d'environ 4%. Puisque l'action nous semble bien évaluée en Bourse, nous avons réduit sa pondération ces dernières années – Knight a déjà représenté un poids bien plus important de notre portefeuille – mais nous continuons de croire que la compagnie est exceptionnellement solide.

Medtronic (MDT, 37\$)

Medtronic, une des plus importantes entreprises de fabrication de produits médicaux au monde, a connu une année de stabilité du niveau de ses revenus. Les BPA ont grimpé de 8% ce qui est acceptable sans être spectaculaire. Le PDG, Williams Hawkins, a annoncé qu'il quitterait la compagnie au printemps prochain. Il est tôt pour connaître le plan de match de son successeur pour revitaliser le taux de croissance. Il devra jongler, entre autres, avec la réforme des soins de santé aux États-Unis.

Cette multinationale reste le leader de son industrie et le titre nous semble extrêmement sous-évalué en Bourse, se transigeant à environ 11 fois les profits.

Carmax (KMX, 32\$)

Carmax a brisé tous ses records de rentabilité en 2010. La compagnie de vente de voitures usagées a enregistré une croissance de 43% de ses BPA. La crise de 2008-09 a été particulièrement dure pour l'industrie automobile. Mais Carmax en est sortie que plus forte et réalise actuellement 80% plus de profits qu'avant la récession !

Nous avons acquis nos actions en 2007 à environ 21\$. Mais nous n'avons pas été récompensés immédiatement: au creux de novembre 2008, le titre a glissé jusqu'à 7\$. Mais notre patience a porté fruit et croyons que Carmax a de meilleures perspectives que jamais. Et si nous avons fait preuve de perspicacité en plus de la patience, nous aurions acheté d'autres actions au creux...

MTY Food Group (MTY-T, 14\$)

MTY Food est une notre plus important investissement canadien depuis quelques années déjà. Elle est devenue le leader canadien dans la franchise de restaurants (aujourd'hui plus de 1700), principalement situés dans les foires alimentaires.

MTY Food Group a continue de réaliser une excellente croissance du nombre de ses restaurants, de ses revenus et de ses BPA. Les BPA (ajustés pour amortissement des intangibles) ont atteint 0,91\$ soit une augmentation de 23% par rapport à 2009 et de 78% par rapport à 2007 (lorsque nous sommes devenus actionnaires). La compagnie a migré de la Bourse de croissance à la Bourse de Toronto au printemps.

Elle aussi annoncé l'acquisition du groupe Valentine en août. Et finalement, elle a acquis une usine alimentaire en fin d'année dans le but d'être mieux intégrée verticalement.

En cours d'année, nous avons rencontré à nouveau Stanley Ma, le PDG de MTY, pour faire le point. Nous sommes sortis confiants que MTY continue d'avoir d'excellentes perspectives de croissance et que la compagnie est entre bonnes mains.

Ventes de 2010

Nous avons vendu nos actions de Martin Marietta et de Morningstar en cours d'année. Nous estimions que ces titres étaient moins sous-évalués que d'autres et avons décidé de faire des changements en conséquence. Nous croyons toujours que ce sont d'excellentes entreprises et il n'est pas dit qu'un jour nous n'allons pas redevenir actionnaires.

Nitori

En début d'année 2011, nous avons vendu nos actions de Nitori. Nous avions acquis cette superbe entreprise japonaise de vente au détail en juin 2007 à environ 6000¥. Une des raisons de notre achat était la faiblesse du yen, la devise du Japon. Le yen nous semblait sous-évalué d'environ 20% en partie à cause des opérations mondiales de « carry trade »¹ où les obligations japonaises étaient vendues à découvert en grande quantité. Comme Nitori achetait ses produits principalement en Chine (dont la devise est liée au dollar américain) qu'elle revendait strictement en territoire japonais, une hausse du yen aurait un effet très positif sur les marges brutes de l'entreprise. De plus, Nitori nous semblait bien gérée et avait une forte croissance de ses ventes (autour de 15-17% par année).

Nous avons vendu pour deux raisons. La plus importante est que la croissance des ventes a ralenti ces derniers trimestres, à environ 10% par année. C'est encore très acceptable mais ce n'est plus la forte croissance d'il y a quelques années. Les profits ont crû à un taux encore plus grand grâce à une augmentation des marges aidées par la hausse du yen. Le niveau du yen (et donc des marges) nous semblent difficilement soutenable et ainsi la croissance future des BPA risque de baisser sous les 10%.

La seconde raison est, par ricochet, le haut niveau du yen. Par rapport au dollar américain, le yen a gagné 50% en trois ans et demi. Même par rapport au fort dollar canadien, la hausse du yen a été de 33%. Ainsi, nous avons réalisé un rendement de 65% depuis 2007 sur ce placement et nous croyons qu'au niveau actuel du titre et du yen, les perspectives de rendement sont meilleures ailleurs.

Nouveaux investissements en 2010

Dollarama (DOL-T, 29\$)

Nous avons discuté de notre achat de Dollarama dans notre lettre du premier trimestre. Nous avons toujours été des admirateurs de son fondateur, Larry Rossy. Nous étions bien déçus en 2004 quand la compagnie a décidé d'être acquise par un fonds privé, Bain Capital, au lieu d'entrer en Bourse. Mais la compagnie a refait surface récemment par l'annonce d'un premier appel public (IPO) en fin 2009.

¹ Technique financière qui consiste à profiter des écarts de rendement entre différents types d'actifs. La finalité du carry trade est de jouer sur un différentiel de taux d'intérêt entre deux pays, et donc entre deux devises : le principe de base du *carry trade* est donc de s'endetter dans une devise à faible taux d'intérêt et à placer ces fonds empruntés dans une autre devise à taux d'intérêt plus fort.

Dollarama est de loin le leader canadien des magasins « à un dollar » (quoique maintenant plusieurs items se vendent plus chers) avec plus de 620 magasins à travers le Canada. Malgré sa forte domination, nous croyons que le potentiel d'expansion est encore important. En effet, le taux de pénétration des magasins dollar au Canada est environ la moitié de celui qui prévaut aux États-Unis.

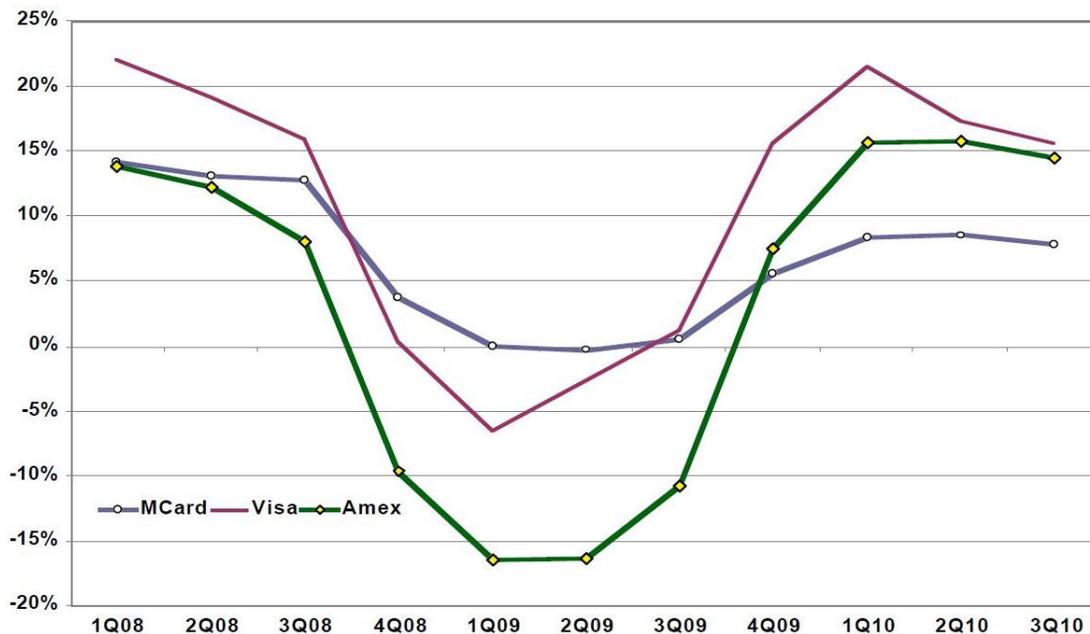
À sa première année comme compagnie publique, les ventes ont grimpé de 14% et les ventes comparables de 8%. Les BPA ont grimpé à 1,65\$. À son cours récent, le titre se transige à environ 15 fois les profits prévus pour 2011 ce qui nous semble très raisonnable.

Visa (V, 71\$)

Nous aimons le secteur des compagnies de carte de crédit, dominé par trois compagnies : Amex, Visa et Mastercard. Notre intérêt n'est pas récent : Nous avons acquis nos premières actions d'American Express en 1995. En 2006, Mastercard est venue en Bourse et nous avons réalisé combien grande est la rentabilité de ces entreprises (un triopole est juste un peu moins bien qu'un duopole).

Il y a 30 ans, un excellent livre a été publié sur le placement : The Money Masters (par John Train). Un certain Warren Buffett, alors inconnu, y était interviewé. Il a dit cette phrase qui m'est toujours restée en tête : « Le meilleur type d'entreprise à acquérir est celle qui possède l'équivalent d'une royauté sur la croissance des autres ». Selon nous, cela s'applique aux compagnies de carte de crédit.

Visa est finalement venue en Bourse en 2008. Nous étions bien décidés à suivre le titre de près. Mais l'action est passée rapidement de 60\$ à 90\$ en Bourse alors que ses BPA n'étaient que de 2,47\$. On ne peut pas dire que le P/E était alors attrayant. Deux années plus tard par contre, la situation est différente. D'abord, la compagnie a démontré une grande résilience durant la crise (voir graphique ci-bas). De plus, les BPA ont touché 4,22\$ en 2010, une augmentation de 72% en 2 ans. Mais le titre a reculé d'un haut de 97\$ à 70\$ en seconde moitié d'année 2010.



Taux de croissance des trois compagnies de carte de crédit 2008-2010 (Source : Argus Research)

Visa est le leader en terme de part de marché et aussi en terme d'innovations technologiques (mais cela n'enlève rien à MC et Amex). Son bilan est immaculé : Visa n'a aucune dette et 3,5G\$ de liquidités

libres (5\$ par action). Ainsi, nous payons 66\$ pour environ 5\$ de BPA estimés en 2011 soit un ratio de 13 fois les profits. La compagnie profite de cette évaluation pour racheter de ses actions.

Mais une compagnie de la trempe de Visa ne baisse pas de 25% en Bourse pour rien. Le sénateur américain Durbin a proposé un amendement législatif aux frais chargés sur les transactions par cartes de débit. Protéger le bien des consommateurs est utilisé comme fer de lance (comme si les banques ne pouvaient trouver d'autres frais de service pour se reprendre). À mon humble avis, M. Durbin aurait une autre perspective des choses s'il venait faire un tour au Canada pour voir si plus de réglementation pour encadrer le secteur bancaire aide à faire baisser les frais de service chargés aux consommateurs...

Peu importe, il est ainsi fort probable que les profits de Visa soient de 10% inférieurs qu'initialement prévus en 2012. Ainsi, au lieu de réaliser près de 6\$ par action, nous avons baissé nos estimés à 5,40\$. Un P/E de 20x nous semble tout à fait justifié – même en tenant compte du risque politique – et croyons donc que le titre est sous-évalué au niveau actuel.

Post-mortem quinquennal : 2005

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

En 2005, nous avons acquis des parts dans deux compagnies américaines de très grande qualité et que nous admirions depuis plusieurs années : Wal-Mart et Disney.

Wal-Mart (WMT, 54\$)

En mars 2005, nous avons acquis des actions de Wal-Mart à environ 50\$ soit l'équivalent de 18 fois les profits d'alors (le même P/E que le marché à ce moment-là). Nous anticipions une croissance annuelle des BPA de 12%. Dans cette optique, le titre méritait son évaluation et même une prime sur celle du marché.

De 2005 à 2010, les BPA de Wal-Mart ont crû de 9% par année (dont 11% en 2010). Cela se compare à 2% par année pour les profits du S&P 500. Clairement, la compagnie a fait mieux que la grande majorité des entreprises durant une période économique fort difficile. Mais cette croissance de 9% ne s'est traduite que par une augmentation annuelle de 2% du titre en Bourse. Le P/E est donc aujourd'hui plus bas qu'en 2005, maintenant avec un escompte de 12% par rapport au marché.

Ce ne fut pas un placement très enrichissant car en incluant le dividende, Wal-Mart nous a procuré qu'un rendement d'environ 4% par année. Avec du recul, nous aurions dû être plus conservateur dans nos anticipations de croissance et/ou nous laisser une plus grande marge de sécurité sur l'évaluation lors de l'achat.

Mais nous nous devons de regarder en avant. Si la compagnie continue de croître de 9% par année et qu'on y ajoute un dividende de 2% par année, on parle d'un rendement annuel intrinsèque de 11%. Et si le P/E monte enfin à un niveau raisonnable, nous aurions un rendement en ligne avec nos objectifs. Par exemple, si d'ici 2015, le P/E passe de 13x à 17x, le rendement du titre serait de l'ordre de 16% par année à partir d'aujourd'hui.

Disney (DIS, 38\$)

Disney a augmenté ses BPA de 19% cette année à 2,28\$ (2,07\$ pour l'exercice se terminant en septembre). Il s'agit de profits record pour Disney et cela représente une augmentation de 71% (11% annualisé) depuis que nous sommes redevvenus actionnaires en septembre 2005, la journée où Bob Iger est devenu PDG. Il y a peu de dirigeants que nous admirons autant lui.

Disney a eu plusieurs méga succès en 2010. D'abord "Toy Story 3" a battu les records de vente aux guichets pour un film d'animation. Ensuite, "Alice aux Pays des Merveilles" a aussi franchi le cap du milliard de dollars aux guichets.

"Alice aux Pays des Merveilles" est un remake d'un film d'animation de 1951 qui avait été à l'époque un grand succès pour Disney. La version modernisée de Tim Burton est une grande réussite cinématographique et Disney a encore profité grandement de ce succès. Le modèle d'affaires de Disney est vraiment extraordinaire. Le film d'Alice est un peu comme posséder un gigantesque puits de pétrole; en extraire tout le contenu et le retrouver 60 ans plus tard avec encore plus de pétrole. Et ce, sans frais de maintien ni de nouveaux investissements en extraction qui soient nécessaires. Les vedettes de Disney – comme Mickey Mouse et Alice – sont immortelles, sans besoin en capitaux et surtout SANS AGENT.



Peu de gens le savent, mais "Alice aux Pays des Merveilles" n'en est pas à sa seconde version pour les studios Disney mais bien à sa troisième version. À l'âge de 20 ans, en 1922, Walt Disney avait parti sa première entreprise de dessins animés : "Laugh-O-Gram Studio". En 1923, il entreprit de faire un film basé sur le livre de Lewis Carroll. Mais la compagnie dû déclarer faillite durant l'année et la réalisation du film fut abruptement terminée.

Mais Disney était un homme difficile à décourager. Il repartit un studio d'animation et créa sa première vedette : "Oswalt the Lucky Rabbit" en 1927. Mais son distributeur de New York décida de continuer la série Oswalt sans Disney et lui ravit ses assistants et son personnage. De retour de New York, dans le train, de nouveau à la case départ, il gribouilla un nouveau personnage, une souris. Sa première idée fut de l'appeler "Mortimer" mais sa femme lui dit "Pourquoi pas Mickey?".

En 2006, Walt Disney Company a fait l'acquisition des droits du personnage Oswalt, alors la propriété de NBC Universal. Quelques 78 années après que Disney l'eut créé.

Walt Disney était un homme visionnaire sans l'ombre d'un doute mais il était aussi d'une persévérance quasi inégalée. Sans la deuxième qualité, nous n'aurions jamais entendu parler de la première.

Erreurs du jour

« Seuls ceux qui dorment ne font pas d'erreur »

- Ingvar Kamprad (fondateur d'IKEA)

Comme le veut la tradition "gouvernementale", voici nos trois médailles annuelles pour les "meilleures" erreurs de 2010. 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. Cette année, ma liste est à faire frissonner.

Médaille de Bronze : Coach

Il y a 3 ans, nous avons acquis une petite participation dans Coach, la célèbre entreprise de fabrication de sac à mains de milieu de gamme. Ce n'est pas le prestige de Louis Vuitton ou Dolce & Gabbana, mais la marque de commerce de Coach est très solide. Et elle est très populaire en Asie où elle connaît une forte croissance.

En 2007, alors que j'étais à Omaha pour l'assemblée de Berkshire Hathaway, j'avais demandé à ma copine de l'époque ce que je pouvais lui ramener comme souvenir (j'avais en tête un T-Shirt rose de Warren Buffett ou une boîte de chocolats de See's Candies). Elle me répondit avec enthousiasme qu'elle voulait une petite sacoche de Coach après lui avoir conté que j'avais visité une de leur boutique (dans le but de faire de la recherche fondamentale). J'ai alors réalisé combien les demoiselles avaient en haute estime la marque de commerce.

À la lecture du rapport annuel de la compagnie, j'ai réalisé que Coach avait un impressionnant taux de croissance, une rentabilité exceptionnelle et une direction vouée au bien des actionnaires.

La compagnie avait appartenu longtemps à Sara Lee. Dans ses efforts d'assainissement de ses finances en 2000, Sara Lee a décidé de distribuer aux actionnaires ses parts de Coach. Comme c'est souvent le cas, cela a permis à la compagnie nouvellement indépendante de considérablement améliorer sa profitabilité. En 2007, le titre avait reculé de 51\$ à 35\$ en Bourse et le titre ne se transigeait qu'à 15 fois les profits alors que des compagnies comme Burberry, PPR (propriétaire de Gucci) ou LVMH (Louis Vuitton) se transigeaient à plus de 20 fois. Considérant la force de ces marques de commerce, de telles évaluations sont justifiées. Mais j'aurais tout de même préféré une évaluation plus modeste et je n'ai acheté qu'une petite participation de départ dans Coach me disant que j'aurais peut-être une meilleure opportunité éventuellement...

Et je l'ai eu ma chance. Durant la crise financière, à son creux, le titre a reculé jusqu'à 12\$. La compagnie avait 800M\$ de liquidités soit l'équivalent de 2,50\$ par action. Ainsi, le marché n'accordait que 9,50\$ de valeur à l'entreprise alors qu'elle réalisait 2\$ de BPA. On pouvait acheter une des meilleures marques de commerce au monde pour cinq fois les profits !!! Mais – craignant que la récession frappe durement la vente des produits de luxe – j'ai passé mon tour. Et j'ai fait pire: quand le titre a rebondi, j'ai vendu nos quelques actions.

Aujourd'hui, le titre se transige à 54\$. Considérant que la compagnie devrait faire plus de 3\$ de BPA cette année et qu'elle a 3\$ de liquidités en banque, l'évaluation est encore raisonnable. Imaginez à 12\$.

Médaille d'argent : Google

La compagnie Google est venue en Bourse en 2004 à 85\$. Nous étions tout naturellement sceptiques quant à ses capacités de continuer à dominer le secteur des engins de recherche sur le web, un univers qui – historiquement – a évolué rapidement avec souvent de leaders qui changeaient aussi vite. De plus, le titre se transigeait à environ 50 fois les profits d'alors. Nous avons par contre été très impressionnés par le « manuel des propriétaires » que la compagnie avait écrit (s'inspirant de celui de Warren Buffett pour Berkshire Hathaway). Google était définitivement sur notre écran radar.

En 2005, alors que le titre se transigeait à 280\$, j'ai été interviewé par La Presse sur Google à savoir si c'était ou non une gigantesque bulle. J'avais alors qualifié Google de "Miracle du capitalisme" (difficile d'être plus encenseur!). Mais je n'ai pas été conséquent au point de convertir cette admiration en achat d'actions. Le titre a continué de grimper pour toucher 700\$ en 2007.

Puis durant la grande baisse de 2008-09, le titre a reculé à moins de 300\$. À ce moment-là, le titre n'était plus qu'à 15 fois les profits. Nous avons alors décidé de lentement acheter des actions. Mais le titre de Google a rebondi en Bourse et est rapidement retournée à 600\$.

La hausse de l'action de Google est totalement justifiée. Elle est devenue indélogeable dans le monde de la recherche sur le web. Youtube est un succès planétaire et son système d'exploitation pour téléphone intelligent (Android) est un grand succès. Ses BPA sont passés de 1,5\$ en 2004 à plus de 25\$ en 2010. De plus, elle a accumulé 33G\$ de liquidités en quelques années.

À l'été 2010, le titre a reculé à 450\$ (sans raison). Cela correspondait à nouveau à un P/E de 15x. Jean-Philippe Bouchard, le vice-président de Giverny Capital, a alors insisté avec véhémence pour que je me réveille et qu'on achète des actions de cette unique entreprise. Mais j'aurais voulu un prix encore plus bas et j'ai décidé d'attendre un peu. Le titre a rebondi aussitôt à 600\$.

Médaille d'or : Intuitive Surgical

Il y a environ cinq ans, mon vieil ami Bernard Mooney m'a parlé d'une entreprise de produits médicaux révolutionnaires: Intuitive Surgical. IS a inventé un système de chirurgie robotisée appelée *Da Vinci*. Le système robotique convertit les mouvements du chirurgien en micromouvements des outils du robot à l'intérieur du patient. En quelques années, les revenus de IS sont passés de 100M\$ millions à 1G\$. Et la beauté de ce système est que la compagnie réalise plus de revenus avec les accessoires spécialisés qu'avec le robot lui-même (un peu comme Gillette avec ses lames de rasoir). En effet, chaque opération coûte environ 2 000\$ en accessoires. La compagnie n'a pas vraiment de compétition et est devenue rapidement populaire auprès des chirurgiens pour effectuer plusieurs types d'opérations (comme la prostatectomie et l'hystérectomie).

Évidemment, une entreprise aussi innovatrice, rapidement rentable et avec d'excellentes perspectives de croissance est rarement une aubaine en Bourse. Malgré cela, je suivais de près l'entreprise. Et durant la crise de 2008-09, le titre a reculé d'un haut de 350\$ en 2008 à un creux de 85\$ en début 2009. La compagnie n'avait aucune dette, environ 13\$ de liquidités par action et des BPA qui dépassaient les 5\$. Ainsi, il était possible d'acheter une des entreprises les plus prometteuses dans l'univers que nous suivons à environ 14 fois les profits. J'ai pris une petite position de départ et j'ai attendu un meilleur prix (vous commencez à voir une tendance?).

Après un trimestre de profits en baisse, la croissance est revenue de plus belle. En 2010, les revenus ont crû de 60% par rapport à 2008. Les BPA sont passés de 5\$ à près de 9\$ en deux ans. Et le titre a quadruplé, touchant les 345\$.

Nous aurions dû acquérir des parts dans cette entreprise : nous étions aux premières loges et comprenions parfaitement les forces et la solidité du modèle d'affaires.

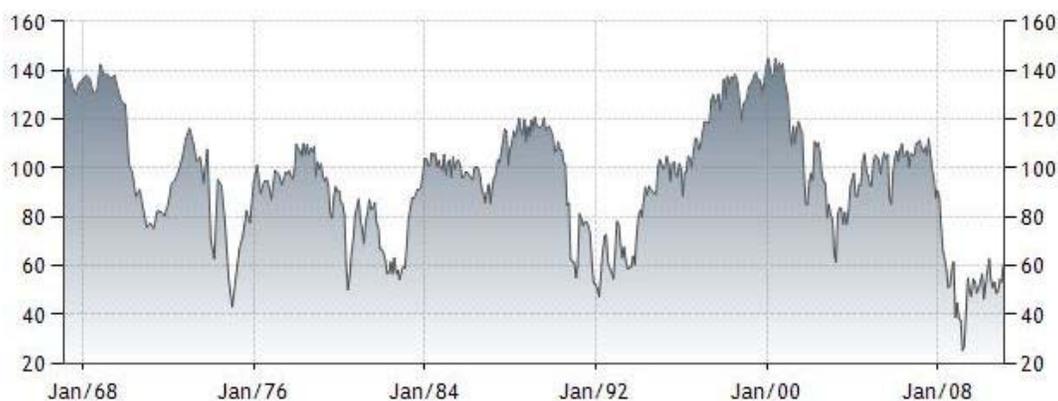
Quelle est la leçon des erreurs de 2008-2009?

Évidemment, au creux de mars 2009 plusieurs titres étaient sous-évalués autant que Google et Intuitive Surgical. Comme les aubaines ne manquaient pas, nous étions pleinement investis. Pour acheter Google, il aurait fallu vendre un autre titre, probablement lui aussi sous-évalué. Mais nous avions en portefeuilles des titres plus conservateurs qui avaient bien résisté à la baisse comme Wal-Mart, Procter & Gamble et Johnson & Johnson. Relativement à d'autres, ces actions étaient moins sous-évaluées et il aurait fallu les vendre. Nous aurions certainement ajouté plusieurs points de pourcentage à nos rendements en 2009 et 2010. La conclusion : Il ne faut donc pas hésiter de vendre des titres se transigeant à 60 sous dans la piastre pour acquérir des titres se transigeant à 40 sous dans la piastre!

Conclusion : le mur de la peur

Dans ma plus récente entrevue dans La Presse en novembre dernier, j'ai parlé du « Mur de la peur » que la Bourse grimpe continuellement. Le pessimisme ambiant est encore très élevé ces jours-ci: la population a été marquée par la crise et reste fort sceptique.

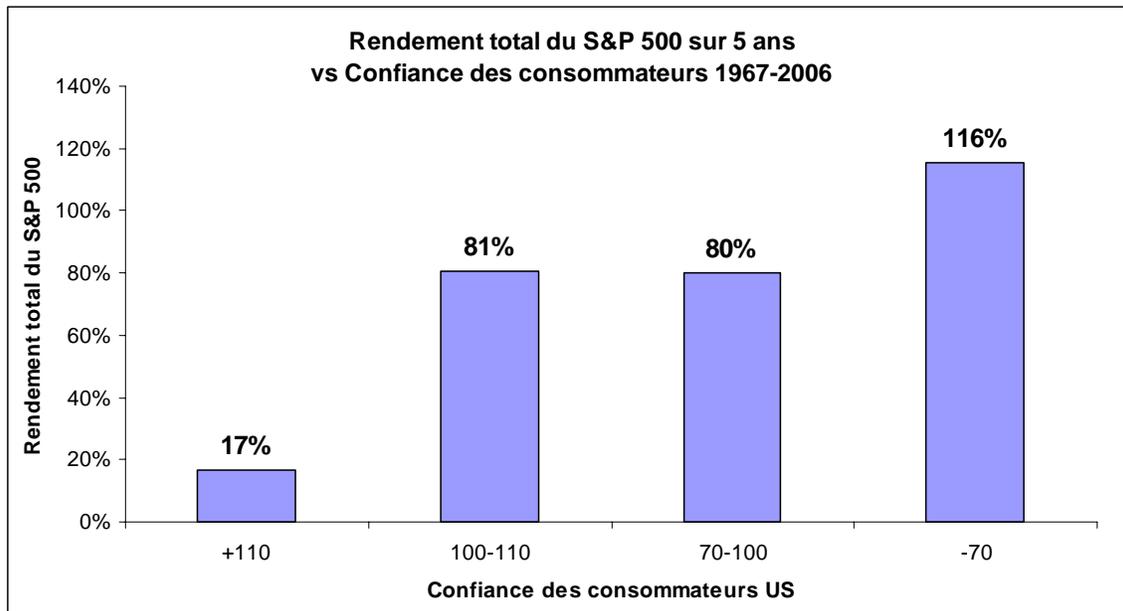
Une façon de mesurer le sentiment de la population est de suivre le niveau de la confiance des consommateurs aux États-Unis. Si j'étais un stratège macro-économique et que je ne pouvais recevoir qu'une seule donnée économique par année pour tenter de prédire la Bourse à court ou moyen terme ce serait celle là! C'est simpliste sans doute mais lorsque les consommateurs sont pessimistes, la Bourse est basse et les opportunités de s'enrichir sont nombreuses. Lorsqu'ils sont optimistes, la Bourse est élevée et une petite pause est probablement à venir.



La confiance des consommateurs aux États-Unis de 1967 à 2010 (Source: TradingEconomics.com et Conference Board)

Le niveau normal de confiance est 100. Le niveau en fin d'année était à 53. Malgré que ce niveau soit supérieur au creux de tous les temps atteint en début 2009, il reste très bas. En fait, il est encore aussi bas qu'aux creux des récessions de 1974, de 1982 et de 1992.

Historiquement, lorsque le niveau de confiance des consommateurs a été élevé (comme en 1999-2000), le rendement du S&P 500 dans les cinq années suivantes s'est avéré modeste. Et quand le niveau de confiance a été bas, le rendement du S&P 500 dans les cinq années suivantes a été élevé. Plus la population est pessimiste, plus grand est le potentiel à moyen terme des actions. Comme l'indique le graphique ci-bas, lorsque le niveau de confiance a baissé sous les 70, le rendement total du S&P 500 dans les cinq années qui ont suivi a été de 116% (17% sur une base annualisée).



Ainsi, les années à venir, selon nous, seront excellentes pour la Bourse, principalement pour les segments plus sous-évalués. Plus important encore, les entreprises composant notre portefeuille sont en excellente santé financière et leurs évaluations boursières sont attrayantes.

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 2011 à tous nos partenaires.

François Rochon et toute l'équipe de Giverny Capital

ANNEXE 1

Philosophie de placement et de gestion des portefeuilles

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

L'année 2010 a été marquée par l'arrivée de plusieurs nouveaux partenaires (le terme que nous utilisons à Giverny pour désigner nos clients). Pour les nouveaux venus, voici en résumé les paramètres de notre philosophie de placement:

- À très long terme, les actions représentent la meilleure classe d'investissement.
- Il est futile de prédire quand sera le meilleur temps pour entrer (ou sortir) en Bourse.
- Le rendement d'une action sur une longue période fait écho à l'accroissement de la valeur intrinsèque de la compagnie sous-jacente (souvent liée au rendement de l'avoir des actionnaires).
- Nous choisissons des entreprises possédant un haut niveau de rentabilité, de bonnes perspectives de croissance à long terme et des dirigeants honnêtes, compétents et dédiés au bien des actionnaires.
- Nous évitons les compagnies risquées : non rentables, trop endettées, cycliques et/ou dirigées par des êtres motivés par l'ego au lieu d'un authentique sentiment d'intendance.
- Une fois qu'une entreprise est sélectionnée pour ses qualités exceptionnelles, une évaluation réaliste de la valeur intrinsèque de la compagnie doit être approximativement effectuée.
- Le marché boursier est dominé par des participants qui perçoivent les actions comme des jetons dans un gigantesque casino mondial. Cette attitude généralisée crée des opportunités d'acquérir nos compagnies ciblées souvent bien en deçà de leur valeur.
- Il peut se passer de longues périodes de temps entre le moment où l'on achète un titre et le moment où le marché boursier reconnaît sa juste valeur. Mais, lorsqu'on a raison sur l'entreprise, on finit toujours par avoir raison sur l'action sous-jacente.

L'expérience et le bon sens nous enseignent qu'une philosophie de placement basée sur l'acquisition de parts de quelques entreprises sous-évaluées, conservées pendant des années, ne génère pas des rendements linéaires. Ainsi, certaines années notre portefeuille aura un rendement inférieur à la moyenne. C'est une certitude qu'il faut accepter.

Autre point important : la grande volatilité des bourses est perçue par la plupart des investisseurs comme un élément négatif. C'est pourtant le contraire. Quand on réussit à voir les cotes boursières comme « *ce que les autres croient que la compagnie vaut* » et non la valeur réelle (à tout le moins à court terme), les fluctuations deviennent nos alliées dans notre noble quête de richesse. Au lieu de les craindre, nous pouvons en profiter pour acquérir nos superbes entreprises à prix attrayant. Plus les marchés (les autres participants) seront irrationnels, plus grandes seront nos chances d'atteindre nos ambitieux objectifs de rendement.

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

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

ANNEXE 2

Notes sur les rendements des portefeuilles Giverny

- Le portefeuille Giverny est un portefeuille familial privé géré par François Rochon depuis 1993. La première partie (1993-1999) est antérieure à l'inscription de Giverny Capital Inc. à l'AMF (juin 2000).
- Le portefeuille Giverny sert de modèle pour les comptes en gestion privée chez Giverny Capital Inc. Évidemment, dépendant d'une multitude de facteurs dont le moment d'arrivée chez Giverny Capital, les rendements peuvent varier d'un client à l'autre.
- Les rendements antérieurs ne garantissent pas les résultats futurs.
- Les rendements affichés pour les trois portefeuilles comprennent les frais de transaction, les dividendes et autres revenus de placement mais n'incluent pas de frais de gestion.
- Le choix des indices de référence est établi une fois l'an, en début d'année, selon la composition géographique approximative des portefeuilles. Pour 2010 :
 - Portefeuille Giverny Global : TSX 14% Russell 2000 39% S&P 500 39% MSCI EAFE 8%
 - Portefeuille Giverny US S&P 500 100%
 - Portefeuille Giverny Canada: S&P / TSX 100%
- Les rendements sont vérifiés par Price Waterhouse Coopers (PWC) en fin d'année et ce pour les trois portefeuilles. PWC a vérifié les rendements à toutes les années depuis le début de son mandat en 2003 et aussi pour toutes les années rétroactivement jusqu'en 1993.
- Les données utilisées par PWC sont celles fournies par le gardien de valeurs TD Waterhouse.
- La composition des portefeuilles en gestion privée sont envoyés aux partenaires à chaque fin de mois de même que le relevé du fiduciaire (TD Waterhouse).
- Le calcul des rendements est effectué par PWC conformément aux normes de vérification généralement reconnues du Canada.
- Le rapport de PWC est disponible sur demande.
- Pour plus de détails, consultez notre site Internet, section des rendements.