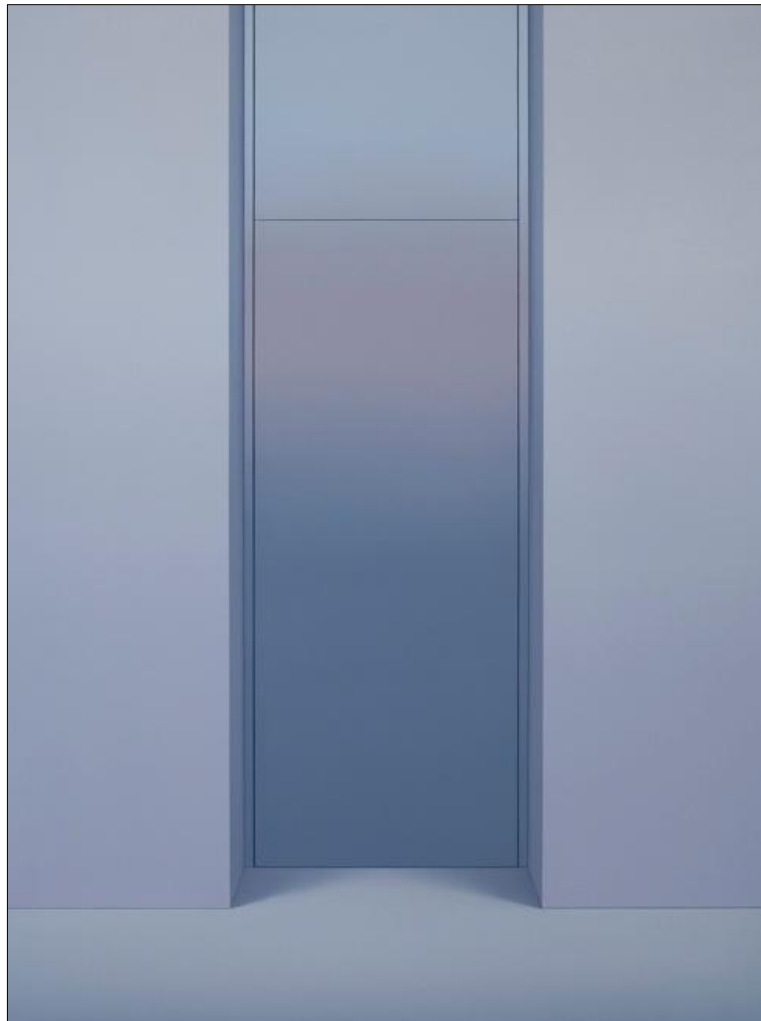


*Giverny* Capital Inc.

## Lettre annuelle aux partenaires 2011



Pierre Dorion  
Gate II - 2011  
Collection Giverny Capital Inc.

# Giverny Capital Inc. – Lettre annuelle 2011 <sup>©</sup>

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2011, le rendement de notre portefeuille a été de +7,8% par rapport à un rendement de -1,1% pour notre groupe indiciel comparatif. Cela correspond à une valeur ajoutée de +8,9%. Ces rendements incluent un gain approximatif de 2,0% 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 +13,6% par rapport à +6,6% pour notre groupe indiciel comparatif. Notre valeur ajoutée annualisée est donc de +6,9%. Si on exclut la hausse de la devise canadienne (1,2% annuelle depuis 1993), notre portefeuille aurait généré un rendement annuel de +15,0% 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 2011

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 Pierre Dorion, intitulée « Gate II (22nd street) ».

## **Portefeuille Giverny : rendements depuis le 1<sup>er</sup> juillet 1993**

Rendements *	Giverny	Indices **	+ / -	\$ US/Can	S&P 500	+ / -	Giverny ***	Indices ***	+ / -
<b>1993 (Q3-Q4)</b>	<b>37.0%</b>	9.5%	<b>27.6%</b>	3.3%	8.4%	<b>28.6%</b>	<b>34.4%</b>	7.4%	27.0%
<b>1994</b>	<b>16.5%</b>	3.7%	<b>12.7%</b>	6.0%	7.3%	<b>9.2%</b>	<b>12.0%</b>	-0.3%	12.3%
<b>1995</b>	<b>41.2%</b>	24.0%	<b>17.2%</b>	-2.7%	32.9%	<b>8.3%</b>	<b>43.8%</b>	26.3%	17.5%
<b>1996</b>	<b>28.0%</b>	22.8%	<b>5.2%</b>	0.3%	22.7%	<b>5.3%</b>	<b>27.7%</b>	22.5%	5.2%
<b>1997</b>	<b>37.8%</b>	28.6%	<b>9.2%</b>	4.3%	36.7%	<b>1.0%</b>	<b>33.4%</b>	24.5%	8.9%
<b>1998</b>	<b>20.6%</b>	18.8%	<b>1.8%</b>	7.1%	37.7%	<b>-17.0%</b>	<b>14.5%</b>	12.8%	1.7%
<b>1999</b>	<b>15.1%</b>	16.3%	<b>-1.2%</b>	-5.7%	14.1%	<b>1.0%</b>	<b>20.6%</b>	21.9%	-1.3%
<b>2000</b>	<b>13.4%</b>	3.2%	<b>10.2%</b>	3.9%	-4.6%	<b>18.0%</b>	<b>9.7%</b>	-0.2%	9.9%
<b>2001</b>	<b>15.1%</b>	-0.4%	<b>15.5%</b>	6.2%	-5.7%	<b>20.8%</b>	<b>9.4%</b>	-5.3%	14.7%
<b>2002</b>	<b>-2.8%</b>	-18.3%	<b>15.6%</b>	-0.8%	-22.0%	<b>19.3%</b>	<b>-2.0%</b>	-17.7%	15.7%
<b>2003</b>	<b>13.6%</b>	14.0%	<b>-0.4%</b>	-17.7%	5.7%	<b>7.9%</b>	<b>33.7%</b>	34.1%	-0.5%
<b>2004</b>	<b>1.6%</b>	6.2%	<b>-4.5%</b>	-7.3%	2.8%	<b>-1.1%</b>	<b>8.3%</b>	13.1%	-4.8%
<b>2005</b>	<b>11.5%</b>	3.6%	<b>7.9%</b>	-3.3%	1.5%	<b>10.0%</b>	<b>14.5%</b>	6.7%	7.8%
<b>2006</b>	<b>3.5%</b>	17.0%	<b>-13.5%</b>	0.2%	15.7%	<b>-12.1%</b>	<b>3.3%</b>	16.8%	-13.5%
<b>2007</b>	<b>-14.4%</b>	-11.6%	<b>-2.8%</b>	-14.9%	-10.0%	<b>-4.2%</b>	<b>-0.3%</b>	2.2%	-2.5%
<b>2008</b>	<b>-5.5%</b>	-22.0%	<b>16.5%</b>	22.9%	-22.2%	<b>16.7%</b>	<b>-21.5%</b>	-35.4%	13.9%
<b>2009</b>	<b>11.8%</b>	12.2%	<b>-0.4%</b>	-13.7%	9.6%	<b>2.2%</b>	<b>27.7%</b>	27.7%	0.1%
<b>2010</b>	<b>16.1%</b>	13.8%	<b>2.3%</b>	-5.3%	9.0%	<b>7.1%</b>	<b>21.7%</b>	19.3%	2.5%
<b>2011</b>	<b>7.8%</b>	-1.1%	<b>8.9%</b>	2.3%	4.4%	<b>3.4%</b>	<b>5.8%</b>	-2.9%	8.7%
<b>Total</b>	<b>954.7%</b>	<b>229.0%</b>	<b>725.7%</b>	<b>-20.7%</b>	<b>217.7%</b>	<b>737.1%</b>	<b>1222.2%</b>	<b>308.5%</b>	<b>913.7%</b>
<b>Annualisé</b>	<b>13.6%</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.9%</b>	<b>-1.2%</b>	<b>6.4%</b>	<b>7.1%</b>	<b>15.0%</b>	<b>7.9%</b>	<b>7.1%</b>

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

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

\*\*\* Estimés sans effet de mouvements de devise.

Note : Les états financiers du portefeuille Giverny Global, en dollars canadiens, sont 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 2011, le portefeuille Giverny US a réalisé +5,0% comparé à +2,1% pour le S&P 500. La valeur ajoutée a donc été de +2,9%.

Depuis le début de ce portefeuille, notre rendement total est de +1056,4% soit +14,1% annualisé. Durant la même période, le S&P 500 a réalisé +298,9% soit +7,8% annualisé. Notre valeur ajoutée annuelle est donc de +6,4%.

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%
2011	5.0%	2.1%	2.9%
<b>Total</b>	<b>1056.4%</b>	<b>298.9%</b>	<b>757.5%</b>
<b>Annualisé</b>	<b>14.1%</b>	<b>7.8%</b>	<b>6.4%</b>

Note : Les états financiers du portefeuille Giverny US sont vérifiés par Price Waterhouse Coopers.  
Les rendements du S&P 500 proviennent de Standard & Poors

Pour une quatrième année consécutive, nous avons réalisé un rendement supérieur au S&P 500. Les principaux titres à la source de notre surperformance en 2011 ont été Fastenal, Bank of the Ozarks, Buffalo Wild Wings, Visa et O'Reilly Automotive.

## Portefeuille Giverny Canada

En 2007, nous avons débuté un portefeuille 100% canadien. Il correspond grosso modo à la partie canadienne du portefeuille Giverny. En 2011, Giverny Canada a réalisé +13,5% comparé à -8,7% pour le S&P/TSX pour une valeur ajoutée de +22,2%.

Depuis 2007, notre rendement est de +66,4% soit +10,7% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P/TSX, principal indice canadien, a réalisé +5,2% soit +1,0% annualisé. Notre valeur ajoutée annuelle est donc de +9,7%.

<b>Année</b>	<b>Giverny Canada</b>	<b>S&amp;P/TSX</b>	<b>+/-</b>
<b>2007</b>	<b>19.7%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.9%</b>
<b>2008</b>	<b>-24.6%</b>	<b>-32.9%</b>	<b>8.3%</b>
<b>2009</b>	<b>28.2%</b>	<b>33.1%</b>	<b>-4.9%</b>
<b>2010</b>	<b>26.7%</b>	<b>17.6%</b>	<b>9.1%</b>
<b>2011</b>	<b>13.5%</b>	<b>-8.7%</b>	<b>22.2%</b>
<b>Total</b>	<b>66.4%</b>	<b>5.2%</b>	<b>61.2%</b>
<b>Annualisé</b>	<b>10.7%</b>	<b>1.0%</b>	<b>9.7%</b>

Note : Les états financiers du portefeuille Giverny Canada sont vérifiés par Price Waterhouse Coopers.

Nos titres canadiens ont très bien fait en 2011. La grande vedette de notre portefeuille canadien a été Dollarama qui a grimpé de 55%. MTY Foods et Computer Modelling Group ont aussi bien fait. Ainsi, pour une quatrième année sur cinq, nous avons fait mieux que le TSX. Notre portefeuille canadien n'a quasi aucune corrélation avec le TSX. Mais comme aimait dire le légendaire John Templeton : « Il est impossible de faire mieux que la moyenne sans faire quelque chose de différent de la moyenne ».

## **L'année 2011**

La crise financière en Europe a affecté toutes les places boursières du monde. À part aux États-Unis, quasi toutes les bourses du monde ont terminé dans le rouge. Par exemple, le marché boursier chinois, perçu comme un bastion de la croissance économique, a reculé de près de 20%. En fait, la Bourse de Shanghai a touché un haut de 6092 le 16 octobre 2007. À son niveau de 2199 en fin 2011, cela correspond à une baisse de 64% en quatre ans.

Le TSX canadien a réalisé un rendement de -8,7% soit 10,8% inférieur au S&P 500 américain en 2011 (13,1% inférieur si on inclut le gain de devise du dollar américain). L'an dernier, nous avançons que le marché américain ruisselait plus de potentiel d'appréciation que le marché canadien. Nous croyons que c'est encore le cas.

Nous ne sommes pas des stratégestes économiques ou autres devins: nous sommes des investisseurs. Et de ce côté, l'année 2011 a été un grand cru: nos compagnies, dans leur ensemble, ont eu des résultats financiers exceptionnels. Et leurs titres boursiers ont résisté au marasme général.

## **L'ironie obligataire**

L'année 2011 a continué d'être marquée par une quasi obsession des médias et de bien des épargnants (notez la non-utilisation du mot investisseur) vis-à-vis les problèmes d'endettement des divers gouvernements occidentaux. Je ne vais pas entrer dans le jeu facile de la critique sociale. C'est comme au hockey: des estrades tout a l'air simple à régler.

Pendant ce temps, les corporations continuent de gérer leur finance de manière rationnelle (enfin dans la majorité des cas). Elles n'ont pas le luxe de s'engager dans de larges passifs inconnus à long terme tout en étant déficitaires à court terme. Ironiquement, les titres corporatifs (actions) sont totalement boudés au détriment des titres de dettes gouvernementales (obligations) et ce depuis plusieurs années. Ainsi, il est rare qu'on voit une telle disparité entre l'évaluation des actions, le S&P 500 se transigeant à 12 fois les profits (rendement des profits de 8%) et celles des obligations, les titres obligataires de 10 ans se transigeant à 50 fois leurs versements d'intérêts (rendement de 2%). Pourtant, durant toute

l'année 2011, les épargnants ont continué de vendre leurs fonds d'actions pour acheter plus de titres obligataires.

L'ironie suprême est que les épargnants évitent les actions pour la raison simpliste que l'endettement des gouvernements est trop élevé. Ils pestent contre la dette mais avec leur argent durement gagné, ils s'empressent d'acheter encore plus de titres obligataires du gouvernement avec un taux d'intérêt dérisoire. Ils s'indignent contre l'endettement des gouvernements en leur prêtant encore plus d'argent. Et pour aucune récompense supplémentaire pour compenser le risque inflationniste qu'ils prennent. Au contraire. Une obligation 10 ans qui rapporte 2% par année est quasi certaine de perdre de sa valeur en terme réel: une inflation de 3% créerait une perte du pouvoir d'achat de 10% sur 10 ans et ce, après avoir empoché les intérêts.

L'argument suprême des acheteurs de dettes gouvernementales est que le capital est garanti. En effet, c'est une garantie... d'appauvrissement.

### **Profiter du pessimisme**

En août et septembre, la Bourse voguait allégrement vers un autre "bear market" (baisse de 20% et plus). La majorité des épargnants – encore échaudés par la crise de 2008-2009 – sont devenus pessimistes comme rarement dans l'histoire. De mon expérience des 20 dernières années, jamais je n'avais vu une telle disparité entre la perception boursière dans son ensemble et la réalité économique des entreprises.

Nous avons alors décidé de profiter des nombreuses aubaines que nous trouvions. Alors qu'habituellement nous transigeons peu (nous conservons nos titres en moyenne cinq ans), nous avons effectué plusieurs ventes et plusieurs achats en 2011. Nous avons augmenté certains titres qui nous semblaient fortement sous-évalués et acheté de nouvelles participations (voir plus loin). En contrepartie, nous avons vendu des titres qui avaient moins de potentiel. En d'autres mots, nous avons vendu des titres se transigeant à 60% de leur valeur intrinsèque (selon nos estimés) pour acheter des titres à 40% de leur juste valeur.

### **Une (rare) prédiction en 2011**

*« Je pense que la performance future des actions sera grossièrement similaire à celle passée. Plus précisément, les actions achetées à bons prix seront source d'enrichissement satisfaisant. Certains pourraient avancer que cette conclusion est simpliste et superficielle; qu'elle ne tient pas compte des nouveaux facteurs et problèmes qui affligent les économies ces dernières années, comme par exemple le mouvement vers une consommation réduite et une croissance nulle. Je devrais ajouter à la liste la méfiance générale du public envers Wall Street, engendrée par son comportement quasi scandaleux de ces dernières années en terme d'éthique, de pratique financière et de simple gros bon sens »*

Ces phrases semblent une parfaite synthèse du sentiment général boursier ces jours-ci. Mais ces mots ont été prononcés par Benjamin Graham en septembre 1974 lors d'un discours<sup>1</sup>. En 1973-74, la Bourse avait baissé de 50% et le pessimisme était à son comble. L'inflation était un nouveau problème parasitant les économies occidentales. La hausse vertigineuse du pétrole, engendrée par des crises et guerres au Moyen Orient, a transformé pour toujours le modèle économique du transport nord-

---

<sup>1</sup> Publié dans le *Financial Analyst Journal*, Septembre/Octobre 1974

américain. Et plusieurs y voyaient alors – avec la chute de Saïgon en 1975 – la fin de l'hégémonie du capitalisme à l'américaine.

Un montant de 10 000\$ investi dans l'indice Dow Jones en 1974 vaudrait plus de 500 000\$ aujourd'hui (incluant les dividendes réinvestis). Sur 37 ans, le rendement annuel a été de 11%, presque similaire au 10% historique procuré par les actions. La prédiction du mentor de Warren Buffett s'est donc avérée fort juste.

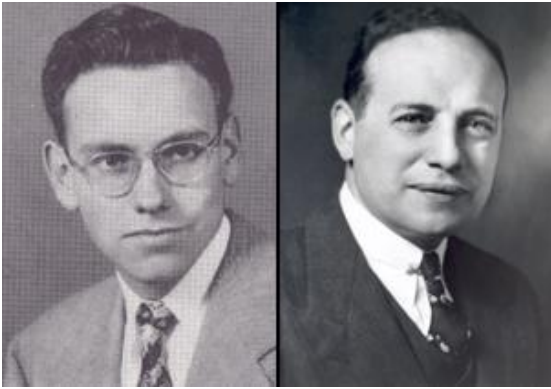


Figure 1 : L'étudiant Warren Buffett et le professeur Ben Graham  
(Source : Université Columbia; circa 1951)

J'ai moi aussi fait une prédiction cette année qui fut publiée dans le journal *The Gazette* le 30 août dernier (j'y ai une chronique bimensuelle depuis janvier 2011). Durant la panique d'août/septembre, j'ai prédit que d'ici cinq ans (soit en 2016), le Dow Jones grimperait à 17 000 points. Ma prédiction n'a rien de bien sorcier: j'ai utilisé une croissance annuelle des profits des compagnies du Dow de 6,5% de 2011 à 2016 et y appliqué un cours-bénéfices de 15 fois. En incluant le dividende, cela se traduirait par un rendement annuel de plus de 10%.

Bien des experts – et moins experts – prédisent toutes sortes de choses et n'ont pas à faire face à leurs interlocuteurs quand elles s'avèrent farfelues (et c'est bien souvent le cas). À Giverny Capital, nous ne jouons pas à ce jeu des prédictions sans post-mortem. Ainsi, lors de la lettre annuelle aux partenaires de 2016, nous reviendrons sur cette prédiction.

### **Une rencontre mémorable en février 2011**

Ce n'est pas tous les jours que nous avons la chance de rencontrer un héros de jeunesse. Il y a 20 ans, frais sorti de l'université, je commençais à m'intéresser à la Bourse. Après avoir jonglé avec toutes sortes d'approche, j'ai lu le livre « One Up on Wall Street » de Peter Lynch en novembre 1992.

Après, j'ai lu tout ce que j'ai pu trouver sur M. Lynch et subséquemment sur Warren Buffett car M. Lynch disait de lui que c'était le meilleur investisseur d'entre tous. Ces lectures ont engravé la philosophie de placement qui sous-tend la gestion de nos portefeuilles depuis.

En février dernier, nous avons eu une invitation bien spéciale: Peter et son épouse Carolyn nous ont invités à leur appartement de Boston pour jaser marché boursier! Nicolas, Jean-Philippe et moi avons donc eu la chance de rencontrer le légendaire investisseur. M. Lynch n'est plus vraiment impliqué dans la gestion de fonds mutuels depuis bien des années. Mais il continue de gérer quelques portefeuilles avec le même enthousiasme qui l'a toujours caractérisé. On a discuté de nos idées favorites, particulièrement dans l'industrie de la vente aux détails et des chaînes de restaurants, des secteurs que M. Lynch a toujours appréciés.

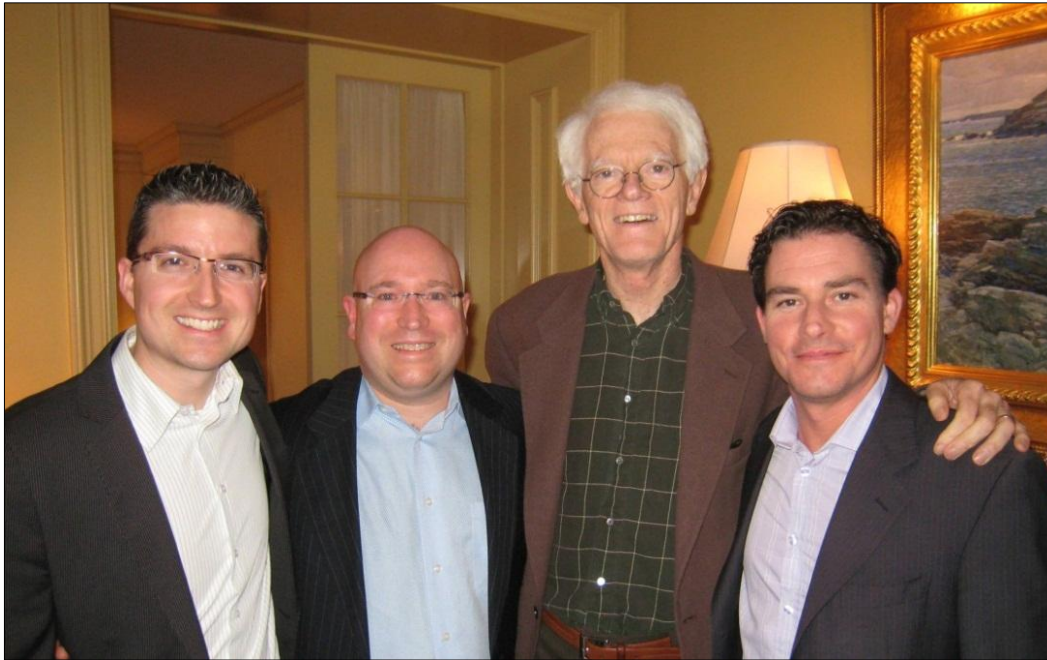


Figure 2 : Jean-Phillipe, François, Peter et Nicolas

## La saveur du jour 2011

À chaque année, nous élisons ce que nous appelons la "saveur du jour ". En d'autres mots ce qui est populaire (et bien souvent ce qui s'avérera éventuellement comme peu enrichissant). Lors des trois dernières lettres aux partenaires, j'ai nommé comme "saveurs" : les obligations, l'immobilier résidentiel canadien et l'or. Ces actifs continuent d'être populaires.

En fait, j'oserais affirmer que la "saveur du jour " est de détester les actions et le monde de la Bourse (le mouvement « Occupy Wall Street » en est une belle allégorie). Comme notre prémisses est de prôner la prudence quant à se laisser charmer par la "saveur du jour", le peu de sympathie que suscitent les actions n'est donc pas sans renforcer notre enthousiasme. Notre enthousiasme est bien entendu d'abord lié aux évaluations boursières modestes des actions que nous possédons. Mais il est amplifié (pour ne pas dire confirmé) par le négativisme des épargnants.

## Bénéfices propres

Chez Giverny Capital, nous n'évaluons pas la qualité d'un placement sur la base des fluctuations à court terme des cotes boursières. 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. Depuis 1996, 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 à une estimation de l'augmentation de la valeur intrinsèque de nos compagnies en ajoutant à la croissance des bénéfices par action (BPA), le taux de dividende moyen du portefeuille. Cette analyse n'est pas précise ni exacte mais elle est grossièrement juste. Dans un domaine non-scientifique comme le placement boursier, il vaut mieux être approximativement juste qu'avoir précisément tort.

Cette année, la valeur intrinsèque de l'ensemble de nos compagnies a grimpé de 17% (16% de par la croissance des profits par action et 1% de dividende moyen). Malgré les changements effectués au portefeuille, nous croyons que cette estimée de la croissance des BPA de nos compagnies en 2011 est un reflet adéquat de la réalité économique. Nos titres en Bourse ont réalisé 6% (sans l'impact des devises). Cela veut dire une seule chose: nos compagnies sont plus sous-évaluées à l'heure actuelle qu'elles ne l'étaient en début d'année. Ce fut la même histoire pour le S&P 500: les compagnies ont accru leur valeur de 17% et l'indice n'a grimpé que de 2%.

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%
2011	17%	6%	-11%	17%	2%	-15%
<b>Total</b>	<b>594%</b>	<b>474%</b>	<b>-120%</b>	<b>206%</b>	<b>172%</b>	<b>-34%</b>
<b>Annualisé</b>	<b>12.9%</b>	<b>11.5%</b>	<b>-1.3%</b>	<b>7.2%</b>	<b>6.5%</b>	<b>-0.8%</b>

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

\*\* Performance boursière, dividendes inclus

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

Depuis 1996, nos compagnies ont augmenté leur valeur intrinsèque de 594% – soit par un facteur de presque sept fois – et ont vu leur titre augmenter de 474% (sans effet de devise). Pendant cette même période, les compagnies du S&P 500 ont augmenté leur valeur intrinsèque de 206% et on vu leurs actions grimper de 172%. Les performances boursière et corporative sont rarement synchronisées sur une année solaire. Mais plus le temps avance, plus le synchronisme s'affirme.

Sur 16 ans, 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.

### Post-mortem quinquennal: 2006

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.



L'année 2006 avait été difficile pour notre style d'investissement. Nous avons eu notre pire année relativement aux indices. Notre réaction avait été de rester fidèle à notre philosophie. « *Si nous sommes dans la bonne direction, tout ce que nous avons à faire c'est de continuer de marcher* » avions nous écrit au début de la lettre aux partenaires. Plusieurs de nos titres en portefeuille avaient reculé malgré que leurs BPA avaient augmenté. Par exemple, Fastenal avait reculé de 8% alors que ses BPA avaient augmenté de 21%. Depuis, Fastenal a doublé... car ses BPA ont doublé.

Depuis, sur cinq ans, nos titres ont réalisé +5,1% par année par rapport à -0,4% pour les indices (sans tenir compte des effets de devise). Dans la grande tempête économique des dernières années, le navire de nos compagnies a tenu le coup et notre capital a été adéquatement protégé. Nous avons repris le chemin nous permettant d'atteindre notre ambitieux objectif de faire 5% de mieux que les indices sur une base annuelle.

En 2006, dans la section "Saveur du jour", nous avons traité des banques canadiennes. Les titres bancaires canadiens réalisaient alors 15% par année et bien des investisseurs étaient en amour avec eux. J'expliquais par exemple que la Banque Scotia et la Banque de Montréal avaient bien fait surtout à cause d'une augmentation du cours-bénéfices de 8x en 2000 à 14x en 2006. En ajoutant : « *À long terme, dans une économie canadienne qui croît de 5% par année, il me semble irréaliste de croire que l'ensemble des joueurs de l'industrie bancaire pourra faire beaucoup mieux que ce taux de croissance* ». Depuis, sur cinq ans, le titre de la Banque de Montréal est passé de 69\$ à 56\$. Tandis que celui de la Scotia est passé de 52\$ à 51\$.

### **Les principaux achats de 2006**

En 2006, nous avons acquis deux nouveaux titres en portefeuille: Mohawk Industries, une compagnie de Georgie et Bank of the Ozarks, située en Arkansas.

Mohawk est la plus importante entreprise de revêtement de planchers aux États-Unis (tapis, planchers flottants et céramiques). J'ai toujours admiré son président, Jeff Lorberbaum. En 2006, le titre avait reculé en Bourse et j'y avais vu une occasion. Nous avons alors acquis des actions à 75\$. Aujourd'hui le titre est autour de 64\$. À ce jour, ce ne fut donc pas un bon placement. La compagnie a été affectée par la dépression dans le secteur de la construction résidentielle aux États-Unis. Nous étions conscients à l'époque que ce secteur était en difficulté. Mais comme cela ne correspondait qu'à 15% des revenus de l'entreprise, nous étions confiants que les perspectives seraient bonnes tout de même. Par contre, la récession de 2008-09 a affecté le niveau de ses bénéfices – et par ricochet – son titre en Bourse.

Les BPA ont reculé de 7,31\$ en 2006 à 2,53\$ en 2009 pour rebondir à 3,77\$ en 2011. La compagnie est donc loin d'avoir retrouvé sa rentabilité d'avant la crise. Mais nous aimons toujours la direction de l'entreprise et sommes convaincus qu'un revirement dans cette industrie est imminent.

Bank of the Ozarks fut un placement plus enrichissant. Nous avons acquis le titre en fin 2006. Il a doublé sur cinq ans.

Bank of the Ozarks est une banque de l'Arkansas (les "Ozarks" est une région du Nord de cet état). Quoique Bank of the Ozarks existe depuis 1903, ce n'est qu'en 1979 que la compagnie a connu une forte éclosion alors que George Gleason – âgé de 25 ans – a pris le contrôle de la banque. La compagnie n'avait alors que 28 millions de dollars (M\$) en actifs. Aujourd'hui, l'actif de la banque dépasse les 3,8 milliards de dollars (G\$).

La compagnie est venue en Bourse en 1997 à 2\$ l'action (ajusté pour les fractionnements) et la valeur du titre a multiplié par 15 depuis (un rendement de 21% par année).

J'ai rencontré M. Gleason en novembre 2006 au siège social à Little Rock. J'avais été très impressionné par sa simplicité et celle de la haute direction (une quinzaine de VP m'avaient accueilli). On aurait dit que M. Gleason connaissait chaque prêt de la banque. Rien d'exotique (ou d'ésotérique), pas d'hypothèques "sub-prime", pas de produits dérivés incompréhensibles : seulement des activités bancaires des plus traditionnelles. La compagnie avait une structure de coût basse et un taux de mauvais prêts peu élevé. Son conservatisme lui a permis de passer à travers la crise financière de 2008-2009 mais surtout de pouvoir, par la suite, faire des acquisitions à très bons prix.

En effet, Ozarks a augmenté de 50% ses actifs grâce à la crise (plusieurs acquisitions réalisés à faibles coûts avec l'aide de la FDIC<sup>2</sup>). Nous avons acquis nos actions en 2006 à 15\$ alors que la compagnie réalisait 0,95\$ de BPA. Nous avons payé un cours-bénéfices plus élevé qu'à l'accoutumé pour une banque, réalisant qu'elle méritait une prime. Alors que la majorité des banques font moins de profits en 2011 qu'en 2006, Ozarks a doublé ses BPA sur cinq ans. Le titre a suivi la progression des BPA. Le plus intéressant c'est qu'Ozarks – de par sa gestion saine et prudente – est probablement une des banques les moins risquées aux États-Unis. Malgré les stéréotypes bien répandus, risque et rendement ne vont pas nécessairement ensemble.



Graphique 1 : L'action de Bank of the Ozarks de 2006 à 2011

La volatilité boursière est une toute autre chose. Deux ans après avoir acheté le titre, il avait reculé de 50% en Bourse. Si vous avez bonne mémoire, dans la lettre trimestrielle de juin 2008 (lorsque nous répondons aux questions des partenaires), nous avons eu cette question : « *Comment s'explique l'effondrement du titre de Bank of the Ozarks? Au cours de la seule séance d'aujourd'hui, par exemple, le titre a dévissé de 10 %.* » J'avais alors répondu que rien n'expliquait cette baisse et que la situation

<sup>2</sup> La Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) est une entité gouvernementale qui garantit les dépôts bancaires aux États-Unis et qui – au besoin – prend le contrôle temporairement des banques en difficulté.

fondamentale nous semblait intacte. Comme quoi, il ne faut pas être affecté par les fluctuations boursières à court terme.

## **Nos compagnies**

*« La création de richesse est le fruit de la capacité de l'être humain à penser. »*

- Ayn Rand

### **American Express (AXP, 47\$)**

Amex a connu une excellente année: les revenus ont grimpé de 9%, le nombre de cartes émises de 7% et les BPA de 22% à 4,09\$. Le montant moyen dépensé par les détenteurs de cartes a été de 14 881\$ soit 12% de plus qu'en 2010. Ce montant est environ cinq fois supérieur à Visa ou Mastercard. La meilleure nouvelle est que le taux de radiation de mauvais prêt est passé graduellement de 4,3% à la fin 2010 à 2,3% au dernier trimestre 2011.

Ainsi, Amex réalise 21% plus de profits qu'en 2007, avant la crise financière. Étrangement, le titre en Bourse a reculé de 65\$ à 47\$ : le P/E a donc chuté de 19x à 11x. La crise financière a été bénéfique pour Amex. Elle a pu changer sa structure en banque et ainsi baisser ses coûts financiers (en allant chercher des dépôts dont les taux d'intérêt sont plus faibles). Elle a aussi gagné des parts de marché par rapport aux autres émetteurs de cartes de crédit. Elle a surtout démontré qu'elle pouvait naviguer dans la pire des crises financières et que son modèle d'affaire (plus intégré que celui de Visa et Mastercard) fonctionne.

Selon nous, la marque American Express est une des plus solides au monde et la société vaut bien plus que 11 fois les bénéfices.

### **Bank of the Ozarks (OZRK, 30\$)**

Pour l'année 2011, les actifs de Bank of the Ozarks ont grimpé de 17%. Les actifs "non performants" sont passés de 1,72% en 2010 à 1,17%. Les BPA ont grimpé de 56% à 2,94\$, mais il y a des éléments non récurrents. J'estime que la capacité bénéficiaire est dans les 2\$ par action.

### **Berkshire Hathaway (BRK.B, 76\$)**

La compagnie dirigée par le légendaire Warren Buffett a été très active en 2011. Elle a fait plusieurs acquisitions importantes (la principale étant Lubrizol pour 9G\$). Elle a fait plusieurs achats massifs d'actions pour son portefeuille. Elle a annoncé un rachat d'actions (voir la conclusion de cette lettre). Et un second co-gestionnaire, potentiellement successeur de Warren Buffett, a été engagé : Ted Weschler. Le titan financier d'Omaha est donc plus solide que jamais.

Wall Street reste myope quant à sa valeur intrinsèque et à son potentiel à long terme puisque l'action en Bourse continue de faire du surplace (et est encore 20% sous son cours zénith de 2007). Tant mieux pour nous : nous avons racheté des actions en cours d'année à très bons prix.

### **Buffalo Wild Wings (BWLD, 68\$)**

Il y a deux ans, nous avons acquis cette intéressante chaîne de restaurants américains. Comme le nom l'indique, la compagnie est spécialisée dans la vente d'ailes de poulet et de nombreuses sauces pour les

accompagner. Le thème des restaurants est le bar sportif (un peu comme la "Cage aux Sports" que nous connaissons bien ici). La compagnie est en forte croissance et a maintenant 824 restaurants en exploitation (519 sont franchisés). Les revenus en 2011 ont crû de 28% et les BPA de 32%. La compagnie maintient un rendement de l'avoir de 20% ce qui est excellent dans l'industrie de la restauration. De 2007 à 2010, l'industrie de la restauration a connu quatre années consécutives de croissance négative des ventes comparables. Par contre, Buffalo Wild Wings a maintenu un taux de croissance organique moyen de 3%. En 2011, le taux a été de près de 5% comparé à 1% pour l'industrie.

Évidemment, comme toute entreprise qui repose sur l'idée de "cloner" un concept (de restaurant ou de magasin), la compagnie atteindra éventuellement un plateau de maturité. Nous croyons que la compagnie peut au moins doubler son nombre de restaurants avant d'atteindre un tel niveau. D'ailleurs, la compagnie a maintenant quatre restaurants au Canada et vise d'en ouvrir 16 en 2012 et d'atteindre le niveau de 100 d'ici quelques années.

### **Carmax (KMX, 31\$)**

L'exercice financier de Carmax se termine à la fin février. Nous prévoyons pour l'exercice 2011-2012 une croissance de 10% des ventes et les BPA. La compagnie a maintenant 106 magasins aux États-Unis mais n'a toujours que moins de 3% de parts de marchés dans la vente de voitures usagées. Carmax prévoit ouvrir de 10 à 16 magasins par an dans les cinq prochaines années (une augmentation totale d'environ 60% de sa taille).

Nous sommes actionnaires de Carmax depuis 2007. Ce ne fut pas une période de tout repos pour les consommateurs américains. Mais Carmax a doublé ses bénéfices par action depuis l'acquisition de nos actions. Et le titre a grimpé de 50%. Très peu de compagnies ont un potentiel de croissance de 15% par année pour la prochaine décennie. Et quand on peut en acquérir une à moins de 15 fois les profits (comme nous l'avons fait en cours d'année), nous devenons bien enthousiastes.

### **5N Plus (VNP-T, 5\$)**

L'année 2011 en a été une de transformation pour 5N Plus. La compagnie a quadruplé de taille en faisant l'acquisition de la compagnie belge MCP Group SA. Cette dernière est le premier producteur et distributeur mondial de bismuth (50% de part de marché) et aussi de gallium, d'indium, de sélénium et de tellure. 5N Plus a payé l'équivalent de 317M\$ pour cette entreprise par une combinaison de liquidités, de dettes et en émettant des actions. Cela a permis à 5N Plus de devenir beaucoup moins dépendante de l'américaine First Solar et de l'énergie solaire (qui a connu une année 2011 horrible!).

Depuis l'acquisition, le titre a reculé de 8\$ à 5\$ en Bourse car les prix de nombreux métaux qu'elle vend ont chuté. La compagnie est leader dans le marché du bismuth et aussi dans le tellure de cadmium (pour les panneaux solaires) et nous croyons que la compagnie pourra maintenir de bonnes marges de profits malgré les fluctuations sur le marché des métaux de base. La force de l'entreprise réside dans la valeur ajoutée de ses activités de purification. Le titre se transige à moins de neuf fois les profits prévus en 2012 et nous semble donc sous-évalué.

### **Disney (DIS, 38\$)**

Disney a connu une autre excellente année en 2011. Les BPA ont grimpé de 17%. ESPN continue d'être son fer de lance. Disney a aussi eu d'excellents succès au cinéma avec Cars 2, Pirates of the Caribbean 4 et Thor. Le nombre d'abonnés de Disney Channel a touché les 100 millions. Et la

compagnie a débuté la construction du parc d'attraction Disney à Shanghai. Robert Iger continue d'être – selon moi – un des meilleurs PDG aux États-Unis. Pour 2012, nous prévoyons plus de 3\$ de BPA. Ainsi, le titre s'échange à seulement 13 fois les profits estimés.

### **Dollarama (DOL-T, 45\$)**

Il y a deux ans, nous étions enchantés de la venue en Bourse d'une entreprise que nous avons toujours admirée: Dollarama. La raison de cette admiration est simple : à notre avis, Larry Rossy, le fondateur et PDG est un de meilleurs hommes d'affaires au Canada. Nous avons acheté des actions immédiatement. Le titre a très bien fait depuis ayant plus que doublé.



Figure 3 : Larry Rossy, PDG de Dollarama (Photo: Globe and Mail)

Après trois trimestres en 2011 (son exercice financier se termine le 31 janvier), les revenus étaient en hausse de 12%, les ventes comparables en hausse de 4,4% et les BPA en hausse de 46%. Nous savions que les marges d'exploitation pouvaient être augmentées mais la performance en 2011 a été au-delà de nos espérances. Les BPA devraient toucher 2,45\$ en 2012 et le titre nous semble raisonnablement évalué au cours actuel. Nous conservons – avec enthousiasme – nos actions.

### **Fastenal (FAST, 44\$)**

Fastenal a connu une année du tonnerre. Les revenus ont grimpé de 22% et les BPA de 34%. La compagnie de Winona (Minnesota) a ouvert 122 nouveaux magasins de boulons et d'écrous en 2011. Elle exploite maintenant 2 585 magasins.

Nous avons acquis Fastenal en 1998 et ce fut notre placement le plus enrichissant à ce jour. Cette compagnie a tout : une activité des plus inintéressante, une rentabilité hors-pair et une culture unique. Surtout, la compagnie est dirigée par des gens dévoués à bâtir une entreprise avec un horizon à long terme tout en ayant toujours à cœur le bien des clients, des employés et des actionnaires.

### **M&T Bank (MTB, 76\$)**

M&T Bank a connu une bonne année. Après les éléments extraordinaires, nous estimons les bénéfices de 2011 à 6,74\$ par action, une hausse de 15% par rapport à 2010. Comme pour Ozarks et Wells

Fargo, les mauvais prêts sont en baisse et la rentabilité est en hausse. M&T réalise environ 1,2% de rendement de son actif. Selon nous, à long terme, la banque pourra réaliser plus de 1,5% et ainsi les BPA pourraient atteindre 11\$ d'ici quelques années.

### **MTY Food Group (MTY-T, 15\$)**

MTY Food continue d'acquérir des bannières dans l'industrie de la restauration rapide (principalement localisées dans des centres commerciaux). En 2011, elle a acquis :

- Koryo Korean BBQ (20 restaurants)
- Mr. Submarine (338)
- Jugo Juice (136)



Figure 4: Stanley Ma, PDG de MTY (Source: Canadian Business; Photo: Sylvain Dumas)

MTY exploite donc maintenant 2 263 restaurants à travers le Canada. En 2011, les revenus ont grimpé de 17% et les BPA de 9%. La compagnie a passablement augmenté ses dépenses d'exploitation (à la suite de l'acquisition d'une usine de production) mais nous croyons que cette baisse des marges est temporaire.

Nous restons de grands admirateurs de Stanley Ma, le PDG de MTY et croyons que les perspectives à long terme sont toujours excellentes. La compagnie distribue maintenant environ le quart de ses profits en dividendes.

### **Omnicom (OMC, 45\$)**

Omnicom, le plus important groupe d'agences de publicité au monde, a connu une excellente année 2011. Les revenus ont grimpé de 11% et les BPA de 24% (la société a été aidée par le fait qu'elle a racheté 7% de ses actions durant l'année). Elle a aussi augmenté de 25% son dividende.

Nous sommes actionnaires d'Omnicom depuis 2008 et avons réalisé un bon rendement à ce jour. Comme le titre ne se transige qu'à 12 fois les profits prévus en 2012, le potentiel d'appréciation nous semble toujours excellent.

## **O'Reilly Automotive (ORLY, 80\$)**

En 2011, O'Reilly a continué de récolter les fruits de sa courageuse acquisition des 1 492 magasins CSK en 2007-2008 (courageuse car réalisée dans un environnement de grand pessimisme dans le secteur de la vente aux détails). En quatre ans, le nombre de magasins a augmenté, passant de 1 830 à 3 707. Les ventes sont passées de 2,5G\$ à 5,8G\$. Et surtout, les BPA ont grimpé de 1,67\$ à 3,81\$. En 2011, les ventes ont grimpé de 10% dont 5% grâce à l'augmentation des ventes comparables. Les BPA ont grimpé de 22%.

Depuis notre achat à l'été 2004, la croissance totale des BPA a été de 350% (soit 20% par année). Et le titre a quadruplé en Bourse.

## **Resmed (RMD, 26\$)**

L'année 2011 a été plus difficile pour Resmed. Les revenus ont grimpé de 12% et les BPA d'environ 7%. Ces résultats sont bons mais nous notons un ralentissement significatif dans le taux de croissance. Nous avons acheté nos actions de cette entreprise australienne en 2004. Elle a fait croître ses revenus de 340M\$ à 1,2G\$ durant cette période soit à un taux annuel de 20%. À ce jour, ce fut donc un placement satisfaisant.

Nous avons décidé de réduire notre participation en 2011. D'abord, le taux de croissance de l'entreprise est plus faible qu'il était il y a quelques années (et l'évaluation boursière est demeurée assez élevée). De plus, le fondateur de l'entreprise, Peter Farrell, se cherche un successeur depuis quelques temps déjà; sans succès à ce jour. Advenant un retour à un plan de croissance plus clair, nous pourrions alors ré-augmenter notre participation.

## **Stryker (SYK, 50\$)**

Les ventes de Stryker ont grimpé de 11% en 2011 à 8,3G\$. Les BPA ajustés ont grimpé de 14%. La plus importante nouvelle de l'année a été l'importante acquisition de la division neurovasculaire de Boston Scientific qui a permis à la division neurologique de croître ses revenus de 49% et de maintenant représenter 17% des revenus de Stryker. La compagnie continue donc de diversifier son portefeuille de produits médicaux.

Pour 2012, nous prévoyons une autre hausse des BPA dans les 10% et plus. Par contre, en 2013, la compagnie devra composer avec une nouvelle taxe sur les produits médicaux de 2,3% imposée sur les revenus américains (environ les deux tiers des revenus de Stryker). L'impact sera donc mineur et croyons qu'avec ses liquidités excédentaires, elle saura acquérir de nouvelles sources de revenus.

## **Visa (V, 102\$)**

En 2011, Visa a augmenté ses revenus de 14% et ses BPA de 24%. Le titre a grimpé de 70\$ à 102\$ alors que les craintes quant à la réforme Durbin se sont dissipées. En effet, la nouvelle réglementation quant aux frais de transaction par cartes de débit a été moins sévère que prévu.

Notre achat de l'an dernier – après la forte chute de l'action en Bourse – a donc été, à ce jour, fort enrichissant. La compagnie en a profité aussi : elle a racheté 43 millions d'actions à un cours moyen de 75\$ (retournant 3,2G\$ aux actionnaires). Malgré la baisse des frais de transactions par débit bancaire prévue en 2012, Visa prévoit croître ses BPA dans les 15% et plus pour l'exercice en cours.

## **Wells Fargo (WFC, 28\$)**

Wells Fargo a connu une excellente année. Les BPA ont grimpé à 2,82\$, soit à un niveau record. Les dépôts sont passés de 838G\$ à 912G\$ (le taux d'intérêt moyen payé est de 0,22%). Les actifs "non performants" ont continué de baisser durant toute l'année et le ratio d'avoir net sur les actifs a continué de grimper. Le ratio Tier 1 (un indice de solidité financière) est passé de 8,3% l'an dernier à 9,5% en fin 2011.

Pour 2012, nous prévoyons des BPA de 3,35\$. Ainsi, le titre nous semble encore fortement sous-évalué : il est 10% plus bas qu'à pareille date l'an dernier alors que nous croyons que la capacité bénéficiaire a augmenté de près de 20%.

## **Nouveaux investissements en 2011**

### **Google (GOOG, 646\$)**

Comme nous l'avons indiqué dans la lettre trimestrielle de juin, nous avons pris une participation dans Google. Nous ne sommes pas friands des compagnies de technologie. Nous avons vécu et observé aux cours des années nombre de changements technologiques qui ont rendu rapidement désuètes des entreprises autrefois outrageusement dominantes.

Par contre, à nos yeux, Google n'est pas vraiment une compagnie techno. Elle est d'abord une entreprise de service avec une marque de commerce dominante comme nous en avons vue peu dans notre carrière. Utiliser Google pour rechercher sur Internet est devenu une norme et même un verbe dans le langage courant (googler). Nous adorons la force des grandes marques de commerce car elles ne peuvent être attaquées avec de l'argent ni changer par les modes.

Quand le titre de Google s'est replié en cours d'année, nous avons décidé d'acquérir une participation.

### **Valeant Pharmaceuticals (VRX.T, 47\$)**

Nous suivons l'industrie pharmaceutique depuis bien des années. Nous avons eu des actions de quelques compagnies à diverses époques lors des 19 dernières années. Depuis quelques temps, le modèle économique de cette industrie – basé sur la découverte et la mise en marché constante de nouveaux médicaments – semble ne plus fonctionner aussi bien qu'avant. Un consultant de McKinsey, Michael Pearson, a proposé un nouveau mode de gestion pour l'industrie. Armé d'une vision pro-actionnaire et d'une philosophie d'investissement "de valeur", il a pris les rênes de Valeant en 2008.

Depuis, grâce à un programme agressif d'acquisitions et d'optimisation des ressources, il a fait grimper les revenus de 872M\$ à plus de 2,5G\$. Les marges d'exploitation sont passées de 19% à plus de 35%. M. Pearson nous semble un PDG exceptionnel et – malgré la complexité inhérente à cette industrie – nous avons confiance qu'il continuera de créer de la richesse pour ses actionnaires. Quand le titre a corrigé cet automne, la compagnie a racheté de ses actions et M. Pearson a augmenté sa participation. Nous avons fait de même: nous avons pris une participation de départ à l'été; nous l'avons doublée à l'automne.

En fusionnant avec Biovail, Valeant est devenue une corporation canadienne. Malgré l'excellente performance du titre en Bourse (il a triplé en deux ans), nous croyons qu'il est encore sous-évalué. En effet, nous prévoyons des profits de 4\$ par action en 2012. Le P/E du titre est donc de 12 fois.



## **IBM (IBM, 184\$)**

En 1995, j'ai écrit un article pour le Journal Les Affaires intitulé : « *Le revirement d'IBM passe quasi inaperçu à Wall Street* ». Pour ceux qui s'en souviennent, la compagnie avait eu de gros problèmes quelques années auparavant. En 1993, Louis V. Gerstner est devenu PDG et a alors orchestré un des plus grands revirements corporatifs de l'histoire. Au début, Wall Street – chat échaudé craignant l'eau froide – évitait le titre. IBM se transigeait alors à environ 20\$ (ajusté pour les fractionnements) soit à huit fois les profits, un niveau que je considérais fort attrayant. Pour une étrange raison, j'ai acheté des actions qu'à un seul partenaire (qui est encore partenaire aujourd'hui et doit se reconnaître). Et je ne les ai gardées que quelques temps. Je n'ai pas vraiment d'explication pourquoi je n'ai pas acheté d'action autre que je devais trouver mes autres titres plus intéressants encore.

Mais j'ai continué de suivre le travail de M. Gerstner jusqu'à sa retraite en 2002. Le titre avait grimpé de 20\$ en 1995 pour toucher 135\$ en 2000 au haut de la bulle techno pour ensuite reculer à 60\$ en 2002. J'ai continué à suivre IBM de loin avec sa nouvelle équipe de direction. Les BPA sont passés de 2,76\$ en 1995 à 6,01\$ en 2006 (taux de croissance annuel de 7%). Puis, en cinq ans, les BPA ont plus que doublé pour dépasser le niveau de 13\$ en 2011 (17% de croissance annuelle). L'accélération de la croissance ces dernières années est le fruit d'une utilisation optimale (et exemplaire) de ses ressources tant corporatives que financières. En effet, en plus de gérer brillamment ses activités d'exploitation, IBM a racheté agressivement de ses actions.

En 2011, nous avons décidé de finalement acheter des actions d'IBM – et de piler sur mon orgueil – alors que nous avons comparé différents blue-chips que nous possédions en portefeuille (comme Microsoft, P&G et Wal-Mart). Nous en sommes venus à la conclusion qu'IBM semblait mieux dirigée et que l'évaluation boursière était tout aussi attrayante que nos autres compagnies similaires.

Il est tout de même intéressant de noter qu'à part en 1995-96 et en 2008-2009, le P/E d'IBM n'a jamais été aussi bas qu'à l'heure actuelle (soit 12 fois). Il semble donc que Wall Street n'ait pas tout à faire encore réalisé l'ampleur sa performance.

### **Le podium des erreurs**

« *Une vie remplie d'erreurs n'est pas seulement une vie honorable, c'est une vie plus utile qu'une vie passée à ne rien faire* »

- George Bernard Shaw

Comme le veut la tradition "gouvernementale", voici nos trois médailles annuelles pour les "meilleures" erreurs de 2011 (ou des années passées). C'est avec une attitude que nous souhaitons constructive – avec l'objectif de toujours devenir de meilleurs investisseurs – que nous allons en détail dans leur analyse. Comme c'est si souvent le cas, les erreurs d'omission (non-achat) sont souvent bien plus coûteuses que les erreurs d'achat... même si on ne les voit pas dans les relevés.

### **Médaille de Bronze : Hansen Natural** (maintenant Monster Beverage)

Il y a environ cinq ans, un ami de longue date, Jean-Louis Gauvreau, m'a parlé avec enthousiasme de Hansen Natural. Elle fabrique et met en marché une boisson énergisante appelée Monster. Ses produits sont fort populaires et la compagnie est hautement rentable. Quoique "Red Bull" soit le leader de ce marché, il y a de la place pour d'autres boissons de ce type. Jean-Philippe et moi avons alors

décidé de pousser notre recherche au-delà des états financiers : nous avons bu un de leur produit. Ayant trouvé le goût un peu étrange, nous ne voyions pas l'attrait gustatif de cette boisson. Mais nous avons décidé de tout même suivre la compagnie de près.

En 2008, Hansen a eu quelques trimestres difficiles mais a su revigorer sa croissance grâce, entre autres, à une importante entente de distribution avec Anheuser-Bush en 2007 et la mise en marché de nouveaux produits. Je savais que l'entente avec la maison mère de Budweiser serait fort bénéfique et que la chute du titre en Bourse (de 34\$ à 11\$) pourrait être une excellente occasion pour nous. Mais j'ai préféré passé mon tour.

En 2011, la compagnie réalise deux fois le niveau des profits d'il y a quatre ans. Et le titre a atteint récemment 50\$, soit environ trois à quatre fois le niveau auquel j'avais considéré investir. J'aurais peut-être dû prendre un de leur produit pour être plus éveillé!

### **Médaille d'argent : Healthcare Services Group**

Voici une erreur qui date de longtemps. En 1994, j'ai découvert cette intéressante entreprise : Healthcare Services Group. HSG est active dans le ménage et le nettoyage avec une clientèle principalement dans le monde hospitalier. Il est difficile de trouver une activité plus ennuyante. Et personne à Wall Street ne suivait ce titre. La compagnie avait un fort potentiel, peu de concurrence et l'évaluation boursière était très raisonnable (un P/E de 14x). La compagnie avait une bonne croissance des revenus mais les marges de profits étaient faibles (et en baisse). Ainsi, le rendement de l'avoir était modeste (le rendement de l'avoir est un critère clé à Giverny Capital). J'ai perdu intérêt.

Récemment, le titre a fait son apparition dans Value Line et j'ai pu ainsi constater le chemin parcouru par HSG pendant les 16 ans où je ne l'ai pas suivie. Pendant plusieurs années, les marges ont continué de baisser (pour toucher 2% en 2000) et les BPA ont fait du surplace. Par contre, à partir de 2001, la compagnie est repartie en mode croissance et sur 10 ans, les BPA ont presque quintuplé. Mieux encore, la compagnie a commencé à verser un dividende en 2003 et l'a augmenté à chaque année depuis. Aujourd'hui, la totalité des profits sont versés en dividende. De continuer à croître malgré qu'aucun capital ne soit retenu est tout un accomplissement.

Ainsi, sur 10 ans, les revenus sont passés de 284M\$ à 865M\$ et les BPA de 0,13\$ à 0,60\$. L'action est passée de 1,4\$ à 19\$ soit une augmentation de près de 1200%. L'évaluation boursière actuelle est élevée (27 fois les profits prévus en 2012) car le dividende maintient le titre à des hauts niveaux. Des compagnies de haute technologie qui génèrent plein de liquidités mais ne les retournent pas aux actionnaires auraient beaucoup à apprendre de regarder le Value Line de HSG.

Quelle a été mon erreur? Elle a été d'arrêter de suivre le titre. À partir de 2005, il aurait été clair que la compagnie avait grandement amélioré son modèle d'affaire. J'aurais manqué la première phase de la hausse du titre mais nous aurions tout de même triplé notre argent sur six ans. Sans compter un dividende annuel moyen dans les 3%.

### **Médaille d'or : Les titres de restaurant en 2008**

En début d'année 2008, tous les secteurs liés à la consommation américaine (chaînes de ventes aux détails et restaurants) étaient déprimés. Wall Street craignait – avec raison – une récession importante à cause de l'endettement des familles américaines. Les titres de ces secteurs avaient alors beaucoup baissé.

En février 2008, avant même la grande baisse de l'automne, les titres de restaurants me semblaient intéressants et, pour une entrevue, j'avais fait une liste de trois candidats potentiels. La liste a été publiée dans un article du Journal Les Affaires portant sur le domaine de la restauration. J'avais été cité ainsi : « *M. Rochon croit que les craintes à l'égard des dépenses de consommation créeront des occasions d'achat aux États-Unis. Il aime Cheesecake Factory, Buffalo Wild Wings et Panera Bread. Leur formule fonctionne bien et elles pourraient ouvrir plusieurs autres succursales* ».

Je connaissais bien Cheesecake Factory, une chaîne découverte à Kansas City en 2004 (lors de mon voyage au Missouri pour rencontrer O'Reilly). J'étais aussi un fan de Panera Bread depuis bien des années. Voici la performance des trois titres comparée à celle du S&P 500, de la date de parution de l'article dans le Journal Les Affaires à la fin 2011 (presque trois ans).

Titres	15 févr. 2008	31 déc. 2011	Gain *
<b>Buffalo Wild Wings Inc.</b>	<b>25.0 \$</b>	<b>67.5 \$</b>	<b>170%</b>
<b>Cheesecake Factory</b>	<b>20.5 \$</b>	<b>29.4 \$</b>	<b>43%</b>
<b>Panera Bread</b>	<b>38.3 \$</b>	<b>141.5 \$</b>	<b>269%</b>
<b>Moyenne</b>			<b>161%</b>
<b>S&amp;P 500</b>	<b>1350</b>	<b>1258</b>	<b>-7%</b>

\* rendements boursiers n'incluant pas les dividendes

Les trois titres ont grimpé en moyenne de 161% sur 46 mois, une performance phénoménale surtout comparée à celle du S&P 500 qui a baissé de 7% pendant la période (dividende non inclus). Malheureusement, nous en avons que timidement profité puisque nous avons acheté seulement Buffalo Wild Wings en 2009 à 40\$ et dans une proportion somme toute modeste (environ 2% du portefeuille).

Je savais que c'était une belle occasion d'acquérir ces compagnies en forte croissance et à bons prix. Mais malheureusement, je suis resté "dans les estrades" et n'ai pas agi sur mon enthousiasme.

### **Conclusion : Un premier rachat d'actions pour Warren Buffett en 47 ans!**

La grande crise financière de 2008-09 a été l'occasion pour M. Buffett de faire des dizaines de milliards de dollars en placements à bons prix. Les actionnaires de Berkshire Hathaway ont profité énormément de ces achats. La valeur de ces placements a été réalisée dans certains cas (des actions privilégiées revendues à gain en 2011) et dans d'autres, pas encore. Peu importe, les actifs récemment acquis bien en bas de leur valeur intrinsèque seront source de grands enrichissements dans les années à venir.

Étrangement, la Bourse n'a pas reflété adéquatement l'accroissement de la valeur intrinsèque de Berkshire Hathaway depuis 2008. En septembre dernier, l'action reculé vers les 70\$. À ce moment, nous avons décidé d'augmenter de 50% notre placement dans Berkshire et considérons le titre comme une des plus belles occasions qui nous a été donnée de voir dans nos vies. Si M. Buffett avait quelques années de moins, nous aurions probablement acquis une participation encore plus importante.

Warren Buffett a alors annoncé que Berkshire Hathaway allait racheter de ses propres actions. La raison qu'il a évoquée est simple : « Le titre nous paraît sous-évalué ». M. Buffett avait annoncé un rachat d'actions en mars 2000 mais le titre avait grimpé rapidement et il n'avait pas donné suite à l'annonce. Ce coup-ci, nous avons été plus "chanceux" : le titre n'a pas monté beaucoup et la compagnie a pu racheter une bonne quantité d'actions pour la première fois depuis que M. Buffett en est devenu président en 1965. Nous en sortirons que plus riches.

## **À nos partenaires**

La rigueur que nous appliquons dans notre processus de sélection de titres nous a permis de passer à travers la grande crise de 2008-09 et également la correction boursière de cet été. Nos entreprises ont le bilan et les dirigeants en place pour non seulement survivre aux crises mais surtout augmenter leurs parts de marché et leur compétitivité dans les temps difficiles. Les perspectives de nos sociétés sont donc excellentes; si vous avez du capital à investir, le temps est vraiment propice.

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.

Toute l'équipe de Giverny Capital vous remercie.

Bonne année 2012 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 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 2011 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 plusieurs 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 donc de juger la qualité d'un placement sur une longue période de temps.

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 pour les trois portefeuilles comprennent les frais de transaction, les dividendes (incluant les retenus d'impôts étrangers) 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 2011 :
  - Portefeuille Giverny Global : TSX 18% Russell 2000 39% S&P 500 39% MSCI EAFE 4%
  - Portefeuille Giverny US S&P 500 100%
  - Portefeuille Giverny Canada: S&P / TSX 100%
- Les états financiers des trois portefeuilles sont vérifiés par Price Waterhouse Coopers (PWC) en fin d'année. PWC a débuté son mandat annuel en 2003 et a vérifié aussi 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).
- Les rapports annuels de PWC sont disponibles sur demande.
- Pour plus de détails, consultez notre site Internet, section des rendements.