

Giverny Capital Inc.

Lettre annuelle aux partenaires 2012



Lynne Cohen
Untitled (smiling couch) - 2011
Collection Giverny Capital Inc.

Giverny Capital Inc. – Lettre annuelle 2012 [©]

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2012, le rendement de notre portefeuille a été de +21,5% par rapport à un rendement de +12,5% pour notre groupe indiciel comparatif. Cela correspond à une valeur ajoutée de +9,0%. Ces rendements incluent une perte approximative de 2% liée à la variation de la devise canadienne.

Depuis le début de la gestion de notre capital, le 1er juillet 1993, notre rendement annuel composé est de +14,0% par rapport à +7,0% pour notre groupe indiciel comparatif. Notre valeur ajoutée annualisée est donc de +7,0%. Si on exclut la hausse de la devise canadienne (1,3% annuelle depuis 1993), notre portefeuille aurait généré un rendement annuel de +15,4% par rapport à +8,3% 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 2012

Depuis 2004, nous illustrons la page couverture de la lettre à nos partenaires d'une reproduction d'une œuvre de la collection Giverny Capital. Cette année, nous avons sélectionné une œuvre photographique de l'artiste Lynne Cohen, intitulée « Untitled (smiling couch) ».

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

Rendements *	Giverny	Indices **	+ / -	\$ US/Can	Giverny ***	Indices ***	+ / -
1993 (Q3-Q4)	37.0%	9.5%	27.6%	3.3%	34.4%	7.4%	27.0%
1994	16.5%	3.7%	12.7%	6.0%	12.0%	-0.3%	12.3%
1995	41.2%	24.0%	17.2%	-2.7%	43.8%	26.3%	17.5%
1996	28.0%	22.8%	5.2%	0.3%	27.7%	22.5%	5.2%
1997	37.8%	28.6%	9.2%	4.3%	33.4%	24.5%	8.9%
1998	20.6%	18.8%	1.8%	7.1%	14.5%	12.8%	1.7%
1999	15.1%	16.3%	-1.2%	-5.7%	20.6%	21.9%	-1.3%
2000	13.4%	3.2%	10.2%	3.9%	9.7%	-0.2%	9.9%
2001	15.1%	-0.4%	15.5%	6.2%	9.4%	-5.3%	14.7%
2002	-2.8%	-18.3%	15.6%	-0.9%	-2.0%	-17.7%	15.7%
2003	13.6%	14.0%	-0.4%	-17.8%	33.9%	34.3%	-0.5%
2004	1.6%	6.2%	-4.5%	-7.3%	8.3%	13.1%	-4.8%
2005	11.5%	3.6%	7.9%	-3.2%	14.5%	6.7%	7.8%
2006	3.5%	17.3%	-13.8%	0.2%	3.3%	17.1%	-13.8%
2007	-14.4%	-11.9%	-2.5%	-14.9%	-0.3%	2.4%	-2.7%
2008	-5.5%	-22.4%	16.9%	22.9%	-21.5%	-35.6%	13.9%
2009	11.8%	12.8%	-1.0%	-13.7%	27.7%	28.2%	-0.5%
2010	16.1%	13.9%	2.2%	-5.4%	21.7%	19.5%	2.2%
2011	7.8%	-1.0%	8.8%	2.3%	5.8%	-2.8%	8.6%
2012	21.5%	12.5%	9.0%	-2.2%	23.7%	14.6%	9.1%
Total	1182.2%	270.8%	911.4%	-22.4%	1536.1%	371.5%	1164.6%
Annualisé	14.0%	7.0%	7.0%	-1.3%	15.4%	8.3%	7.1%

* 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 en début d'année.

*** Dans la section en jaune : Tous les rendements sont estimés sans effet de mouvements de devise.

Note : Voir l'annexe B pour les notes détaillées sur les portefeuilles Giverny et sur les indices utilisés.

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 2012, le portefeuille Giverny US a réalisé +22,8% comparé à +16,0% pour le S&P 500. La valeur ajoutée a donc été de +6,8%.

Depuis le début de ce portefeuille, notre rendement total est de +1318,7% soit +14,6% annualisé. Durant la même période, le S&P 500 a réalisé +362,8% soit +8,2% 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	4.9%	2.1%	2.8%
2012	22.8%	16.0%	6.8%
Total	1318.7%	362.8%	955.9%
Annualisé	14.6%	8.2%	6.4%

Note : Voir l'annexe B pour les notes détaillées sur les portefeuilles Giverny.

Pour une cinquième année consécutive, le portefeuille Giverny US a réalisé un rendement supérieur au S&P 500. Aucun titre en particulier n'a vraiment fait la différence cette année : parmi nos dix principales participations, neuf d'entre elles ont fait mieux que les indices.

Portefeuille Giverny Canada

En début 2007, nous avons débuté un portefeuille 100% canadien. Il correspond grosso modo à la partie canadienne du portefeuille Giverny. En 2012, Giverny Canada a réalisé +24,2% comparé à +7,2% pour le S&P/TSX pour une valeur ajoutée de +17,0%.

Depuis 2007, notre rendement total est de +106,6% soit +12,9% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P/TSX, principal indice canadien, a réalisé +14,4% soit +2,3% annualisé. Notre valeur ajoutée annuelle est donc de +10,6%.

Année	Giverny Canada	S&P/TSX	+/-
2007	19.7%	9.8%	9.9%
2008	-24.6%	-33.0%	8.4%
2009	28.2%	35.1%	-6.9%
2010	26.7%	17.6%	9.1%
2011	13.5%	-8.7%	22.2%
2012	24.2%	7.2%	17.0%
Total	106.6%	14.4%	92.2%
Annualisé	12.9%	2.3%	10.6%

Note : Voir l'annexe B pour les notes détaillées sur les portefeuilles Giverny.

Nos principaux titres canadiens ont très bien fait en 2012. La grande vedette a été MTY Foods qui a grimpé de 45%. Dollarama (+33%) et Valeant Pharmaceuticals (+28%) ont aussi bien fait.

Ainsi, pour une cinquième année sur six, le portefeuille Giverny Canada a fait mieux que le TSX. Il est bon de répéter que notre portefeuille canadien est concentré et n'a quasi aucune corrélation avec le TSX. La performance relative – positive ou négative – sera donc bien souvent élevée.

L'année 2012

Cette année, malgré des économies occidentales – et orientales dans une moindre mesure – au ralenti, nos compagnies ont continué d'accroître leurs profits et leur valeur intrinsèque à des rythmes très satisfaisants. Et la Bourse a reflété adéquatement cette création de richesse dans le cas de la majorité de nos compagnies. L'année 2012 a été celle du "stockpicker" (dans l'astrologie boursière). En effet, bien des investisseurs qui favorisaient une sélection assidue et judicieuse de titres pour leur portefeuille ont été récompensés.

Aux États-Unis, l'immobilier résidentiel a finalement montré des signes de reprise (après six années de misère). Et, malgré un scepticisme généralisé parmi les épargnants, le S&P 500 a généré un rendement total de 16%. Le vieil adage que la Bourse grimpe un mur de peurs – même un mur fiscal – semble plus vrai que jamais ces jours-ci.

Au Canada, la situation est différente: les industries liées aux ressources naturelles ont connu une année difficile. Aussi, le secteur immobilier canadien commence à montrer des signes d'essoufflement. Ainsi, l'indice S&P/TSX n'a grimpé que de 7% et est toujours 13% sous son niveau d'avril 2011.

La situation économique de la Chine joue de plus en plus un grand rôle dans l'échiquier mondial. Par contre, il est difficile d'avoir une idée somme toute juste de ce qu'est cette situation. Malgré un excellent taux de croissance du PIB annoncé par les instances gouvernementales, les investisseurs boursiers n'ont pas été grandement récompensés: en 2012, la Bourse de Shanghai (SSE Composite) a fait du surplace. Et elle reste encore en baisse de 63% par rapport à son haut d'octobre 2007.

Du côté de l'Europe, plusieurs pays nous semblent embourbés dans des problèmes qui pourraient prendre bien des années à résoudre. Dans le cas de certains d'entre eux, les problèmes nous semblent plus culturels qu'économiques. De plus, l'utilisation d'une monnaie commune complexifie la situation. Cela ne nous empêche pas d'admirer plusieurs entreprises européennes tant au Royaume-Uni, en Suède, au Danemark, en Italie, en Suisse, etc. La qualité n'a pas de nationalité.

Une révolution énergétique aux États-Unis

Les médias sont rapides à nous présenter les crises et/ou inquiétudes économiques et politiques. Avec l'Internet et des centaines de chaînes de télévision, les mauvaises nouvelles font le tour de la planète en quelques minutes. Bien assaisonnées, ces mauvaises nouvelles prennent l'allure de catastrophes éminentes (et pour plusieurs épargnant(e)s, toutes de bonnes raisons pour vendre leurs actions!). Les bonnes nouvelles passent, quant à elles, bien souvent inaperçues car elles représentent une moins bonne source de "clicks" probablement.

Une bonne nouvelle – qui pourrait avoir des conséquences majeures pour les prochaines décennies – est ce qu'on pourrait appeler la révolution énergétique américaine. Il y a cinq ans, quand le prix du pétrole touchait les 140\$ le baril, le problème principal des États-Unis était sa balance commerciale négative. Ses forts besoins en énergie étaient comblés par des importations massives insuffisamment compensées par ses exportations. Le problème était amplifié par la soif grandissante de la Chine en la même matière première. En premier lieu, la crise économique de 2008-2009 a remis le balancier de l'offre et de la demande au point neutre. De plus, de nouvelles réserves ont été découvertes à un point où pour un baril de pétrole produit entre 2007 et 2009, 1,6 nouveau baril a été ajouté aux réserves. Le prix du pétrole s'est effondré à 40\$ en 2008 pour rebondir à 91\$ récemment, tout de même loin de son sommet d'il y a quelques années.

Alors que l'offre et la demande s'équilibraient à l'échelle mondiale, de nouvelles découvertes dans l'ouest américain de gaz et pétrole de schiste (et, surtout, la technologie pour les extraire) a changé totalement la balance énergétique aux États-Unis. En 2012, les États-Unis ont produit 6,4 millions de barils par jour de pétrole brut, une hausse de 760 000 par rapport à 2011, soit 14%. Et l'agence américaine d'information sur l'énergie prévoit une augmentation de 25% dans les deux prochaines années. De plus, la quantité de nouvelles réserves de gaz naturel est astronomique. Ainsi, dans un rapport publié en novembre dernier, l'Agence Internationale de l'Énergie prévoit que les États-Unis pourraient être énergétiquement indépendants en 2035.

Les États-Unis semblent voués à grandement changer la dynamique de leurs échanges commerciaux liés à l'énergie. Un déficit commercial en baisse (relativement au PIB) sera probablement la plus importante conséquence. Cette potentielle amélioration de la balance commerciale devrait renforcer la valeur du dollar américain. Sans compter une activité économique intérieure fouettée par une forte croissance dans des états comme le Wyoming, le Dakota du Nord et le Montana.

Malgré le ton enthousiaste de cette section, cela ne change pas le fait que l'industrie énergétique est difficile à prévoir (le fait qu'elle ait tant changé depuis 2007 en est la preuve). Par ricochet, la majorité des compagnies de ce secteur sont, pour nous, difficiles à évaluer. Nous tentons de rester disciplinés quant aux périphéries de notre cercle de compétence. D'un autre côté, nous croyons pouvoir profiter indirectement du boom énergétique dans l'ouest des États-Unis avec nos participations dans Union Pacific et dans Burlington Northern Santa Fe (une division de Berkshire Hathaway).

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 nous concentrons sur la croissance de la valeur intrinsèque de nos compagnies en conjonction avec 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 une approche inventée par Warren Buffett : les bénéfices propres (le terme peut porter à confusion : l'adjectif ne fait pas référence à la propriété mais à la propriété). Nous arrivons à une estimation de l'augmentation des bénéfices propres 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 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 19% (18% de par la croissance des profits par action et 1% de dividende moyen). Malgré les quelques changements effectués au portefeuille, nous croyons que cette estimée de la croissance des BPA de nos compagnies en 2012 est un reflet adéquat de leur réalité économique. En Bourse, nos titres ont réalisé une appréciation d'environ 23% (sans l'impact des devises). Les entreprises composant le S&P 500 ont crû leurs profits d'environ 5%. En incluant le dividende, cela donne un accroissement de 8%. Du côté boursier, le rendement total du S&P 500 a été de 16%.

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%
2012	19%	23%	4%	8%	16%	8%
Total	726%	606%	-120%	229%	216%	-13%
Annualisé	13.2%	12.2%	-1.0%	7.3%	7.0%	-0.3%

* 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 726% – soit un accroissement par un facteur de huit fois – et leur titre ont réalisé un rendement total de 606% (avec dividende et estimé sans effet de devise). Pendant cette même période, les compagnies du S&P 500 ont augmenté leur valeur intrinsèque de 229% et ont vu leurs actions réaliser au total 216%. Les performances boursière et corporative sont rarement synchronisées sur une année solaire. Mais plus le temps avance, plus le synchronisme s'affirme.

Sur 17 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. C'est de cette manière que nous comptons continuer d'atteindre nos objectifs de valeur ajoutée; et non en spéculant sur les hauts et bas de la Bourse, l'économie et/ou la politique.

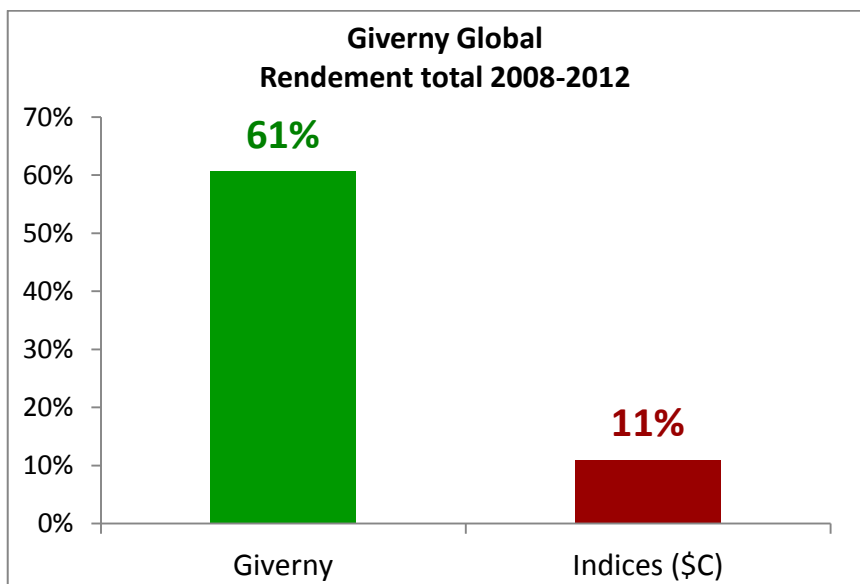
Post-mortem quinquennal: 2007

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 2007 avait été très difficile pour notre style d'investissement. En effet, la hausse vertigineuse du dollar canadien avait pesé lourd sur notre portefeuille cette année-là. De plus, les titres de nos compagnies avaient fait moins bien que la moyenne des indices (la mode était aux titres de ressource). Nous avons écrit dans notre lettre 2007 que les facteurs qui affectaient nos titres nous semblaient temporaires et que les cinq années à venir devraient s'avérer bien meilleures pour nos portefeuilles.

Nous avons ajouté en fin de rapport ces phrases: « *S'il y a une récession en 2008, nous sommes prêts. Historiquement, les récessions en Amérique du Nord se sont toujours avérées temporaires. Nos compagnies ont de beaux bilans et pourront en profiter pour prendre des parts de marché aux concurrents plus faibles ou faire des acquisitions à bons prix* ».

Il y eut toute une récession en 2008-2009 mais comme nous l'avions espéré, nos compagnies ont su résister à la tempête et – dans bien des cas – ont pu en profiter pour faire des acquisitions à de très bons prix. Notre portefeuille a ainsi très bien fait relativement aux indices depuis le début de 2008: le portefeuille Giverny global a réalisé un rendement total de 61% alors que notre groupe indicier a réalisé 11% (en dollars canadiens).



Voir l'annexe B pour les notes détaillées sur les portefeuilles Giverny et sur les indices utilisés.

La saveur du jour 2012

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). Ces dernières

années, nous avons émis l'opinion que l'immobilier résidentiel canadien, l'or et les obligations sont dangereusement populaires chez nous confrères et consœurs épargnant(e)s. Selon nous, nombreux sont ceux et celles qui seront déçu(e)s de leur expérience dans ces classes d'actif dans les années à venir. Mais, à part cela, aucun segment du marché des valeurs mobilières nous semblent souffrir de popularité exagérée ces jours-ci.

Un nouveau livre sur Benjamin Graham

Nous avons eu une belle surprise cette année : un nouveau livre sur la vie du père de l'analyse fondamentale, Benjamin Graham. Intitulée "The Einstein of money", Joe Carlen nous présente une biographie exceptionnelle sur celui qui fut le mentor de Warren Buffett. Je suis convaincu que les amateurs du "*value investing*" trouveront ce livre fascinant.

Nos compagnies

« La qualité n'est jamais un accident. C'est toujours le résultat d'un effort intelligent »

- John Ruskin

American Express (AXP, 58\$)

Amex a connu une bonne année 2012: les revenus ont grimpé de 5% et les BPA de 8% à 4,40\$. Durant l'année, la compagnie a racheté pour 4 milliards de dollars (G\$) de ses actions. Amex est une excellente multinationale. De plus, l'évaluation du titre nous semble toujours raisonnable. En effet, Amex se transige à 12 fois les profits prévus en 2013.

Bank of the Ozarks (OZRK, 34\$)

L'année 2012 a été – encore une fois – exceptionnelle pour Bank of the Ozarks. Notre banque de Little Rock (Arkansas) a réalisé des BPA de 2,21\$. Les profits de l'an dernier comportaient plusieurs éléments non récurrents; ils sont donc peu utiles à des fins de comparaison. Ce qui est significatif est le rendement de l'actif de Bank of the Ozarks : il a été de 2,04% en 2012. Son ratio d'efficacité (une mesure de sa structure de coût) a été un impressionnant 46,6% et son bilan continue de se solidifier : son ratio de l'avoir propre sur les actifs est passé de 10% à 12%.

Selon nous, Ozarks est une des meilleures banques aux États-Unis. Depuis notre achat en 2006, les BPA sont passés de 0,95\$ à 2,21\$ soit un taux de croissance annuel composé de 15%. Peu de banques peuvent se vanter d'une telle performance dans le contexte difficile des dernières années.

Berkshire Hathaway (BRK.B, 90\$)

La compagnie dirigée par le légendaire Warren Buffett a connu une autre excellente année en 2012. Le revirement dans l'industrie de la construction résidentielle a aidé plusieurs de ses divisions. Selon nous, Wall Street reste myope quant à sa valeur intrinsèque et à son potentiel à long terme. Tant mieux pour nous : la compagnie a continué de racheter de ses actions à très bons prix.

Buffalo Wild Wings (BWLD, 73\$)

Buffalo Wild Wings (BWW) est une chaîne de restaurants au thème sportif dont les principaux produits – comme le nom l'indique – sont les ailes de poulet. Nous sommes actionnaires de BWW

depuis trois ans. La compagnie est en très forte croissance : le nombre de restaurants est passé de 493 à la fin 2007 à 891 en fin 2012. La compagnie vise à atteindre 1 700 restaurants d'ici quelques années.

BWW a augmenté ses revenus de 33% en 2012 mais ses BPA de seulement 12%. La hausse du prix des ailes de poulet a grugé (!) dans les marges de profit de l'entreprise. Nous croyons qu'à long terme, le modèle d'affaire de BWW est solide et que le niveau des marges devrait se stabiliser, même s'il risque de fluctuer d'une année à l'autre.

Carmax (KMX, 38\$)

L'exercice financier de Carmax se termine à la fin février. Nous prévoyons pour l'exercice 2012-2013 une croissance de 10% des ventes et environ 7% des BPA. La compagnie a maintenant 117 magasins aux États-Unis mais n'a toujours que moins de 3% de parts de marché dans la vente de voitures usagées. Et même dans ses marchés existants, ses parts sont sous les 6%. La compagnie a aussi mis sur pied un nouveau concept de magasin à plus petite surface.

Carmax prévoit ouvrir de 10 à 15 magasins par an dans les années à venir et atteindre environ 160 magasins dans trois ans.

Disney (DIS, 50\$)

Disney a connu une autre excellente année en 2012. Les BPA ont grimpé de 17% et l'action en Bourse s'est appréciée de 32%. Le film "Wreck-It Ralph" a connu un grand succès et il est devenu le 75^{ème} film de Disney à généré plus de 100M\$ de recettes en salle. Mais la plus importante nouvelle de 2012 fut l'acquisition de *Lucas Film*, la maison mère de George Lucas qui possède les droits sur les films "Star Wars". Disney prévoit lancer "Star Wars Episode 7" en 2015. Selon nous, c'est une excellente acquisition pour Disney et George Lucas ne pouvait trouver une meilleure entreprise pour assurer la pérennité de son œuvre.



Bob Iger et George Lucas (Source : Disney)

Nous avons acquis nos actions de Disney en septembre 2005 (le jour où Robert Iger a été nommé PDG). Depuis, les BPA ont grimpé de 135% (une croissance annualisée de 13%) et le titre est passé de 24\$ à 50\$ soit une appréciation de 108%.

Robert Iger continue d'être – selon nous – un des meilleurs PDG aux États-Unis. Pour 2013, nous prévoyons environ 3,50\$ de BPA. Disney est une entreprise exceptionnelle et son action ne s'échange qu'à seulement 14 fois les profits estimés.

Dollarama (DOL-T, 59\$)

Il y a trois 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 triplé.

En 2012, Dollarama a procédé à la mise en marché de produits à deux nouveaux prix fixes de 2,50\$ et 3,00\$. Cette stratégie permet à l'entreprise de continuer d'accroître sa gamme de produits.

La performance de Dollarama en 2012 a été au-delà de nos espérances. Après trois trimestres en 2012 (son exercice financier se termine le 31 janvier), les revenus étaient en hausse de 14%, les ventes comparables en hausse de 7% et les BPA en hausse de 33%. La compagnie a augmenté son dividende et a même commencé à racheter de ses actions.

Les BPA pourraient toucher les 3,50\$ en 2013 et le titre nous semble donc raisonnablement évalué au cours actuel.

Fastenal (FAST, 47\$)

Fastenal a connu une autre bonne année en 2012. Les ventes ont grimpé de 13% et les BPA de 17%. L'avenue de croissance la plus importante ces dernières années est l'installation de machines distributrices automatisées chez ses clients. Le nombre de machines en fonction est passé de 7 453 à la fin 2011 à 21 095 à la fin 2012.

L'autre axe de croissance est l'amélioration de la productivité des magasins existants. Au dernier trimestre 2012, les ventes par magasin ont touché 83 098\$ comparées à 78 781\$ au dernier trimestre 2011. La marge de bénéfices d'exploitation est passée de 20,2% à 20,9% en moyenne.

Nous possédons Fastenal depuis 1998. Ce fut pour nous un placement extraordinaire malgré qu'à bien des moments le titre nous paraissait bien évalué (lire 25 à 30 fois les profits). Depuis dix ans, la croissance annualisée des BPA a été de 19%. Fastenal n'est pas excitante comme la coqueluche technologique de l'heure, mais elle s'y connaît en boulonnerie et en service à la clientèle!

Google (GOOG, 707\$)

Google a connu une bonne année 2012. Les revenus ont grimpé de 34% et les BPA (ajustés selon nos estimés) de 8%. La compagnie continue de dominer le segment des moteurs de recherche. De plus, son système d'exploitation pour appareils mobiles, Android, continue de gagner des parts de marché.

Google est une participation un peu plus faible dans notre portefeuille car nous apprécierions une meilleure gestion des capitaux excédentaires (comparé à IBM par exemple). À part cette facette, Google nous semble une compagnie exceptionnelle.

IBM (IBM, 192\$)

En 2012, les revenus d'IBM ont été stables (en devises constantes). Les BPA ont crû de 10%. La dominante compagnie de services informatiques gère brillamment son capital, ce qui est la raison principale pour laquelle nous sommes actionnaires. C'est si rare!

LKQ Corp (LKQ, 21\$)

LKQ est un nouvel achat en 2012. La compagnie est le leader nord-américain dans la fabrication et la distribution de pièces d'autos réusinées. Le nom est un acronyme pour "Like Kind and Quality" (des pièces similaires et de même qualité).

Avant d'acheter des actions, j'ai voulu aller rencontrer le PDG à Chicago. Mais lorsque je parlais à l'assistante du président, elle me disait qu'il était rarement au siège social puisqu'il passait son temps sur la route à visiter les diverses places d'affaires de LKQ. Cela a piqué encore plus ma curiosité. J'ai finalement rencontré la haute direction à une conférence à New York. Les dirigeants me semblent fort compétents. Et les perspectives de croissance et de consolidation dans ce marché sont excellentes. De plus, la compagnie a entamé une croissance à l'internationale avec une importante acquisition au Royaume-Uni.

LKQ est en forte croissance : de 2007 à 2012, les revenus sont passés de 1,1G\$ à 4,1G\$. Les BPA sont passés de 0,27\$ à 0,84\$ (une croissance de 25% annualisée). Nous prévoyons des BPA de l'ordre de 1,05\$ en 2013.

M&T Bank (MTB, 99\$)

M&T Bank a connu une année du tonnerre. Les revenus d'intérêts nets ont grimpé de 9% et les provisions pour mauvaises créances ont reculé de 24%. Le rendement de l'actif est passé de 1,26% à 1,40% et le ratio d'efficacité a reculé à 56%. Les BPA ont grimpé de 20% à 7,88\$, un niveau record pour notre banque de Buffalo.

M&T a aussi effectué une importante acquisition : Hudson City Bancorp, Inc. HCB a des succursales au New Jersey, au nord de New York, au Connecticut et à Long Island. HCB a un bon historique mais a connu une année 2011 difficile. Nous croyons tout de même que M&T saura bien l'intégrer (comme elle l'a fait si souvent depuis trente ans).



M&T Bank s'est classée dans les 10 meilleures banques selon le magazine Money

Nous avons racheté nos actions de M&T Bank en début 2009 à environ 38\$. Le titre a donc bien fait depuis. Nous avons été actionnaires de 1998 à 2007 pour une seule raison : nous admirions énormément le PDG, Robert Wilmers. En 2007, M. Wilmers avait décidé de prendre sa retraite (et nous avons vendu). Mais durant la crise de 2008, il a décidé de retourner à son poste (et nous de

racheter des actions). M. Wilmers a maintenant 78 ans et nous lui souhaitons de rester une autre décennie à M&T Bank.

MTY Food Group (MTY-T, 22\$)

MTY Food est un franchiseur et opérateur de multiples concepts de restaurants à service rapide. Nous sommes actionnaires depuis 2007 de cette superbe entreprise montréalaise. En 2012, MTY a continué de croître à de hauts ratios: Les revenus ont grimpé de 31% et les BPA de 33%. La compagnie a acquis en 2012 la chaîne "Mr Souvlaki". MTY a aussi mis en place plusieurs ententes de développements à l'international (au Royaume-Uni, au Liban, aux Émirats Arabes Unis et en Arabie Saoudite). Nous restons de grands admirateurs de Stanley Ma, le PDG de MTY et croyons que les perspectives à long terme de l'entreprise sont toujours excellentes.

Omnicom (OMC, 50\$)

En 2012, Omnicom, un des plus importants groupes d'agences de publicité au monde, a crû ses revenus de 3% et ses BPA de 9%. La compagnie a augmenté son dividende et a racheté environ 5% de ses actions. Omnicom a une stabilité exemplaire et l'évaluation du titre en Bourse reste très attrayante.

O'Reilly Automotive (ORLY, 89\$)

O'Reilly a connu une excellente année. Les revenus ont grimpé de 7% et les bénéfices nets ont grimpé de 15%. Les BPA ont augmenté de 25% puisque la compagnie a racheté agressivement de ses actions. En retournant le capital excédentaire aux actionnaires, la compagnie a grandement amélioré son rendement de l'avoir, dépassant pour la première fois le niveau des 20%.

Depuis notre achat à l'été 2004, la croissance totale des BPA a été de 324% (soit 20% annuellement). Et le titre a plus que quadruplé en Bourse. Qui a dit que le "*buy and hold*" ne marche plus?

Resmed (RMD, 42\$)

Resmed – le leader mondial des équipements médicaux pour les problèmes du sommeil – a eu une année 2012 exceptionnelle. Les revenus ont crû de 10% et les BPA de 34%. Depuis 2008, la compagnie australienne a su maintenir un taux de croissance de ses revenus de l'ordre de 14% annuelle. Et depuis notre premier achat, en 2004, les BPA ont crû de 367% (21% par année).

Nous avons réduit notre participation ces dernières années car nous étions inquiets quant au plan de succession du fondateur et PDG de Resmed, Peter Farrell. À ce jour, ce fut une erreur car la compagnie continue d'accroître ses profits à un rythme élevé.

Union Pacific (UNP, 126\$)

En fin 2009, Berkshire Hathaway a acquis la compagnie ferroviaire Burlington Northern Santa Fe (BNSF). Nous avons alors vendu - ou échangé pour des parts de Berkshire - nos actions de BNSF à prime. Par contre, nous aimions toujours les fondamentaux de l'industrie.

Cet été, nous avons rencontré à Los Angeles le président d'une importante entreprise privée. Ce brillant homme d'affaires nous a raconté qu'il avait discuté la veille avec le président de BNSF, Matthew Rose, et nous a donné un point de vue encore plus convaincant de la solidité économique du secteur. Il nous a expliqué comment Union Pacific et BNSF sont devenue extrêmement dominantes

dans l'ouest des États-Unis (quasi un duopole dans cette région). Et avec la forte croissance de l'industrie des gaz et pétroles de schistes dans ces régions, ces deux entreprises connaissent une importante augmentation de leur volume de transport. Nous avons alors décidé d'acquérir des actions d'Union Pacific à notre retour de Los Angeles. Ses perspectives futures nous semblent excellentes.

Valeant Pharmaceuticals (VRX, 60\$)

Valeant est une entreprise un peu différente de la compagnie typique de Giverny Capital. Basée dans la région de Montréal, Valeant est devenue une importante entreprise pharmaceutique à l'échelle mondiale. Mais sa comptabilité n'est pas simple et elle possède une panoplie de produits différents.

La raison que nous avons décidé d'investir dans Valeant est notre admiration pour son PDG, Michael Pearson. Et en 2012, la compagnie a eu des résultats impressionnants. Les ventes ont atteint les 3,6G\$ ce qui est plus du double d'il y a trois ans. Les BPA ajustés ont augmenté de 57% à 4,14\$.

L'acquisition la plus importante de l'année a été Medicis Corp, une entreprise leader dans les médicaments dermatologiques. En 2008, Valeant était le 11^{ème} joueur de l'industrie dermatologique aux États-Unis. Avec l'acquisition de Medicis, elle devient la première de l'industrie, ayant plus du double du niveau de revenus de sa plus proche concurrente.

Visa (V, 152\$)

L'année 2012 a été faste pour Visa : les revenus d'exploitation ont grimpé de 15% et les BPA de 24%. Visa a retourné la majorité de ses profits aux actionnaires : le dividende et les rachats d'actions ont été de l'ordre de 3G\$. Il est difficile de demander mieux.

Nous avons acheté Visa il y a deux ans alors que le titre avait chuté en Bourse de 25%. La réforme du sénateur Durbin sur les frais liés aux transactions par carte de débit inquiétait grandement Wall Street. Mais, comme nous l'espérions, les effets de cette réforme ont somme toute été modestes. Et le titre a doublé depuis.

Wells Fargo (WFC, 34\$)

Wells Fargo a continué d'améliorer son niveau de rentabilité en 2012: Le rendement de l'actif est passé 1,25% à 1,41% et son rendement de l'avoire a atteint les 13%. Les BPA ont crû de 19% à 3,36\$. La compagnie a augmenté son dividende de 83% et a racheté 120 millions d'actions soit l'équivalent d'un dividende additionnel (non-imposable) de 3,9G\$.

Pour 2013, nous prévoyons des BPA de 3,75\$. WFC est, selon nous, une des meilleures grandes banques aux États-Unis et le titre se transige encore bien en-deçà de sa valeur intrinsèque.

Le podium des erreurs

« Les erreurs sont souvent des ponts entre l'inexpérience et la sagesse »

- Phyllis Theroux

Comme le veut la tradition "givernienne", voici nos trois médailles annuelles pour les "meilleures" erreurs de 2012 (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 : JP Morgan

Voici une erreur très récente dont les coûts d'opportunité ont été rapides à constater. Nous suivons la banque JP Morgan depuis quelques temps et admirons grandement son PDG, James Dimon. Cet été, la compagnie a annoncé une perte imprévue de l'ordre de quelques milliards de dollars. JPM s'est alors retrouvée au centre de l'attention des médias pendant quelques semaines de manière exagérée mais oh combien typique de notre ère. Et le titre en Bourse est passé de 44\$ à 32\$ rapidement. Cela correspondait à une contraction de 40G\$ de la valeur de l'entreprise alors que la perte semblait – réalistement – être de l'ordre de 4-5G\$.

Le titre nous semblait sous-évalué avant la baisse; imaginez après: À 32\$, le cours-bénéfices était sous les sept fois. JPM est une des meilleures banques aux États-Unis et il était possible de l'acquérir à un niveau équivalent à un rendement des bénéfices de plus de 15%.

J'ai alors recommandé avec enthousiasme le titre à la télévision au canal Argent et dans le journal The Gazette. Mais avec nos dollars, je suis resté dans les estrades. Il était difficile de choisir quel titre vendre pour acquérir des parts de JPM et je trouvais que nous avions déjà une bonne partie de notre portefeuille en titres bancaires. Mais une telle opportunité est rare et ces excuses étaient simplistes.

Wall Street a vite oublié cette perte et le titre est revenu à son niveau du printemps. En fait, au moment où j'écris ces lignes, le titre est à 48\$. Nous avons donc manqué une hausse rapide de 50%. Et l'action se transige à seulement 9 fois les profits prévus en 2013. Quand un titre grimpe de 50% en quelques mois et semble encore se transiger à un prix attrayant, cela en dit long sur le niveau de sous-évaluation au creux.

Médaille d'argent : Lumber Liquidators

La vente de Lumber Liquidators (LL) en 2011 est une des pires erreurs des dernières années. Nous avons acquis nos actions en 2010 après avoir visité l'entreprise à Toano (Virginie). C'est certainement l'endroit le plus reculé que nous sommes allés dans le noble but de réaliser de bons rendements sur nos capitaux. Nous avons été impressionnés par cette compagnie de vente aux détails de planchers de bois franc et flottant. LL a une structure de coûts faibles et en fait profiter ses clients avec des prix plus bas que ses compétiteurs (tels Lowes ou Home Depot). LL est en très forte croissance mais en 2010, la compagnie a mis en place un nouveau système informatique et cela a affecté la rentabilité. Le titre a baissé en Bourse et en avons profité pour devenir actionnaires à environ 25\$.

En 2011, la compagnie a continué d'avoir quelques difficultés et ses ventes comparables ont chuté de manière importante (-7% au second trimestre). Les BPA ont fait du surplace pour une seconde année consécutive alors que les marges d'exploitation baissaient de 8,9% en 2009 à 7,4% en 2011. De plus, le PDG a décidé de quitter son poste. Nous avons été surpris de cette nouvelle et avons décidé de vendre puisque le scénario original ne nous semblait plus valide.

La compagnie a su revirer la situation de manière spectaculaire. Les ventes ont crû de 17% en 2012 et les BPA ont grimpé de 0,94\$ à 1,61\$. Les marges d'exploitation ont atteint 9,5%. Et l'action en Bourse ? Depuis notre vente à environ 17\$, le titre a plus que triplé passant à 60\$ (en date de février 2013). Les analystes prévoient plus de 2\$ de BPA cette année (soit le double du niveau de 2010). Le

titre n'est pas une aubaine (à 30 fois les profits estimés) mais nous pilons sur notre orgueil et continuons de suivre le titre de près. Mais force est d'avouer que j'ai fait preuve l'an dernier d'un manque flagrant de patience.

Médaille d'or : Stericycle

Il y a une dizaine d'années, un collègue gestionnaire m'a parlé avec enthousiasme de la compagnie Stericycle. La compagnie est le leader dans la collecte de déchets médicaux (tout à fait mon genre de business : peu excitante, qui n'attire pas la compétition et qui n'est pas affectée par les changements technologiques). Si la compagnie n'a pas une activité excitante, c'est une toute autre histoire du côté des résultats financiers: sur 10 ans, les revenus annuels sont passés de 400\$ millions à près de 2\$ milliards. Les BPA ont grimpé de 0,55\$ en 2002 à 3,30\$ cette année (un taux de croissance annualisé de 20%). Et le titre est passé de 16\$ à 92\$.

Vous avez noté – avec votre perspicacité habituelle – que le cours-bénéfices du titre était de 29 fois en 2002 et qu'il est de 28 fois en ce moment; le titre s'est toujours transigé à haut P/E. J'ai donc fait une erreur que j'ai malheureusement faite à plusieurs reprises : éviter une compagnie de grande qualité à cause d'une évaluation plus élevée que j'aurais voulu payer. J'ai attendu vainement un meilleur prix... ..pendant une décennie. Il est difficile de trouver une compagnie qui maintient un taux de croissance d'autour de 20% sur une longue période. Quand on la trouve et qu'on a confiance que le futur est prometteur, refuser de payer une légère prime par rapport à la moyenne s'avère bien souvent une erreur coûteuse. Une erreur de près de 500% dans ce cas-ci.

Conclusion : Encore du potentiel pour les actions

Ces dernières années, nous avons régulièrement souligné notre enthousiasme vis-à-vis le marché boursier et encore plus particulièrement vis-à-vis nos entreprises. Nous ne sommes pas des devins boursiers mais nous savons que le potentiel d'appréciation des actions est inversement proportionnel aux évaluations accordées par le marché. De ce côté, les nouvelles sont bonnes : le S&P 500 se transige à seulement 13-14 fois les bénéfices estimés en 2013.

L'autre ingrédient (qui va souvent de pair avec de faibles évaluations) est le pessimisme de la communauté financière. À ce niveau, on ne pourrait demander mieux : depuis 2008, les épargnants fuient allégrement la Bourse. En effet, sur cinq ans, ils ont vendu pour un demi billion (500 milliards) de dollars de fonds d'actions et ont injecté un billion de dollars dans des fonds obligataires.

De plus, l'indice de la confiance des consommateurs aux États-Unis (mon indice "contraire" favori) a terminé l'année à 67 (la normale étant 100) et a même reculé à 59 en janvier. C'est un niveau qu'on retrouve habituellement lors d'une récession.

Cette tendance au pessimisme boursier ne se limite pas seulement aux investisseurs individuels. Bien des investisseurs institutionnels ont aussi passablement réduit leur pondération en actions, aux profits des obligations mais aussi des investissements "alternatifs" (immobiliers, fonds privés, matériaux de base, etc.). Par exemple, les fonds de donation des grandes universités américaines (celles avec plus de 1G\$) ont vu passer leurs poids en actions à 27% comparé à 45% il y a dix ans. Pendant ce temps, la partie fonds "alternatifs" atteint 61%.

Nous croyons que les actions vont représenter la meilleure catégorie d'actif dans les prochaines années, pour la simple raison qu'elle nous semble la plus sous-évaluée.

À nos partenaires

Nous osons croire avec rationalité – en plus de notre optimisme inébranlable – que les compagnies dont nous sommes propriétaires sont exceptionnelles, dirigées par des gens de haut niveau et vouées à un grand avenir. Elles devraient continuer de naviguer avec prouesse dans les eaux parfois troubles de l'économie mondiale. De plus, leurs évaluations boursières sont similaires à celle du S&P 500 et ce malgré de meilleures perspectives de croissance que la moyenne. Le potentiel d'appréciation de notre portefeuille – en absolu et en relatif – nous semble donc excellent.

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. Ainsi, nous aimons certainement réaliser de bons rendements mais cela ne doit pas être au prix d'un risque élevé. Notre approche de favoriser des compagnies au bilan solide et au modèle d'affaire dominant conjugué avec des évaluations boursières raisonnables est centrale dans la gestion du risque de nos portefeuilles.

Bonne année 2013 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 A

Philosophie de placement et de gestion des portefeuilles

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

L'année 2012 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 B

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 Global 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 et les ajouts/retraits de capitaux – les rendements peuvent varier d'un client à l'autre.
- Les rendements antérieurs ne garantissent pas les résultats futurs.
- Les portefeuilles Giverny Canada et Giverny US sont des composantes du portefeuille Giverny Global.
- 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 2012 :
 - Portefeuille Giverny Global : TSX 18% Russell 2000 40% S&P 500 40% MSCI EAFE 2%
 - Portefeuille Giverny US S&P 500 100%
 - Portefeuille Giverny Canada: S&P / TSX 100%
- Les rendements du S&P 500 (en dollars américains) proviennent de Standard & Poors.
- Les rendements des différents indices utilisés à fin de comparaison sont jugés fiables par Giverny Capital. Il est à noter que les effets de fluctuations des devises et de l'inclusion des dividendes sur les rendements des indices sont estimés. Ainsi, malgré ses meilleurs efforts, Giverny Capital ne peut garantir que les informations sont précises et complètes en tout temps.
- Le fiduciaire des portefeuilles Giverny est TD Waterhouse.
- Les états financiers des trois portefeuilles sont vérifiés par Price Waterhouse Coopers (PWC) en fin d'année. Les données utilisées par PWC sont celles fournies par le gardien de valeurs TD Waterhouse. Les rapports des états financiers de PWC sont disponibles sur demande.
- Pour plus de détails, consultez notre site Internet, section des rendements.