



Lettre annuelle aux partenaires 2013



Gabor Szilasi
Giverny - 1998
Collection Giverny Capital Inc.

Giverny Capital Inc. – Lettre annuelle 2013 [©]

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2013, le rendement du portefeuille Giverny a été de +50,2% par rapport à un rendement de +38,9% pour notre groupe indiciel comparatif. Cela correspond à une valeur ajoutée de +11,3%. Le rendement du portefeuille Giverny et celui des indices incluent un gain approximatif de 8% lié à la variation de la devise canadienne.

Depuis le début de la gestion du portefeuille Giverny Global, le 1er juillet 1993, le rendement annuel composé est de +15,5% par rapport à +8,3% pour notre groupe indiciel comparatif. La valeur ajoutée annualisée est donc de +7,2%. Si on exclut la hausse de la devise canadienne (0,9% annuelle), notre portefeuille aurait généré un rendement annuel de +16,6% par rapport à +9,3% 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 2013

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 québécois Gabor Szilasi, intitulée « Giverny ».

Portefeuille Giverny Global : 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%	-0,8%	-2,0%	-17,7%	15,7%
2003	13,6%	14,0%	-0,4%	-17,7%	33,7%	34,1%	-0,5%
2004	1,6%	6,2%	-4,5%	-7,3%	8,3%	13,1%	-4,8%
2005	11,5%	3,6%	7,9%	-3,3%	14,5%	6,7%	7,8%
2006	3,5%	17,0%	-13,5%	0,2%	3,3%	16,8%	-13,5%
2007	-14,4%	-11,6%	-2,8%	-14,9%	-0,3%	2,2%	-2,5%
2008	-5,5%	-22,0%	16,5%	22,9%	-21,5%	-35,4%	13,9%
2009	11,8%	12,2%	-0,4%	-13,7%	27,7%	27,7%	0,1%
2010	16,1%	13,8%	2,3%	-5,3%	21,7%	19,3%	2,5%
2011	7,6%	-1,1%	8,7%	2,2%	5,5%	-2,9%	8,4%
2012	21,2%	12,5%	8,7%	-2,2%	23,4%	14,6%	8,8%
2013	50,2%	38,9%	11,3%	6,9%	42,2%	31,3%	10,9%
Total	1825,9%	415,2%	1410,7%	-17,0%	2226,1%	519,0%	1707,1%
Annualisé	15,5%	8,3%	7,2%	-0,9%	16,6%	9,3%	7,3%

* 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.

*** 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 2013, le portefeuille Giverny US a réalisé +40,6% comparé à +32,4% pour le S&P 500. La valeur ajoutée a donc été de +8,2%.

Depuis le début de ce portefeuille, notre rendement total est de +1894% soit +15,7% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P 500 a réalisé +513% soit +9,2% annualisé. Notre valeur ajoutée annuelle est donc de +6,5%.

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	4,7%	2,1%	2,6%
2012	22,3%	16,0%	6,3%
2013	40,6%	32,4%	8,2%
Total	1893,7%	512,7%	1381,1%
Annualisé	15,7%	9,2%	6,5%

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 sixième 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, sept d'entre elles ont fait mieux que la moyenne des 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 2013, Giverny Canada a réalisé +49,4% comparé à +13,0% pour le S&P/TSX pour une valeur ajoutée de +36,4%.

Depuis 2007, notre rendement total est de +209% soit +17,5% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P/TSX, principal indice canadien, a réalisé +29% soit +3,7% annualisé. Notre valeur ajoutée annuelle est donc de +13,7%.

Année	Giverny Canada	S&P/TSX	+/-
2007	19,7%	9,8%	9,9%
2008	-24,6%	-32,9%	8,3%
2009	28,2%	33,1%	-4,9%
2010	26,7%	17,6%	9,1%
2011	13,5%	-8,7%	22,2%
2012	24,0%	7,2%	16,8%
2013	49,4%	13,0%	36,4%
Total	208,6%	29,3%	179,3%
Annualisé	17,5%	3,7%	13,7%

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

Nos principaux titres canadiens ont très bien fait en 2013. La grande vedette a été Valeant Pharmaceuticals qui a grimpé de 96%. Dollarama (+50%) et MTY Food (+54%) ont aussi bien fait.

Ainsi, pour une sixième année sur sept, le portefeuille Giverny Canada a fait mieux que le TSX. Il est important 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 2013 : Le « triple jeu »

Peter Lynch, un investisseur qui nous a grandement influencés, a souvent souligné l'importance de la patience en Bourse. Il aime dire : « Souvent des années de patience sont récompensées en une seule ». C'est un peu l'impression que nous avons eu en 2013, une année qu'on pourrait qualifier du terme de baseball "triple jeu". Notre rendement de 50% inclut en effet trois composantes:

- Une croissance des bénéfices de nos entreprises de 15% et un dividende moyen de 1%
- Un accroissement du cours-bénéfices boursier moyen de nos titres de 14x à 17x
- Un gain de devise de 8% lié à la baisse du dollar canadien de 0,99\$ à 0,94\$

Nous croyons que le rendement de notre portefeuille en 2013 est justifié: il reflète simplement un juste retour des choses. En effet, nous avons vécu une période, de 2006 à 2009, où nous avons dû composer avec une baisse des cours-bénéfices de nos titres et une forte hausse de la devise canadienne. Comme nous le stipulions dans nos lettres de l'époque, ces deux événements nous semblaient injustifiés par nos analyses fondamentales à long terme.

Il serait bien entendu irréaliste de penser que nous pouvons maintenir les rendements de 2013 dans le futur. Car, à long terme, le facteur numéro un influençant les rendements d'un portefeuille est la croissance de la valeur intrinsèque des compagnies possédées. Par contre, nous croyons que les cours-bénéfices de nos compagnies sont encore au-dessous de leur juste niveau et que le dollar canadien est encore surévalué d'environ 10 à 16%. Dans cette optique, les prochaines années pourraient encore s'avérer des années où nous aurons des récompenses additionnelles à la croissance de la valeur intrinsèque de nos compagnies. Mais pas du même ordre que cette année.

Depuis les débuts de la gestion du portefeuille Giverny, la pierre angulaire de notre philosophie repose sur l'approche fondamentale telle qu'énoncée par Benjamin Graham en 1949 dans le livre « L'investisseur Intelligent ». Nous répétons depuis ses sages paroles: « À court-terme, la Bourse reflète bien souvent les sentiments irrationnels et imprévisibles des investisseurs. Mais, à long terme, la Bourse finit toujours par refléter la valeur intrinsèque des compagnies ».

Au cours des deux dernières décennies, nous avons été témoins d'étranges comportements de la part des investisseurs boursiers (la liste serait trop longue). Mais au bout du compte, l'étrange s'est dissipé et le bon sens s'est imposé. S'il y a une chose que nous avons apprise depuis 1993 est que les modes boursières passent mais les principes fondamentaux perdurent.

Vingt années d'investissement en Bourse

J'ai commencé à gérer le portefeuille Giverny en juillet 1993. Le cap des vingt années d'investissement a donc été franchi cet été. Les résultats sur ces vingt années ont été plus que satisfaisants. Mais plus important encore, j'ai appris plusieurs leçons qui devraient nous être utiles (lire source d'enrichissement) dans le futur. Dans un article publié dans le Journal Les Affaires cet automne, j'ai pris le temps d'énoncer les dix plus importantes leçons boursières que j'ai apprises depuis 1993. Vous trouverez l'article en question en annexe de cette lettre.

Je m'en voudrais de ne pas répéter la plus importante leçon des vingt dernières années d'investissement en Bourse: Il est futile de tenter de prédire la direction des marchés financiers à court terme. Toutes les leçons d'économie et d'analyse financière sont inutiles si on essaie de prédire la Bourse à court terme. Pendant ces vingt ans, nous avons entendu le discours de centaines d'investisseurs justifier le fait qu'ils attendaient d'acheter une belle entreprise ou simplement investir en Bourse parce qu'ils avaient une vue quelconque sur la direction des marchés à court terme. Posséder de superbes entreprises, gérées par des gens solides et acquises à bons prix est la recette gagnante. Le reste n'est que distraction.

La Bourse et le Bridge

Investir en Bourse a des similitudes avec le jeu de bridge. Comme vous le savez probablement, un membre de l'équipe Giverny Capital, Nicolas l'Écuyer, est un grand joueur de bridge (il a été champion canadien à six reprises). Pour réussir au bridge, il faut savoir aborder l'activité avec logique et rationalité. Autre point important: au bridge duplicata, les points marqués ne sont jamais indiqués en absolu mais plutôt relatifs à ce que les autres ont réalisé avec une main identique à jouer. Comme en Bourse, ce qui compte est le résultat relativement à la moyenne.

Nicolas aime dire que deux choses importent au bridge : avoir un plan pour jouer une main et toujours favoriser le jeu qui a les meilleures probabilités de réussite. Le fait qu'une décision en particulier ait fonctionné ou non à un moment précis est sans importance si le processus de réflexion était le bon. En d'autres mots, si un jeu a 75% de chances d'être le bon, il ne faut pas s'en vouloir dans les cas où il ne marche pas (soit une fois sur quatre).

De plus, lorsqu'on joue dans un club de bridge – où souvent des joueurs de divers niveaux de jeu sont présents – il est intéressant de regarder les résultats en fin de soirée. Bien souvent, la meilleure équipe joue pour 60% et la pire pour 40%. La différence n'est pas si grande que ça au fond.

On peut faire rapidement une analogie avec la Bourse : gérer un portefeuille d'actions nécessite un plan précis (une philosophie de sélection de titres) et un processus décisionnel dont les probabilités

sont en notre faveur. Si on regarde l'histoire de la Bourse, à long terme, les actions ont rapporté 10% par année comparé à environ 5% pour les obligations et 3% pour les bons du trésor. Ainsi, être 100% investi en actions est l'approche statistique la plus favorable. Certains vous diront qu'un portefeuille ainsi constitué aura plus de fluctuations et sera plus "risqué". Il est vrai qu'un portefeuille d'actions fluctue, parfois grandement comme nous l'avons vu en 2008-2009, mais il n'est pas réellement "risqué" si on laisse le temps (et les probabilités) faire son œuvre.

En second lieu, il faut accepter la règle du 60-40. Avoir tort 40% du temps est un bon accomplissement dans des domaines comme le bridge mais aussi dans le monde de l'investissement en Bourse. En fait nous avons stipulé il y a plusieurs années dans notre "Règle de trois", qu'il faut accepter qu'une année sur trois nous allons sous-performer les indices et qu'un titre sur trois acquis n'aura pas les résultats escomptés. Si on étudie le tableau des rendements annuels du portefeuille Giverny global, nous pouvons observer que sur vingt années (en excluant la demi-année 1993), le portefeuille a fait moins bien que les indices à six reprises soit un ratio de 30%. D'être conscient avec réalisme de ce fait a une importance vitale : nous serons psychologiquement prêts à vivre avec les inévitables périodes où nous aurons de moins bons résultats que la moyenne.

Il faut donc accepter qu'il est impossible d'être toujours les meilleurs dans cette activité même si la compétence et les efforts sont présents.

Je me répète mais j'ajouterais que la "Règle de trois" n'est pas linéaire et surtout totalement imprévisible. Plusieurs de nos partenaires aimeraient savoir d'avance les années où nous allons sous-performer (pour attendre sur les lignes de côté bien entendu). À long terme, la Bourse finit par refléter la juste valeur des entreprises mais tous les paramètres liés au temps sont inconnus. Peu de gestionnaires et d'investisseurs font mieux que la moyenne à long terme mais, pour y arriver, une qualité est – selon nous – essentielle : l'humilité. L'humilité de reconnaître qu'on ne peut pas prévoir la Bourse et l'économie. Mais aussi l'humilité de reconnaître qu'on ne sait pas d'avance quand nos titres, en particulier ou dans leur ensemble, vont mieux faire que les indices.

Nicolas stipulerait ainsi qu'une des clés pour réussir au bridge est de jouer souvent pour laisser les probabilités prendre le dessus sur le hasard à court-terme. La persévérance l'emporte éventuellement sur la chance.

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 le terme qu'a inventé Warren Buffett : bénéfices propres (*owner's earnings*). 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 16% (15% 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 2013 est un reflet adéquat de leur réalité économique. De leurs côtés, nos titres en Bourse ont réalisé une appréciation d'environ 42% (sans l'impact des devises).

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%	7%	16%	9%
2013	16%	42%	26%	9%	32%	23%
Total	867%	903%	45%	259%	317%	58%
Annualisé	13,4%	13,7%	0,3%	7,4%	8,3%	0,9%

* 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 867% – soit un accroissement par un facteur de presque dix fois – et ont vu leur titre augmenter de 903% (sans effet de devise). Sur une base annualisée, nos compagnies ont crû leur valeur intrinsèque de 13,4% par année et leurs titres en Bourse ont réalisé 13,7% annuellement. La similitude entre les deux chiffres n'est pas le fruit du hasard. Pendant cette même période, les compagnies du S&P 500 ont augmenté leur valeur intrinsèque de 259% et ont vu leurs actions grimper de 317% soit 7,4% et 8,3% annuellement.

Les performances boursière et corporative sont rarement synchronisées sur une année solaire (le tableau ci-haut en témoigne). Mais plus le temps avance, plus le synchronisme s'affirme.

Sur 18 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.

La saveur du jour 2013

Plusieurs actifs financiers que nous avons soulignés comme « saveur du jour » ces dernières années ont tourné au vinaigre en 2013. Les obligations gouvernementales ont baissé de valeur alors que les taux d'intérêt ont augmenté. Le prix de l'or a chuté de 34% depuis son haut de 2011. Et, plus pertinent

pour nous, le dollar canadien a aussi amorcé un retour sur Terre. Même le prix élevé des maisons au Canada semble montrer des signes de retour vers un niveau plus économiquement logique.

Où donc maintenant trouvons-nous de la popularité (et donc du danger)? Nous en voyons dans un nouveau groupe de compagnies technologiques. Une bonne douzaine d'années se sont écoulées depuis le crash de la bulle techno en 2000-2002 et une nouvelle génération de jeunes investisseurs – ou de plus vieux avec une "jeune mémoire" – s'amourachent à nouveau de compagnies au futur prometteur et au haut P/E. Aux Facebook et LinkedIn, on pourrait aussi inclure dans le lot, des compagnies comme Netflix et Tesla Motors (la fabuleuse compagnie de voitures électriques). Ce sont toutes des compagnies remarquables avec à leur tête des fondateurs exceptionnels; Par contre, en Bourse, cela ne garantit pas de bons rendements lorsqu'on paie de hauts prix. Avec un P/E moyen de 100 fois pour ces quatre titres, la prudence nous semble de mise. Voici un petit tableau du nouveau « Fantastic Four »:

Compagnie	Cours¹	BPA 2014	P/E 14
Facebook	68 \$	1,25 \$	55
Netflix	446 \$	4,10 \$	109
LinkedIn	204 \$	1,58 \$	129
Tesla Motors	245 \$	1,90 \$	129
Moyenne			105

Et on pourrait dire quelques mots sur l'arrivée de Twitter en Bourse le 7 novembre dernier. Le titre s'est envolé (!) rapidement et se transige en Bourse à une valeur de 30 milliards de dollars (G\$)¹. La compagnie n'est pas profitable (je ne pouvais donc pas l'inclure dans le tableau ci-haut). Les analystes prévoient 1,2G\$ de revenus en 2014. Ainsi, théoriquement, si la compagnie était capable de réaliser des marges nettes après impôts de 25%, elle réaliserait 300 millions de dollars (M\$) de profits. À sa valeur actuelle, le taux de capitalisation de ces profits théoriques est donc de 100 fois. Comme pour les quatre titres mentionnés précédemment, nous préconisons une grande prudence.

Post-mortem quinquennal: 2008

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 2008 avait été tumultueuse. En fait, l'adjectif est modeste; jamais nous n'avons vu autant de pessimisme qu'en fin 2008 et début 2009. À un point tel que plusieurs remettaient en cause la survie même du capitalisme. Peter Lynch aimait dire que l'organe le plus important en Bourse n'est pas le cerveau mais l'estomac. D'avoir le bon tempérament vis-à-vis les cotes boursières fut capital durant la crise de 2008-09. Nous avons été témoins de comportements incroyablement irrationnels de la part de plusieurs investisseurs, certains pourtant fort aguerris.

De notre côté, nous n'avons évidemment pas paniqué; Nous sommes restés 100% investis en actions et nous en avons même profité pour faire des achats. Nous avons aussi tenté – avec peu de succès – de rallier des investisseurs à notre enthousiasme. Nous avons libellé le niveau de la Bourse d'alors comme « L'Occasion d'une génération ». Je fus interviewé dans la Presse du 14 février 2009 en exprimant haut et fort mon excitation devant les nombreuses aubaines. Nous avons même créé un site web pour promouvoir l'achat d'actions en Bourse (www.occasiongeneration.com) et avons organisé

¹ En date du 28 février 2014

une tournée de conférences à travers la province. Ce fut si populaire que nous avons dû annuler plusieurs d'entre elles faute de participants.

Achat de 2008 : Omnicom

Nous avons acquis des actions d'Omnicom en 2008 à \$24. La plus importante firme de publicité au monde était dans notre mire depuis probablement 15 ans. Et en 2008, nous l'avons acquise à environ sept fois les profits, un niveau correspondant probablement au tiers de sa juste valeur. Nous avons détenu le titre pendant cinq ans et l'avons vendu cette année à 64\$ alors que la compagnie annonçait sa fusion avec Publicis. Nous avons donc réalisé un gain de 167% pour un investissement dont le risque intrinsèque était minime. En fait, le titre nous paraît encore sous-évalué aujourd'hui mais nous avons préféré déployer le capital dans une autre compagnie qui nous semble encore plus sous-évaluée.

Les erreurs de 2008

En 2008-09, il y avait des titres boursiers extrêmement sous-évalués. Plusieurs titres se transigeaient au tiers, voire au quart, de leur juste valeur. Certains de nos propres titres comme Carmax, Disney, American Express et Wells Fargo ont baissé à des niveaux exceptionnellement attrayants. Nous avons fait quelques achats mais pas au degré que nous aurions dû. Nous aurions fait preuve de fortitude (et de courage) si nous avions vendu certains de nos *blue chips* plus stables comme Johnson & Johnson, Wal-Mart et Procter & Gamble pour acheter de telles opportunités. Vendre un titre valant un dollar se transigeant à 66 cents pour acheter un autre titre de valeur similaire mais se transigeant à 33 cents est une transaction intelligente. Il est inutile d'être plus sévère qu'il ne faut avec nos décisions de placement mais il reste que notre manque d'opportunisme nous a certainement coûté une dizaine de pourcent de rendement dans les dernières années.

Malgré tout, le portefeuille Giverny Global a réalisé un rendement total de 141% depuis le 1^{er} janvier 2008 (soit avant le début de la grande baisse de l'automne 2008-printemps 2009). Cela se compare à un rendement total de 54% pour nos indices de référence.

Nos compagnies

« Dans mes livres, j'ai toujours mis l'emphase sur l'importance de l'équipe de direction dans le choix des compagnies... malgré cela, je ne l'ai pas assez fait »

- Philip A. Fisher

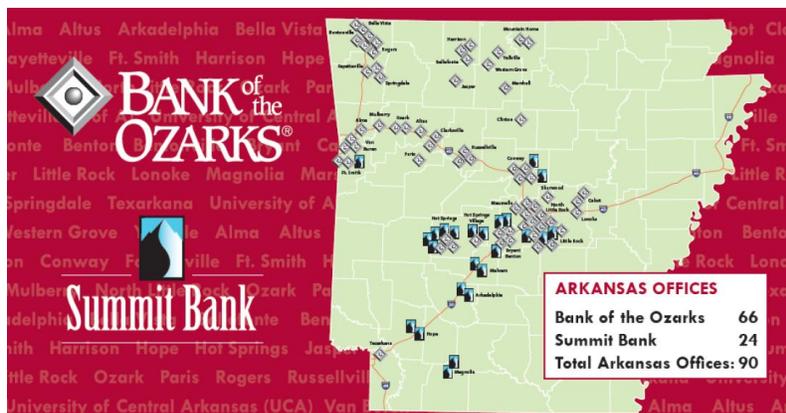
Bank of the Ozarks (OZRK, 57\$)

L'année 2013 a été – encore une fois – exceptionnelle pour Bank of the Ozarks, notre banque de Little Rock (Arkansas). Elle a réalisé des BPA de 2,41\$, en hausse de 9%. Voici les faits saillants de 2013 :

- Le ratio d'efficacité (une mesure de sa structure de coût) a été un impressionnant 46%.
- Le rendement de l'actif a été de 2,04%.
- Le ratio d'actifs à problème est passé de 0,57% à 0,43%.
- Le bilan continue de se solidifier : le ratio de l'avoir propre sur les actifs est de 13%.
- Ozarks a complété l'acquisition de First National Bank of Shelby, basée en Caroline du Nord.
- En décembre, Ozarks a acquis Bancshares, basée à Houston (TX).
- Les dépôts ont augmenté de 20% à 3,7G\$.

- En tout, les actifs ont crû de 18,5% à 4,8G\$.

De plus, à la fin janvier 2014, la compagnie a annoncé l'acquisition de Summit Bancorp, Inc. Cette banque a 1,2G\$ d'actifs par l'entremise de ses 24 succursales en Arkansas. Cette acquisition augmente la présence d'Ozarks à 90 succursales dans cet état (voir la carte ici-bas). Avec toutes les acquisitions réalisées en 2013, Bank of Ozarks a maintenant dépassé les 6,3G\$ d'actifs.



Depuis notre achat en 2006, les BPA ont augmenté de 154% soit à un taux de croissance annuel composé de 14%. Peu de banques peuvent se vanter d'une telle performance dans le contexte difficile des dernières années. En fait, lors des trois dernières années, Bank of the Ozarks a été nommée la banque la plus performante aux États-Unis par le magazine *Bank Director*. Les perspectives de croissance nous semblent toujours excellentes.

Berkshire Hathaway (BRK.B, 119\$)

La compagnie dirigée par le légendaire Warren Buffett a connu une autre excellente année en 2013. Il est difficile de mesurer précisément l'augmentation de la valeur intrinsèque de la compagnie cette année mais nous croyons que c'est de l'ordre de 18% (en ligne avec la croissance de la valeur comptable). Le plus bel actif de Berkshire est le "float" des primes d'assurance de 77G\$ (l'argent des primes d'assurances conservé jusqu'aux réclamations). Comme les activités de ventes d'assurance sont profitables (le ratio de souscription est sous les 100%), ce "float" est obtenu gratuitement. Quoi de mieux que d'avoir des dizaines de milliards de dollars sans frais d'intérêts dans les mains du meilleur investisseur de l'histoire du capitalisme? Si M. Buffett réalise un rendement de 10% sur ce capital, c'est 8G\$ de profits annuels, avant impôts, qui sont générés pour les actionnaires. À notre avis, juste cette activité de Berkshire vaut à elle seule près de 80G\$ (soit 34\$ par action).

Selon nous, le titre de Berkshire est encore sous-évalué en Bourse. L'âge avancé de M. Buffett doit jouer dans la balance. Nous croyons que la compagnie est devenue la plus solide entreprise au monde et elle sera tout à fait apte à survivre au génie qui a composé cette symphonie du capitalisme qu'est Berkshire (quoique, tout comme M. Buffett, nous souhaitons ce jour bien lointain dans le futur). Nous ne savons pas quand évidemment mais nous croyons qu'un jour le titre se transigera en Bourse à un niveau plus juste par rapport à sa valeur intrinsèque.

Buffalo Wild Wings (BWLD, 147\$)

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 quatre ans et avons été grandement récompensé à ce jour. La compagnie a augmenté ses revenus de 22% en 2013 et ses BPA de 24%.

En début d'année 2014, la compagnie a franchi le cap des 1000 restaurants (environ 560 sont franchisés). Nous croyons que les perspectives de croissance sont encore excellentes.

Cabela's (CAB, 67\$)

Nous avons acquis des actions de Cabela's en cours d'année. La compagnie exploite une importante chaîne de magasins d'articles de plein air, de chasse et de pêche. Quoiqu'elle existe depuis 50 ans, Cabela's a fait son entrée en Bourse il y a une dizaine d'années. Jean-Philippe – un fervent amateur de chasse et pêche – et moi suivons la compagnie depuis.

La compagnie a récemment adopté un modèle d'affaire plus performant ce qui a attiré notre attention. En effet, en réduisant la surface de ses nouveaux magasins, Cabela's améliore significativement son rendement de l'avoir des actionnaires (les profits par pied carré sont 62% plus élevés que pour ses magasins traditionnels). Par le fait même, la compagnie a mis en place un ambitieux programme d'expansion du nombre de ces magasins à plus petites surfaces. Cabela's n'a que 3,6% de part de marché et pourrait doubler ou même tripler ce chiffre dans la prochaine décennie.



Le magasin Cabela's de Louisville, Kentucky

En 2013, les ventes comparables ont augmenté de près de 4%, les revenus ont crû de 16% à 3,6G\$ et les BPA de 22% à 3,32\$. Nous croyons que la compagnie a une marque de commerce fort solide et que les perspectives de croissance à long terme sont excellentes.

Carmax (KMX, 47\$)

L'exercice financier de Carmax se termine à la fin février. Nous prévoyons pour l'exercice 2013-2014 une croissance de 15% des ventes et des BPA. La compagnie a maintenant 124 magasins aux États-Unis mais n'a qu'environ 3% de parts de marché dans la vente de voitures usagées. Carmax prévoit ouvrir de 10 à 15 magasins par an dans les prochaines années.

Nous sommes actionnaires depuis 2007. Nous avons acquis nos actions à 21\$. Le titre avait ensuite reculé de 67% durant la crise (de telles choses arrivent à la Bourse). Pourtant, Carmax est restée profitable en 2008 et en 2009. Notre patience a été récompensée: la compagnie a réalisé en 2013 des

BPA correspondant à deux fois et demie le niveau de 2007 (soit un taux de croissance annualisé de 18%). Et le titre en Bourse a suivi – au bout du compte – la croissance des BPA.

Disney (DIS, 76\$)

Disney a connu une autre excellente année en 2013: Les BPA ont grimpé de 16% et l'action en Bourse s'est appréciée de 50%. Robert Iger continue d'être – selon nous – un des meilleurs PDG aux États-Unis. Nous avons acquis nos actions de Disney la journée même où M. Iger avait été nommé PDG en septembre 2005. Depuis son arrivée à la barre de Disney, la valeur boursière de l'entreprise a augmenté de 200% soit 150% de plus que la performance du S&P 500 durant la même période. La différence pour les actionnaires est une valeur ajoutée de 70G\$ (oui oui, je tiens à le répéter 70 milliards de dollars). Nul besoin de vous souligner combien M. Iger est une aubaine pour les actionnaires de Disney. Pour notre plus grand bonheur, Disney a annoncé en cours d'année que M. Iger avait décidé de reporter de dix-huit mois sa retraite. Il demeura en poste jusqu'en juin 2016. Ouf!



Robert Iger, PDG de Disney

Dollarama (DOL-T, 88\$)

Il y a quatre 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 des meilleurs hommes d'affaires au Canada. Le titre a très bien fait depuis, ayant quadruplé.

Après trois trimestres en 2013 (son exercice financier se termine le 31 janvier), les revenus étaient en hausse de 14%, les ventes comparables en hausse de 5% et les BPA en hausse de 22%. Le mois de décembre a été un peu plus difficile à cause de la température peu clémente. Aussi, la baisse du dollar canadien pourrait avoir un léger impact sur le niveau des marges brutes en 2014. Dollarama a maintenant plus de 800 magasins au Canada. Elle prépare aussi une expansion à l'international. Nous croyons que les perspectives à long terme restent excellentes et conservons nos actions.

Fastenal (FAST, 47\$)

Fastenal a connu une année un peu plus difficile. Les revenus et les BPA n'ont augmenté que de 6%. La bonne nouvelle est que la majorité de cette croissance est organique (le nombre de magasins a augmenté de 1%). Après quelques années de forte croissance, le nombre de machines automatisées installées aux troisième et quatrième trimestres a baissé par rapport à 2012.

Nous sommes actionnaires de Fastenal depuis plus de 15 ans maintenant et avons été grandement récompensés. En 2013, les BPA ont été huit fois supérieurs à ceux réalisés en 1998, soit un taux de croissance annualisé de 15%. Nous sommes toujours de grands admirateurs de la culture de l'entreprise et de ses dirigeants.

Google (GOOG, 1121\$)

Google a connu une très bonne année 2013. Les revenus ont grimpé de 19% et les BPA (ajustés) de 12%. La compagnie semble donc avoir réussi à stabiliser son niveau de marges d'exploitation. La transition d'une partie des revenus provenant de l'Internet traditionnel vers le mobile semble donc se faire plus harmonieusement.

La compagnie continue de dominer le segment des moteurs de recherche web. De plus, son système d'exploitation pour appareils mobiles, Android, continue de gagner des parts de marché. Google est un poids un peu plus faible qu'il devrait dans notre portefeuille car nous apprécierions une meilleure gestion des capitaux excédentaires. À part cette facette, Google nous semble une compagnie exceptionnelle.

IBM (IBM, 188\$)

En 2013, les revenus d'IBM ont légèrement fléchi (en devise constante). Malgré cela, les BPA ont crû de 12%. La vente d'équipements informatiques continue de représenter une part toujours plus faible des revenus (la compagnie a annoncé en plus la vente de sa division de serveurs x86 à Lenovo en début d'année 2014).

La dominante compagnie de services informatiques gère brillamment son capital, ce qui est la raison principale pour laquelle nous sommes devenus actionnaires. De plus, le titre ne se transige qu'à environ 10 fois les bénéfices prévus en 2014 ce qui nous semble un niveau hautement sous-évalué.

LKQ Corp (LKQ, 33\$)

Nous avons investi dans LKQ en 2012. Basée à Chicago, LKQ est une compagnie qui remet à neuf des pièces d'automobiles. Ces pièces sont principalement destinées à la réparation de voitures endommagées. La compagnie est devenue leader dans son industrie par une combinaison de prix inférieurs aux pièces d'origine (ce qui fait le bonheur des compagnies d'assurance) et son réseau de distribution sans égal. LKQ s'est diversifiée en Europe ces dernières années par des acquisitions au Royaume-Uni, en Belgique, en France et aux Pays-Bas.

De 2008 à 2013, les revenus ont crû à un taux annualisé de 22% en passant de moins de 2G\$ à plus de 5G\$ cette année. En 2013, les BPA ont été en hausse de 22% par rapport à l'an dernier. Nous croyons que la compagnie a toujours d'excellentes perspectives de croissance.

M&T Bank (MTB, 116\$)

M&T Bank a augmenté ses BPA de 10% en 2013 à 8,66\$. Le rendement de l'actif a atteint 1,5% et le rendement de l'avoir 18%. La fusion avec Hudson City Bancorp prend un peu plus de temps que prévu. Une fois réalisée, nous croyons que cette acquisition sera grandement bénéfique pour M&T.

Robert Wilmers dirige M&T depuis 1983 et fait un travail phénoménal. Même s'il est âgé de 79 ans, nous souhaitons qu'il demeure PDG de la banque de Buffalo encore longtemps. Je m'en voudrais de ne pas ajouter que je vais souvent à Buffalo et je suis à même de constater que M&T joue un rôle de premier plan dans la communauté de cette ville du Nord des États-Unis.

Mohawk Industries (MHK, 149\$)

Parlant de PDG phénoménal, celui de Mohawk, Jeffrey S. Lorberbaum, est aussi dans cette ligue. Il a su faire naviguer avec prouesse l'entreprise de Calhoun, GA – un leader dans le monde de recouvrement de planchers – à travers la tempête du marché de l'immobilier résidentiel aux États-Unis de 2006 à 2011. La compagnie a amélioré son bilan, fait des acquisitions à bons prix et réduit substantiellement sa structure de coûts. L'année 2013 a été une année exceptionnelle : les revenus ont crû de 27% et les BPA ajustés de 45% à 6,90\$. Les acquisitions de Marazzi, Pergo et Spano ont contribué fortement à cette croissance.

Nous avons dû faire preuve de patience avec Mohawk mais nous avons été finalement récompensés, le titre ayant plus que doublé depuis notre premier achat il y a plus de six ans.

MTY Food Group (MTY-T, 34\$)

MTY a crû ses BPA ajustés de 15% en 2013. De plus, la compagnie a réalisé d'importantes acquisitions, la plus significative étant celle d'Extreme Brandz. Cette dernière a environ 235 Extreme Pita et plus de 70 restaurants Mucho Burrito au Canada et aux États-Unis. Les 40 établissements aux États-Unis seront les premiers restaurants de MTY sur le territoire américain. MTY débute donc son expansion américaine (tant attendue).



Le Mucho Burrito du Bay Adelaide Centre à Toronto

Nous sommes actionnaires de MTY depuis six ans. De 2007 à 2013, les BPA ajustés sont passés de 0,51\$ à 1,50\$ soit un accroissement de près de 200%. Nous restons de grands admirateurs de Stanley Ma, le PDG de MTY et croyons que les perspectives à long terme sont toujours excellentes.

O'Reilly Automotive (ORLY, 129\$)

O'Reilly a connu une autre excellente année 2013: Les revenus ont grimpé de 8%, les ventes comparables de 4% et les BPA de 27%. La hausse des BPA a été amplifiée par le fait que la compagnie a racheté environ 10% de ses actions en circulation en 2013.

Depuis notre achat à l'été 2004, les BPA ont plus que quintuplé (soit l'équivalent d'un taux de croissance de 21% par année). Et le titre a été multiplié par six fois en Bourse. Difficile de ne pas être grandement satisfait de cet investissement.

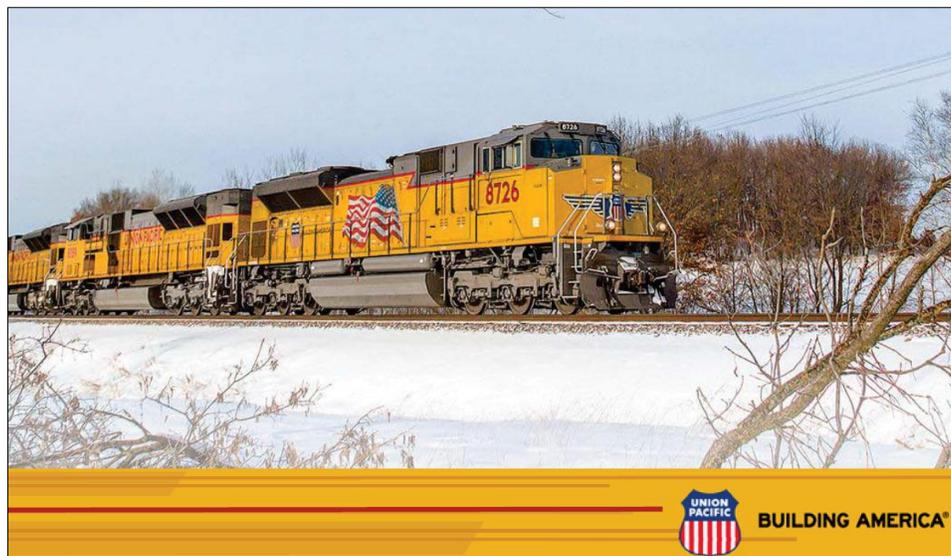
Precision Castparts (PCP, 269\$)

Precision Castparts conçoit des composantes métalliques complexes destinées principalement à l'industrie aérospatiale. La compagnie est un leader dans son marché et nous semble posséder des avantages compétitifs extrêmement solides. Cela se reflète dans le niveau de ses marges nettes après impôts de 18% : pour une entreprise industrielle, c'est un niveau exceptionnel.

L'année 2013 a été excellente : les BPA ont progressé de 26%. Nous prévoyons des revenus autour de 11G\$ en 2014 et des bénéfices nets approchant les 2G\$ (environ \$14 par action). Nous aimerions que le titre ait un P/E plus attrayant et c'est la raison pour laquelle nous n'avons pas un poids plus important dans nos portefeuilles!

Union Pacific (UNP, 168\$)

Union Pacific a connu une excellente année. Les BPA ont grimpé de 14% en 2013 et nous prévoyons une croissance similaire en 2014. Le facteur le plus important pour les actionnaires d'Union Pacific est la capacité de la compagnie d'augmenter ses prix. En 2013, elle a augmenté ses prix de 3,75% soit un niveau supérieur à l'inflation. Ses coûts ont augmenté de moins de 1%. Ainsi, son ratio de coût d'exploitation est passé de 67,8% en 2012 à 66,1%. La compagnie vise le niveau de 65% à moyen terme. La compagnie a aussi augmenté son dividende de 19%. UP a aussi racheté pour plus de 2G\$ de ses actions. Ainsi, tout roule (!) pour notre compagnie de chemin de fer d'Omaha.



Valeant Pharmaceuticals (VRX, 117\$)

Ce fut une autre année de forte croissance pour l'entreprise pharmaceutique de Laval. La compagnie a réalisé plusieurs acquisitions, la principale étant Bausch & Lomb. Valeant a une comptabilité complexe mais nous croyons que les BPA ajustés ont été de 6,24\$ en 2013 comparés à 4,51\$ en 2012, une hausse de 38%. L'année 2014 s'annonce aussi très solide avec une croissance anticipée dépassant les 30%. Depuis notre achat il y a deux ans, le titre a très bien fait en Bourse ayant presque triplé.

L'industrie pharmaceutique n'est pas facile à prévoir et à analyser. La raison derrière cet investissement est simple: Nous admirons grandement le PDG de Valeant, Michael Pearson.

Visa (V, 222\$)

Visa a connu une autre année exceptionnelle. Les revenus ont augmenté de 13% et les BPA de 21% (un taux de croissance amplifié par le fait que la compagnie a racheté environ 5% de ses actions). Notre achat de Visa il y a trois ans – après la forte chute de l'action en Bourse – a donc été, à ce jour, fort enrichissant: le titre a triplé depuis.

Wells Fargo (WFC, 45\$)

Wells Fargo a connu une autre excellente année. Les BPA ont grimpé de 16% à 3,89\$, soit à un niveau record. Nous estimons en fait que les BPA ajustés de Wells Fargo – en tenant compte de certains amortissements d'intangibles – ont atteint 4,08\$. Les charges pour mauvais prêts et les réserves pour pertes futures ont diminué significativement. Ainsi, le rendement de l'actif a été de 1,51% et le rendement de l'avoir de 13,9%. La compagnie a augmenté son dividende de 31% en 2013.

Pour 2014, nous prévoyons des BPA ajustés de 4,45\$. Ainsi, le titre nous semble encore fortement sous-évalué.

Le podium des erreurs

« C'est impossible de vivre une vie convenable sans faire plusieurs erreurs. En fait, un truc dans la vie est de devenir une personne qui peut supporter les erreurs »

- Charlie Munger, vice-président de Berkshire Hathaway

Comme le veut la tradition "gouvernementale", voici nos trois médailles annuelles pour les "meilleures" erreurs de 2013 (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 : Tripadvisor

Comme vous pouvez imaginer, je passe une bonne partie de l'année sur la route à visiter des entreprises, aller à des conférences et aussi rencontrer des partenaires (qui sont de plus en plus nombreux aux États-Unis). Ayant eu toutes sortes d'expériences hôtelières aux cours des dernières décennies, j'aime bien pouvoir choisir des hôtels qui sauront rendre mes séjours agréables. Il y a quelques années, j'ai découvert le site Internet Tripadvisor. Je suis devenu un fidèle utilisateur. Pour paraphraser une publicité d'American Express, je ne pars jamais à l'étranger sans valider sur Tripadvisor auparavant. La compagnie possède aussi le fort utile site web seatguru.com qui permet de bien choisir un siège dans n'importe quel vol d'avion commercial.

Tripadvisor est venue en Bourse en fin 2011. J'ai lu le prospectus et été impressionné par leur performance financière. Malheureusement, l'action a rapidement grimpé à \$45 et se transigeait alors à 30 fois les profits. Mais, à l'automne 2012, le titre a reculé de 33% à \$30 et j'ai songé sérieusement à en acheter. Le P/E me semblait raisonnable (20x) pour une compagnie avec une marque de commerce dominante et qui croît à 20% par année. Mais – comme trop souvent – j'ai préféré attendre un prix encore plus intéressant. Et le titre a grimpé de 180% en un an et se transige aujourd'hui à \$84. C'est bien dommage que je n'ai pas converti mon admiration en profits: cela aurait payé pour quelques hôtels cinq étoiles...autant pour vous que pour moi.

Médaille d'argent : Buffalo Wild Wings

Vous serez étonnés de retrouver Buffalo Wild Wings dans la section des erreurs. Nous avons quadruplé notre argent depuis que nous sommes actionnaires. Difficile de demander mieux? Et pourtant.

En milieu d'année 2012, la compagnie a connu un trimestre décevant car le prix des ailes de poulet avait augmenté substantiellement, affectant le niveau des marges brutes. Évidemment, avec sa myopie typique, Wall Street a puni l'action qui a reculé de 24% en quelques mois.

Nous avons environ une pondération de 2% du portefeuille dans le titre à ce moment-là. Nous songions alors à doubler notre participation, croyant que le problème des marges serait temporaire. Je suis alors allé à Minneapolis rencontrer la haute direction de BWW pour faire le point. J'ai été (à nouveau) fort impressionné par leur vision et leur plan de match. Je suis revenu convaincu de non seulement conserver nos actions mais que nous devrions en acheter d'autres. Mais je n'ai pas agi sur cette conviction et dès que le titre a recommencé à grimper, j'ai préféré attendre. En seulement quinze mois, le titre a doublé en Bourse. Si nous avions eu le double du poids dans le titre, nous aurions encore plus été récompensés que nous l'avons été cette année.

Médaille d'or : Church & Dwight

Church & Dwight est une compagnie qui fut d'abord connue pour sa marque Arm & Hammer (le soda à pate ou la "petite vache" qu'on place dans le réfrigérateur pour capter les odeurs). Il y a une quinzaine d'années, la compagnie a décidé d'établir un plan de croissance ambitieux en développant de nouveaux produits Arm & Hammer et en réalisant des acquisitions. En 2001, la compagnie a réalisé sa plus brillante acquisition en achetant la division de produits de consommation de Carter-Wallace. Cette division comportait entre autres les marques Trojan (les fameux condoms), Nair (un produit pour éradiquer les poils superflus) et First Response (test de grossesse).

Dès 2003, j'ai pu observer le succès de cette stratégie: en seulement cinq ans, les BPA étaient passés de 0,26\$ à 0,62\$. Le titre se transigeait alors à \$11 (soit à un P/E de 19x). J'espérais alors que le titre baisse à un niveau plus intéressant ce qui ne s'est jamais réellement produit. En 2013, la compagnie a réalisé des BPA environ 2,89\$; elle a donc crû à un taux annualisé de 17% durant la dernière décennie. Et l'action se transige aujourd'hui à \$61, un gain de 455% en 10 ans (19% sur une base annuelle). Non seulement le P/E n'a pas baissé, il a augmenté.

Ce fut une grande erreur car, en premier lieu, je comprenais très bien la nature des produits de l'entreprise (si vous me permettez un jeu de mots facile, Trojan est une *repeat business* idéale). De plus, après avoir suivi la compagnie de près durant cinq ans, j'avais été à même de constater en 2003 combien les dirigeants de l'entreprise étaient brillants et dédiés à enrichir les actionnaires. Je n'ai pas tellement d'excuse intelligente à vous présenter: cette erreur est certainement de calibre or.

Conclusion: l'hypothétique gène manquant!

Nous avons traité à maintes reprises aux cours des années de l'importance d'avoir la bonne attitude envers les fluctuations boursières pour réaliser des rendements supérieurs à la moyenne. Nous aimons citer à répétition les sages paroles du grand gestionnaire John Templeton: « Il est impossible d'avoir de meilleurs rendements que les autres, sans faire quelque chose de DIFFÉRENT des autres ». Ce quelque chose de différent, selon nous, c'est d'être capable d'acheter des actions sans être affecté par les opinions et le comportement des autres investisseurs.

Au cours des vingt dernières années, nous avons été à même de constater combien peu de participants boursiers y arrivent. Warren Buffett a même dit il y a quelques années que la capacité d'avoir la bonne attitude vis-à-vis les cotes boursières semble innée et peut être difficilement acquise même avec une vaste expérience (ni avec de bons arguments). Cette déclaration nous a fait réfléchir et poussé vers une autre voie de réflexion.

Clairement, la capacité de faire mieux que la moyenne n'est pas seulement liée à l'intelligence, au travail ou même aux ressources financières (si c'était le cas, toutes les grandes institutions y arriveraient). Nous en sommes venus à conclusion que les rares investisseurs capables de faire mieux que la moyenne sur une longue période auraient quelque chose que les autres n'ont pas. En fait, au contraire, il leur manquerait quelque chose: un hypothétique "gène tribal". Comme animal, notre code génétique s'est construit sur des centaines de milliers d'années. L'objectif numéro un de notre anatomie évolutive est la survie. Comme humain, nous avons appris tôt (il y a plus de 200 000 ans) à vivre en tribu comme mode de protection. Suivre la tribu, est devenu un instinct enraciné au plus profond de notre être. Cet instinct est inconscient et extrêmement puissant, principalement dans les moments de crise où notre survie semble en jeu. Ainsi, quand les actions plongent et que les gens autour de nous vendent en panique, il est quasi impossible pour un humain au code génétique intact de résister à la tendance de suivre la tribu vers les zones de protection (dans ce cas-ci, l'argent liquide).

De nos observations, totalement empiriques, il semble que certains membres de l'espèce soient immunisés à l'appel de la horde. Ils sont capables d'aller à gauche quand quasi tout le reste de la tribu va à droite. Leur attitude ne serait pas influencée par le comportement de la tribu. Leur code génétique semblerait ainsi être édifié sans le "gène tribal". Il est difficile d'évaluer quel pourcentage des humains ont cette particularité mais c'est une minorité. Et ce sont probablement ceux qui éventuellement deviennent des créateurs (artistes, scientifiques, écrivains, entrepreneurs, etc.). Car l'acte de création nécessite la capacité de faire du nouveau, de tracer une nouvelle voie, différente des autres. Créer c'est inscrire où il n'y avait auparavant rien. Créer c'est l'antonyme de suivre.

Une telle théorie – qui est quasi impossible à prouver – pourrait sonner comme de l'arrogance mais ce n'est pas notre objectif. Nous sommes simplement en quête de compréhension.

Évidemment, en toute subjectivité, nous croyons à Giverny Capital que nous sommes affligés par cette absence génétique. Cette réflexion nous permet d'apporter une possible réponse à la question de pourquoi nous n'avons pas paniqué durant la crise de 2008-09 et étions capables de rester optimistes quand quasi tous les autres cherchaient refuge. Il y a plusieurs décennies, Warren Buffett a dit à des étudiants: « Pour réussir en Bourse, soyez prudents quand les autres sont agressifs et agressifs quand les autres sont prudents ». Une simple phrase qui capture l'essence du succès boursier.

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, pour les années à venir, 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 (et y avons pris goût) 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 conjuguée avec des évaluations boursières raisonnables est centrale dans la gestion du risque de nos portefeuilles.

Toute l'équipe de Giverny Capital vous remercie.

Bonne année 2014 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

LES AFFAIRES numéro du 26 octobre 2013

point de vue

Des leçons de 20 ans d'investissement en Bourse

PAR FRANÇOIS ROCHON,
EXPERT INVITÉ

J'ai commencé à gérer le portefeuille Giverny Capital en juillet 1993. Ainsi, cet été, le cap des vingt années d'investissement en Bourse a été franchi. Les résultats sur ces vingt années ont été plus que satisfaisants. Mais plus important encore, j'ai appris plusieurs leçons qui devraient être utiles dans le futur. Voici les dix principales.

10- Investir en Bourse n'est pas un jeu

Investir en Bourse est l'activité d'acquérir des participations dans des entreprises. Ce n'est pas un jeu. Ceux qui approchent la Bourse comme s'ils étaient au casino, obtiennent au bout du compte les résultats des joueurs de casino...

9- Battre le marché: plus dur que ce que la majorité pense

C'est bien connu, la grande majorité des investisseurs n'arrivent pas à battre le marché. Même les gestionnaires professionnels, dans l'ensemble, n'y arrivent pas (parce qu'ils *sont* le marché). Mais il existe des investisseurs qui sont capables d'y arriver et ce sur une longue période de temps. Selon mon expérience, cela nécessite une dévotion totale à l'art d'investir en plus de posséder le bon tempérament vis-à-vis les fluctuations boursières.

8- Les résultats à court terme peuvent être dus autant par la chance que par le talent

La plupart des grands investisseurs que je connais, en moyenne, ont sous-performé le marché une année sur trois. Les résultats sur quelques années ne veulent souvent pas dire grand-chose. Par contre, à long terme, la chance tend à s'annuler et les principes d'investissement solides l'emportent. La patience est donc une qualité clé pour réussir en Bourse.

7- Plus une industrie change, plus risquée elle est!

Je suis stupéfait de constater combien de compagnies de haute technologie dominantes dans les années 1990 n'existent plus aujourd'hui (ou ont vu leur action chuter de 80%). Les industries qui changent vite sont une bénédiction pour les consommateurs mais pas pour leurs actionnaires. La durabilité du modèle d'affaire d'une entreprise a une grande valeur.

6- Méfiez-vous des nouvelles émissions!

Les nouvelles émissions sont populaires à la fin de chaque "bull market". Il est vrai que certaines nouvelles émissions font bien (nous avons acheté des actions de Dollarama quand elle est venu en Bourse et ce fut un excellent placement). Mais la majorité d'entre elles font moins bien que la moyenne. La raison est simple : le prix est souvent fixé à un niveau avantageux pour le vendeur et non pour l'acheteur.

5- La plupart des gens font la mauvaise chose au mauvais moment

Voici une leçon pour laquelle j'ai peu de données scientifiques à vous fournir. Mon expérience m'a appris qu'en Bourse, la plupart des gens ont bien plus souvent tort que raison. Et l'ironie suprême est que la majorité des participants en Bourse pensent qu'ils en savent plus que les autres.

4- Le prix et la valeur ne sont pas équivalents

Le prix est ce que vous payez, la valeur est ce que vous obtenez. J'ai vu bien des titres aux cours des années se vendre à la moitié de leur valeur. Et j'ai vu des titres surévalués en grande quantité. Malgré que ce soit une erreur de seulement focaliser sur le prix payé, cela demeure un important facteur dans le succès boursier.

3- Recherchez des compagnies qui ont un avantage concurrentiel

Le monde des affaires est féroce. Les compagnies qui font mieux que la moyenne sur plusieurs années ont réussi à bâtir un avantage compétitif qui les maintienne au-dessus de la mêlée. Il faut rechercher ce genre d'avantages.

2- Un ingrédient clé: l'équipe de direction

Un modèle d'affaire solide avec des avantages compétitifs est un ingrédient important. Une équipe de haute-direction exceptionnelle est l'autre ingrédient clé. La plupart de mes grands gagnants depuis 1993 l'ont été à cause de dirigeants exceptionnels à la tête de l'entreprise.

1- Il est futile de tenter de prédire la Bourse à court terme

Toutes les leçons précédentes sont inutiles si vous essayez de prédire la Bourse à court terme. J'ai entendu le discours de centaines de personnes justifier le fait qu'ils attendaient d'acheter une belle entreprise parce qu'ils avaient une vue quelconque sur la direction de la Bourse à court terme. Posséder de superbe entreprises, gérés par des gens solides et acquis à bons prix est la recette gagnante. Le reste n'est que distraction.

ANNEXE 2

Philosophie de placement et de gestion des portefeuilles

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

L'année 2013 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 3

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 2013 :
 - 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 des différents indices sont jugés fiables par Giverny Capital. Il est à noter que les effets de fluctuations de devises et 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.
- 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.
- 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.