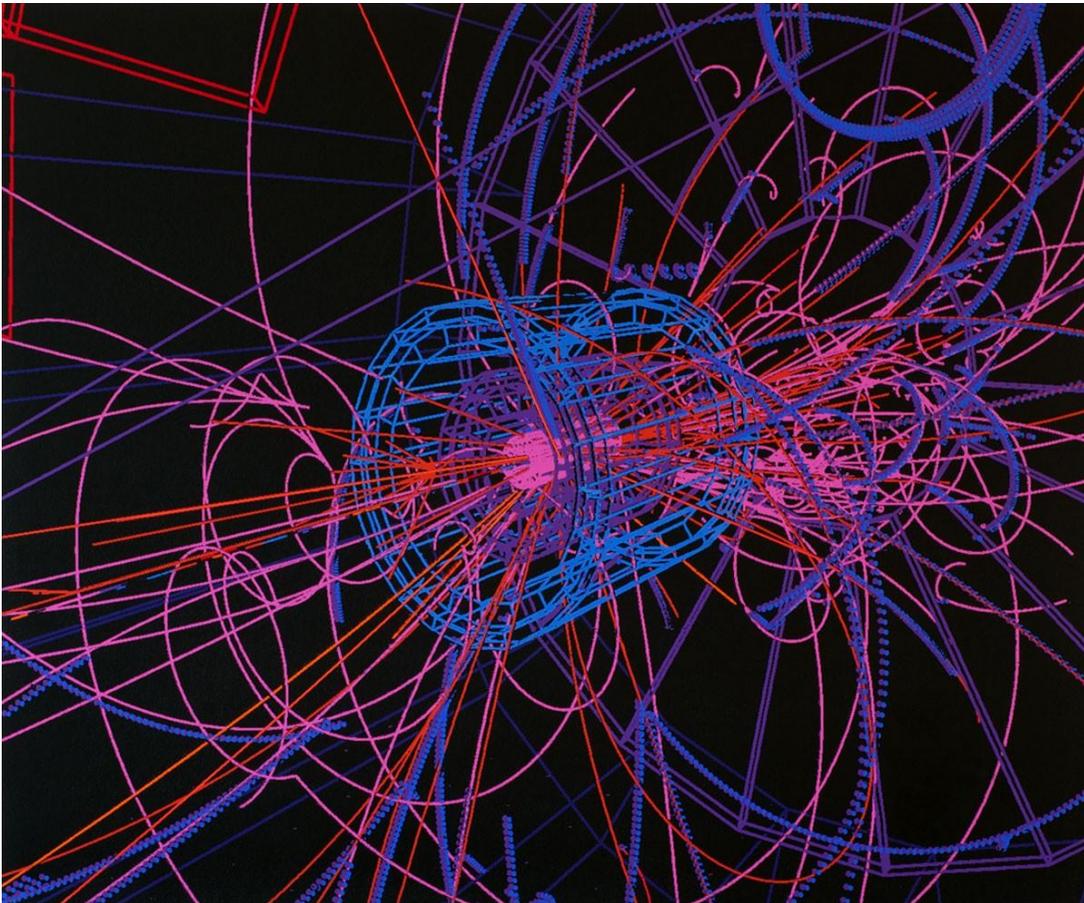


## Lettre annuelle aux partenaires 2014



Nicolas Baier  
Production de masse, A08 - 2014  
peinture/reproduction d'un graphique du CERN  
Acrylique sur toile  
Collection Giverny Capital

## Historique

Il y a plus de deux décennies, j'ai découvert les écrits de Warren Buffett, Benjamin Graham, John Templeton, Philip Fisher et de Peter Lynch. J'ai alors décidé de débiter la gestion d'un portefeuille familial en adoptant une approche d'investissement synthétisée sur les idées de ces grands gestionnaires. Après cinq années de résultats satisfaisants, en fin 1998, j'ai décidé de mettre sur pieds une firme de gestion de portefeuilles offrant des services financiers en ligne avec ma philosophie d'investissement : Giverny Capital Inc.

En 2002, s'est joint à Giverny le premier employé : Jean-Philippe Bouchard (JP pour les intimes). Quelques années plus tard, JP est devenu associé et depuis participe activement au processus de sélection des compagnies du portefeuille. En 2005, ce sont jointes deux autres personnes qui sont aussi éventuellement devenues associées: Nicolas L'Écuyer et Karine Primeau. Finalement, en 2009, nous avons ouvert un bureau aux États-Unis à Princeton (NJ). Le directeur du bureau de Princeton, Patrick Léger, partage la culture et l'horizon à très long terme propre à Giverny.

## Nous sommes partenaires!

Dès les premiers jours de Giverny, la pierre angulaire de la philosophie de gestion était de gérer les portefeuilles des clients de la même manière que je gérais mon propre argent. Ainsi, le portefeuille familial que je gère depuis 1993 (le "Portefeuille Rochon Global") sert de modèle pour nos clients en gestion privée. Il est primordial à mes yeux que les clients de Giverny et ses gestionnaires soient dans le même bateau! C'est pour cela que nous qualifions nos clients de partenaires.

## Le but de cette lettre annuelle

L'objectif principal de cette lettre annuelle est de discuter des résultats des compagnies composant nos portefeuilles lors de l'année écoulée. Mais bien plus important encore est d'expliquer en détails la philosophie à long terme qui sous-tend notre processus de sélection de compagnies. Nous tenons à ce que nos partenaires comprennent parfaitement la nature de ce processus car les rendements à long terme en représentent le fruit. À court terme, la Bourse est irrationnelle et imprévisible (quoiqu'en pensent certains de nos confrères et consœurs). À long terme, par contre, la Bourse reflète adéquatement la valeur intrinsèque des entreprises. Si le processus de sélection de titres est sain et rationnel, éventuellement, les rendements suivront. Par cette lettre, nous vous donnons l'information permettant de bien comprendre ce processus. Vous remarquerez aussi que nous sommes transparents et exhaustifs; La raison est simple: nous vous traitons de la manière que nous voudrions être traités si nos rôles étaient inversés.

## L'œuvre d'art illustrant notre lettre 2014

Depuis 2004, nous illustrons la page couverture de la lettre annuelle à nos partenaires d'une reproduction d'une œuvre de la collection Giverny Capital. Cette année, nous avons sélectionné une peinture récente de l'artiste québécois Nicolas Baier.

## Giverny Capital Inc. – Lettre annuelle aux partenaires 2014 ©

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2014, le rendement du portefeuille Rochon Global a été de +28,1% par rapport à un rendement de +17,8% pour notre groupe indiciel comparatif. Cela correspond à une valeur ajoutée de +10,2%. Le rendement du portefeuille Rochon Global et celui du groupe d'indices incluent un gain approximatif de 9% lié à la variation de la devise canadienne.

Depuis le début de la gestion du portefeuille Rochon Global, le 1er juillet 1993, le rendement annuel composé est de +16,1% par rapport à +8,7% pour notre groupe indiciel comparatif. La valeur ajoutée annualisée est donc de +7,3%. Notre ambitieux objectif est de maintenir à long terme un rendement annuel de 5% supérieur aux indices.

### Portefeuille Rochon Global : rendements depuis le 1<sup>er</sup> juillet 1993

Rendements *	Rochon	Indices **	+ / -	\$ US/Can ***
1993 (Q3-Q4)	37,0%	9,5%	27,6%	3,3%
1994	16,5%	3,7%	12,7%	6,0%
1995	41,2%	24,0%	17,2%	-2,7%
1996	28,0%	22,8%	5,2%	0,3%
1997	37,8%	28,6%	9,2%	4,3%
1998	20,6%	18,8%	1,8%	7,1%
1999	15,1%	16,3%	-1,2%	-5,7%
2000	13,4%	3,2%	10,2%	3,9%
2001	15,1%	-0,4%	15,5%	6,2%
2002	-2,8%	-18,3%	15,6%	-0,8%
2003	13,6%	14,0%	-0,4%	-17,7%
2004	1,6%	6,2%	-4,5%	-7,3%
2005	11,5%	3,6%	7,9%	-3,3%
2006	3,5%	17,0%	-13,5%	0,2%
2007	-14,4%	-11,6%	-2,8%	-14,9%
2008	-5,5%	-22,0%	16,5%	22,9%
2009	11,8%	12,2%	-0,4%	-13,7%
2010	16,1%	13,9%	2,2%	-5,4%
2011	7,8%	-1,0%	8,8%	2,3%
2012	21,5%	12,5%	9,0%	-2,2%
2013	50,2%	38,9%	11,3%	6,9%
2014	28,1%	17,8%	10,2%	9,1%
<b>Total</b>	<b>2366,3%</b>	<b>507,0%</b>	<b>1859,3%</b>	<b>-9,5%</b>
<b>Annualisé</b>	<b>16,1%</b>	<b>8,7%</b>	<b>7,3%</b>	<b>-0,5%</b>

\* Tous les rendements sont exprimés en dollars canadiens.

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

\*\*\* Variation du dollar américain par rapport au dollar canadien.

Voir les notes sur les rendements des portefeuilles Rochon à l'annexe 3 de cette lettre.

## Portefeuille Rochon US

Depuis 2003, nous publions aussi les rendements du portefeuille Rochon US (en dollars américains). Il correspond grosso modo à la partie américaine du portefeuille Rochon Global. En 2014, le portefeuille Rochon US a réalisé +18,0% comparé à +13,7% pour le S&P 500. La valeur ajoutée a été de +4,3%.

Depuis le début de ce portefeuille en 1993, le rendement total est de +2253% soit +15,8% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P 500 a réalisé +597% soit +9,4% annualisé. La valeur ajoutée annuelle est donc de +6,4%.

Année	Rochon 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%	6,8%
2011	4,9%	2,1%	2,8%
2012	22,8%	16,0%	6,8%
2013	40,6%	32,4%	8,2%
2014	18,0%	13,7%	4,3%
<b>Total</b>	<b>2252,5%</b>	<b>596,5%</b>	<b>1656,0%</b>
<b>Annualisé</b>	<b>15,8%</b>	<b>9,4%</b>	<b>6,4%</b>

Voir les notes sur les rendements des portefeuilles Rochon à l'annexe 3 de cette lettre.

Pour une septième année consécutive, le portefeuille Rochon US a réalisé un rendement supérieur au S&P 500. Notre objectif est de faire mieux que le S&P 500 sur une longue période. À long terme, la grande majorité des gestionnaires de battent pas le S&P 500; et même ceux qui y arrivent sous-performent en moyenne une année sur trois. Vous observerez que sur 21 années complètes, notre portefeuille américain a sous-performé le S&P 500 à six reprises (soit l'équivalent de 29% du temps).

Nous acceptons d'avance que nous allons parfois sous-performer les indices à court terme lorsque notre style et/ou nos compagnies sont en défaveur. Et nous accueillons avec humilité – et aussi avec plaisir – les périodes de récompense. Quoique ce n'est pas toujours facile, nous tentons de rester impassible aux résultats à court terme, tant dans les bons moments que les mauvais.

## Portefeuille Rochon Canada

En début 2007, nous avons débuté un portefeuille 100% canadien. Il correspond grosso modo à la partie canadienne du portefeuille Rochon Global. En 2014, le portefeuille Rochon Canada a réalisé +20,3% comparé à +10,6% pour le S&P/TSX pour une valeur ajoutée de +9,7%.

Depuis 2007, notre rendement total est de +271% soit +17,8% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P/TSX, principal indice canadien, a réalisé +43% soit +4,6% annualisé. Notre valeur ajoutée annuelle est donc de +13,2%.

Année	Rochon 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	24,1%	7,2%	16,9%
2013	49,4%	13,0%	36,5%
2014	20,3%	10,6%	9,7%
<b>Total</b>	<b>271,0%</b>	<b>42,9%</b>	<b>228,1%</b>
<b>Annualisé</b>	<b>17,8%</b>	<b>4,6%</b>	<b>13,2%</b>

Voir les notes sur les rendements des portefeuilles Rochon à l'annexe 3 de cette lettre.

Nos principaux titres canadiens ont très bien fait en 2014. La grande vedette a été Dollarama qui a grimpé de 35%. Même si l'année a été mouvementée pour Valeant, le titre a tout de même réalisé près de 22%. Finalement, notre plus récent achat, Constellation Software, a augmenté d'environ 27%.

Ainsi, pour une septième année sur huit, le portefeuille Rochon 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 2014 : l'année du retour à la « normale »

L'année 2014 a été une autre année exceptionnelle pour nous. Nos compagnies ont augmenté leur valeur intrinsèque d'environ 13% soit un taux largement supérieur à la moyenne. De plus, notre portefeuille a encore réalisé un rendement boursier supérieur à la performance intrinsèque de nos compagnies. La raison est simple: c'est le résultat d'un rétablissement vers un niveau de valorisation plus approprié, tant pour les cours-bénéfices de nos titres que pour le cours de la devise canadienne.

Le fondement de notre approche d'investissement est de considérer les actions comme des parts d'entreprise. Alors que cela peut sonner comme une évidence, la grande majorité des boursicoteurs n'approchent pas les actions de cette manière (consciemment ou non): l'accent est mis quasi exclusivement sur les cotes boursières à court terme. De notre côté, nous tentons de rester imperméables aux fluctuations boursières et favorisons une analyse de la performance intrinsèque de nos compagnies que nous détaillons dans la section "bénéfices propres" de notre lettre annuelle.

Revoyons ensemble la dernière décennie pour notre portefeuille ainsi que pour la Bourse en général. C'est un exercice intéressant car si on analyse la performance intrinsèque de nos compagnies et boursières depuis le début de 2005, on peut observer deux périodes fort différentes.

La première période, de 2005 à 2011, fut caractérisée par une économie plus faible, une contraction des cours-bénéfices (tant pour nos titres que pour le S&P 500) et une hausse du dollar canadien (qui a réduit d'un autre degré la performance de nos titres américains). Ainsi, pour cette période, nos compagnies ont augmenté approximativement leur valeur intrinsèque de 98% soit 10% sur une base annuelle. Les titres de nos compagnies n'ont par contre augmenté que de 54% en Bourse soit 6% sur une base annuelle (incluant les dividendes). De plus, la hausse du dollar canadien a fait baisser ce rendement à 32% soit 4% sur une base annuelle. Pendant ces années, nous vous expliquions que nous considérions que la performance intrinsèque de nos compagnies était inférieure à leur potentiel économique à long terme. Et qu'en plus, la compression des cours-bénéfices de nos titres nous semblait injustifiée. Et que finalement, le haut niveau du dollar canadien nous paraissait artificiel. Ces trois facteurs temporaires avaient amoindri la performance de nos portefeuilles.

La période de 2012 à 2014 a rééquilibré tous ces paramètres. Sur trois ans, nos compagnies ont augmenté leur valeur intrinsèque 56% soit 16% sur une base annuelle. Nos titres en Bourse ont grimpé de 108% soit 28% sur une base annuelle. Finalement, le dollar canadien est revenu sur Terre et ainsi notre rendement en devise canadienne a été amplifié à 137% soit 33% sur une base annuelle.

Certains pourraient croire que nos titres sont à des niveaux exagérés et insoutenables. Cela ne nous semble pas la réalité. En fait, selon notre analyse, les trois dernières années n'ont fait que corriger un déséquilibre passé anormal. En d'autres mots, le balancier boursier est simplement revenu à son juste milieu. En effet, si on regarde la période de dix années de 2005 à 2014, nos compagnies ont augmenté leur valeur intrinsèque de 209% soit 12% sur une base annuelle. Nos titres ont réalisé un rendement boursier total de 219%. Et ramené en devise canadienne, le rendement est d'environ 214%. Voici sous forme de tableau un résumé de cette décennie :

Période	Intrinsèque	Bourse	En \$C
<b>2005-2011</b>	98%	54%	32%
<b>Annuel</b>	<b>10%</b>	<b>6%</b>	<b>4%</b>
<b>2012-2014</b>	56%	108%	137%
<b>Annuel</b>	<b>16%</b>	<b>28%</b>	<b>33%</b>
<b>2005-2014</b>	209%	219%	214%
<b>Annuel</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>	<b>12%</b>

Il est évidemment pertinent de comparer ces résultats avec l'expérience générale des investisseurs boursiers. Durant la dernière décennie, les compagnies du S&P 500 ont augmenté leur valeur intrinsèque d'environ 7% par année et le S&P 500 a généré un rendement annuel de 7,7%. Au Canada, durant la même période, le S&P/TSX a généré un rendement approximatif de 7,4%. Relativement aux indices, notre portefeuille a donc réalisé une valeur ajoutée dans les 4-5% par année durant la dernière décennie ce qui est en ligne avec nos objectifs.

Les données ci-haut des indices soulignent par ailleurs que les marchés boursiers nord-américains ont généré des rendements sous la moyenne historique de 10% lors de la dernière décennie. Par contre, il faut se remémorer que de 1995 à 2004, le S&P 500 avait réalisé un rendement annuel de 12%. On pourrait donc argumenter que la dernière décennie a simplement « normalisé » la précédente.

Benjamin Graham a écrit en 1949 dans le livre "L'investisseur intelligent": À court terme, la Bourse se comporte souvent telle une machine qui reflète les votes – parfois irrationnels – des investisseurs. Mais, à long terme, elle se comporte comme une balance qui finit par refléter adéquatement la juste valeur des entreprises.

## **La baisse du cours du pétrole**

Nous avons eu plusieurs questions sur la baisse du cours du pétrole en fin d'année 2014. Nous avons à maintes reprises affirmé notre agnosticisme vis-à-vis le cours du pétrole lors de ses hausses passées. Nous avons le même agnosticisme lors de ses baisses. S'il y a une chose qui nous semble clair c'est que le cours du pétrole est hautement imprévisible et dépend d'une multitude de paramètres. Les compagnies qui en sont directement tributaires nous semblent donc difficiles à évaluer et par conséquent hors de notre champ de compétence.

D'un autre côté, nous possédons des actions de quelques compagnies – comme Union Pacific et Precision Castparts – qui ont une partie de leur exploitation liée aux compagnies œuvrant dans les divers secteurs énergétiques. Nous croyons qu'à long terme, leur modèle économique est solide et qu'elles possèdent d'importants avantages économiques leur permettant de maintenir des rendements sur les capitaux propres supérieurs à la moyenne. Nous ne croyons pas que leur modèle économique à long terme est affecté par la baisse récente du cours du brut.

## **Perspectives 2015**

Comme vous le savez, nous avons une attitude minimaliste vis-à-vis les prévisions économiques. Les perspectives économiques pour 2015 nous semblent bonnes aux États-Unis et – au mieux – modestes au Canada. En effet, à ce point-ci, il est difficile de mesurer l'impact de la forte baisse du cours du pétrole sur l'économie canadienne. La Banque du Canada a déjà abaissé ses perspectives de croissance pour 2015 ainsi que ses taux d'intérêts.

Aux États-Unis, la baisse du cours du brut pourrait faire baisser les profits des compagnies énergétiques du S&P 500 de 50% en 2015. Aussi, la forte hausse du dollar américain des derniers mois (qui s'est prolongée en janvier) devrait affecter la croissance des profits des multinationales américaines. D'un autre côté, la baisse du prix de l'essence aura un effet bénéfique sur les dépenses à la consommation. L'effet combiné de ces divers vecteurs économiques sur l'ensemble des profits du S&P 500 pour 2015 pourrait se traduire par un taux de croissance de seulement 3%.

Du côté de nos compagnies, l'effet de la baisse du cours du pétrole devrait être bénin. Par contre, plusieurs de nos compagnies américaines ont des revenus provenant de divers pays dans le monde. La hausse du dollar américain affectera le niveau du taux de croissance de leurs profits. Malgré tout, nous croyons que nos compagnies augmenteront leurs profits d'environ 10 à 13% lors de l'année à venir.

## **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 13% (12% 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 2014 est un reflet adéquat de leur réalité économique. De leurs côtés, nos titres en Bourse ont réalisé une appréciation d'environ 19% (sans l'impact des devises).

Année ***	Portefeuille Rochon Global			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%
2014	13%	19%	6%	9%	14%	5%
<b>Total</b>	<b>983%</b>	<b>1094%</b>	<b>111%</b>	<b>293%</b>	<b>375%</b>	<b>83%</b>
<b>Annualisé</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,9%</b>	<b>0,6%</b>	<b>7,5%</b>	<b>8,6%</b>	<b>1,1%</b>

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

\*\* Performance boursière, dividendes inclus (voir annexe 2 pour les notes sur les rendements)

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

Depuis 1996, nos compagnies ont augmenté leur valeur intrinsèque de 983% – soit un accroissement par un facteur de près de onze fois – et ont vu leur titre augmenter de 1094% (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 13,9% 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 293% et ont vu leurs actions grimper de 375% soit 7,5% et 8,6% annuellement.

Les performances boursière et corporative sont rarement synchronisées sur une année solaire (le tableau ci-haut en témoigne). En effet, nos compagnies ont performé en Bourse en ligne avec leur

performance intrinsèque (à 1% près) seulement 3 années sur 19. Mais plus le temps avance, plus le synchronisme s'affirme.

Sur 19 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 2014**

Presque tous les domaines où nous voyions des excès depuis 10 ans sont revenus sur terre. La liste des segments populaires au cours de la plus récente décennie est longue. On peut penser aux fiducies de revenus dans le milieu des années 2000, puis à l'euphorie dans le monde des ressources naturels (le pétrole en tête) en 2006-2007 puis de la fièvre de l'or en 2010-2011. Comme nous en discussions plus haut, même le dollar canadien revient lentement vers sa juste valeur après un séjour dans la stratosphère.

Un segment économique nous semble encore "savoureux" aux yeux de plusieurs Canadiens: l'immobilier résidentiel. En effet, le prix des maisons au Canada continue, selon nous, d'être en asynchronisme avec les barèmes d'évaluation historiques.

Mais si nous avons un seul segment à éviter ce serait celui des obligations gouvernementales. Il est difficile de croire qu'une obligation 10 ans rapportant moins de 2% saura couvrir l'inflation à venir dans la prochaine décennie. Et c'est pire encore si de l'impôt est payé sur les revenus d'intérêts (l'inflation, malgré que ce soit un coût réel, n'est pas fiscalement déductible des intérêts reçus). Le seul attrait de ce type d'actif aux yeux de ses acquéreurs est que le capital est garanti. À nos yeux, l'autre garantie – qui est rarement indiquée dans les publicités des vendeurs de tels produits financiers – en est une d'appauvrissement.

### **Post-mortem quinquennal: 2009**

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

En mars 2009, nous avons connu un creux boursier d'une rare amplitude. Plusieurs y voyaient la fin du capitalisme, rien de moins! Nous n'avons pas paniqué et sommes restés 100% investis en actions. 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 (voir annexe 1). Plus de cinq années se sont écoulées depuis cette entrevue. Le Dow Jones Industrial Average a grimpé de 7 500 à 18 000 points (+136%). J'ai recommandé dans l'entrevue deux titres: Wells Fargo à 17\$ (en fin 2014 à 55\$ ou +227%) et Walt Disney à 18\$ (en fin 2014 à 94\$ soit +422%). J'ai aussi recommandé d'éviter l'or. Le cours du métal jaune est, au bout du compte, au même niveau cinq ans plus tard.

Parmi les nouveaux titres de 2009, nous avons acheté des actions de Buffalo Wild Wings, une compagnie que Jean-Philippe avait chaudement recommandée. La compagnie exploitait alors un réseau de 560 restaurants à thème sportif (vous l'aurez deviné : leur produit vedette sont leurs délicieuses ailes de poulet). Aujourd'hui, le nombre de BWW dépasse les 1082. Et le titre a grimpé de 400% en cinq ans. Mon seul regret est de ne pas avoir acheté plus d'actions.

## Erreurs de 2009

Nous n'avons pas seulement fait de bons coups en 2009. Nous avons aussi fait des erreurs d'omission (des non-achats) magistrales. Une qui me vient à l'esprit est Harley-Davidson. Il y a une dizaine d'années, nous avons possédé quelques actions de Harley-Davidson. J'ai toujours trouvé que la marque de commerce d'Harley est sans égale (connaissez-vous d'autres marques de commerce que des gens tatouent sur leur corps gratuitement?). J'avais même été visité le musée de la compagnie à Milwaukee en 2008 et j'ai été sidéré par combien la compagnie a un historique solide. Je comprenais ainsi très bien les forces de la compagnie.

En 2006, nous avons vendu nos quelques actions car nous trouvions le titre un peu cher. Durant la crise financière, le titre a chuté d'un haut de 75\$ à moins de 10\$ en février 2009. Berkshire Hathaway a alors annoncé l'achat de débetures donnant un intérêt de 15% annuel. Je me suis alors dit que je devrais acheter des actions de HD car je croyais fermement que la compagnie survivrait à la crise et retrouverait sa profitabilité d'entant éventuellement. Mais je n'ai pas agi sur cette croyance. Keith Wandell est devenu PDG d'Harley en mai 2009 et a fait, depuis, un travail exceptionnel. Aujourd'hui, le titre est à 70\$ et j'ai bien des remords d'être resté sur les lignes de côté.

Les erreurs d'omission de 2009 ne se sont pas limitées aux titres ne faisant pas partie de notre portefeuille. Nous avons des titres en portefeuille comme American Express, Carmax, Mohawk Industries et Wells-Fargo qui ont atteint des niveaux d'évaluation incroyablement attrayants au creux de la crise. Et nous le savions très bien. Nous aurions pu vendre des actions de Wal-Mart, Procter & Gamble et Johnson & Johnson – qui avaient mieux résisté à la baisse boursière – pour augmenter nos participations dans nos titres les plus attrayants. Pour vous donner une idée du potentiel additionnel que nous aurions pu réaliser, voici un tableau de la performance boursière de ces quatre compagnies entre le creux de février 2009 et le niveau de fin d'année 2014.

	creux fév. 2009	déc. 2014	Rendement
American Express	11,0 \$	93,0 \$	746%
Carmax Inc.	7,8 \$	65,7 \$	742%
Mohawk Industries	22,4 \$	168,3 \$	651%
Wells-Fargo	8,8 \$	54,6 \$	519%
<b>Moyenne</b>			<b>665%</b>
<b>S&amp;P 500</b>	734	2059	<b>181%</b>

## Nos compagnies

### **O'Reilly Automotive (ORLY, 193\$)**

Nous avons en portefeuille la compagnie O'Reilly Automotive depuis une décennie. En début 2004, nous avons étudié une compagnie qui nous semblait bien dirigée et hautement rentable : Autozone. Notre habituel processus nous a amené à étudier ses compétiteurs. Parmi eux, se trouvait O'Reilly. Cette dernière nous semblait peut-être encore plus intéressante qu'Autozone. Je suis alors allé visiter le siège social à Springfield (Missouri). J'ai été grandement impressionné par le plan de match de l'entreprise, son réseau de distribution et son équipe de direction. Nous avons alors décidé d'investir dans O'Reilly malgré que le cours-bénéfices du titre était passablement plus élevé que celui d'Autozone.

En 2007, alors que le secteur de la vente aux détails était grandement déprimé aux États-Unis, O'Reilly a fait la plus importante acquisition de son histoire : CSK Auto. La compagnie a ainsi fait passer de 1830 à 3179 le nombre de ses magasins dans le pessimisme général. Par la suite, O'Reilly a principalement utilisé ses liquidités excédentaires pour racheter agressivement de ses propres actions. Nous avons certainement apprécié cela aussi. En 10 ans, les BPA ont cru de 1,12\$ à 7,34\$ soit à un taux de croissance annualisé de 21%.

O'Reilly a connu une autre année exceptionnelle en 2014: Les revenus ont grimpé de 9%, les ventes comparables de 6% et les bénéfices nets de 16%. La hausse des bénéfices a été amplifiée par le un rachat d'environ 5% des actions en circulation en 2014. Ses BPA ont ainsi grimpé de 22%. Voici un graphique du titre sur 10 ans depuis notre premier achat en août 2004.



Source: BigCharts.com

Comme vous pouvez le constater, nous n'avons pas été récompensés immédiatement puisque le titre a fait du surplace pendant quelques années. Mais au bout du compte, le titre en Bourse a suivi la progression de la valeur intrinsèque de la compagnie. Il est difficile de ne pas être grandement satisfait de cet investissement.

### **Bank of the Ozarks (OZRK, 38\$)**

L'année 2014 a été exceptionnelle pour Bank of the Ozarks, notre banque de Little Rock (Arkansas). Elle a réalisé des BPA de 1,52\$, en hausse de 26%. Voici les faits saillants de 2014 :

- Le ratio d'efficacité (une mesure de sa structure de coût) a été un impressionnant 45%.
- Le rendement de l'actif a été de 2,01%.
- Le bilan continue de se solidifier : le ratio de l'avoir propre sur les actifs est de 13,4%.
- En mars, Ozarks a complété l'acquisition de OMNIBANK Bank, basée au Texas.
- En mai, Ozarks a complété l'acquisition de Summit Bank, basée en Arizona.
- Après New York en 2013, Ozarks a ouvert une première succursale à Los Angeles.
- Les dépôts ont augmenté de 48% à 5,5G\$.
- En tout, les actifs ont crû de 41% à 6,8G\$.

Depuis notre achat en 2006, les BPA ont augmenté de 217% soit à 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. Nous prévoyons une forte hausse des BPA en 2015. Et les perspectives de croissance à long terme nous semblent toujours excellentes.

### **Berkshire Hathaway (BRK.B, 150\$)**

La compagnie dirigée par le légendaire Warren Buffett a connu une autre excellente année en 2014. 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 12%.

La nouvelle la plus importante à nos yeux cette année a été l'acquisition de Duracell. Berkshire a échangé cette solide entreprise contre ses actions de Procter & Gamble. Cette transaction nous semble savamment orchestrée et devrait porter fruits à court et à long terme. Une autre acquisition importante a été celle de Van Tuyl Group, le plus important regroupement de concessionnaires automobiles privé aux États-Unis (et le cinquième de l'industrie).

Nous croyons que le titre de Berkshire est encore sous-évalué en Bourse.

### **Buffalo Wild Wings (BWLD, 180\$)**

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 cinq ans et avons été grandement récompensé à ce jour. Le nombre de restaurants a atteint 1082 en 2014. La compagnie a augmenté ses revenus de 20%; ses ventes comparables ont augmenté de 6,5% pour ses restaurants et 5,6% pour ses franchisés. Finalement, les BPA ont cru de 31%.

La compagnie prévoit ouvrir 90 nouveaux restaurants en 2015 et vise le niveau de 1700 d'ici quelques années. Nous prévoyons une croissance des profits de plus de 18% pour l'année à venir.

### **Cabela's (CAB, 53\$)**

Nous avons acquis des actions de Cabela's en 2013. La compagnie exploite une importante chaîne de magasins d'articles de plein air, de chasse et de pêche. Cabela's 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 a amélioré significativement son rendement de l'avoir des actionnaires. L'entreprise du Nebraska n'a que 4,3% de part de marché et pourrait doubler ou même tripler ce chiffre dans la prochaine décennie.

Par contre, l'année 2014 a été difficile pour Cabela's. Les ventes comparables ont reculé de 12%, les revenus ont été stables à 3,6G\$ et les BPA ont baissé de 13% à 2,88\$. La croissance des revenus s'est améliorée au dernier trimestre alors que les ventes ont augmenté de 7%. Par contre, la compagnie a investi en publicité pour atteindre un retour à la croissance et la rentabilité en a été affectée. Les BPA ont chuté 16% durant le trimestre.

Nous croyons que la compagnie a une marque de commerce solide et que les perspectives de croissance à long terme devraient retrouver leur tangente ascendante d'ici quelques trimestres.

## **Carmax (KMX, 67\$)**

L'exercice financier de Carmax se termine à la fin février. Nous prévoyons pour l'exercice 2014-2015 une croissance de 15% des ventes et des BPA. La compagnie a maintenant 143 magasins aux États-Unis mais n'a qu'environ 3% de parts de marché dans la vente de voitures usagées. Elle a donc encore amplement de potentiel de croissance.

Nous sommes actionnaires de Carmax 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 2014 des BPA correspondant à trois fois 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.

## **Constellation Software (CSU-T, 345\$)**

Au cours des années, nous avons possédé peu de compagnies de logiciels. Historiquement, c'était une industrie changeante et difficile à prévoir. Mais ces dernières années, à mesure que ce segment de l'économie est devenu plus mature, il est plus facile de trouver des compagnies avec des produits stables et possédant des avantages compétitifs durables. Il y a quelques temps, nous avons découvert Constellation Software. Fondée à Toronto en 1995, la compagnie se concentre à acquérir des compagnies de logiciels possédant un produit dominant son marché.

À nos yeux, le PDG de Constellation, Mark Leonard, est un homme d'affaires exceptionnel. Sa philosophie de gestion d'entreprise cadre tout à fait avec la nôtre. La majorité des PDG sont en mode "vente" quand vient le temps de parler de leur compagnie. Chez Mark, on sent une authenticité à bien nous informer sur l'entreprise et qu'il n'a rien à nous vendre (en fait, il nous énonce les critères du genre de compagnies qu'il aimerait acquérir). La performance passée de Constellation est impressionnante et les perspectives à long terme nous semblent excellentes.

## **Disney (DIS, 94\$)**

Disney a connu une année exceptionnelle en 2014: Les BPA ont grimpé de 25% et l'action en Bourse s'est appréciée de 23%. Le film "Frozen" a été un succès phénoménal. Il est estimé que le film a contribué – directement et indirectement – pour 1,3G\$ aux revenus du dernier exercice financier.



Source: [frozen.disney.com](http://frozen.disney.com)

En 2016, Disney prévoit ouvrir une attraction sur le thème de Frozen à son parc d'Orlando. Non, il n'est pas trop tôt pour réserver dès maintenant votre hôtel à un des sites de Disney!

En 2015, Disney sortira un film version "en vraie" de Cendrillon. De plus, à la fin de l'année, la très attendue suite de *Star Wars* devrait sortir en salle. En 2016, Disney table sur une version "en vraie" du Livre de la Jungle et une suite à *Finding Nemo (Finding Dory)*. Ainsi, vous pourrez consacrer l'argent sauvé à la pompe à plusieurs belles sorties en famille au cinéma. Je m'en voudrais de ne pas ajouter que Disney fait aussi des profits quand vous achetez des figurines à l'effigie de vos personnages favoris (ou ceux de vos enfants).

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 300% soit 230% de plus que la performance du S&P 500 durant la même période.

### **Dollarama (DOL-T, 59\$)**

Il y a cinq 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 de l'entreprise est un des meilleurs hommes d'affaires au Canada. Le titre a très bien fait depuis, ayant quintuplé.

Après trois trimestres en 2014 (son exercice financier se termine le 31 janvier), les revenus étaient en hausse de 12%, les ventes comparables en hausse de 4,5% et les BPA en hausse de 26%. Dollarama a maintenant plus de 928 magasins au Canada. 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 2015.

### **Fastenal (FAST, 48\$)**

Fastenal a connu une année bonne année 2014. Les revenus ont augmenté de 12% et les BPA ont cru de 11%. La majorité de cette croissance a été organique: le nombre de magasins a diminué de 2% mais le nombre d'employé a augmenté de 7%.

Nous sommes actionnaires de Fastenal depuis plus de 16 ans maintenant et avons été grandement récompensés. En 2014, les BPA ont été de 9,5 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, 526\$)**

Google a réalisé une croissance de 19% de ses revenus à 66G\$. La compagnie réalise une part plus importante de ses revenus du mobile et donc ses marges sont plus faibles. La croissance des BPA a donc été de 10% cette année. La compagnie réalise 56% de ses revenus à l'extérieur des États-Unis et est donc affectée par la hausse du dollar américain.

Nous pourrions ajouter que nous apprécierions une meilleure gestion des capitaux excédentaires. À part cette facette, Google nous semble une compagnie exceptionnelle.

## **IBM (IBM, 160\$)**

IBM a connu une année difficile. Les revenus ont reculé de 6% (une baisse de 1% à devises constantes). Les bénéfices nets ont baissé de 9% et les BPA ont reculé de 1%. La compagnie a racheté pour environ 14G\$ de ses actions mais ce ne fut pas suffisant pour annuler la décroissance de ses activités d'exploitation. Nous sommes déçus de ces résultats.

IBM gère brillamment son capital, ce qui est la raison principale pour laquelle nous sommes devenus actionnaires au départ. De plus, le titre ne se transige qu'à environ 10 fois les bénéfices prévus en 2015 ce qui nous semble un niveau grandement sous-évalué. Clairement, nous aimerions que le taux de croissance redevienne positif. Pour le moment, nous conservons nos actions.

## **LKQ Corp (LKQ, 28\$)**

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 2014, les revenus ont crû à un taux annualisé de 22% en passant de moins de 2G\$ à plus de 6,7G\$ cette année. En 2014, les BPA ont été en hausse de 21% par rapport à 2013. En 2015, nous prévoyons une croissance des BPA plus faible (de l'ordre de 15%) puisque la rentabilité sera affectée, entre autres, par la hausse du dollar américain.

Nous croyons que la compagnie a toujours d'excellentes perspectives de croissance à long terme.

## **M&T Bank (MTB, 126\$)**

M&T Bank a connu une année difficile en 2014: les BPA ont reculé de 13%. Les bas taux d'intérêts affectent les marges de la banque de Buffalo. En effet, ses marges d'intérêts ont baissé de 3,65% en 2013 à 3,31% en 2014. De plus, les coûts règlementaires ont passablement augmenté ces dernières années. Le ratio d'efficacité a donc augmenté à plus de 60%. Le rendement de l'actif a atteint 1,2% et le rendement de l'avoire 14%. Ce sont des niveaux bien en deçà de la réelle capacité bénéficiaire de M&T Bank, à notre avis. De plus, la fusion avec Hudson City Bancorp prend passablement plus de temps que prévu à être approuvée par les instances règlementaires. Une fois réalisée, nous croyons que cette acquisition sera bénéfique pour M&T.

Robert Wilmers dirige M&T depuis 1983 et fait un travail phénoménal. Même s'il est âgé de 80 ans, nous souhaitons qu'il demeure PDG de la banque de Buffalo encore longtemps.

## **Markel Corporation (MKL, 683\$)**

Markel est une compagnie d'assurance spécialisée dans divers créneaux de marché. De plus, elle possède une division de compagnies opérantes ainsi qu'un important portefeuille d'actions de compagnies publiques (un peu comme le fait Berkshire Hathaway). Nous connaissons la compagnie depuis plusieurs années. Nous admirons d'abord le conservatisme et la prudence propres aux activités de souscription. De plus, le portefeuille d'actions est géré de main de maître par Tom Gayner.

Nous avons acquis nos actions en 2013 lorsque Markel a annoncé une importante acquisition : la compagnie de réassurance Alterra. Wall Street était sceptique des bienfaits de cette acquisition et le titre se transigeait donc à des ratios d'évaluation intéressants. Nous avons saisi l'opportunité pour devenir actionnaires.

L'année 2014 a été excellente pour Markel. Deux ratios importent à nos yeux : le ratio combiné de profits de souscription des activités d'assurance et la croissance de la valeur comptable de l'entreprise. En 2014, le ratio combiné est passé de 97% à 95% (plus il est bas, mieux c'est). Plus important encore, la division de réassurance, nouvellement acquise, a vu son ratio combiné passer de 109% à 96% en ligne avec les autres divisions. En second lieu, la valeur au livre a augmenté de 16% en 2014.

### **Mohawk Industries (MHK, 155\$)**

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. Durant cette période, la compagnie a amélioré son bilan, fait des acquisitions à bons prix et réduit substantiellement sa structure de coûts.

L'année 2014 a été une année exceptionnelle : les revenus ont crû de 6% et les BPA de 22% à 8,43\$ (ajustés pour amortissements d'intangibles). En janvier 2015, Mohawk a annoncé une autre importante acquisition: IVC Group. Basée en Belgique, IVC fabrique des planchers de vinyle ainsi que stratifiés. La compagnie ajoutera environ 700M\$ de revenus à Mohawk.

Nous avons dû faire preuve de patience avec Mohawk mais nous avons été finalement récompensés. Et nous croyons que la compagnie est plus solide que jamais.

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

MTY a crû ses revenus de 14% en 2014 à 115M\$. Le dernier trimestre a été plus faible que prévue alors que les revenus n'ont augmenté que de 6%. MTY a crû ses BPA ajustés de 7% en 2014.

En 2014, MTY a continué d'acquérir plusieurs entreprises. La compagnie a entre autres acquis le réseau de café-bistros de Van Houtte de la compagnie américaine Keurig Green Mountain. MTY possède maintenant 30 bannières et exploite un réseau de 2727 restaurants franchisés.

Nous sommes actionnaires de MTY depuis sept ans. De 2007 à 2014, les BPA ajustés sont passés de 0,51\$ à 1,60\$. Nous restons de grands admirateurs de Stanley Ma, le PDG de MTY et croyons que les perspectives à long terme sont toujours excellentes.

### **Precision Castparts (PCP, 241\$)**

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.

En 2014, les BPA ont progressé de 9%. La compagnie prévoit une baisse des revenus de la part de ses clients dans l'industrie du pétrole et gaz. Nous prévoyons donc en 2015 une croissance des BPA du même ordre qu'en 2014, sous la moyenne historique de Precision Castparts. Malgré tout, son taux de

croissance est supérieure à la moyenne des entreprises et l'action se transige à escompte du cours-bénéfices du S&P 500. Nous croyons donc que le titre est sous-évalué.

### **Union Pacific (UNP, 119\$)**

Union Pacific a connu une année exceptionnelle. Les BPA ont grimpé de 22% par rapport à 2013. Le facteur le plus important pour les actionnaires d'Union Pacific est la capacité de la compagnie d'augmenter ses prix. En 2014, elle a augmenté ses prix de 2,5%. Ses coûts d'exploitation ont augmenté de 4% de moins que ses revenus. Ainsi, son ratio de coût d'exploitation est passé de 66,1% en 2013 à 63,5%. C'est un des niveaux les plus bas de l'industrie ferroviaire en Amérique du Nord. La compagnie a augmenté son dividende de 10% et a aussi racheté pour plus de 3,2G\$ de ses actions.

### **Valeant Pharmaceuticals (VRX, 143\$)**

Ce fut une autre année de forte croissance pour l'entreprise pharmaceutique de Laval. La compagnie continue son programme d'acquisition amorcée il y a quelques années. Elle a ainsi fortement diversifié ses activités (ses 20 plus importantes sources de revenus ne représentent que 36% des ventes). De plus, l'impact des pertes de brevets est modeste: la compagnie estime qu'environ 2% des revenus de 2015 seront affectés par la vente de produits génériques de ses médicaments brevetés.

De plus, Valeant met en marché plusieurs nouveaux produits. Aux États-Unis, en 2014, elle a mis en marché 20 nouveaux produits. Un exemple est Jublia, un médicament pour combattre les champignons d'ongles d'orteil (pourquoi investir dans des compagnies de haute-technologie quand on trouve des industries en perpétuelle croissance comme celle liée aux soins des ongles d'orteil?).

Ce qui a surtout fait les manchettes cette année est la tentative échouée de Valeant d'acquérir Allergan. Cette dernière est une entreprise exceptionnelle mais le prix finalement payé par Actavis nous semble vraiment élevé. À notre avis, la direction de Valeant a été sage de ne pas surenchérir (note : Valeant a annoncé en février 2015 qu'elle avait acquis l'entreprise Salix pour 14G\$).

Les BPA ajustés ont été 8,34\$ en 2014 comparés à 6,24\$ en 2013, une hausse de 34%. L'année 2015 s'annonce aussi très solide avec une croissance anticipée dépassant les 20%. Depuis notre achat il y a trois ans, le titre a très bien fait en Bourse ayant plus que triplé.

Notre expérience nous a appris que l'industrie pharmaceutique n'est pas facile à prévoir et à analyser. Ainsi, la raison derrière cet investissement est simple: Nous admirons grandement le PDG de Valeant, Michael Pearson.

### **Visa (V, 262\$)**

Visa a connu une autre bonne année. Les revenus ont augmenté de 9% et les BPA de 17%. Visa a 7% plus de cartes en circulation et le nombre de transactions a augmenté de 9%. Environ 48% des revenus de Visa proviennent de l'extérieur des États-Unis. La hausse du dollar américain a réduit de 11% à 7% la croissance de ses revenus au premier trimestre 2015 (son exercice financier se termine le 30 septembre). Nous prévoyons tout de même une croissance de ses BPA de 14% en 2015.

Notre achat de Visa il y a quatre 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, 55\$)**

Wells Fargo a connu une autre bonne année en 2014. Les BPA ont grimpé de 5% à 4,10\$, 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 4,29\$.

Ce n'est pas une période facile pour les banques puisque les très bas taux d'intérêt réduisent la marge de profit entre le taux chargé aux clients et les taux versés aux prêteurs (comme les dépôts). Manifestement, il y a une limite au bas taux que les banques peuvent verser aux dépositaires (en ce moment chez WFC c'est 0,09%). Ainsi, les marges de revenus d'intérêt ont baissé de 3,27% en 2013 à 3,04% en 2014. Ce bas ratio est tout de même supérieur à celui de plusieurs compétiteurs de WFC comme Bank of America (2,18%) et JP Morgan Chase (2,14%).

Ainsi, le rendement ajusté de l'actif a été de 1,45% et le rendement de l'avoir de 13,4%. Nous croyons que la compagnie a la capacité de faire passablement plus de profits dans un environnement de taux d'intérêt plus "normal".

## **Le podium des erreurs**

Comme le veut la tradition "gouvernementale", voici nos trois médailles annuelles pour les "meilleures" erreurs de 2014 (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 : Tim Hortons**

Cet été, j'ai passé au Canal Argent et j'ai alors discuté des trois principaux joueurs de l'industrie des restaurants de beignes : Dunkin Brands, Tim Hortons et Krispy Kreme. J'ai expliqué que c'était une industrie que je comprenais très bien (étant un fidèle consommateur des trois) et les trois joueurs me semblaient en excellente santé financière. L'intervieweur m'a alors fait remarquer la grande quantité de calories se trouvant dans un beigne. À cela, j'ai rétorqué du tac au tac « Oui mais il n'y a pas de calorie dans le trou! ». J'ai alors ajouté que la meilleure action des trois était à mon avis celle de Tim Hortons.

J'ai toujours suivi l'histoire de Tim. En 1995, Tim fut acquise par la chaîne de restaurants Wendy's. En 2006, Tim fut séparée de Wendy's et est devenue une compagnie publique. J'avais alors finalement pu acheter quelques actions pour mieux la suivre. J'ai alors exprimé à maintes reprises mon opinion que Tim était la plus solide entreprise au Canada. Par contre avec un grand nombre de restaurants déjà présents au pays (dans les 3000), je voyais mal comment la compagnie pouvait continuer de croître à de hauts ratios dans le futur. Aussi, fidèle à mes vilaines habitudes, j'aurais aimé que l'action se transige à un cours-bénéfices plus bas. Donc je n'ai jamais réellement investi une portion significative de nos portefeuilles dans l'entreprise. Même après l'avoir chaudement recommandée à la télévision cet été.

Et puis quelques semaines après cette entrevue, Burger King annonçait son intention d'acquérir Tim Hortons pour \$11 milliards. Avec l'aide financière de Berkshire Hathaway en plus! Nous aurions pu

faire un gain de 270% sur 8 ans ou tout simplement réaliser 60% en quelques semaines cet été si j'avais converti mes propres conseils (et mes goûts culinaires) en investissement.

### **Médaille d'argent : Signet Group**

En 2007, un confrère gestionnaire de Los Angeles, Eric Ende, m'a fait découvrir une entreprise britannique qui exploite une chaîne de vente de bijoux, tant au Royaume-Uni qu'aux États-Unis. Avant sa fusion avec Zales, Signet exploitait deux chaînes de magasins aux États-Unis (Kay et Jared) et deux autres au Royaume-Uni. Comme bien d'autres titres du segment économique lié à la vente aux détails, le titre a fortement reculé en 2007-2008. D'un haut de 50\$ en 2007, le titre a reculé à 20\$ en fin d'année. Le modèle d'affaire moins axé sur le haute-gamme de la bijouterie (comme Tiffany par exemple) me semblait assez résilient à une récession. J'ai donc étudié la compagnie en détail.

En 2007, Signet a réalisé 3,08\$ de BPA et en 2008 ce niveau a glissé à 1,57\$. Je me doutais bien que les années 2008-09 seraient difficiles. Mais je me disais en fin 2007 que si au prochain cycle, la compagnie augmente de 50% ses bénéfices, cela se traduirait par des BPA potentiels de plus de 4,50\$; avec un P/E de 15x, cela se traduirait par un niveau de 67\$ pour l'action d'ici 5 ou 6 ans. À 20\$, le titre de Signet me semblait donc bien attrayant. Je pourrais ajouter que le titre a même reculé sous les 10\$ en fin 2008 (ce n'est pas parce qu'un titre est fortement sous-évalué qu'il ne peut pas continuer de baisser à court terme).

Au bout du compte, la profitabilité est revenue à son niveau pré-récession et même plus. La compagnie a acquis récemment son plus important compétiteur aux États-Unis et a donc fortement augmenté ses avantages compétitifs. Les BPA ont touché 5,60\$ en 2014 et les analystes s'attendent à 6,72\$ pour 2015. L'action a atteint le niveau de 130\$ en fin d'année. Nous aurions donc pu faire un gain de plus de 500% en 7 ans.

Et, croyez-le ou non, ce n'est que la médaille d'argent...

### **Médaille d'or : Hanesbrands**

En 1992, j'ai lu "One up on Wall Street" de Peter Lynch. L'auteur parle dans son livre du produit "L'eggs", le fameux bas-culotte qui a été mis en marché en 1969 par la compagnie Hanes, filiale de Sara Lee. Peter Lynch expliquait en long et en large (!) combien le produit fut un grand succès. Ce n'était pas tombé dans l'oreille d'un sourd: Je me suis intéressé dès lors à Sara Lee.

En 2006, Hanesbrands est devenue une compagnie publique indépendante. J'ai alors commencé à suivre la compagnie d'encore plus près. Les marques de commerce de Hanes sont exceptionnelles : en plus de l'eggs, elle possède Champion, Bali, Just my Size et Wonderbra.

Côté financier, la compagnie avait malheureusement hérité de passablement de dettes (2,5G\$). Relativement aux profits d'alors, je trouvais ce niveau élevé. Lors la crise financière de 2008-2009, tous les titres de compagnies grandement endettées ont fortement baissé. Hanes a reculé d'un haut de 37\$ en 2008 à 5\$ en 2009. La compagnie me semblait alors trop risquée pour nous.

Ce n'est donc qu'en 2011 que j'ai sérieusement considéré devenir actionnaire. Hanes avait retrouvé son niveau de profitabilité pré-récession alors qu'elle a réalisé des BPA de 2,69\$ (comparé à 2,09\$ en 2008). Son bilan s'était aussi grandement amélioré: la dette avait été réduite à 1,8G\$ ce qui correspondait à environ 6 fois le niveau des profits nets. Étrangement, l'action se transigeait en fin

2011 à seulement 22\$. Ce niveau correspondait à 8 fois les profits. En 3 ans, les BPA avaient grimpé de près de 30% et le titre se transigeait en Bourse à 40% de moins qu'en début 2008.

Il est rare de trouver des compagnies possédant des marques de commerce de produits de consommation aussi solides se transigeant à de tels ratios d'évaluation. Il est vrai, qu'en fin 2011, plusieurs de nos titres étaient sous-évalués et il était difficile de choisir quoi vendre pour acheter Hanes. Mais il aurait fallu tout de même être plus dynamique et le faire.

Hanes a fait une importante acquisition en fin d'année 2013: Maidenform. Elle a ainsi fortement augmenté ses revenus ainsi que ses marges d'exploitation. Depuis 2011, Hanes a plus que doublé ses BPA à 5,66\$ et les analystes tablent sur 6,44\$ pour 2015.

Durant ces trois ans, l'action est passée de 22\$ à 111\$. Quintupler son argent en trois ans n'est pas chose commune (et si vous vous le demandez, c'est un rendement annualisé de 72%). Et je suis resté dans les estrades à regarder passer la parade de Hanes; avec mon fanion dans les mains au lieu de plus d'argent dans les poches!

### **Conclusion: La plus grande erreur des investisseurs boursiers (3<sup>ème</sup> partie)**

Voilà plus de 21 ans que j'investis en Bourse et la question qui revient le plus souvent est toujours la même : « Est-ce le bon temps pour investir en Bourse? ».

Pour y répondre, revenons sur un sujet que nous avons abordé dans des lettres annuelles précédentes. Dans la lettre de 2003, j'avais présenté un article d'André Gosselin sur les résultats des investisseurs versus la performance du S&P 500. M. Gosselin s'était inspiré des résultats de la firme de recherche Dalbar sur le comportement des investisseurs boursiers. Cette firme publie à chaque année un fascinant rapport de recherche sur les résultats de l'ensemble des investisseurs américains investis en fonds mutuels comparés aux indices. Nous avons aussi écrit sur le sujet dans la lettre annuelle de 2006 (notre pire année en termes de rendements relatifs).

En 2014, Dalbar publiait son 20<sup>ème</sup> rapport QAIB (*Quantitative Analysis of Investor Behavior*) et les résultats sur deux décennies sont fort instructifs. De 1994 à 2013, le rendement moyen des investisseurs en fonds d'actions a été de 5,02% comparé à 9,22% pour le S&P 500. Une fois composé sur 20 ans, le rendement total des investisseurs a été de 166% contre 484% pour le S&P 500. C'est une différence astronomique. Ce manque à gagner est ce qu'on pourrait nommer la "pénalité comportementale".

Ce manque à gagner annuel de 4,2% ne peut être expliqué par les frais de gestion et les frais de transaction. La seule explication plausible est que les investisseurs – dans leur ensemble – achètent et revendent leurs parts de fonds au mauvais moment. Telles des girouettes, ils alternent entre deux émotions: la volonté d'obtenir de meilleurs rendements dans les marchés haussiers et la peur de perdre leurs économies dans les marchés baissiers. Leur oscillation entre ces deux pôles émotifs devient donc la source de leur propre sous-performance.

Ce comportement autodestructeur se reflète dans la durée moyenne de détention d'un fonds mutuel d'actions aux États-Unis : elle est de 3,33 ans. C'est l'équivalent d'un tiers d'un cycle économique. Nous avons fait plusieurs fois notre argent avec O'Reilly Automotive sur 10 ans (voir plus haut). Mais après les quatre années initiales de détention, nous n'avons pas encore fait de profit. Quelques années n'est pas une longue période dans le monde des affaires et de l'investissement.

Vous pourriez être tentés de croire que les investisseurs en fonds obligataires sont plus rationnels. Détrompez-vous! Dalbar nous démontre le contraire. Sur 20 ans, le détenteur de fonds obligataires a obtenu un rendement moyen de 0,71% comparé à 5,74% pour l'Index Barclay's. Et la durée moyenne de détention de tels fonds a été de 3,05 ans.

Les rendements des investisseurs en fonds transigés en Bourse (ETF) ne sont pas étudiés par Dalbar. Les fonds indiciels ont un très haut taux de rotation (le SPDR S&P 500 aurait un taux de rotation moyen de 8000%). Il y a donc fort à parier que la même pénalité comportementale vient amenuiser les rendements des fonds indiciels de la même manière que pour les fonds mutuels.

La seule solution pour l'investisseur qui veut éviter de tomber dans le piège de la pénalité comportementale est de ne pas tenter de prédire la Bourse. En effet, le premier ingrédient pour obtenir de bons résultats en Bourse est d'y être investi. En conséquence, la réponse à la question initiale à savoir si c'est un bon temps pour investir en Bourse est simple: c'est une stratégie gagnante à long terme d'être toujours investi en Bourse. Et que la pire chose à faire c'est justement de se poser constamment cette question car elle peut mener à des comportements destructeurs de richesse.

### **Post scriptum**

Maintenant que nous vous avons souligné le comportement autodestructeur de nombreux investisseurs, il y a une bonne nouvelle. Tout comme il y a une majorité d'investisseurs – professionnels et amateurs – qui ont un comportement amenuisant leurs rendements, il y a aussi une minorité d'investisseurs qui ont l'attitude contraire. Ceux, comme nous, qui ont décidé de voir les actions comme des participations d'entreprises avec un horizon à long terme et non des jetons dans un gigantesque casino mondial ont passablement plus de chance de succès.

Warren Buffett a écrit cette importante phrase il y a quelques années: « La Bourse est un système de transfert de richesse des investisseurs actifs vers des investisseurs patients ». Vous aurez compris que nous tenons à demeurer dans la seconde catégorie. Et nous aimons quand d'autres investisseurs nous vendent des actions de compagnies que nous admirons à bons prix par simple manque de patience (ou pour tenter de profiter des hauts et bas boursiers). L'irrationalité de la majorité des investisseurs devient par ricochet un allié pour nous.

Ils nous fournissent les bons actifs à bons prix et nous fournissons la patience.

### **Message 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 élevé. Et surtout, les alternatives – comme les obligations – sont très peu attrayantes.

Nous tenons à vous redire que nous sommes conscients du vote de confiance que vous nous avez donné. Il est impératif pour nous de non seulement sélectionner des entreprises de haute qualité pour

nos portefeuilles mais aussi d'être des intendants hors-pair de votre capital. 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 2015 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 Giverny Capital

## ANNEXE 1

# Entrevue dans La Presse du 14 février 2009

### SUR LE RADAR

Chaque samedi, un financier différent répond à nos questions. Il donne sa lecture des marchés, offre son point de vue sur la Bourse et lance quelques conseils d'investissement. Cette semaine, François Rochon, de Giverny Capital.

## La plus belle occasion de s'enrichir d'une génération

STÉPHANIE GRAMMOND

Q:

À votre avis, quel est l'événement le plus significatif de la semaine en Bourse?

Ce qui m'a frappé, ce sont les statistiques sur la balance commerciale (la différence entre les exportations et les importations). D'une part, le Canada a affiché un premier déficit en plus de 30 ans, ce qui est un peu inquiétant pour notre économie dont la croissance dépend beaucoup des exportations. Et d'autre part, le déficit des États-Unis était en forte baisse, ce qui est un bon signe car c'était un de leurs problèmes majeurs. Ce sont de gros changements de tendance par rapport aux cinq dernières années.

Q:

Que surveillez-vous le plus attentivement en ce moment?

Notre critère numéro 1, c'est la qualité du bilan. Et c'est encore plus vrai ces temps-ci, car il y a des entreprises dont les profits baissent, d'autres qui deviennent déficitaires. Si elles n'ont pas un beau bilan, elles ne passeront pas à travers la récession.

Q:

Que feriez-vous avec 10 000 \$ à investir?

Je regarderais les banques aux États-Unis. Leurs titres sont extraordinairement déprimés. Certaines vont disparaître, mais celles qui vont s'en sortir vont ramasser tout le marché.

Par exemple, des actions de Wells Fargo constituent un excellent placement. C'est une banque solide, dont le titre est très bon marché. Dans le prochain cycle, elle dégagera environ 4 \$US de bénéfices par action et son titre se situe autour de 17 \$. Il peut facilement quadrupler.

Par contre, il est un peu tôt pour regarder du côté des banques canadiennes. Certains de leurs éléments d'actifs, de leurs prêts à risque, n'ont pas encore été dépréciés. Il y a un décalage par rapport aux États-Unis. Et au Canada, la correction du prix des maisons ne fait que commencer.

Par ailleurs, j'achèterais certainement du Walt Disney. C'est une des meilleures entreprises au monde et on peut l'acheter au tiers de sa valeur intrinsèque ces jours-ci.

Q:

Quel placement évitez-vous à tout prix?

Si j'avais une chose à éviter, ce serait les titres aurifères et l'or en tant que tel. Il y a un engouement pour ça. Mais la mode risque de passer.

Et j'évitais aussi comme la peste les obligations: les bons du Trésor de toutes les échéances, surtout celles de plus de cinq ans. Les gens ne le réalisent pas, mais les obligations donnent une garantie d'appauvrissement, en considérant l'inflation et l'impôt. Je trouve ça ridicule.

Moi, j'ai une approche assez différente. Je me dis qu'en ce moment, les investisseurs ont le choix entre les obligations qui rapportent 2% ou les actions qui vont faire au moins 15% par année, d'ici cinq ans. C'est le temps d'être à 100% en actions.

Q:

Que lisez-vous en ce moment?

Je suis en train de relire *L'investisseurs intelligent*, de Benjamin Graham.

C'est fascinant de voir à quel point ce qu'il a écrit en 1949 est encore vrai aujourd'hui. Le comportement des investisseurs reste le même. Dans les périodes d'euphorie, les gens achètent des actions à n'importe quel prix, dont ils sont prêts à se débarrasser à n'importe quel prix durant les périodes de crise.

On pense que la crise actuelle, c'est du jamais vu. Ben non! La nature humaine ne change pas. En lisant un livre qui a été écrit il y a 60 ans, ça aide à voir plus clair.

Q:

Comment entrevoyez-vous l'avenir sur les marchés?

Il ne faut pas avoir peur des mots: c'est l'occasion d'une génération pour investir en Bourse. Il y en a eu une belle en 1974. Une autre dans les années 40. Chaque fois que les investisseurs ont eu le courage d'acheter, alors que l'évaluation des actions était tombée aux niveaux actuels, ils ont eu une occasion d'enrichissement extraordinaire.

### FRANÇOIS ROCHON

Président de Giverny Capital qu'il a fondé en 1998. La société gère des actifs de 80 millions de dollars, pour le compte de clients fortunés, selon une approche qui repose sur la sélection de titres de qualité pour un horizon de long terme.



PHOTO MARTIN TREMBLAY, ARCHIVE LA PRESSE

## 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 2014 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 Rochon

- Les portefeuilles Rochon représentent des portefeuilles familiaux privés gérés par François Rochon depuis 1993. La première partie de la période (1993-1999) est antérieure à l'inscription de Giverny Capital Inc. à l'AMF (juin 2000).
- 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.
- Malgré que le portefeuille Rochon Global serve de modèle pour les clients de Giverny Capital, les rendements des portefeuilles des clients gérés par Giverny Capital peuvent être différents. Les rendements du portefeuille Rochon Global ont été réalisés dans un environnement différent de ceux des clients de Giverny Capital et cet environnement est considéré comme contrôlé. Par exemple, les apports et retraits d'encaisse peuvent améliorer les rendements réalisés par le portefeuille Rochon Global. Ainsi, les rendements du portefeuille Rochon Global sont souvent supérieurs aux rendements réalisés par les clients chez Giverny Capital. De plus, dépendamment de leur 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.
- Le choix des indices de référence est établi une fois l'an, en début d'année, selon la composition géographique approximative des portefeuilles. La pondération des indices présentée peut ne pas être une indication de la composition des portefeuilles. Pour 2014 :
  - Portefeuille Giverny Global : TSX 16% Russell 2000 42% S&P 500 42%
  - 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 sur le calcul des rendements des portefeuilles Rochon et sur les rendements des indices sont estimés au meilleur de nos connaissances.
- Les états financiers des trois portefeuilles sont vérifiés en fin d'année. Les données utilisées par le vérificateur sont celles fournies par le gardien de valeurs qui est Banque Nationale réseau des correspondants (NBCN). Les rapports annuels du vérificateur sont disponibles sur demande.
- Pour plus de détails, consultez notre site Internet, section des rendements.