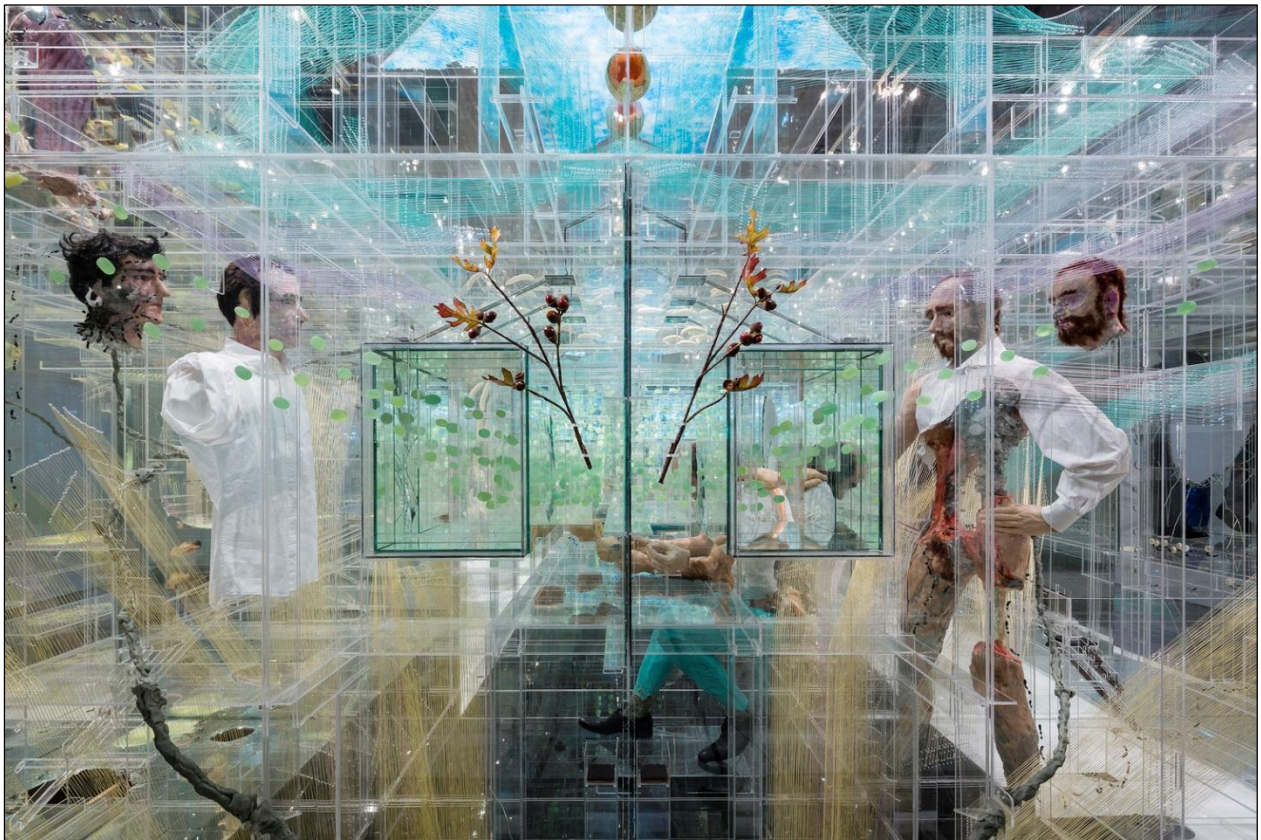


Lettre annuelle aux partenaires 2015



David Altmejd
The Flux and the Puddle (détail), 2014
Collection Giverny Capital
En prêt au Musée National des Beaux-Arts du Québec

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, se sont jointes deux autres personnes qui sont aussi éventuellement devenues associées: Nicolas L'Écuyer et Karine Primeau. 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 détail 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 2015

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 un détail d'une installation sculpturale de l'artiste québécois David Altmejd intitulée « The Flux and the Puddle ». Après un été au Musée d'art contemporain de Montréal, l'œuvre de M. Altmejd a été exposée au Musée Louisiana au Danemark l'automne dernier. Elle sera ensuite présentée pour les 10 prochaines années au Musée National des Beaux-Arts du Québec à partir du 24 juin 2016.

Giverny Capital Inc. – Lettre annuelle aux partenaires 2015 ©

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2015, le rendement du portefeuille Rochon Global a été de +20,2% par rapport à un rendement de +13,4% pour notre groupe indiciel comparatif. Cela correspond à une valeur ajoutée de +6,8%. Le rendement du portefeuille Rochon Global et celui du groupe d'indices incluent un gain approximatif de 16,3% 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 +16,3% par rapport à +9,0% 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^{er} 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%
2015	20,2%	13,4%	6,8%	19,3%
Total	2864,3%	588,1%	2276,2%	8,0%
Annualisé	16,3%	9,0%	7,3%	0,3%

* 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 2 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 2015, le portefeuille Rochon US a réalisé +1,7% versus +1,4% pour le S&P 500. La valeur ajoutée a donc été de +0,4%.

Depuis le début de ce portefeuille en 1993, le rendement total est de +2294% soit +15,2% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P 500 a réalisé +606% soit +9,1% annualisé. La valeur ajoutée annuelle est donc de +6,1%.

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%
2015	1,7%	1,4%	0,4%
Total	2293,6%	606,2%	1687,4%
Annualisé	15,2%	9,1%	6,1%

Voir les notes sur les rendements des portefeuilles Rochon à l'annexe 2 de cette lettre.

Pour une huitième année consécutive, le portefeuille Rochon US a réalisé un rendement supérieur au S&P 500 (de justesse). Notre objectif ultime est de faire mieux que le S&P 500 sur une longue période.

Vous observerez que sur 22 années complètes, notre portefeuille américain a sous-performé le S&P 500 à six reprises (soit l'équivalent de 27% du temps). C'est en ligne avec notre « règle de trois » où nous stipulons qu'il est normal de sous-performer les indices au moins une année sur trois. Et une telle moyenne – si nous la maintenons – est grandement supérieure à la moyenne des gestionnaires.

Nous acceptons d'avance que nous allons parfois sous-performer le S&P 500 à court terme lorsque notre style et/ou nos compagnies sont en défaveur (et parfois, c'est sans raison). Et nous accueillons avec humilité – et aussi avec un plaisir certain – 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 2015, le portefeuille Rochon Canada a réalisé +16,0% comparé à -8,3% pour le S&P/TSX pour une valeur ajoutée de +24,3%.

Depuis 2007, notre rendement total est de +331% soit +17,6% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P/TSX, principal indice canadien, a réalisé +31 soit +3,0% annualisé. Notre valeur ajoutée annuelle est donc de +14,6%.

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%
2015	16,0%	-8,3%	24,3%
Total	330,5%	31,0%	299,4%
Annualisé	17,6%	3,0%	14,6%

Voir les notes sur les rendements des portefeuilles Rochon à l'annexe 2 de cette lettre.

Nos principaux titres canadiens ont, dans l'ensemble, très bien fait en 2015. La grande vedette a été Constellation Software qui a grimpé de 67%. Dollarama a aussi bien fait, grimpant de 35%. Évidemment, le titre ayant le plus fait les manchettes cette année au Canada a été Valeant Pharmaceuticals (l'action canadienne a reculé de 15%). Nous y reviendrons plus loin.

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

L'année 2015

Ce fut une année difficile pour les investisseurs boursiers. La baisse dramatique du cours du pétrole a fragilisé l'économie de plusieurs pays, tant occidentaux qu'orientaux. En fait, quasi toutes les industries liées aux ressources naturelles ont connu une année désastreuse. Par ricochet, bien des compagnies ayant des revenus connexes à ces industries ont vu une partie de leurs revenus affectée.

De plus, la force du dollar US a eu un effet négatif sur la profitabilité des nombreuses entreprises américaines faisant affaire à l'étranger. La combinaison de ces facteurs a engendré une stagnation des profits des entreprises composant le S&P 500. Et les indices boursiers ont bien reflété cette stagnation (et un peu plus même dans le cas de l'indice Russell 2000 qui a baissé de 8%).

La situation est encore pire au Canada. Le S&P / TSX a reculé d'un haut de 15 625 en 2014 pour terminer l'année 2015 à 13 010. La Bourse canadienne est quasi au même niveau qu'en 2007.

L'année 2015 a somme tout été une bonne année pour nous. Nos compagnies ont augmenté leur valeur intrinsèque d'environ 11% (dividende inclus) soit un taux largement supérieur à la moyenne. Sans effet de devise, nos titres en Bourse n'ont généré qu'un rendement approximatif de 4%. Cette faible performance absolue a tout de même été plus élevée que celle de notre groupe d'indices comparatif. Nous sommes donc satisfaits des résultats.

La faible performance boursière récente de nos titres signifie donc qu'ils sont devenus plus sous-évalués que l'an dernier à pareille date.

OPA sur Precision Castparts

C'est avec des sentiments mixtes que nous avons accueilli l'acquisition de Precision Castparts (PCP) par Berkshire Hathaway. En tant qu'actionnaires de Berkshire, nous croyons qu'il s'agit d'une acquisition d'une entreprise extraordinaire réalisée à un prix très raisonnable. Il est difficile pour Berkshire de faire croître l'immense niveau de leur capital sous gestion. PCP est une compagnie qui combine une importante taille et des avantages compétitifs importants. Ses perspectives de croissance à long terme nous semblent vastement supérieures à la moyenne. Elle deviendra, à notre avis, une importante division de Berkshire.

En tant qu'actionnaires de PCP, nous nous sommes retrouvés devant la difficulté de devoir remplacer une compagnie d'une rare qualité. Nous avons réglé le problème avec pragmatisme : nous avons racheté des actions de quelques compagnies déjà en portefeuille... dont Berkshire.

L'effet de la devise canadienne

Il faut souligner que, cette année, la forte baisse du dollar canadien a contribué grandement à l'excellente appréciation de notre portefeuille. À notre avis, le dollar canadien est maintenant revenu à un niveau en ligne avec sa juste valeur. Il ne faudra donc pas s'attendre à des gains de devise dans les années à venir. Cela ne veut pas dire qu'un investisseur canadien devrait éviter les compagnies américaines. Cela veut simplement dire que, pour le moment, nous n'avons plus la chance de les acheter avec un escompte supplémentaire comme ce fut le cas pendant quelques années.

Avec maintenant plus de 22 années de perspectives historiques, on peut noter le fait que les titres du portefeuille Rochon Global ont réalisé +16,3% annualisé et que la baisse de la devise canadienne n'a contribué que pour +0,3% de ce rendement. Le huard a connu de grandes fluctuations au cours des années, mais au bout du compte sa contribution aux rendements a été négligeable.

Taux de rotation de notre portefeuille

Le taux de rotation de notre portefeuille a été sous les 10% en 2015. Nous estimons que le taux de rotation moyen des dernières années a été d'autour de 15%. En d'autres mots, nous gardons nos

titres pour une période moyenne de 6 à 7 ans. Cela se compare à une durée moyenne de 6 mois pour l'ensemble des investisseurs boursiers (professionnels ou non). Ainsi, nous gardons nos titres pour une durée de plus de 12 fois la moyenne. Notre longue durée de détention cadre avec notre philosophie d'investissement car nous croyons que pour réaliser des rendements exceptionnels à long terme, il faut détenir des compagnies exceptionnelles à long terme.

Si on regarde les 15 plus importants titres du portefeuille, on peut constater deux faits. Le premier, ils représentent environ 80% de la valeur du portefeuille. Nous avons donc une approche concentrée. En second lieu, ils sont en portefeuille en moyenne depuis plus de 7 ans. Voici les détails :

Compagnies	Depuis	Années
Berkshire Hathaway B	2000	15
Bank of the Ozarks	2006	9
Disney (Walt) Co.	2005	10
Carmax Inc.	2007	8
LKQ Corp.	2012	3
Wells-Fargo	2005	10
Visa Inc.	2010	5
M&T Bank	2009	6
O'Reilly Automotive	2004	11
MTY Food Group	2007	8
Markel Corp	2013	2
Dollarama Inc.	2010	5
Ametek Inc.	2015	0
Union-Pacific	2012	3
Constellation Software	2014	1
Top 15 (moyenne)		7

La pierre angulaire de notre philosophie

Nous croyons que pour obtenir des rendements exceptionnels, il faut posséder des actifs qui réalisent intrinsèquement des rendements exceptionnels. Il y a toute sorte de catégories d'actif qu'un investisseur peut posséder. À notre avis, le meilleur type d'actif à posséder est un actif productif; c'est-à-dire un actif qui est une source continue de création de richesse. Nous avons appris avec les années qu'une compagnie qui possède un avantage compétitif durable est un actif de cette trempe.

Le fondement de notre approche d'investissement est de considérer les actions comme des parts d'entreprises. 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 plutôt une analyse de la performance intrinsèque de nos compagnies.

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 d'environ 11% (10% 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 2015 est un reflet adéquat de leur réalité économique. De leurs côtés, nos titres en Bourse ont réalisé une appréciation d'environ 4% (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%
2015	11%	4%	-7%	1%	1%	0%
Total	1102%	1141%	39%	297%	380%	84%
Annualisé	13,2%	13,4%	0,2%	7,1%	8,2%	1,0%

* 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

20 ans de mesure des bénéfices propres

Nous vous présentons cet important tableau depuis maintenant 20 ans. Comme il en témoigne, les performances boursières et corporatives sont rarement synchronisées sur une année solaire. En effet, nos compagnies ont performé en Bourse en ligne avec leur performance intrinsèque (à 1% près) seulement 3 années sur 20. Mais plus le temps avance, plus le synchronisme s'affirme.

Une période de 20 ans est significative est les conclusions en découlant sont éducatives. Depuis le début de l'année 1996, nos compagnies ont augmenté leur valeur intrinsèque de 1102% – soit un accroissement par un facteur de douze fois – et ont vu leur titre augmenter de 1141% (sans effet de devise). Sur une base annualisée, nos compagnies ont crû leur valeur intrinsèque par 13,2% par année et leurs titres en Bourse ont réalisé 13,4% 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 297% et ont vu leurs actions grimper de 380% (dividendes inclus) soit 7,1% et 8,2% annuellement.

On pourrait décortiquer cette période de 20 ans en deux décennies distinctes. La première de 1996 à 2005 et la seconde de 2006 à 2015. On peut voir dans le tableau ici-bas que pour la seconde période, les rendements de nos titres ont été légèrement inférieurs à la première période, tant pour l'augmentation des profits corporatifs que leur performance boursière et ce, pour nos compagnies autant que pour le S&P 500. À notre avis, cela reflète qu'en 2005-2006, les profits des entreprises étaient légèrement plus élevés que leur réelle capacité bénéficiaire à long terme (amplifiés par les divers profits liés au secteur de l'immobilier résidentiel). De plus, nous croyons que les profits des entreprises en 2015 sont légèrement sous leur capacité bénéficiaire à long terme. La combinaison du point de départ et d'arrivée résulte en une décennie de croissance des profits légèrement sous la moyenne historique.

Période	Portefeuille Rochon Global			S&P 500		
	Valeur *	Bourse **	+/-	Valeur *	Bourse **	+/-
1996-2005	14,9%	15,7%	0,8%	8,5%	9,1%	0,5%
2006-2015	11,6%	11,2%	-0,4%	5,8%	7,3%	1,5%

* 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

La bonne conclusion

Sur 20 ans, nos titres ont réalisé un rendement annualisé de 5% 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. Nous laissons cette activité futile à ceux et celles qui ne réalisent pas qu'une action est tout simplement une participation dans une entreprise.

La saveur du jour 2015

Comme l'année 2015 a été difficile pour les actions, nous trouvons peu de segments de marché populaires. Encore une fois, c'est du côté des obligations que nous percevons de l'optimisme débridé (nous y reviendrons à la fin de la lettre).

Aussi, les prix des maisons au Canada ont continué d'augmenter en 2015 principalement en Colombie Britannique et en Ontario. Le prix moyen d'une maison à Vancouver a dépassé le million de dollars¹. À Toronto, le prix moyen est de 631 000\$.

Une baisse importante du prix des maisons au Canada pourrait avoir des conséquences majeures sur divers segments de l'économie canadienne. Par conséquent, nous nous tenons loin des entreprises qui, à notre avis, pourraient en être affectés.

Perspectives 2016

Comme vous le savez, nous avons une attitude minimaliste vis-à-vis les prévisions économiques (et une attitude nihiliste quant aux prévisions boursières à court terme). Selon nous, les perspectives de croissance économique à l'échelle mondiale, pour l'année à venir, sont modestes. Un processus de sélectivité circonspecte de compagnies supérieures à la moyenne est plus que jamais primordial.

Aux États-Unis, la force du dollar américain devrait avoir un effet moindre sur la croissance des bénéfices en 2016 qu'en 2015. Ainsi, nous croyons que les entreprises américaines vont croître leurs profits par environ 6-8% pour l'année. Le S&P 500 se transige à 15-16 fois les profits prévus pour l'année à venir, un ratio qui nous semble raisonnable.

Plus important encore pour notre bien-être financier, nous croyons que nos compagnies augmenteront leurs profits d'environ 12 à 16% cette année soit environ deux fois le taux moyen des compagnies du S&P 500. Les titres de nos compagnies se transigent à environ 14-15 fois ces profits estimés. Ainsi, non seulement nos compagnies ont, à nos yeux, de meilleures perspectives de croissance à moyen et à long terme mais, en plus, leurs actions se transigent à escompte sur le P/E du marché.

Plus près de chez nous, les perspectives économiques au Canada nous semblent peu reluisantes. En effet, divers vecteurs influençant l'économie canadienne comme les faibles cours des matières premières, le haut niveau de l'immobilier résidentiel et la hausse des taxes et impôts ne pointent pas vers une amélioration pour l'année à venir. La hausse importante du déficit budgétaire fédéral pourrait adoucir la situation à court terme mais cela ne nous semble pas constructif à long terme. Nous sommes par contre satisfaits des quatre entreprises canadiennes détenues en portefeuille. Leurs perspectives de croissance à long terme nous semblent toujours aussi solides.

L'année 2016 a débuté sous le signe de la volatilité boursière. Nous aimons la volatilité puisqu'elle nous permet d'acquérir (ou de racheter) des titres à meilleur prix. Nous pouvons investir des capitaux frais à bons prix quand cela est possible mais aussi faire des changements au portefeuille pour profiter d'opportunités intéressantes. Il est rationnel de vendre un titre se transigeant à 67% de sa juste valeur pour augmenter un autre titre détenu se transigeant à 50% de sa juste valeur.

Post-mortem quinquennal: 2010

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.

¹ Selon le site web de l'Association canadienne de l'immeuble pour le mois de janvier 2016

D'abord, dans la lettre annuelle de 2010, nous avons qualifié le prix de l'or d'alors comme "saveur du jour" alors qu'il avoisinait les 1400\$ US. Cinq années plus tard, l'or se transige à 1065\$, soit 24% plus bas. Nous n'avons aucune idée comment évaluer le prix de l'or mais nous avons observé un engouement certain en 2010 que nous tenions à souligner. On pourrait ajouter que depuis mes débuts en 1993, le prix de l'or est passé de 392\$ à 1065\$ soit un rendement annuel de 4,6%. Cela correspond à la moitié du rendement annuel du S&P 500 durant cette période.

Dans la même lettre annuelle, nous avons présenté deux nouveaux achats pour nos portefeuilles : Dollarama et Visa.

Dollarama

Dollarama est la plus importante chaîne de magasins à un dollar au Canada avec plus de 1000 magasins au pays. Elle fut fondée en 1992. Ses magasins proposent un vaste éventail de produits de consommation courante, de marchandises générales et d'articles saisonniers. Les produits sont vendus soit individuellement, soit en lots, à des prix fixes jusqu'à concurrence d'un prix maximum de 3\$.

Comme Dollarama est une entreprise québécoise, nous la connaissions assez bien malgré qu'elle n'était pas une compagnie publique. Nous savions que son fondateur et président, Larry Rossy, était un homme d'affaires exceptionnel. Nous fûmes bien attristés en 2004 quand la compagnie – au lieu de venir en Bourse – fut vendue à Bain Capital, la firme de placements privés.

Mais dans le monde de l'investissement, il ne faut jamais perdre espoir. Dollarama fut finalement émise en Bourse en 2009 à 17.50\$ l'action (8.75\$ ajusté pour fractionnement). Quelques mois plus tard, en 2010, nous décidions de devenir actionnaires malgré un P/E d'environ 18x et un peu de dettes au bilan. Ce fut un acte de foi en M. Rossy. Les BPA sont passés de 0.82\$ en 2010 à 2.96\$ en 2015 (estimés). C'est un taux de croissance annualisé de 29%. L'action a grimpé de 12\$ à 80\$ (un rendement annuel de 46%).

Dollarama fut un de nos meilleurs placements depuis les débuts de ce portefeuille il y a 22 ans. Tous les partenaires de Giverny Capital doivent une fière chandelle à Larry Rossy.

Visa

Nous avons été actionnaires d'American Express de 1995 à 2013. Nous connaissions donc bien les avantages économiques solides des compagnies de cartes de crédit. Mastercard est venue en Bourse en 2006 et fut un placement exceptionnel (que nous avons malheureusement manqué). Nous attendions la venue en Bourse de Visa avec effervescence. L'émission publique de Visa eut lieu en 2008. À notre plus grand regret, l'action se transigea à un prix élevé soit à 20\$ alors que la compagnie réalisait des BPA de 0,62\$ (un P/E de plus de 30x). Nous avons donc décidé d'attendre un meilleur prix.

Le titre a chuté jusqu'à 13\$ durant la crise de 2008-2009 pour regimber jusqu'à 23\$ en 2010. Mais à l'été, le titre a chuté de 25% lorsque le sénateur Dick Durbin fut à la source d'un amendement à la réforme Dodd-Frank pour limiter les frais de cartes de débit facturés aux détaillants (*interchange fees*). Le titre de Visa chuta à 17\$, niveau où nous avons acheté des actions. La compagnie réalisait alors des BPA de 1,06\$. Le P/E était donc passé de 23x à 17x en quelques semaines et nous semblait fort attrayant considérant les perspectives de croissance exceptionnelle à long terme.

Dans le tableau ci-bas, vous pouvez noter la performance incroyable de Visa lors des cinq dernières années : Les BPA sont passés de 1,06\$ à 2,68\$ soit à un taux de croissance annuel de 20%. Et vous pouvez constater sur le graphique que l'action est passée de 17\$ à 78\$ soit une augmentation de 350%. Ce fut donc un placement fort satisfaisant.



Source du graphique : Bigcharts.com

2010	2011	2012	2013	2014	2015
1,06\$	1,31\$	1,62\$	1,96\$	2,35\$	2,68\$

Je m'en voudrais de ne pas ajouter un post-scriptum à ce post-mortem (beaucoup de latin dans la même phrase). Nous avons été chanceux de réaliser ce placement. Notre chance a été d'avoir la baisse de 25% liée à la réforme Durbin. Fort probablement, sans cette baisse imprévue, nous n'aurions jamais acheté le titre. Je suivais déjà la compagnie de près et j'avais levé le nez sur le P/E de 23x qui prévalait avant la baisse de l'été 2010.

Est-ce que le fait de ne pas acheter le titre en début 2010 à 23\$ fut une erreur? Tout à fait. Imaginez que le titre n'ait pas baissé en 2010 : en l'achetant à 23\$, nous aurions tout de même triplé notre argent en 5 ans. Même si c'est un grand coup de chance qui a éventuellement camouflé cette erreur, nous allons en savourer les fruits avec plaisir.

Nos compagnies

The Walt Disney Company (DIS, 105\$): 10 ans en portefeuille

Nous détenons en portefeuille la compagnie Walt Disney depuis une décennie. En fait, nous avons d'abord acquis des actions de Disney en 1996 suite à l'acquisition de Capital Cities ABC. En début 2000, nous avons vendu nos actions. Puis, en septembre 2005, un nouveau PDG a été nommé : Robert Iger. Nous connaissions M. Iger de réputation et avons une grande estime pour lui. Il nous semblait l'homme de la situation pour ramener Disney sur le chemin de la croissance. Nous avons racheté des actions de Disney la journée même où il a officiellement débuté son mandat.

Le premier dossier auquel s'est attaqué M. Iger fut celui de Pixar. L'entente de partenariat venait à échéance rapidement et il était impératif (et c'est un faible mot) qu'elle soit renouvelée. Disney décida de simplement acquérir Pixar avec l'approbation de son président Steve Jobs. C'est probablement la plus importante acquisition de l'histoire de Disney. Du jour au lendemain, son studio d'animation retrouvait le piédestal du monde du dessin animé.

Par la suite, M. Iger fit l'acquisition de Marvel. Il comprit qu'avec les nouvelles technologies d'effets spéciaux cinématographiques, les super-héros comme *Iron-Man*, *Hulk*, *Thor* et *Captain America* pouvaient prendre une toute nouvelle dimension au cinéma. Ce fut un coup de circuit: les films de super-héros de Marvel sont devenus une importante source de profitabilité pour Disney.

Finalement, il y a trois ans, Disney a acquis Lucas Film. Elle est donc devenue propriétaire des films « Star Wars ». Le 7^{ème} épisode, « The Force Awakens » est sortie en salle le 18 décembre dernier. En seulement 12 jours, le film a touché le milliard de dollars au guichet. Il est rapidement devenu le plus grand succès financier en salle de l'histoire du cinéma (dépassant « Avatar »).

En quelques années donc, toute la culture de l'entreprise a été transformée et Walt Disney a retrouvé la magie qui avait tant caractérisé les premières décennies sous la direction de son fondateur. Le point d'orgue de cette nouvelle culture a été la création du film *Frozen*, le plus grand succès de tous les temps pour un dessin animé (j'ai les larmes aux yeux quand je vois tous les beaux produits dérivés en magasin).

Et cette transformation de Disney s'est reflétée dans les résultats financiers. De 2005 à 2015, les BPA sont passés de 1,33\$ à 5,51\$. C'est un taux de croissance annualisé de 15%, une performance phénoménale pour une entreprise de la taille de Disney. L'action en Bourse est passée de 24\$ à 105\$, pour un rendement annualisé de 16% (sans les dividendes).



Source du graphique: BigCharts.com

La performance incroyable de Disney relève évidemment du travail de milliers de personnes. Mais le leader de l'entreprise, M. Iger, mérite la plus importante part du crédit. À notre avis, plus de 100 milliards de dollars (G\$) de valeur boursière ont été créés pour les actionnaires grâce à lui.

Walt Disney ajouterait probablement : « *Quand on y pense, tout ça a commencé avec une souris* ».

Anecdote au sujet de Bob Iger

Avant de se joindre à Disney, M. Iger travaillait avec Tom Murphy à Capital Cities ABC. M. Murphy est aujourd'hui retraité mais siège sur le conseil d'administration de Berkshire Hathaway. Warren Buffett a déjà dit de lui qu'il était un des meilleurs PDG qu'il avait connu dans sa carrière (difficile d'avoir un meilleur compliment). Lors de l'assemblée annuelle de Berkshire en 2006, Jean-Philippe et moi avons croisé M. Murphy au lobby de notre hôtel. Après l'avoir salué avec admiration, nous avons osé lui demander son opinion quant au nouveau poste de M. Iger chez Disney. Il en a parlé avec très grand enthousiasme ce qui a confirmé notre jugement. Comme quoi que nos visites annuelles à Omaha sont éducatives à plus d'un point de vue.

Alphabet Inc. (GOOG, 759\$)

Alphabet (anciennement Google) a connu une excellente année 2015. Les revenus ont grimpé de 13% en 2015 malgré que plus de la moitié d'entre eux proviennent de l'extérieur des États-Unis (et donc fortement affecté par la hausse du dollar américain). Les BPA ajustés ont cru de 16%. C'est une performance spectaculaire pour une grande multinationale américaine. La compagnie continue sa transition vers le mobile et les marges bénéficiaires semblent s'être stabilisées. L'immense fossé économique de Google dans le domaine de la recherche web nous semble donc s'être transposé du PC au mobile. C'est une excellente nouvelle pour la valeur intrinsèque à long terme de l'entreprise.

Nous continuons d'avoir une participation modeste (dans les 2-3%) dans Alphabet car nous trouvons que la compagnie est très généreuse dans son programme de *stock options*. Nous pourrions ajouter que nous apprécierions aussi une meilleure gestion des capitaux excédentaires. À part ces deux facettes, Alphabet nous semble une compagnie exceptionnelle.

Ametek (AME, 54\$)

Ametek est une des deux nouvelles compagnies en portefeuille en 2015. C'est une entreprise américaine de fabrication d'instruments électroniques et d'appareils électromécaniques. Fondée en Pennsylvanie en 1930 sous le nom de *American Machine and Metals*, l'entreprise prit le nom Ametek au début des années 1960. Ametek est une des plus anciennes entreprises listées sur la Bourse de New York (depuis ses débuts en 1930). Et pourtant, elle reste peu connue et peu suivie. Sa division d'instruments électroniques produit des instruments de surveillance, de mesure, de test, d'étalonnage, d'afficheurs, pour divers marchés dont l'aéronautique et l'énergie. Celle d'appareils électromécaniques produit des équipements d'interconnexion, de moteurs et de systèmes spécifiques.

Lors de la dernière décennie, les revenus sont passés de 1,4G\$ à 4G\$. Les BPA ont grimpé de 0,59\$ à 2,73\$ soit à un taux de croissance annuelle de 17%. La compagnie croît en partie par la mise en marché de nouveaux produits et aussi par acquisitions (23 depuis 2011).

Comme c'est souvent le cas chez les compagnies exceptionnelles, c'est au niveau de la culture que la compagnie se démarque. Le premier des quatre piliers de son modèle d'affaires est « L'excellence opérationnelle ». Elle est donc assidue à toujours réduire sa structure de coûts et d'améliorer son efficacité tout en gérant au quart de tour ses actifs.

La compagnie croit qu'elle peut doubler ses revenus d'ici cinq ans et nous partageons son optimisme.

Bank of the Ozarks (OZRK, 49\$)

L'année 2015 a été exceptionnelle pour Bank of the Ozarks, notre banque de Little Rock (Arkansas). Elle a réalisé des BPA de 2,09\$, en hausse de 28%. Voici les faits saillants de 2015 :

- Le ratio d'efficacité (une mesure de sa structure de coût) a été un impressionnant 38%.
- Le rendement de l'actif a été de 2,11%.
- Le bilan continue de se solidifier : le ratio de l'avoir propre sur les actifs est de 14,8%.
- En février, Ozarks a complété l'acquisition d'Interinvest National Bank.
- En août, Ozarks a complété l'acquisition de Bank of the Carolina.
- En octobre, Ozarks a annoncé la plus importante acquisition de son histoire : Community & Southern Bank (avec 47 succursales en Georgie et une en Floride).
- Les dépôts ont augmenté de 45% à 8,0G\$.
- En tout, les actifs ont crû de 46% à 9,9G\$.

Lors de la dernière décennie, Ozarks a maintenu un taux de croissance annuel composé de 15% de ses BPA. Très peu de banques peuvent se vanter d'une telle performance dans le contexte difficile des dernières années. Nous prévoyons encore une fois une forte hausse des BPA en 2016. Et les perspectives de croissance à long terme nous semblent toujours excellentes.

Berkshire Hathaway (BRK.B, 132\$)

La compagnie dirigée par le légendaire Warren Buffett a connu une autre excellente année en 2015. 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 6 à 8%. La nouvelle la plus importante de 2015 a été l'acquisition de Precision Castparts (voir le début de la lettre).

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

Buffalo Wild Wings (BWLD, 160\$)

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 six ans. Le nombre de restaurants a atteint 1175 en 2015 soit 93 de plus que l'an dernier. La compagnie a augmenté ses revenus de 21%. Ses ventes comparables ont augmenté de 4,2% pour ses restaurants et 2,5% pour ses franchisés. Les BPA ont par contre été stables à 4,97\$. La compagnie a donc dû composer avec passablement de pression sur ses marges bénéficiaires en 2015. Nous croyons que cette situation est temporaire.

La compagnie prévoit ouvrir 87 à 100 nouveaux restaurants en 2016. Nous prévoyons une croissance des profits de plus de 20% pour l'année à venir.

Carmax (KMX, 54\$)

L'exercice financier de Carmax se termine à la fin février. Nous prévoyons pour l'exercice 2015-2016 une croissance de 8% des ventes et des BPA. La compagnie a maintenant 160 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.

Le titre de Carmax a reculé en 2015 (recul qui s'est poursuivi en début 2016). L'action nous semble maintenant grandement sous-évaluée. Nous avons profité de la baisse du titre pour augmenter notre participation.

Constellation Software (CSU-T, 577\$)

Nous sommes actionnaires de Constellation Software depuis deux ans. À nos yeux, le PDG de Constellation, Mark Leonard, est un homme d'affaires exceptionnel. La performance passée de Constellation est impressionnante et les perspectives à long terme nous semblent excellentes. Quoique la compagnie soit canadienne, la majorité de ses revenus proviennent des États-Unis (d'ailleurs, elle rapporte ses résultats en dollars américains).

Les revenus de Constellation ont crû de 10% en 2015. Les pertes de devises ont réduit les revenus organiques de 6%. Les BPA ont cru de 35%. Le titre a donc très bien fait en Bourse grimpant de 67% durant l'année.

Dollarama (DOL-T, 80\$)

Après trois trimestres en 2015 (son exercice financier se termine le 31 janvier), les revenus étaient en hausse de 13%, les ventes comparables en hausse de 7,1% et les BPA en hausse de 39%. Nous prévoyons une hausse de 34% des BPA pour l'année 2015.

Dollarama a maintenant plus de 1005 magasins au Canada. Elle est – à nos avis – une des entreprises les mieux gérées au Canada.

Knight Transportation (KNX, 24\$)

Les plus anciens partenaires se remémoreront que nous avons été actionnaires de Knight Transportation pendant plusieurs années (de 2003 à 2011). Knight Transport est une importante entreprise de transport localisée à Phoenix (AZ). En plus d'offrir des services de transport routier sur courte et moyenne distance, elle offre aussi des services de logistiques. Nous avons vendu nos dernières actions en 2011 simplement pour acheter un autre titre qui nous semblait plus sous-évalué.

La compagnie a nommé un nouveau PDG, David A. Jackson, au début de 2015 et nous l'avons rencontré. Auparavant CFO de l'entreprise, M. Jackson a revigoré les plans de croissance de Knight. Nous avons été fort impressionnés par ce jeune dirigeant (40 ans) et avons décidé de redevenir actionnaires.

L'année 2015 a été difficile pour le secteur du transport routier (plus que nous l'aurions cru dans un environnement de bas prix de l'essence). Les revenus de Knight ont cru de 7,3% (14,7% sans l'effet des surcharges d'essence) et les BPA ont cru de 17%. L'année 2015 s'est terminée sur une légère

baisse de la rentabilité qui risque de perdurer quelques trimestres encore. Mais nous croyons qu'à long terme, les perspectives de croissance sont solides.

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, aux Pays-Bas et en plus récemment en Italie.

De 2008 à 2015, les revenus ont crû à un taux annualisé de 20% en passant de moins de 2G\$ à plus de 7,2G\$ cette année. En 2015, les BPA ont été en hausse de 11% par rapport à 2014. La rentabilité a été affectée par la hausse du dollar américain ainsi que par le bas prix de la ferraille (ce qui reste des voitures qu'elle achète pour utiliser les pièces).

En 2016, nous prévoyons une croissance des BPA de l'ordre de 12 à 15%. Nous croyons que la compagnie a toujours d'excellentes perspectives de croissance à long terme. De plus, l'évaluation boursière a rarement été aussi basse!

M&T Bank (MTB, 121\$)

Après trois années de délais règlementaires, la fusion de M&T Bank et de Hudson City Bank a été finalement concrétisée en novembre 2015. M&T a ainsi acquis près de 35G\$ d'actifs.

Les BPA ajustés ont cru de 2% à 7,74\$ en 2015. Nous croyons que la capacité bénéficiaire de M&T est supérieure. Nous prévoyons ainsi une importante amélioration du rendement de l'actif en 2016 aidé par une baisse du ratio d'efficacité et des économies liées à l'intégration d'Hudson City. Nous croyons que la compagnie peut réaliser des BPA supérieurs à 9\$.

Robert Wilmers dirige M&T depuis 1983. Même s'il est âgé de 81 ans, nous souhaitons qu'il demeure PDG de la banque de Buffalo encore longtemps.

Markel Corporation (MKL, 883\$)

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 2015 a été exceptionnelle pour Markel. Le ratio combiné des opérations d'assurance est passé de 95% à 89% (plus il est bas, mieux c'est). Plus important encore, la division de réassurance, nouvellement acquise, a vu son ratio combiné passer de 96% à 90%. Par contre, la valeur au livre n'a augmenté que de 3%. Il faut noter que les variations boursières du portefeuille d'actions ont un impact direct dans le niveau de la valeur au livre de la compagnie. En 2015, la compagnie a pris des charges de plus de 300 millions de dollars (M\$) pour les variations de valeur de ses placements. Nous croyons que ces charges sont temporaires et se transformeront éventuellement en gains.

Mohawk Industries (MHK, 189\$)

Nous sommes actionnaires de Mohawk depuis 2006. L'année 2015 a été une autre bonne année pour Mohawk : les revenus ont crû de 3% (10% sans perte de taux de change) et les BPA de 25% à 10,51\$ (ajustés pour amortissements d'intangibles).

Mohawk est devenue avec les années un leader mondial dans le domaine du recouvrement de planchers. Nous croyons que la compagnie est plus solide que jamais.

MTY Food Group (MTY-T, 32\$)

Stanley Ma, fondateur du Groupe MTY, a ouvert son premier restaurant à Montréal en 1979: « Le Paradis du Pacifique ». Puis en 1983, le Groupe MTY développe l'enseigne Tiki-Ming qui sert une cuisine chinoise. En 1999, Le Groupe MTY fait une première acquisition, celle de Fontaine Santé dont les établissements prendront l'appellation Veggirama et seront graduellement convertis en restaurants Cultures. MTY possède aujourd'hui 30 marques de restauration avec près de 2800 succursales dans son réseau.

Ce fut une autre année remarquable pour MTY Food. Elle a crû ses revenus de 26% à 145M\$ et ses BPA ajustés de 18%. Son bilan est toujours aussi solide : elle n'a quasi aucune dette et des liquidités de 33M\$ (prêtes à être utilisées pour de nouvelles acquisitions).

Un jour, on me faisait remarquer que MTY ne dépensait pas assez d'argent en R&D. J'ai répondu que c'était la beauté d'un *egg roll* de chez Tiki-Ming : c'est le même depuis 30 ans. Nul besoin de le moderniser. Nous aimons les entreprises aux produits simples et peu changeants. Ceci étant dit, MTY a aussi fait un travail remarquable d'innovation alimentaire avec Thai Express et Sushi Shop.

Nous sommes actionnaires de MTY depuis huit ans. De 2007 à 2015, les BPA ajustés sont passés de 0,51\$ à 1,87\$ soit l'équivalent d'un taux de croissance annualisé de 18%. Nous restons de grands admirateurs de Stanley Ma, le PDG de MTY et croyons que les perspectives à long terme sont toujours excellentes. À l'heure actuelle, l'action de MTY se transige au même niveau qu'il y a deux ans. Ainsi, son évaluation boursière est devenue encore plus attrayante.

O'Reilly Automotive (ORLY, 253\$)

O'Reilly a encore une fois connu une année du tonnerre. Les revenus ont crû de 10% à près de 8G\$ avec des ventes comparables en hausse de 7,5%. Les bénéfices ont grimpé de 20% et les BPA de 25% à 9,17\$ (un 5% ajouté grâce à son programme de rachat d'actions).

Nous prévoyons un taux de croissance des BPA plus faible en 2016 mais tout de même dans les 12-14%. Il faut ajouter, qu'au cours des années, O'Reilly nous a habitué à faire paraître nos estimés comme trop conservateurs!

Stericycle (SRCL, 121\$)

Après bien des années à suivre Stericycle, nous avons décidé de devenir actionnaires en 2015. En effet, le titre a chuté de 20% après l'annonce de résultats qui ont déçu Wall Street. La division des déchets industriels a en effet été affectée par la faiblesse du secteur énergétique. Comme toujours,

nous voyons plus loin qu'un ou deux trimestres et croyons que les perspectives de croissance à long terme sont toujours solides.

Stericycle a acquis la compagnie canadienne *Shred-it* pour 2,3G\$ en 2015. *Shred-it* est un leader dans l'industrie de la destruction de documents confidentiels. Puisque nous utilisons ses services à Giverny Capital, nous savions combien c'est une entreprise de qualité. *Shred-it* devait faire son entrée en Bourse en 2015. Et nous attendions avec impatience l'émission après avoir lu le prospectus. Stericycle a décidé d'acquérir l'entreprise peu avant son IPO.

Les revenus de Stericycle ont grimpé de 17% en 2015 (principalement grâce à l'acquisition de *Shred-it*). Par contre, les BPA ajustés n'ont grimpé que de 6%. L'année 2016 sera probablement similaire à 2015 en terme de croissance (alors que la compagnie poursuivra l'intégration de *Shred-it*) mais nous prévoyons un retour à un haut niveau de croissance en 2017.

Union Pacific (UNP, 78\$)

Ce fut une année difficile pour l'industrie ferroviaire et Union Pacific n'a pas été épargnée. UP a vu ses revenus baisser de 9% et ses BPA baisser de 5%. Il est à noter qu'avec les dividendes et les rachats d'actions, UP a retourné plus de 5,8G\$ à ses actionnaires en 2015.

La bonne nouvelle est que la compagnie a pu augmenter ses prix d'environ 3,5% en 2015 ce qui est un meilleur taux d'accroissement qu'en 2014. La compagnie a ainsi réalisé un ratio d'exploitation de 63,1% en 2015. La compagnie est plus efficace que jamais.

UP et BNSF (qui appartient à Berkshire Hathaway) ont l'équivalent d'un duopole dans les chemins de fer de l'ouest des États-Unis. D'abord, un duopole est la seconde meilleure chose après un monopole. Ensuite, avoir un compétiteur rationnel est certainement une bonne chose à long terme. Par contre, BNSF a eu une meilleure année 2015 qu'UP (après quelques années de situation inverse).

Nous prévoyons que l'année 2016 sera encore difficile mais à long terme nous continuons de croire que les perspectives de haut rendement sur les capitaux propres sont excellentes. L'action a chuté en Bourse ces derniers trimestres et nous semble sous-évaluée.

Valeant Pharmaceuticals (VRX, 102\$)

En 23 ans de gestion de portefeuilles, je n'ai jamais aimé posséder des entreprises qui font les manchettes des journaux (et/ou l'Internet). Pendant 22 ans et demi, nous avons été exhaussés dans ce souhait. Mais nous avons connu une fin d'année 2015 mouvementée à ce niveau avec nos actions de Valeant (et un début d'année 2016 du même calibre).

Nous sommes devenus actionnaires de Valeant en 2011. Michael Pearson a pris les rênes de Valeant en 2008 et nous avons suivi la transformation phénoménale qu'il a réalisée. Au lieu de dépenser – quasi par réflexe culturel – une grande portion des revenus en R&D qui souvent génère de faibles rendements sur les capitaux investis, M. Pearson a plutôt tablé sur l'acquisition de médicaments et de produits de consommation qui sont stables et/ou dont les probabilités de succès sont élevées. La compagnie dépense de l'argent en R&D (contrairement à certains oui-dire) mais seulement quand elle croit que les probabilités sont élevées d'obtenir du succès. En fait, elle est une des compagnies les plus productives de l'industrie en termes de R&D (mesurée par le nombre d'approbations de nouvelles molécules par milliard de dollars dépensés).

L'optimisation des ressources financières des entreprises acquises a permis à Valeant de réaliser des marges d'exploitation et des rendements sur les capitaux propres très élevés. En 2011, les BPA étaient de 2,93\$. En 2015, la compagnie a réalisé 10,16\$. C'est un taux de croissance annualisé de 36% sur quatre ans. Et, initialement, les analystes prévoient des BPA d'environ 16\$ pour 2016. Cela explique que l'action est passée de 40\$² lors de notre achat initial à un haut de 264\$ cet été.

Valeant a aussi eu recours à la dette pour poursuivre son plan de croissance. Et suite à l'acquisition de Salix Pharmaceuticals au début 2015 pour 11G\$, le niveau de la dette a passablement augmenté. À cause principalement de son niveau d'endettement, nous savions que le risque dans Valeant était plus élevé que nos autres placements. Ainsi, nous avons décidé de réduire à deux reprises notre nombre d'actions pour limiter son poids dans le portefeuille à environ 5%.

À la fin de l'été dernier, Valeant a été la cible de politiciens sur la hausse du prix de certains de ses médicaments nouvellement acquis. Il faut ajouter que de telles hausses sont très souvent tempérées par des escomptes négociés par les divers regroupements d'achat. Au bout du compte, malgré que les revenus des trois médicaments ciblés ne correspondaient qu'à 4% des revenus de la compagnie, l'image publique de Valeant en a été affectée durement. À notre avis, les fortes augmentations de prix de certains médicaments – justifiés ou non – attisent la colère de la population et ont, au bout du compte, plus d'effets négatifs que positifs pour l'entreprise.

Puis en octobre, des vendeurs à découvert ont avancé l'idée que la compagnie trafiquait ses livres avec la "complicité" d'un de ses distributeurs, Philidor. La compagnie a alors décidé de terminer sa relation avec ce distributeur et quelques semaines plus tard a signé une importante entente de distribution avec Walgreen's. La compagnie a par contre réduit ses estimés de profitabilité pour 2016 à environ 13,50\$. Comble de malheur, M. Pearson est tombé gravement malade à la fin décembre et a dû s'absenter deux mois.

Nous avons attendu quelques semaines pour publier cette lettre car nous voulions avoir une mise à jour de la situation financière de l'entreprise avant de prendre une décision quant à nos actions et vous donner l'heure la plus juste possible. Finalement, la compagnie a sorti ses résultats pour 2015 et, surtout, mis à jour ses estimés pour 2016. La compagnie prévoit dorénavant 9,50\$ à 10,50\$ de BPA pour l'année à venir.

Nous considérons que ce niveau de profitabilité ne rencontre plus nos critères relativement au niveau de la dette de la compagnie par rapport à sa capacité bénéficiaire actuelle. Nous avons donc pris la difficile décision de vendre nos actions de Valeant.

Clairement, nous aurions aimé avoir vendu plus vite mais nous nous en sommes toujours tenus aux faits (et non aux rumeurs). À la lumière des nouvelles prévisions, nous considérons que le risque inhérent à l'entreprise est devenu trop élevé pour nous.

Visa (V, 78\$)

Visa a connu une autre bonne année. Les BPA ont cru de 14% et ce, malgré une importante baisse des revenus due à la force du dollar américain. La compagnie a annoncé en novembre qu'elle faisait l'acquisition de sa division européenne (Visa Europe) pour plus de 23G\$.

² Tous les montants pour Valeant sont en dollars US

L'action se transige à un P/E un peu plus élevé que nos autres titres mais ses perspectives de croissance à long terme sont excellentes. La compagnie est extrêmement profitable et utilise ses imposantes liquidités générées pour racheter de ses actions.

Wells Fargo (WFC, 54\$)

Wells Fargo a connu une année un peu décevante en 2015. Les BPA ont été stables par rapport à 2014. 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). Ainsi, les marges de revenus d'intérêt ont baissé de 3,11% en 2014 à 2,95% en 2015.

Le rendement ajusté de l'actif a été de 1,3% et le rendement de l'avoir de 12,7%. Nous croyons que la compagnie a la capacité de faire passablement plus de profits dans un environnement de taux d'intérêt plus "normal".

Ventes de 2015

Fastenal

En début 2016, nous avons vendu nos dernières actions de Fastenal. Nous avons possédé la compagnie en portefeuille pendant plus de 17 ans. Fastenal est une importante entreprise de vente au détail de boulonnerie (*fasteners*) et autres équipements principalement voués à l'industrie manufacturière. Fastenal a été fondée en 1967 par Robert Kierlin dans la petite ville de Winona au Minnesota (population de 27 000). Fastenal possède plus de 2 600 succursales à travers les États-Unis, le Canada et le Mexique.

En 1998, nous suivions la compagnie depuis plusieurs années et admirions grandement son PDG, Robert Kierlin. Malheureusement, le titre se transigeait souvent à de très hauts ratios d'évaluation (un P/E dans les 30x). Mais nous avons eu notre chance durant la crise asiatique en octobre 1998 (rares sont ceux qui s'en souviennent!). Le marché boursier avait alors reculé de près de 20% et le titre de Fastenal était passé de 7\$ à 3\$ (prix ajustés pour les fractionnements d'actions subséquents). Nous avons pu payer nos premières actions à un niveau correspondant à 18 fois les profits. Pour une compagnie qui avait un taux de croissance dans les 20% à l'époque, cela nous semblait une évaluation attrayante.

Avoir Robert Kierlin comme président d'une de nos entreprises a été un beau moment de ma vie d'investisseur. À mon avis, ce fut un des meilleurs hommes d'affaires de son époque. Il a su instaurer une culture d'entreprise phénoménale. Fastenal réalisait de solides marges de profit et des rendements de l'avoir exceptionnel dans une industrie fort compétitive. Son attention aux coûts d'exploitation est devenue légendaire. En 1997, un article fut publié sur M. Kierlin dans le magazine *Inc.* intitulé « The Cheapest CEO in America ». On y explique que les marges nettes de Fastenal étaient de 11,3% en 1996 comparées à 5,9% pour le principal joueur de l'industrie, W.W. Grainger. C'était une différence majeure.

Et M. Kierlin prêchait par l'exemple : il se payait un salaire de seulement 120 000\$ par année et la compagnie n'avait aucun programme de *stock options*. Il possédait environ 12% des actions de la compagnie et était donc réellement dans le même bateau que nous.

Mais les valeurs de M. Kierlin allaient bien au-delà de la frugalité. Alors que nous étions récemment devenus actionnaires, certains dirigeants ont suggéré que Fastenal ait un programme de *stock options* pour les employés. M. Kierlin décida alors de donner de ses propres actions en options plutôt que la compagnie dilue tous les actionnaires. Le nombre d'actions est ainsi resté identique. Nous n'avons jamais vu une telle chose dans une entreprise publique. Cela renforça notre enthousiasme à être partenaires avec M. Kierlin.

Après que Bob Kierlin se soit retiré en 2002, ce fut au tour de Willard Oberton de prendre les rênes de Fastenal. Et il a fait aussi un travail exceptionnel. Pendant les 17 années où nous avons été actionnaires, les BPA de Fastenal sont passés de 0.18\$ à 1.77\$ soit une augmentation par un facteur de 10 fois (l'équivalent d'un taux de croissance annualisé de 15% par année). Nous avons vendu nos actions à plus de 12 fois le premier prix payé initialement. La compagnie n'a plus le même taux de croissance que par le passé et trouvions que, relativement à d'autres titres en portefeuille, l'action nous semblait bien évaluée. Mais il n'est pas dit que nous ne reviendrons pas actionnaires un jour...

Autres ventes

En 2015 et au début 2016, nous avons aussi vendu nos actions de Cabela's, de PRA Group et d'IBM. Un peu comme dans le cas de Fastenal, nous avons vendu ces actions principalement pour la simple raison que nous considérons que d'autres titres en portefeuille ont de meilleures perspectives de croissance future.

Le podium des erreurs

Comme le veut la tradition "gouvernementale", voici nos trois médailles annuelles pour les "meilleures" erreurs de 2015 (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 : Amazon

Je suis un utilisateur inconditionnel du site Amazon.com depuis les tout débuts. Quand la compagnie est venue en Bourse en 1997, il était difficile de visualiser à quel moment elle serait réellement profitable. Les ventes augmentaient rapidement mais les pertes aussi. Lentement, la compagnie est devenue légèrement profitable. Mais la compagnie a comme politique de massivement investir en son avenir et y sacrifie les profits à court terme. La compagnie consacre des milliards de dollars à faire une activité fort importante et potentiellement source de grande richesse : creuser un immense fossé économique d'avec ses concurrents. C'est la meilleure manière qu'un PDG peut dépenser de l'argent (quand le fossé est réel et non imaginaire comme c'est si souvent le cas). Jeff Bezos est selon nous un des plus grands hommes d'affaires de l'histoire et nous aimerions bien devenir partenaires avec lui, et ce, depuis des années.

Historiquement, Amazon a bénéficié du support de Wall Street dans sa stratégie audacieuse axée sur le très long terme. En 2014, le titre a corrigé de 400\$ à moins de 300\$. Avec des BPA dans les 1\$ et quelques, le titre ne semblait pas une aubaine, loin de là. J'ai pris le temps d'aller en profondeur dans leur modèle d'affaires et tenter d'évaluer le potentiel bénéficiaire d'ici 2020. Mes estimés ainsi obtenus étaient clairement du domaine de l'anticipation mais je crois qu'ils étaient plausibles. J'arrivais à des BPA de 28\$ pour 2020. Avec un P/E de 25 fois, cela donnait un titre potentiellement

à 700\$ six ans plus tard (soit un rendement annualisé potentiel de 15%). Mais désirant une plus grande marge d'erreur, j'ai préféré attendre un cours plus bas. Aujourd'hui, un peu plus d'un an plus tard, le titre est à 575\$ soit 92% de plus que prix auquel j'ai songé acheter des actions.

Je réalise tout à fait que la compagnie est difficile à évaluer avec son niveau de profitabilité actuel. L'investisseur "valeur" en moi hésite à autant miser sur le futur. Mais j'ai souvent stipulé « qu'être discipliné est de respecter ses règles; être sage est de savoir quand les briser ». Acheter des actions d'Amazon nécessite un acte de foi en Jeff Bezos. Avec une bonne marge de sécurité, cela pourrait faire preuve de sagesse d'investir avec lui.

Et nous avons manqué une telle occasion en 2014.

Médaille d'argent : O'Reilly Automotive

Nous sommes actionnaires de O'Reilly Automotive depuis 2004. Nous avons acquis nos premières actions à environ 20\$. Au moment où j'écris ces lignes, l'action se transige à 263\$. Et pourtant, le titre ne représente qu'environ 4% de la valeur de nos portefeuilles. Si nous avons conservé toutes nos actions, le titre représenterait environ 11-12% de nos portefeuilles. La raison est simple : au cours des années, j'ai réduit à plusieurs reprises notre participation dans cette extraordinaire compagnie. Mon excuse est simpliste : je trouvais le titre, par moments, légèrement cher.

Ma motivation pour réduire le nombre de nos actions peut paraître noble : ne pas exposer notre capital à une trop grande pondération dans un seul titre. D'abord, j'aurais pu m'en tenir à notre règle de limiter à 10% le poids d'un seul titre (à part pour Berkshire Hathaway). Mais j'ai cru optimiser la gestion de nos capitaux en vendant une partie de nos actions de O'Reilly pour acheter des actions d'un autre titre plus sous-évalué (nuance importante : qui me *paraissait* plus sous-évalué).

En 1930, Philip Carrett a écrit un des premiers livres sur la Bourse intitulé "The Art of Speculation". On y trouve une liste de 12 commandements boursiers. Un en particulier m'est toujours resté en tête : « Soyez rapide à prendre des pertes et réticent à prendre des profits ». Peter Lynch y est allé de sa propre version en 1989 (dans le livre "One up on Wall street") : « N'arrachez pas les fleurs pour arroser la mauvaise herbe ».

Je n'ai suivi que partiellement cette règle avec O'Reilly. Et nous avons payé un prix fort élevé même si vous ne le voyez pas dans les relevés mensuels de votre portefeuille.

Médaille d'or : Stella Jones

En début 2008, j'ai découvert la compagnie québécoise Stella Jones. La compagnie de Montréal est un chef de file dans la production et la commercialisation de produits en bois traité sous pression. La Société fournit des traverses de chemin de fer et des poutres aux exploitants de chemin de fer nord-américains, ainsi que des poteaux aux sociétés de services publics d'électricité et aux entreprises de télécommunications. Sella-Jones fournit également du bois d'œuvre à usage résidentiel de même que des produits industriels. Son PDG, Brian McManus, me semblait un gestionnaire de haut calibre.

Étant actionnaire à l'époque de Burlington Northern Santa Fe (acquise par Berkshire en 2010), j'étais à même de constater la solidité des fondamentaux de l'industrie des chemins de fer, principale cliente de Stella Jones. La vente de poteaux est tout autant mon genre de business (*glamour!*). Le titre se transigeait à environ 6-7\$ en milieu de 2008 alors que la compagnie avait réalisé des BPA de 0.51\$

en 2007. Le P/E de 12-13x n'était pas particulièrement élevé mais ma crainte était que la compagnie serait cyclique et affectée par la récession qui débutait. En d'autres mots, j'aurais voulu un P/E plus bas. Et j'ai eu ma chance : le titre a reculé jusqu'à 3,50\$ au creux de mars 2009 mais j'ai tout de même ignoré le titre malgré que le P/E était rendu à 6x (car les BPA ont atteint les 0,58\$ en 2008).

Plus tard, en juin 2012, Jean-Philippe Décarie de La Presse a écrit un excellent article sur M. McManus. On pouvait y lire : « Brian McManus est un adepte du régime minceur. À preuve, le siège social de l'entreprise dans l'arrondissement de Saint-Laurent compte 14 employés pour superviser 19 usines, 1 distillerie de goudron, 3 centres de collectes de traverses usagées, 2 centres de distribution, 3 usines d'écorçage de poteaux, répartis dans 6 provinces et 15 États américains. » C'était de la musique à mes oreilles! L'action était alors à 14\$.

Au bout du compte, Brian McManus a continué de gérer de mains de maître l'entreprise et a profité de la morosité pour faire de nombreuses acquisitions. En 2015, les BPA ont atteint les 2\$ soit quatre fois le niveau de 2007 (un taux de croissance de 19% annualisé). Et l'action en Bourse se transige maintenant à environ 45\$.

Conclusion: La Ligne Maginot financière

Il y a un vieil adage militaire : Les généraux sont toujours prêts à combattre la guerre précédente. Ce que cela signifie est que les généraux militaires basent leur stratégie sur les leçons apprises lors de la guerre la plus récente. Mais – bien souvent – les guerres suivantes sont différentes et ainsi les stratégies utilisées s'avèrent inappropriées.

Après la Première Guerre mondiale (qu'on appelait la « Grande Guerre » avant la seconde), la France décida de mettre en branle un plan pour contrecarrer une invasion future provenant de l'Allemagne. La ligne Maginot fut construite. C'était une ligne de fortification le long des frontières de la France avec la Belgique, le Luxembourg, l'Allemagne, la Suisse et l'Italie. Au total, la ligne Maginot a coûté plus de cinq milliards de francs de 1930 à 1936. Malheureusement, lors de l'invasion allemande de juin 1940, la Ligne Maginot n'apporta que peu de protection à la France. Les avancées technologiques (principalement les tanks et l'aviation) avaient rendu quasi caduque ce type de fortification.

Quel est le lien avec le monde de la finance? Après chaque crise financière, notre civilisation tente de mettre en place des mécanismes pour prévenir qu'elle ne se reproduise à nouveau. Souvent par diverses réglementations gouvernementales. L'objectif est louable et les motivations sincères. Mais, comme pour la Ligne Maginot, elles s'avèrent souvent futiles quand de nouvelles causes sont à la source de la crise financière suivante.

Par exemple, une des leçons du crash de 1987 fut de mettre en place des mécanismes pour empêcher que les programmes de transactions automatisés fassent crouler la Bourse. Ainsi, après une baisse de 500 points du Dow Jones, la Bourse ferme (un peu comme un disjoncteur) dans l'espoir de calmer les esprits. Cela n'a pourtant pas empêché le crash des technos en 2000-2002 ni le long marché baissier de 2008-2009. Le comportement maniaco-dépressif des investisseurs boursiers est immuable. Il est propre à la nature de l'être humain. Aucun système ne va changer cela.

Une des leçons de la plus récente crise est que les banques américaines doivent être sévèrement encadrées (à tout le moins quand elles dépassent les 50G\$ d'actifs et deviennent considérées "trop grosses pour faire faillite"). Les buts sont tout à fait valides. Mais un des effets secondaires de ces

mesures est que les banques dépensent des milliards de dollars pour satisfaire ces nouvelles réglementations; des milliards qui ne sont pas consacrés à la croissance économique (par des prêts et des investissements). Et, si on se fie à l'histoire, il est fort probable que la prochaine crise n'aura pas comme source celles de 2008-2009.

Les investisseurs ont aussi créé leur propre forme de Ligne Maginot. Traumatisés par la grande baisse boursière de 2008-2009, plusieurs investisseurs voient dans chaque correction boursière, une répétition de la crise financière précédente. C'est arrivé à l'automne 2011 alors que les actions ont atteint des niveaux d'évaluation fort attrayants. Et, à notre avis, c'est encore le cas en ce début d'année 2016.

Les très bas taux d'intérêt actuels reflètent un niveau de demande pour les obligations absurdement élevé. La sécurité à tout prix devient une motivation suprême. Beaucoup d'épargnants se ruent sur les CPG (Certificat de Placement Garanti) et les obligations. L'accent – tant pour l'acheteur que le vendeur – est totalement mis sur le G de l'acronyme. Pourtant, à notre avis, ce qui est le plus garanti avec une obligation qui a un taux d'intérêt plus faible que le taux d'inflation est l'appauvrissement. Obtenir des rendements réels négatifs va à l'encontre même du concept de l'investissement. À chaque année qui passe, le détenteur de ce type d'actif voit son capital lentement s'effriter. De notre point de vue, la certitude de voir son capital perdre de son pouvoir d'achat est la définition même du risque.

Le danger qui guette plusieurs investisseurs en obligations est une hausse des taux d'intérêt (plus *quand que si*). Un juste retour à la normale ferait grimper les taux d'intérêt 10 ans de 1,75% à 5% (note importante : ceci n'est pas une prédiction). Une obligation 10 ans avec un coupon de 1,75% dans un environnement de taux de 5% perdrait le quart de sa valeur marchande. Imaginez maintenant une obligation 30 ans qui a un coupon de 2,5% (le taux actuel). Une hausse rapide des taux à 5% créerait une baisse de valeur marchande de l'ordre de 38%. Un grand nombre d'épargnants et d'institutions financières qui croient leur capital en sécurité dans ce type d'actif pourrait vivre un abrupt retour sur Terre.

Ainsi, telle la Ligne Maginot dans l'entre-deux-guerres, un portefeuille fortifié d'obligations à long terme pourrait ne pas tenir ses promesses (ou ses illusions?) de protection future.

P.S.

Qu'arriverait-il aux actions advenant une importante hausse des taux d'intérêt? Évidemment, nous ne sommes pas devins. Certaines entreprises seraient affectées négativement par une hausse des taux et d'autres positivement. Au niveau des évaluations boursières en général, avec un P/E moyen de 15-16 fois, les actions reflètent déjà des taux d'intérêt à long terme de 6,5% (1 divisé par 15,5). Ainsi même avec une hausse des taux d'intérêt à long terme à 5%, les actions seraient encore attrayantes relativement aux obligations. C'est pour dire combien la disparité est grande entre ces deux catégories d'actif à l'heure actuelle.

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. Les évaluations boursières de nos entreprises 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. Par conséquent, notre approche est de favoriser des compagnies au bilan solide et au modèle d'affaire dominant conjugués avec des évaluations boursières raisonnables.

Toute l'équipe de Giverny Capital vous remercie et vous souhaite une bonne année 2016.

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

Philosophie de placement et de gestion des portefeuilles

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

L'année 2015 a été marquée par l'arrivée de plusieurs nouveaux partenaires (le terme que nous utilisons à Giverny pour désigner nos clients). Pour les nombreux nouveaux venus, voici en résumé les paramètres de notre philosophie de placement:

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

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

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

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

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

ANNEXE 2

Notes sur les rendements des portefeuilles 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 2015 :
 - Portefeuille Giverny Global : S&P/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 ainsi que le processus de calcul de rendement 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 des vérificateurs sont disponibles sur demande.
- Pour plus de détails, consultez notre site Internet, section des rendements.