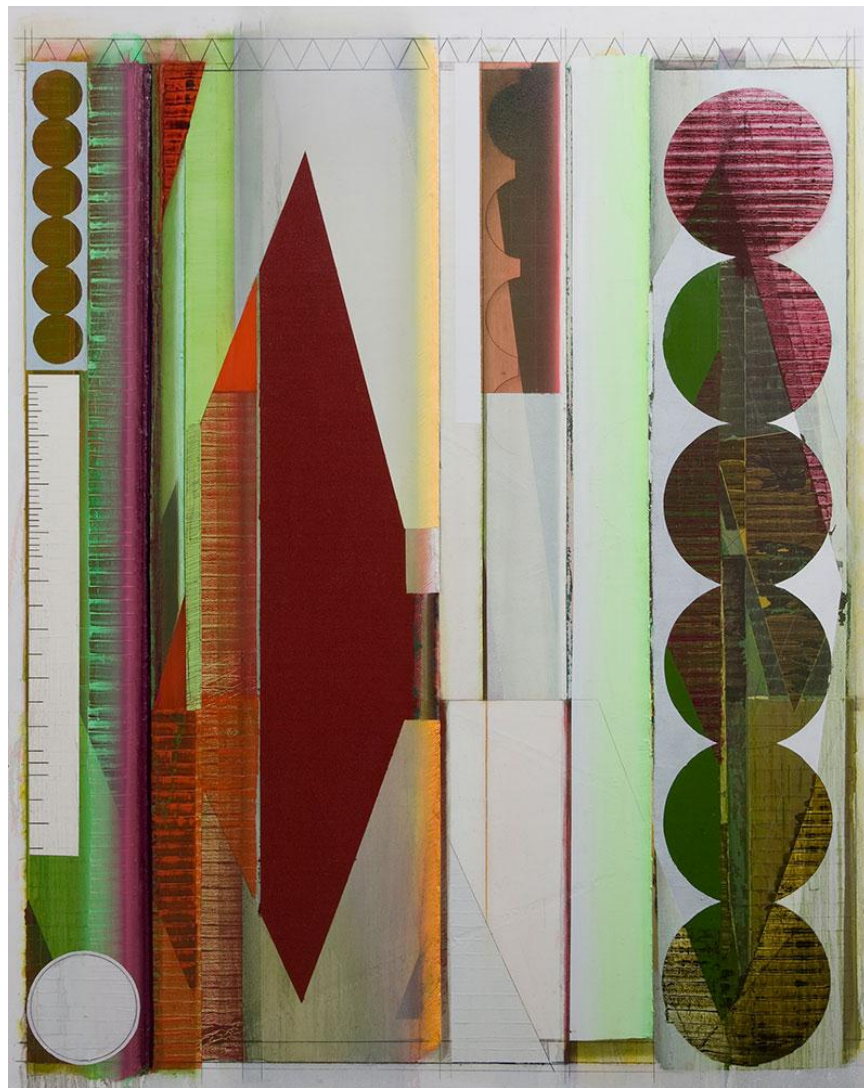


Lettre annuelle aux partenaires 2016



Dil Hildebrand
This is not what I want but I want this also, 2015
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, 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 2016

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 de l'artiste québécois Dil Hildebrand intitulée « *This is not what I want but I want this also* ». (ce titre pourrait se traduire par « Ceci n'est pas ce que je veux, mais je veux ceci aussi »).

Giverny Capital Inc. – Lettre annuelle aux partenaires 2016 ©

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2016, le rendement du portefeuille Rochon Global a été de +7,3% par rapport à un rendement de +14,3% pour notre groupe indiciel comparatif. Cela correspond à une valeur ajoutée de -7,0%. Le rendement du portefeuille Rochon Global et celui du groupe d'indices incluent une perte approximative de 2,8% liée 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 +15,9% par rapport à +9,2% pour notre groupe indiciel comparatif. La valeur ajoutée annualisée est donc de +6,7%. 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

Année *	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%
2016	7,3%	14,3%	-7,0%	-3,0%
Total	3080,3%	686,2%	2394,1%	4,8%
Annualisé	15,9%	9,2%	6,7%	0,2%

* 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 2016, le portefeuille Rochon US a réalisé +7,5% versus +12,0% pour le S&P 500. La valeur ajoutée a donc été de -4,5%.

Depuis le début de ce portefeuille en 1993, le rendement total est de +2473% soit +14,8% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P 500 a réalisé +691% soit +9,2% annualisé. La valeur ajoutée annuelle est donc de +5,6%.

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%
2016	7,5%	12,0%	-4,5%
Total	2472,8%	690,6%	1782,2%
Annualisé	14,8%	9,2%	5,6%

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

Pour la première fois depuis 2007, le portefeuille Rochon US a réalisé un rendement inférieur au S&P 500. Aucun titre n'a contribué de manière significative à cette sous-performance. En fait, sur 20 titres en portefeuille, 14 ont fait moins bien que le S&P 500. Nos titres sont en portefeuille depuis près de sept ans en moyenne. La majorité d'entre eux ont accumulé avec les années de forts rendements (justifiés par leur performance intrinsèque exceptionnelle). Cette année, les actions de nos compagnies ont – dans leur ensemble – augmenté à des ratios grosso modo en ligne avec la croissance de leurs bénéfices. Ce sont les indices boursiers qui ont augmenté plus vite que les bénéfices des entreprises qui les composent (nous y reviendrons dans la section « Bénéfices Propres »).

Vous observerez que sur 23 années complètes, le portefeuille Rochon US a sous-performé le S&P 500 à sept reprises (soit l'équivalent de 30% 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). Quoique ce n'est pas toujours facile, nous tentons de rester impassible aux résultats à court terme, tant dans les bons moments que les moins bons.

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 2016, le portefeuille Rochon Canada a réalisé +11,0% comparé à +21,1% pour le S&P/TSX pour une valeur ajoutée de -10,1%.

Depuis 2007, le rendement total est de +378% soit +16,9% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P/TSX, principal indice canadien, a réalisé +59 soit +4,7% annualisé. La valeur ajoutée annuelle est donc de +12,2%.

Année	Rochon Canada	S&P/TSX	+/-
2007	19,7%	9,8%	9,9%
2008	-24,6%	-33,0%	8,4%
2009	28,2%	35,1%	-6,9%
2010	26,7%	17,6%	9,1%
2011	13,5%	-8,7%	22,2%
2012	24,1%	7,2%	16,9%
2013	49,4%	13,0%	36,5%
2014	20,3%	10,6%	9,6%
2015	16,0%	-8,3%	24,4%
2016	11,0%	21,1%	-10,1%
Total	377,8%	58,7%	319,1%
Annualisé	16,9%	4,7%	12,2%

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

10 ans de rendement pour le portefeuille Rochon Canada

Le portefeuille Rochon Canada a été créé en début 2007. Ce n'est pas un portefeuille séparé du portefeuille Rochon Global mais plutôt sa composante canadienne.

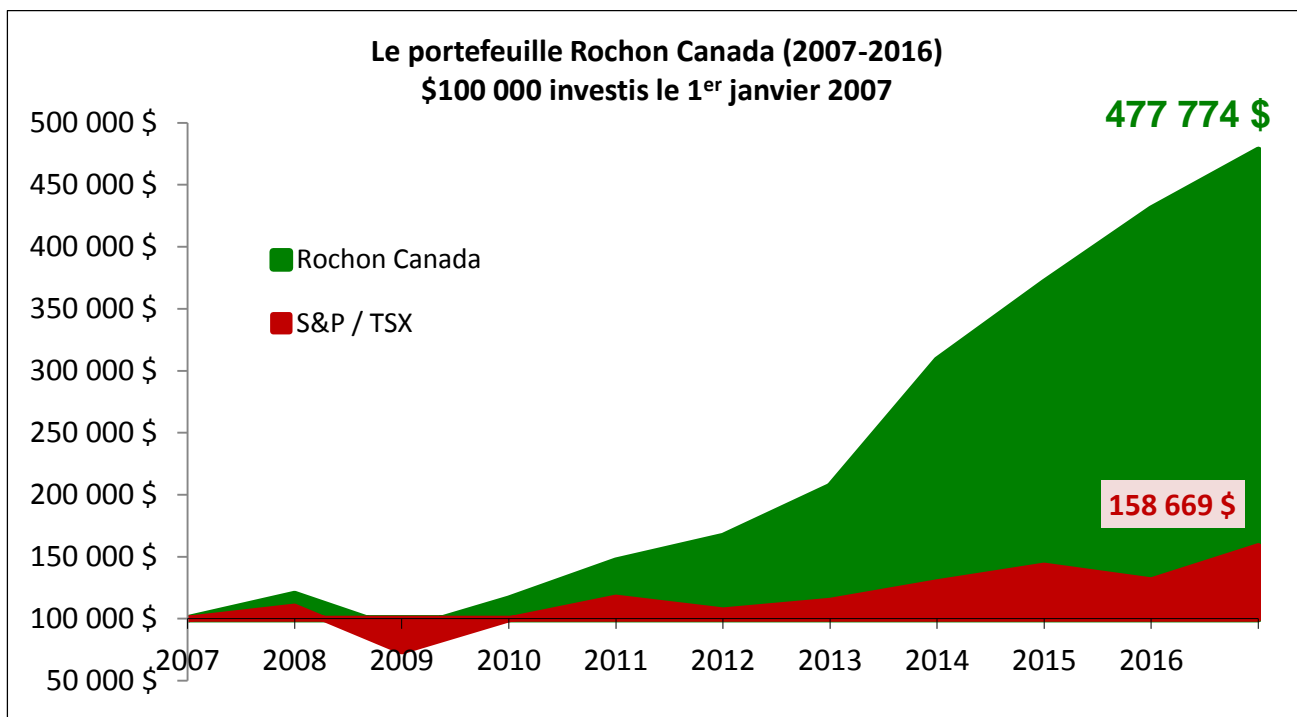
En 2006, quelques partenaires nous percevaient – à tort – comme des gestionnaires spécialisés dans le marché américain. Et ils en concluaient, de manière simpliste, que nous ne connaissions pas bien le marché canadien. Nous avons pourtant toujours eu des actions canadiennes en portefeuille. Par contre, notre but est de trouver les meilleures compagnies pour notre portefeuille, peu importe où elles ont élu domicile. Et par conséquent, environ 80% de nos compagnies, historiquement, étaient américaines. De manière objective, si on prenait au hasard 100 compagnies nord-américaines, on se retrouverait probablement avec 93 compagnies américaines et 7 canadiennes. Un ratio de 80% de compagnies

américaines n'est donc pas anormal au niveau statistique. De plus, notre philosophie d'investissement (qui exclut les compagnies liées aux ressources naturelles) réduit passablement le choix de compagnies potentielles au Canada.

En réponse à la perception inexacte de certains partenaires, nous avons donc débuté en janvier 2007 une mesure séparée des titres canadiens détenus dans le portefeuille Global. Le portefeuille Rochon Canada est donc fortement concentré : la grande majorité du portefeuille est investis dans trois titres soit MTY Food Group, Constellation Software et Dollarama.

Une telle concentration a deux conséquences. D'abord, c'est un nombre insuffisant pour s'avérer un portefeuille suffisamment diversifié. En second lieu, la corrélation avec l'indice de référence canadien (le S&P/TSX) est nulle. Ainsi, la performance boursière du portefeuille sera toujours très différente de celle de son indice de comparaison.

Après une décennie de résultats, il est temps pour un post-mortem. Voici un graphique qui illustre la performance du portefeuille Rochon Canada comparé à son indice de référence, le S&P/TSX.



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

Sur 10 ans, la performance de nos titres canadiens a été fortement supérieure à celle du S&P/TSX et même supérieure à celle de nos titres américains. Un portefeuille concentré peut excéder drastiquement la performance des indices. Par contre, le risque inhérent à une forte concentration n'est pas approprié pour un portefeuille qui se veut gérer de manière prudente. En effet, nous considérons qu'une vingtaine de titres est un équilibre entre une concentration suffisante pour avoir des chances de faire mieux que les indices et une diversification minimale pour réduire le risque inhérent à la détention de quelques compagnies. Comme ce portefeuille ne représente qu'une partie (environ 15%) du portefeuille global, nos principes de diversification sont respectés. Le portefeuille canadien a toutefois atteint l'objectif initial : invalider l'idée que nous étions exclusivement des "gestionnaires américains".

Les trois principales compagnies canadiennes que nous détenons sont de haut-calibre. Elles ont surtout un point en commun : elles ont à leur tête un président exceptionnel.

L'année boursière 2016

Ce fut une année boursière 2016 en trois temps. D'abord, le début d'année a été marqué pour une correction boursière (une baisse de 13%). Puis après une remontée, la Bourse a été confrontée en juin au Brexit (la sortie du Royaume-Uni de la zone Euro) : une autre correction boursière s'est produite. Et le rebond boursier qui s'en est suivi a été tout aussi rapide.

Finalement, le 8 novembre, les citoyens américains ont élu un nouveau président. Prenant tous les "experts" par surprise, la Bourse a monté de manière spectaculaire dans les jours qui ont suivi. Au bout du compte, le S&P 500 a réalisé un rendement de 12% (dividende inclus). Nous avons à maintes reprises énoncé que la Bourse – à court terme – est imprévisible. Elle a tout fait cette année pour nous donner raison.

La Bourse canadienne a mieux fait en 2016 que sa consœur américaine : le TSX a réalisé 21% (dividende inclus). Par contre, il faut souligner que le TSX a, en partie, repris ce qu'il avait perdu l'année précédente. Au cours des deux dernières années, le TSX a réalisé un rendement total de 11% versus 14% pour le S&P 500 (sans effet de devise).

Au niveau des fondamentaux économiques, les profits des compagnies américaines ont stagné en 2016, tout comme en 2015. Plusieurs causes expliquent cette stagnation des profits à l'échelle planétaire. Nous croyons cependant que cette stagnation économique est temporaire. Comme nous l'avons écrit dans notre première lettre trimestrielle, nous croyons que la capacité bénéficiaire des entreprises aux États-Unis est plus élevée que celle réalisée cette année.

Un horizon à plus long terme donne plus de perspective sur la croissance des profits des entreprises composant le S&P 500. Depuis mes débuts en 1993, les compagnies du S&P 500 ont augmenté leurs profits de 450% soit l'équivalent d'un taux de croissance de 7,3% par année. L'indice boursier a grimpé de 423 en fin de 1992 à 2239 en fin de 2016 soit un accroissement de 429% soit 7,2% par année. À long terme, il y a une corrélation directe entre la performance de la Bourse et la performance des compagnies qui la composent. Si on ajoute le dividende, le rendement annuel du S&P 500 est de plus de 9% par année depuis 1993.

Imaginez tout ce qui est arrivé depuis 1993 (l'Internet n'en était qu'à ses débuts). Il y a eu deux récessions. Il y a eu six élections américaines (3 présidences démocrates et 3 présidences républicaines). Il y a eu des guerres, des crises économiques et politiques, des attentats terribles et des inquiétudes de tout acabit (vous souvenez-vous, pour ne prendre que quelques exemples, du "bogue de l'an 2000", des inquiétudes par rapport au "plafond de la dette américaine" et du "précipice fiscal" de 2012?). La Bourse, au bout du compte, a très bien fait pour la simple raison que l'ensemble des compagnies qui composent la Bourse ont bien fait. Et ce, malgré les crises et calamités qui ont affligé notre civilisation. **MALGRÉ** est le mot clé dans cette phrase.

C'était il y a 10 ans...

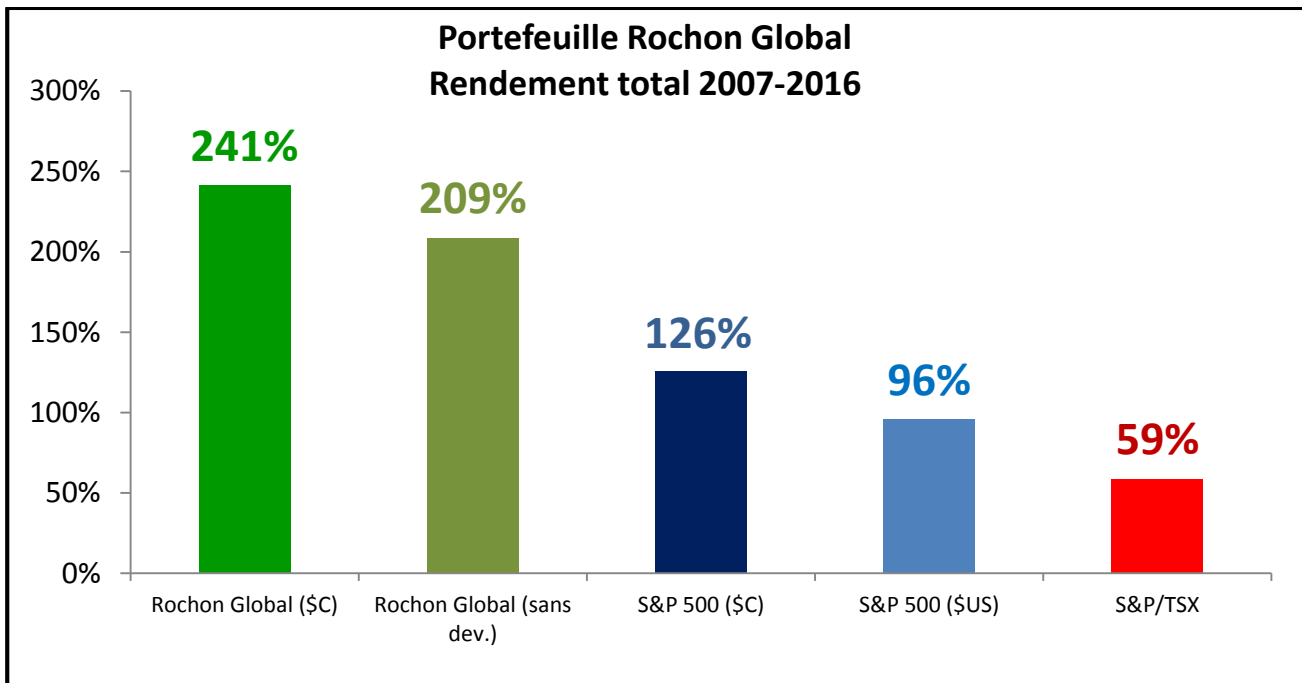
Il y a une décennie, en 2006-2007, Giverny Capital a connu une période difficile alors que, pendant deux ans, nous avons sous-performé les indices. En fait, les seuls secteurs qui "marchaient" alors

étaient ceux liés aux ressources naturelles (le pétrole en tête). Comme vous savez, nous évitons cet univers car – selon nous – il est extrêmement difficile d’y avoir un avantage compétitif.

De plus, la hausse vertigineuse du dollar canadien à cette époque avait aussi contribué à réduire nos résultats à court terme. Bien des investisseurs et "experts" prédisaient alors un avenir sombre aux États-Unis et à son dollar. La Chine, l’Europe (et l’Euro) et le Canada (et son dollar) avaient alors la cote des investisseurs partout dans le monde.

Nous avons alors gardé le cap sur notre philosophie même si nous subissions une certaine (très certaine) pression de plusieurs partenaires à « investir dans ce qui marche ». Nous avons déjà vécu une situation similaire en 1999 quand le seul secteur qui transportait la Bourse était celui des technologies. En Bourse, il faut savoir simplement ne rien faire quand quasi tous les autres veulent faire quelque chose en même temps! Nous savions alors que notre philosophie de sélectionner des compagnies de grande qualité était saine. Et nous croyions de plus que le dollar canadien au pair avec sa contrepartie américaine ne faisait pas de sens. La patience était donc de mise, écrivions-nous à l’époque.

Et cette patience fut récompensée, pour nous et nos partenaires. Voici un graphique qui illustre le rendement du portefeuille Rochon Global (avec et sans effet de devise) comparé au S&P 500 (avec et sans effet de devise) et le S&P / TSX pour la période de 10 ans débutant le 1^{er} janvier 2007.



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

Ainsi, le S&P/TSX a réalisé un rendement de seulement 59% sur 10 ans soit 4,7% sur une base annualisée comparé à 126% pour le S&P 500 (8,5% annualisé) et 241% pour le portefeuille Rochon Global (13,1% annualisé).

Qu’a fait le marché européen durant cette période? L’indice MSCI Europe a réalisé un rendement d’environ 27% soit 2,4% annualisé (en devise canadienne). Finalement, l’Indice SSE Composite de la Bourse de Shanghai n’a réalisé que 13% sur dix ans soit 1,2% annualisé (sans inclure les dividendes).

Et le prix du pétrole? Il est plus bas aujourd'hui qu'au début 2007. Comme c'est si souvent le cas, suivre le peloton en Bourse est rarement une stratégie gagnante.

La saveur du jour 2016

À chaque année, nous vous présentons ce que nous considérons être la saveur du jour dans le monde financier. À notre avis, la palme de la saveur du jour de 2016 revient aux fonds indiciels.

Si vous avez un sentiment de "déjà vu", ce n'est pas un hasard. Dans notre lettre annuelle de 1998, nous avons également proclamé les fonds indiciels, principalement ceux liés au S&P 500, comme "saveur du jour". À l'époque, plusieurs investisseurs – tant institutionnels que privés – avaient alors abdicqué vis-à-vis la gestion active pour se diriger vers la gestion passive. Le S&P 500 était alors perçu par beaucoup d'investisseurs comme "imbattable". Comme toujours, la mode du jour s'est résorbée éventuellement. Et la période de 1999 à 2002 fut notre meilleure période relative à ce jour : le portefeuille Rochon Global a réalisé un rendement total de +46% versus -22% pour le S&P 500 sur quatre ans.

Au risque de répéter ce que j'ai écrit il y a 18 ans, l'idée de base derrière l'achat de fonds indiciels est parfaitement légitime. En effet, la grande majorité des gestionnaires de portefeuille ne battent pas les indices et donc une approche qui favorise la simple détention des indices fait beaucoup de sens pour ceux qui ne savent pas comment choisir des compagnies supérieures ni des gestionnaires capables de créer de la valeur ajoutée. Évidemment, je m'en voudrais de ne pas souligner que comme notre mission première est de faire mieux que les indices – et nous y sommes arrivés depuis 1993 – nous sommes donc du camp qui prône une sélection active (et assidue) de titres boursiers.

Le problème de la gestion passive est qu'elle ne l'est pas vraiment pour la grande majorité de ses adeptes. D'abord, plusieurs investisseurs jouent les girouettes avec la Bourse : ils achètent après les bonnes années et vendent après les mauvaises. La gestion indicielle ne règlera rien pour ces boursicoteurs à temps partiel. En second lieu, même ceux qui sont présents en Bourse ont tendance à changer de style, de types de fonds indiciels ou de gestionnaires selon la mode du jour. En gros, ils vendent les fonds qui ont sous-performé à court-terme pour favoriser ceux qui ont bien fait récemment.

De la même façon, lorsque la gestion passive a bien fait relativement à la gestion active pendant quelques années, les investisseurs ont tendance à favoriser la première. Et le seul acte de sortir de la gestion active pour favoriser la gestion passive – lorsque réalisé à grande échelle – continue d'alimenter la divergence entre les deux approches. Les grands titres des indices, plus en demande, continuent d'augmenter en Bourse et font encore plus mal paraître la gestion active.

Pour illustrer combien la gestion passive ne l'est qu'en théorie, le meilleur paramètre est le taux de rotation moyen des fonds négociés en Bourse (FNB): il est de 880% par année¹. En d'autres mots, l'investisseur "passif" moyen conserve son FNB environ 47 jours! Et c'est encore bien pire avec le fonds indiciel SPY (lié au S&P 500) : la durée de détention moyenne est d'environ 12 jours soit un taux de rotation annuel qui avoisine les 3000%. Cela se compare à un taux de rotation moyen de 120% pour les actions en général. Juste pour vous donner un ordre de grandeur comparatif, le taux de rotation de notre portefeuille modèle est autour de 14% en moyenne. Ce qui veut dire, qu'à Giverny Capital, nous conservons nos titres, en moyenne, pendant environ 2500 jours!

¹ Source: Financial Times: *Jack Bogle: the lessons we must take from ETFs* (édition du 11 décembre 2016)

Qui dit haut taux de rotation dit rendements plus faibles (le deuxième principe de la thermodynamique appliqué en Bourse). Par exemple, dans la dernière décennie, le fonds indicial SPY a réalisé un rendement annuel de 6,9%. Par contre, les détenteurs de ce fonds, dans l'ensemble, n'ont réalisé qu'un rendement annuel de 3,5%². La moitié du rendement s'est littéralement "évanouie" dans les activités de transactions.

Bien entendu, toujours à l'affût de ce qui est populaire (et source de revenus d'émission et de transaction), Wall Street a bien profité de la manne passive : il existe aujourd'hui plus de 6000 différents ETF (Exchange Traded Funds) comparé à 1000 il y a dix ans. La grande quantité de choix et la facilité de transaction inhérente aux ETF rendent leurs possesseurs encore plus irrationnels.

En résumé, que ce soit des "robots" ou des fonds passifs, le problème n'est donc pas le produit financier : c'est le comportement autodestructeur des investisseurs. Par leur impatience et leur comportement de girouette, les investisseurs sont bien souvent, paradoxalement, à la source de leur propre sous-performance.

À Giverny Capital, nous croyons que de faire une sélection circonspecte de titres boursiers avec un horizon sciemment à long terme générera éventuellement des rendements supérieurs. À ce jour, nous y sommes arrivés.

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 9% (8% de par la croissance des profits par action et 1% de dividende moyen). Malgré les quelques changements effectués au portefeuille, nous croyons que cet estimé de la croissance des BPA de nos compagnies en 2016 est un reflet adéquat de leur réalité économique. De leurs côtés, nos titres en Bourse ont réalisé une appréciation d'environ 10% (sans l'impact des devises). Ce fut donc la quatrième année (sur 21) où la performance boursière de nos titres a suivi de près celle intrinsèque de nos compagnies.

Les compagnies du S&P 500 ont connu une seconde année de faible croissance des profits. Par contre, l'indice en Bourse a mieux fait que ce qui est justifié par les fondamentaux. Le S&P 500 semble donc avoir déjà reflété une importante amélioration de la croissance des bénéfices pour 2017.

² Source: Morningstar; www.seeitmarket.com; Credit Suisse.

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%
2016	9%	10%	1%	3%	12%	9%
Total	1210%	1266%	55%	309%	436%	127%
Annualisé	13,0%	13,3%	0,2%	6,9%	8,3%	1,4%

* 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 21 ans, nos compagnies ont crû leur valeur par environ 1210% et leur titre en Bourse ont réalisé un rendement total d'environ 1266%. Sur une base annualisée, nous compagnies ont réalisé une performance intrinsèque de 13,0% versus 13,3% pour leur performance boursière (dividende inclus dans les deux cas). La corrélation entre les deux chiffres – sur une longue période – n'est pas le fruit du hasard : À long terme la Bourse finit toujours par refléter la juste valeur des entreprises.

Nos titres ont fait 5% annuellement de mieux que le S&P 500 depuis 21 ans pour la simple raison que nos compagnies ont crû leur valeur intrinsèque de 5% par année de plus que les compagnies composant le S&P 500.

Post-mortem quinquennal: 2011

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.

Nous avons acquis des actions de Google (maintenant Alphabet) en mai 2011 quand le titre nous a paru particulièrement attrayant. Depuis, il a grimpé de près de 195% versus 65% pour le S&P 500. Aussi, nous avons effectué quelques autres transactions à l'automne 2011 lors de la correction boursière. Nous avons d'abord vendu des titres avec un potentiel plus limité pour augmenter notre participation dans Berkshire Hathaway et Wells-Fargo qui nous semblaient fort sous-évalués. Les

deux titres ont réalisé environ 130% versus 100% pour le S&P 500 (sans dividende) de la fin septembre 2011 à la fin 2016.

Nous n'avons malheureusement pas fait preuve de clairvoyance vis-à-vis tous nos titres déjà en portefeuille à l'automne 2011. Si au lieu d'augmenter notre actionnariat dans Wells Fargo, nous avons plutôt augmenté nos participations dans Bank of the Ozarks et/ou O'Reilly Auto, le résultat aurait été passablement mieux. L'action de Bank of the Ozarks a augmenté de 420% de la fin septembre 2011 à la fin 2016. Quant à O'Reilly, l'action a plus que quadruplé durant la même période.

Retour sur une prédiction de 2011

Les stratèges de Wall Street ont compris quelque chose depuis belle lurette : le truc pour faire des prédictions est d'en faire souvent. Par la suite – vous l'aurez deviné – une solide équipe de marketing s'occupe de mettre de l'avant celles qui se sont avérées véridiques. À Giverny Capital, nous adoptons une approche opposée : nous faisons rarement des prédictions et nous nous donnons l'obligation de faire un post-mortem, peu importe le résultat.

Le 30 août 2011, j'ai écrit une chronique dans le journal montréalais *The Gazette* en énonçant une rare prédiction³. Des mois d'août à octobre 2011, une crise avait en effet affecté la Bourse qui avait baissé de 19% par rapport à son haut de mars 2011 (petit quiz rapide : quelle était une des causes principales de cette panique?). J'ai alors prédit publiquement que d'ici cinq ans (soit en 2016), le Dow Jones grimperait à 17 000 points comparativement à 11 280 lorsque j'ai écrit la chronique.

J'ai répété cette prédiction dans la lettre annuelle aux partenaires de 2011. Je vous avais alors promis de revenir sur cette prédiction en 2016. Chose promise, chose due. Cinq ans jour pour jour, le 30 août 2016, le Dow Jones était à 18 454. Et c'était avant le rallye boursier "post-élection américaine" de novembre dernier.

Nous demeurons grandement sceptiques quant aux prédictions boursières. Par contre, lorsque nous en faisons, c'est avec un horizon à très long terme et lorsque la marge d'erreur nous semble très grande.

Réponse du quiz : Le 8 août 2011, le Dow Jones a baissé de 635 points à 10 809 suite à la décision de l'agence de crédit Standard & Poors de baisser la cote de crédit de la dette américaine de AAA à AA+. Cette nouvelle était en combinaison avec les importants problèmes des dettes gouvernementales en Europe avec en tête de liste la Grèce.

Nos compagnies

« L'argent est réellement gagné en étant assis; et non à transiger »

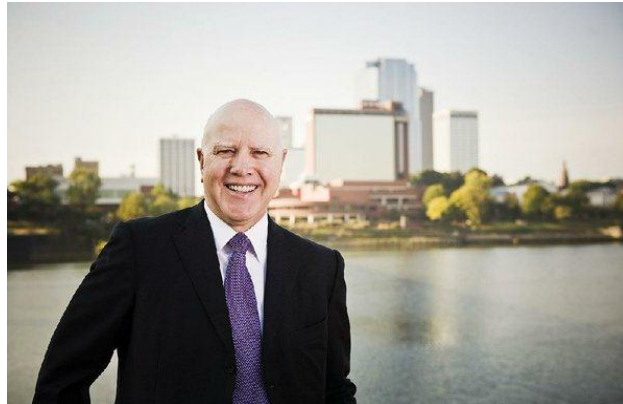
Jesse Livermore

Bank of the Ozarks (OZRK, 53\$): 10 ans en portefeuille

Nous détenons la compagnie Bank of the Ozarks en portefeuille depuis maintenant plus de 10 ans. Domiciliée à Little Rock (Arkansas), cette banque était souvent en tête de liste du magazine de l'American Banker quant à son rendement de l'actif (dans le classement des petites banques). N'ayant jamais entendu parler de cette compagnie (et je n'avais aucune idée que les Ozarks sont une région du nord de l'Arkansas), j'ai décidé d'aller rencontrer ses dirigeants en novembre 2006.

³ Vous pouvez trouver cet article sur notre site web à la section Médias.

Le président, George Gleason, m'a accueilli à bras ouverts avec une vingtaine de vice-présidents dans la salle du conseil du siège social de Little Rock (sa fille est même venue me chercher à l'aéroport). M. Gleason m'a expliqué la culture de la banque et son historique. Ce qui m'a le plus frappé est qu'il semblait connaître quasi chaque prêt que la banque avait dans ses livres.



George Gleason

Source: Democrat Gazette

Nous sommes ensuite allés visiter des succursales du coin. Il m'a aussi montré quelques édifices que la banque finançait. Alors qu'à l'époque bien des grandes banques américaines avaient adopté des stratégies de prêts complexes et embourbé leurs bilans de produits dérivés ésotériques, Bank of the Ozarks avait conservé une approche traditionnelle à l'activité bancaire. Et il n'y avait pas de spéculation immobilière à Little Rock : le prix moyen d'une maison en 2006 y était de 130 000\$.

À mon retour à Montréal, nous avons décidé d'acheter des actions. Le titre se transigeait alors à 8\$ (ajusté pour fractionnements). La compagnie réalisait 0,48\$ de BPA et donc le P/E était de 17 fois. Jamais je n'aurais songé à payer un tel ratio pour une banque mais Bank of the Ozarks n'était pas n'importe quelle banque!



Source: BigCharts.com

Comme vous pouvez le constater sur le graphique ci-haut, nous n'avons pas été récompensés immédiatement par ce placement. Durant la crise de 2008, le titre a chuté de 50% en sympathie avec le reste de l'industrie. Nous savions que la banque était gérée prudemment et avons gardé le cap.

Après quatre années de stagnation, le titre a finalement commencé à grimper en Bourse et au bout du compte, nous avons réalisé environ sept fois notre argent en 10 ans. La raison est simple : les BPA ont grimpé de 0,48\$ en 2006 à 2,62\$ en 2016, soit à un taux de croissance annualisé de 18%. À ma connaissance, aucune banque aux États-Unis n'a réalisé un tel taux de croissance pendant cette période extrêmement difficile pour le secteur financier. Le ratio d'efficacité de la banque (sous les 36%) est quasi sans équivalent et son rendement de l'actif (autour de 1,9%) la classe encore parmi les banques les plus performantes. Et ses ratios de mauvais prêts sont parmi les plus bas de l'industrie.

Nous avons George Gleason à remercier pour cette performance phénoménale. Il est même venu nous voir deux fois à Montréal aux cours des années. Nous avons donc pu l'accueillir comme il se doit : avec du *smoked meat*, de la poutine et du pouding chômeur.

Les perspectives de croissance future de Bank of the Ozarks nous semblent toujours solides et l'évaluation boursière, raisonnable.

Alphabet Inc. (GOOG, 772\$)

Alphabet (anciennement Google) a connu une excellente année 2016. Les revenus ont crû de 21% et les BPA ajustés de 18%. Nous incluons les "stocks options" dans les dépenses pour arriver à nos estimés de profits pour Alphabet (contrairement aux analystes Wall Street qui aiment bien souvent présenter des chiffres excluant ces dépenses).

Nous sommes actionnaires de Google depuis 2011. À notre avis, la compagnie a un avantage compétitif extrêmement solide. Le verbe "Googler" est même entré dans notre vocabulaire tellement faire une recherche sur Internet avec le site google.com est devenu un automatisme.

L'idée nous est venue grâce à Charlie Munger, le partenaire de longue date de Warren Buffett. M. Munger expliquait lors d'une conférence que bien des compagnies qui avaient historiquement un large fossé avec la compétition voyaient leur fossé « se faire remplir avec du sable » (une analogie signifiant que leur avantage compétitif s'effritait). Je lui alors demandé s'il voyait des nouvelles compagnies avec un large fossé et, après réflexion, il m'a répondu Google. Ce n'est pas tombé dans des oreilles de sourds : Jean-Philippe et moi avons alors regardé l'entreprise d'un tout nouvel œil.

Nous avons pu acheter l'action à très bons prix en 2011 lorsqu'il y a eu des craintes à Wall Street quant à la transition des internautes du PC au mobile. Il y a eu en effet un réajustement des marges de profits lorsque Google a dû migrer vers les applications mobiles. Mais cette migration fut un succès. Les BPA ont crû de 12% annualisé depuis 2011 et l'action a plus que triplé depuis notre achat.

Le titre se transige aujourd'hui à environ 24 fois les profits prévus pour 2017. C'est une évaluation méritée, à notre avis, compte tenu de la qualité des avantages compétitifs des sites web de Google.

AMETEK (AME, 49\$)

AMETEK a deux divisions. Celle des instruments électroniques produit des instruments de surveillance, de mesure, de test, d'étalonnage, d'afficheurs, etc. pour les marchés de l'aéronautique, de

l'énergie et de divers marchés industriels. Et la division électromécanique produit des équipements d'interconnexion, des moteurs, des systèmes de contrôle de mouvements et des systèmes de gestion thermique.

Ce fut une année difficile pour AMETEK. Les revenus ont baissé de 3% et les BPA ont reculé de 9%. Les ventes provenant du secteur de l'énergie ont connu une autre année difficile. La compagnie a continué à faire des acquisitions (cinq en 2016) et à développer de nouveaux produits.

La compagnie prévoit un retour à la croissance en 2017.

Berkshire Hathaway (BRK.B, 163\$)

Berkshire a réalisé une croissance approximative de sa valeur intrinsèque de l'ordre de 11%. Ce fut donc une autre excellente année pour le conglomérat dirigé par Warren Buffett. Quoique certaines divisions aient connu une baisse de profitabilité (comme BNSF), Berkshire a tout de même légèrement augmenté ses profits d'exploitation.

M. Buffett et ses deux assistants gestionnaires (Ted et Todd) ont déployé plusieurs milliards de dollars (G\$) dans l'achat d'actions dont environ 20G\$ après les élections américaines.

Nous croyons que les perspectives de croissance de Berkshire restent supérieures à la moyenne.

Carmax (KMX, 64\$)

Nous sommes actionnaires de Carmax depuis 2007. Carmax a révolutionné le monde de la vente aux détails de voitures usagées. Sa raison d'être est simple : « Amener l'intégrité dans le monde de la voiture de seconde main en étant honnête et transparent dans chacune de ses transactions ». Sa marque de commerce est devenue synonyme de garantie et de fiabilité dans une industrie où le consommateur avait – auparavant – peu de recours. La compagnie possède maintenant 169 magasins grande surface et plus de 3% de part de marché.

Un ami gestionnaire de portefeuilles nous confiait qu'il est allé chez Carmax pour vendre sa voiture en stipulant qu'il voulait être sorti en 10 minutes. En dedans de ce délai, il avait son chèque en main! Carmax a connu une bonne année quoique légèrement sous nos attentes. Après trois trimestres, les revenus ont grimpé de 3% et les BPA de 6%. La compagnie a ouvert 15 nouveaux magasins en 2016 et prévoit un nombre similaire d'ouverture en 2017.

Le titre a été volatil en Bourse ces derniers mois. Il a baissé d'un haut de 74\$ en 2015 à moins de 45\$ au début de 2016. Nous en avons profité pour augmenter notre investissement. Le titre a par la suite rebondi pour terminer l'année à 64\$. Nous croyons que l'évaluation de l'action de Carmax ne reflète pas adéquatement les excellentes perspectives de croissance à long terme de l'entreprise.

Constellation Software (CSU-T, 610\$)

Notre compagnie de logiciels basée à Toronto a connu une autre bonne année. Ses revenus ont crû de plus de 15%. La majorité de cette croissance découle d'acquisitions. Les revenus organiques, quant à eux, ont crû de 2%. La compagnie a une importante part de ses revenus provenant d'activités de maintenance. Ces dernières ont réalisé une croissance organique de 4% en 2016. La compagnie a

consacré environ 175 millions de dollars (M\$) aux acquisitions (comparés à 235M\$ en 2015). Les BPA en devises US ont crû de 6%. Nous prévoyons une croissance en 2017 de l'ordre de 15%.

Mark Leonard continue d'être un PDG exceptionnel même s'il est d'une discrétion rarissime dans le monde d'aujourd'hui. Nous sommes heureux d'être associés avec lui.

Walt Disney (DIS, 104\$)

Ce fut une année plus difficile pour Disney. Pour son exercice financier se terminant le 30 septembre, les revenus ont augmenté de 6% et les BPA de 11%. Par contre, si on regarde les chiffres sur une année calendrier (janvier à décembre), les BPA n'ont augmenté que d'environ 2%.

La division des revenus de télévision a connu une baisse de profitabilité de 1% (dont -13% au trimestre de septembre et -11% au 1^{er} trimestre de 2017). La cause principale est la baisse de profitabilité de la chaîne sportive ESPN. L'augmentation des coûts de licence (entre autres de la NFL) conjuguée à une baisse du nombre d'abonnés et des revenus de publicité est à la source de cette baisse. Inquiets de cette tendance, nous avons rencontré cet été la personne qui – à notre avis – connaît le mieux l'histoire de l'industrie du média aux États-Unis. Selon lui, la situation à ESPN, même si loin d'être catastrophique, pourra difficilement être améliorée. Par conséquent, il est fort possible que Disney et ses actionnaires devront accepter que cette superbe division devienne de moins en moins une source importante de profits pour la maison mère.

Maintenant la bonne nouvelle : La division cinématographique a connu une année du tonnerre avec des bénéfices d'exploitation en hausse de 37%. Le film *Star Wars: The Force Awakens* a été un immense succès. Trois autres films de Disney ont franchi le cap du milliard de dollars de ventes aux guichets : *Finding Dory*, *Captain America: Civil War* et *Zootopia*.

Finalement, le nouveau parc d'attraction à Shanghai a ouvert ses portes. La division de villégiatures a augmenté ses profits de 9%.

Bob Iger, le fabuleux PDG de Disney, est confiant que les prochaines années seront meilleures. Nous partageons son optimisme : Nous prévoyons une croissance des BPA de 9% en 2017. Nous croyons que le noyau de Disney reste la production de films à saveur familiale. Éventuellement, cette division – ainsi que celle des parcs d'attraction – deviendra la principale source de profitabilité pour Disney, compensant la baisse graduelle des revenus de télévision.

Dollarama (DOL-T, 98\$)

Nous sommes actionnaires de Dollarama depuis presque sept ans. À chaque année, nous tempérons nos attentes et à chaque année la compagnie dépasse largement nos attentes. Après trois trimestres, les ventes ont progressé de 12% et les ventes comparables de près de 6%. Les BPA ont crû de 22% aidé par un rachat d'environ 7% des actions en circulation.

Le 1er mai dernier, Larry Rossy, qui demeure président directeur du conseil d'administration, a cédé son poste de président et chef de la direction à son fils Neil. Chef de la mise en marché et membre du conseil d'administration depuis 2004, Neil Rossy, âgé de 46 ans, travaille chez Dollarama depuis 1992, année où les premiers magasins de la chaîne ont ouvert leurs portes. Nous croyons que la culture de la compagnie fait partie de son ADN (au sens propre et figuré). Nous remercions Larry Rossy pour

son extraordinaire travail des dernières décennies. Les partenaires de Giverny Capital sont plus riches grâce à lui. S'il avait un numéro sur sa chemise, je voterais pour le retirer.

Fortune Brands Home & Services (FBHS, 54\$)

Fortune Brands Home & Services exploite quatre divisions de fabrication de produits pour la maison: les cabinets (cuisine et salle de bain), la plomberie (principalement la marque Moen), les portes et des produits de sécurité (cadenas).

FBHS a connu une autre excellente année. Les ventes ont crû de 9% et les BPA ont crû de 33%. La compagnie a donc réalisé une importante amélioration de ses marges d'exploitation. De plus, elle a racheté environ 4% des actions en circulation. Nous croyons que les perspectives de croissance sont encore solides et que l'évaluation du titre en Bourse est raisonnable.

Heico (HEI.A, 68\$)

Nous avons acquis en cours d'année une participation dans cette entreprise de Floride. Heico a deux divisions : la fabrication d'équipements pour l'industrie de l'aviation et le groupe de produits électroniques.

La première division est celle qui a attiré notre attention. En effet, Heico vend des équipements aéronautiques alternatifs (non d'origine) aux compagnies d'aviation. Il est difficile d'obtenir les approbations de la Federal Aviation Administration (FAA) pour fournir des pièces d'avion. Avec son vaste groupe de produits approuvés – bâti sur plusieurs années – Heico a un important avantage compétitif.

En 2016, les revenus ont grimpé de 16% et les BPA de 17%. En fait, lors de la dernière décennie, les BPA ont crû d'environ 19% par année, une performance exceptionnelle.

LKQ Corp (LKQ, 31\$)

LKQ se spécialise dans la distribution de pièces de voitures dites "alternatives" – soit équivalentes aux pièces d'origine ou recyclées – ainsi que d'accessoires spécialisés principalement pour le marché de la réparation. En gros, ses diverses divisions offrent des produits équivalents aux pièces de voitures d'origine à moindres coûts.

L'entreprise de Chicago a connu une autre bonne année. Elle a continué son plan d'expansion en Europe avec une importante acquisition en Italie. Environ le tiers des revenus provient maintenant d'outre-mer. Elle a aussi fait une acquisition aux États-Unis : Pittsburgh Glass Works (PGW). Cette dernière se spécialise, entre autres, dans le marché des parebrises. LKQ a par la suite revendu la partie OEM (Original Equipment Manufacturer) des opérations de PGW.

Les ventes ont augmenté 19% en 2016 (dont près de 5% organiquement). Les BPA ont crû de 21% à 1,80\$ (13% à 1,69\$ si on exclut les activités discontinuées de PGW). Il faut considérer que la compagnie a été légèrement affectée par la baisse de la Livre Sterling dans sa division britannique (un effet approximatif de 0,05\$ sur les BPA).

Si LKQ réussit pleinement son plan de devenir aussi dominante en Europe qu'aux États-Unis, le potentiel d'augmentation de sa rentabilité dans les années à venir est élevé. À ce jour, la compagnie a fait un excellent travail de consolidation dans cette industrie fragmentée.

M&T Bank (MTB, 156\$)

M&T Bank, de Buffalo, a connu une année 2016 sous nos attentes. Les BPA ajustés ont crû de 4%. Le rendement de l'actif a légèrement baissé de 1,18% à 1,14%. Nous croyons par contre que plusieurs paramètres augurent bien pour les prochaines années. D'abord, l'intégration de Hudson City Bancorp devrait contribuer à améliorer les marges d'exploitation. De plus, la nouvelle politique américaine sur la réglementation bancaire devrait être grandement positive pour M&T (qui a consacré d'énormes ressources ces dernières années à cette activité). Finalement, une hausse de taux d'intérêts devrait éventuellement contribuer à améliorer ses marges de revenus d'intérêts.

Nous prévoyons donc une hausse de 14% des BPA pour l'année 2017.

Markel Corporation (MKL, 905\$)

Markel a connu une bonne année 2016 mais moins bonne qu'en 2015. Le ratio de souscription de ses divisions d'assurance a augmenté de 89% à 92% (un taux plus bas est mieux). La compagnie de Richmond (VA) reste tout de même grandement profitable.

La valeur aux livres a grimpé en 2016 de 561\$ à 606\$ soit un accroissement de seulement 8%. Nous croyons qu'à long terme, la compagnie peut maintenir un accroissement de l'ordre de 12% par année. Nous avons une grande admiration pour le co-CEO de Markel, Tom Gayner, et sommes contents d'être partenaires à long terme avec lui.

Mohawk Industries (MHK, 200\$)

Nous sommes actionnaires de Mohawk, une compagnie de revêtements de planchers, depuis 2007. L'entreprise de Calhoun (GA) a connu une année 2016 exceptionnelle : Les revenus ont crû de 11% pour atteindre les 9G\$ et les BPA ajustés ont crû de 24%. Jeff Lorberbaum est un PDG de haut calibre et avons confiance dans sa gestion qui allie dynamisme et prudence.

MTY Food Group (MTY-T, 51\$)

MTY Food est une compagnie qui franchise des chaînes de restaurants de tout acabit, principalement localisés dans des centres d'achat. Nous sommes actionnaires de MTY Food depuis 2007. Nous avons une grande confiance dans les qualités de son PDG, Stanley Ma. À notre avis, il est un des meilleurs dirigeants au Canada.

L'année 2016 a été très active pour MTY Food. À la fin de mai dernier, MTY a annoncé l'acquisition de Kahala Brands pour environ 300M\$ américains. La compagnie Kahala, située à Scottsdale (Arizona), franchise et exploite environ 2800 emplacements, sous 18 marques dans 25 pays. Cette acquisition représente une étape importante pour MTY car elle solidifie sa présence aux États-Unis, qui deviendra l'une des principales plates-formes de croissance pour MTY, tant pour les marques qui opèrent actuellement aux États-Unis que pour les marques canadiennes de MTY. La compagnie montréalaise dispose maintenant d'un portefeuille d'environ 5500 emplacements sous 57 marques.

Pour 2016, la compagnie a ainsi fortement augmenté ses revenus soit de 145M\$ à 196M\$. Nous estimons ses BPA ajustés à environ 2,36\$ soit une croissance de 27% par rapport à 2015.

Depuis que nous sommes actionnaires, les BPA ont plus que quadruplé (soit un taux de croissance annualisé de 18%). Nous croyons que la compagnie continue d'avoir des perspectives futures exceptionnelles et conservons nos actions.

O'Reilly Automotive (ORLY, 278\$)

Nous sommes actionnaires de la compagnie O'Reilly depuis 2004. Régulièrement, la compagnie de Springfield (MO) défie nos anticipations les plus optimistes. Et ce fut le cas encore une fois en 2016. Les revenus ont grimpé de 8% propulsé par une excellente croissance organique de 4,8%. Les BPA ont crû de 17% pour atteindre 10,73\$. C'est la huitième année consécutive qu'O'Reilly augmente ses BPA par plus de 15% par année.

Notre seul regret est d'avoir réduit notre pondération aux cours des années alors que l'évaluation boursière nous semblait élevée. Vraisemblablement, elle est grandement méritée.

Union Pacific (UNP, 104\$)

Union Pacific a connu une année difficile en 2016. Les revenus ont baissé de 9% et les BPA de 8%. La bonne nouvelle est que le quatrième trimestre a démontré un retour à la croissance (les BPA ont crû de 6%). Nous croyons que la baisse de ses activités en 2016 est de nature cyclique et que ses solides avantages compétitifs demeurent intacts. Avec BNSF (qui appartient à Berkshire Hathaway), Union Pacific continue de dominer le marché du transport du rail dans l'ouest des États-Unis.

Les perspectives de croissance d'Union Pacific pour 2017 sont meilleures et anticipons un retour à une profitabilité accrue. L'action en Bourse a déjà escompté ce revirement (le titre a grimpé de 33% en 2016). Mais nous croyons que les solides perspectives fondamentales à long terme de l'entreprise justifient son niveau boursier actuel.

Visa (V, 78\$)

Nous avons acheté des actions de Visa en 2010 lorsque le sénateur Richard Dubin a réalisé une refonte des règles quant aux frais de transactions chargés par les compagnies de carte de crédit. Nous croyions alors que les effets sur Visa seraient bénins et temporaires. Les craintes de Wall Street nous ont permis de pouvoir acheter des actions de cette entreprise dominante à très bons prix.

L'année 2016 en fut une de transition pour Visa suite à l'importante acquisition de ses activités européennes. Les BPA ont tout de même crû de 12% en 2016.

Nous anticipons une croissance encore meilleure en 2017. L'action de Visa a quintuplé depuis notre achat à l'été 2010.

Wells Fargo (WFC, 55\$)

Ce fut une année difficile pour Wells Fargo. En septembre dernier, la compagnie a révélé une pratique inacceptable dans ses rangs : des conseillers bancaires ouvraient pour des clients plusieurs comptes dans le seul but d'atteindre leurs objectifs de croissance (et les bonis qui vont avec). La direction a

congédié les fautifs, a payé une amende et s'est résolue à mettre en place de nouvelles formules d'objectifs. Environ 5% des comptes en question comportaient des frais et ils ont été remboursés aux clients (un montant total de 2,6M\$).

Le PDG, John Stumpf a fait face à la musique et a tout fait pour restaurer la prestigieuse réputation bancaire de WFC. Au bout du compte, M. Stumpf a décidé de prendre une grande part du blâme en annonçant sa retraite le 12 octobre dernier.

Pour l'année, les revenus ont crû de 3%, les prêts de 7% et les dépôts de 5%. La compagnie a donc réussi à maintenir sa clientèle. Les BPA ajustés ont (légèrement) reculé de 2%.

La nouvelle administration américaine compte réduire considérablement la réglementation bancaire. Conjugué avec une baisse du taux d'impôt corporatif et d'une possible hausse des taux d'intérêts, cela améliore grandement les perspectives de rentabilité pour les banques américaines, incluant Wells Fargo. Nous croyons donc que le pire est derrière Wells Fargo et que les prochaines années s'annoncent meilleures.

Le podium des erreurs

« J'aime quand les gens admettent qu'ils ont fait une bourde. Je sais que je m'améliore quand je me frotte le nez dans mes erreurs. C'est un bon truc à apprendre »

Charlie Munger

Comme le veut la tradition "gouvernementale", voici nos trois médailles annuelles pour les "meilleures" erreurs de 2016 (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.

La première erreur présentée cette année est par contre de la seconde catégorie.

Médaille de Bronze : Valeant Pharmaceuticals

Nous avons discuté en détails dans notre lettre annuelle de 2015 des raisons pour lesquelles nous avons vendu nos actions de Valeant au début de l'année 2016. Lors des soirées des partenaires de Giverny Capital, nous avons aussi répondu à toutes les questions sur cette entreprise. J'ai tout de même décidé de revenir sur ce placement et de clore ce chapitre en lui octroyant une médaille.

Nous avons acquis nos premières actions de Valeant en 2011 à environ 45\$ US. À l'époque, la compagnie pharmaceutique avait un modèle d'affaire assez simple puisque peu de ses produits comportaient des brevets (et donc peu sujets à d'éventuelles compétitions génériques). L'acquisition de Bausch & Lomb en début 2013 avait renforcé notre enthousiasme puisque cette compagnie – que nous connaissions depuis longtemps – nous semblait de très grande qualité et avec des revenus stables et récurrents.

Nous savions que Valeant avait une comptabilité agressive et un niveau de dette plus élevé que pour les compagnies typiques dans lesquelles nous investissons. Elle ne cadrait donc pas avec notre type de

compagnies habituelles. Nous avons décidé tout de même d'investir dans l'entreprise de par notre confiance envers le PDG, Michael Pearson. Il nous semblait avoir un solide plan pour améliorer la rentabilité des compagnies pharmaceutiques acquises. L'industrie avait besoin (et a encore besoin à notre avis) d'un recentrage sur un meilleur rendement des capitaux et M. Pearson avait un plan crédible pour mener ce virage chez Valeant.

Réalisant avec lucidité que Valeant était plus risquée que nos placements habituels, nous avons décidé de gérer ce risque en investissant initialement environ 3% de la valeur de nos portefeuilles dans le titre. Et surtout, en limitant à 5% le poids du titre en portefeuille (valeur marchande) peu importe les gains de l'action et combien bons seraient les résultats financiers.

En début 2015, quelques mois après l'échec d'une OPA sur la compagnie Allergan, Valeant a réalisé une importante acquisition de 15G\$: Salix Pharmaceuticals. Cette acquisition a alors doublé le niveau de la dette. Salix avait obtenu l'approbation de la FDA pour un médicament qui avait le potentiel de devenir un *blockbuster*. Valeant a aussi fait une plus petite acquisition qui s'est avérée une erreur : Marathon Pharmaceuticals. Valeant a alors acquis des médicaments qui – selon la direction – comportaient un prix mal ajusté qui pouvait être augmenté de manière drastique. Le poids de ces médicaments était mineur dans les opérations de Valeant (environ 3-4% des revenus) mais la conséquence de la forte augmentation des prix sur l'image de la compagnie a été catastrophique. Pour un bénéfice financier bien mince, la compagnie a entaché sa réputation de manière importante. Il y a une dimension sociale quant au prix des médicaments qu'il faut prendre en considération. La compagnie – et nous aussi par ricochet – a très mal évalué l'impact de l'augmentation des prix des médicaments sur son image et sa réputation.

À deux reprises, en 2013 et en 2015, nous avons vendu à profit des actions de Valeant à mesure que le titre dépassait la limite de 5% que nous nous étions fixés. Lorsqu'en mars 2016, la compagnie a grandement réduit ses estimés de profitabilité pour l'année en cours (et donc que le ratio de la dette sur les profits augmentait à un niveau inquiétant), nous avons décidé que le titre était devenu trop risqué pour nous et avons tout vendu à environ 52\$ US. Si on inclut les deux ventes du titre aux cours des années et les gains de la devise américaine, le résultat global est que nous avons réalisé un rendement approximatif de 190% en cinq ans en devise canadienne. Même sans le gain de devise, nous avons plus que doublé notre investissement en moins de 5 ans.

Malgré cela, ce fut une importante erreur de notre part. Notre confiance envers le PDG était – avec du recul – une grave erreur de jugement sur la personne et ses qualités de dirigeant. Clairement, sous la pression de maintenir un haut taux de croissance, de très mauvaises décisions ont été prises. Cela été conjugué avec un important accroissement de l'endettement.

Il peut paraître étonnant de lister comme une erreur, une décision d'investissement où nous avons plus que doublé notre argent en cinq ans. Nous avons souvent stipulé que le processus de sélection de titres boursiers est plus important que le résultat. Dans ce cas-ci, une importante partie de notre processus – le jugement des qualités du management – s'est avérée erronée.

Médaille d'argent : Alimentation Couche-Tard

**** Avertissement : certains énoncés qui suivent pourraient choquer les lecteurs ****

Je suis la compagnie Alimentation Couche-Tard depuis mes débuts en 1993. L'histoire de l'industrie des dépanneurs au Québec est complexe et je vais donc résumer. Pendant des années, des lois au

Québec empêchaient les grandes chaînes d'alimentation (comme Steinberg et Provigo) d'ouvrir le soir et le dimanche. Les dépanneurs comblaient alors les heures non-couvertes par les épiceries. Cette loi fut abrogée au début des années 1990 et plusieurs y voyaient la quasi fin des dépanneurs. Alors que les grands joueurs quittaient l'industrie, Alimentation Couche-Tard en profita pour lentement consolider le marché canadien.

Je n'ai jamais été un grand fan d'une partie des opérations de Couche-Tard : la vente d'essence au détail. Cette activité est hyper compétitive et – à mon avis – sans aucun avantage compétitif. Et pourtant, Couche-Tard fit un travail d'exploitation remarquable et réalisa une solide rentabilité (malgré mon scepticisme). Le titre grimpa d'environ 2000% de 1993 à 2003.

En 2003, la compagnie fit une importante acquisition aux États-Unis : Circle K. Fasciné par cette incursion au sud de nos frontières, je suis allé écouter le discours du PDG, Alain Bouchard, à l'assemblée annuelle en début 2004. Je suis revenu impressionné par M. Bouchard et décida d'acheter une petite participation dans Couche-Tard pour mieux suivre la compagnie.

Environ un an après, j'ai décidé de vendre nos actions pour une raison somme toute simpliste : je n'aimais pas la manière dont les résultats financiers étaient présentés (c'est un peu complexe d'aller en détails dans cette lettre). Nul besoin de dire que ce fut une erreur magistrale.

J'ai continué de suivre la progression de Couche-Tard aux États-Unis puis en Norvège. Depuis 2005, le titre a encore grimpé de près de 1000%. En 23 ans, le titre a donc été multiplié par plus de 200 fois. Vous avez bien lu : il n'y a pas un zéro de trop.

M. Bouchard est certainement le chef d'orchestre de cette performance phénoménale depuis plus de deux décennies. Une autobiographie a été publiée cette année sur son parcours et je vous en recommande fortement la lecture.

Nous avons bien fait avec nos placements depuis 1993 malgré cette erreur d'omission terrible. J'aime dire « qu'on ne peut pas embrasser toutes les femmes ». Mais il y a de ces flammes de jeunesse perdues qu'une vie ne suffit pas à faire oublier...

Médaille d'or : Mohawk Industries (en 2008)

Après la majestueuse médaille d'argent précédente, vous vous demandez peut-être comment j'ai pu faire pire pour la médaille d'or. Si, à ma défense, Couche-Tard ne cadrait pas tout à fait dans notre philosophie d'investissement, ce n'est pas le cas de cette prochaine entreprise.

Notre compagnie Mohawk Industries a obtenu des résultats exceptionnels en 2016. Cela a mis en lumière une erreur remontant à environ huit ans.

J'ai découvert Mohawk par un article de Peter Lynch dans le magazine "Worth". Il en parlait en grand bien en la comparant avec Shaw Industries. Shaw est une compagnie leader dans l'industrie de la fabrication de tapis et principal compétiteur de Mohawk. Je connaissais déjà assez bien Shaw car M. Lynch en avait discuté dans le livre "Beating the Street" publié en 1992 (que je dois bien avoir lu dix fois dans mon jeune temps).

Quelques années plus tard, en 1998, j'ai écrit un article élogieux sur Shaw Industries dans le Journal Les Affaires. Quelques mois plus tard, la compagnie a été acquise par Berkshire Hathaway. Je me suis

alors concentré sur son principal compétiteur, Mohawk. La compagnie, d'abord spécialisée dans la production de tapis, s'est diversifiée dans diverses formes de revêtement de plancher (céramiques, vinyles, planchers flottants, etc.). En étudiant plus en détails Mohawk, j'ai réalisé combien son PDG, Jeff Lorberbaum est exceptionnel. Avec Shaw, Mohawk en est venue à dominer l'industrie des revêtements de plancher (elles ont chacune environ 22% de part de marché).

En 2007, alors que le marché de la construction de maisons neuves était déjà en récession, l'action de Mohawk a baissé de 102\$ à 75\$ et nous en avons profité pour acheter des actions. Aujourd'hui, le titre est à 226\$. Nous avons donc réalisé un gain d'environ 200% soit 12% annualisé (avant gain de devise). C'est un rendement qui dépasse de 5% celui du S&P 500 durant la même période.

Mais nous aurions pu faire un rendement bien plus élevé. D'abord ma conviction pour Mohawk et son président ne fut pas reflétée dans le poids somme toute faible dans le portefeuille (environ 2%). Mais pire encore, le titre a fortement reculé à l'automne 2008 durant la crise financière pour toucher un creux de 24\$ (même à 17\$ pour un bref moment). Durant notre assemblée annuelle de cette année-là, qui eut lieu en novembre 2008, un partenaire de Giverny a posé la question à savoir si Mohawk était une aubaine à ce cours. J'ai répondu : « *Comme la compagnie a réalisé plus de 7\$ de BPA avant la crise – et que je crois qu'au prochain cycle elle fera au moins ce niveau de profits – oui le cours semble extrêmement attrayant* ». Malheureusement, je n'ai pas converti ces belles paroles en dollars. Nous avons conservé nos actions sans en racheter davantage. Si nous avions seulement doublé notre investissement et ainsi baissé notre coût moyen de 75\$ à 50\$, notre rendement sur ce placement aurait été de 17% annualisé sur 9 ans. Si nous avions augmenté à 4% le poids du portefeuille à ce moment-là, notre rendement annuel sur le titre aurait été de plus de 20%.

C'est une erreur de calibre or car je connaissais très bien Mohawk et savais qu'elle cadrerait parfaitement dans notre genre de compagnies. Je savais que M. Lorberbaum est un brillant gestionnaire et qu'il mènerait avec brio et leadership l'entreprise à travers la récession. Et je savais que l'évaluation boursière était extraordinairement basse. Nous aurions pu profiter du comportement irrationnel de la Bourse à ce moment-là pour baisser drastiquement notre coût d'acquisition et ainsi grandement amplifier le rendement de nos capitaux.

Conclusion: Et la politique?

Depuis les élections américaines, nous avons eu plusieurs questions concernant le nouveau président élu, Donald Trump. Notre rôle est de gérer vos capitaux et d'en être de responsables intendants. Ce serait une erreur de laisser nos idées politiques – aussi valides puissent-elles sembler à nos yeux – embrumer nos décisions d'investissements.

Par exemple, je me souviens très bien des élections américaines de 2004. La réélection de George W Bush en début de novembre 2004 avait apeuré bien des investisseurs canadiens (peu importe leurs raisons). De novembre 2004 à aujourd'hui, le rendement total du portefeuille Rochon Global a été de plus de 400% (12% sur une base annualisée). Sans rien enlever à M. Bush, je crois sincèrement que ce rendement a été accompli grâce aux compagnies exceptionnelles que nous avons possédées durant ces douze années, la vaste majorité d'entre elles américaines.

Investir en Bourse n'est pas de miser sur les soubresauts du monde politique (et des électeurs). Investir c'est posséder des entreprises et rien d'autre. Les solides entreprises font bien parce qu'elles créent des produits et services distinctifs qui servent leurs clients et qui, éventuellement, enrichissent leurs

actionnaires. Les modes politiques passent et les bonnes compagnies perdurent. Ainsi, la grande majorité des entreprises qui font bien le font non pas grâce aux politiciens mais bien malgré eux.

Lors des prochaines décennies, nous allons être confrontés à un autre groupe d'incertitudes politiques et de crises économiques. Elles auront un point en commun : elles seront imprévisibles. Malgré cela, ce qui est prévisible pour un investisseur aguerrri, c'est que posséder des actions de compagnies de qualité aura des conséquences financières positives à long terme.

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 2017.

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 2016 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 2016 :
 - Portefeuille Giverny Global : S&P/TSX 14% Russell 2000 43% S&P 500 43%
 - 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.