

Lettre annuelle aux partenaires 2017



Anthony Burnham
Beside itself, 2017
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 2017

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 œuvre du peintre québécois Anthony Burnham intitulée « Beside itself ».

Giverny Capital Inc. – Lettre annuelle aux partenaires 2017 ©

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2017, le rendement du portefeuille Rochon Global a été de +13,1% par rapport à un rendement de +10,2% pour notre groupe indiciel comparatif. Cela correspond à une valeur ajoutée de +2,9%. Le rendement du portefeuille Rochon Global et celui du groupe d'indices incluent une perte approximative de 7% 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 +15,7% par rapport à +9,2% pour notre groupe indiciel comparatif. La valeur ajoutée annualisée est donc de +6,5%. Il est à noter que la devise américaine n'a eu quasi aucun effet sur nos rendements : sur 24 ans, la devise US s'est repliée de 2,1% par rapport à la devise canadienne. Cela correspond à un effet annualisé de -0,1% sur nos rendements annuels. 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%
2017	13,1%	10,3%	2,9%	-6,6%
Total	3498,5%	767,0%	2731,0%	-2,1%
Annualisé	15,7%	9,2%	6,5%	-0,1%

* 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 2017, le portefeuille Rochon US a réalisé +19,7% versus +21,8% pour le S&P 500. La valeur ajoutée a donc été de -2,1%.

Depuis le début de ce portefeuille en 1993, le rendement total est de +2980% soit +15,0% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P 500 a réalisé +863% soit +9,7% annualisé. La valeur ajoutée annuelle est donc de +5,3%.

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%
2017	19,7%	21,8%	-2,1%
Total	2979,8%	863,2%	2116,7%
Annualisé	15,0%	9,7%	5,3%

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

Aucun titre n'a contribué de manière significative à notre sous-performance. Plusieurs titres vedettes du S&P 500 en 2017 ne font pas partie de notre portefeuille. La performance relativement plus faible du portefeuille Rochon US cette année s'explique principalement par cela.

Vous observerez que sur 24 années complètes, le portefeuille Rochon US a sous-performé le S&P 500 à huit reprises (soit l'équivalent de 33% des années). 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 impassibles aux résultats à court terme, tant dans les bons moments que dans 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 2017, le portefeuille Rochon Canada a réalisé +27,4% comparé à +9,1% pour le S&P/TSX pour une valeur ajoutée de +18,3%.

Depuis 2007, le rendement total est de +509% soit +17,8% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P/TSX, principal indice canadien, a réalisé +73% soit +5,1% annualisé. La valeur ajoutée annuelle est donc de +12,7%.

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%
2017	27,4%	9,1%	18,3%
Total	508,8%	73,1%	435,7%
Annualisé	17,8%	5,1%	12,7%

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

Sur 11 ans, la performance de nos titres canadiens a été fortement supérieure à celle du S&P/TSX. Il faut souligner qu'un portefeuille concentré, comme l'est celui-ci, peut excéder drastiquement la performance des indices. Par contre, à notre avis, le risque inhérent à une forte concentration n'est pas approprié pour un portefeuille qui se veut géré de manière prudente. Nous considérons qu'une vingtaine de titres est un juste 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.

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 2017

L'année 2017 a été une année de solide croissance économique. Les compagnies composant le S&P 500 ont cru leurs bénéfices par près de 12%. Les géants informatiques américains (Apple, Facebook, Amazon, etc.) ont continué de porter la Bourse américaine en 2017. Les cinq titres du tableau ci-bas ont grimpé de 47% soit plus de deux fois la moyenne du S&P 500. Et ces cinq titres sont les cinq plus importants poids du S&P 500. Sans ces titres en portefeuille, il était difficile de faire mieux que le S&P 500 en 2017.

Titres	Gain 2017
Apple	48%
Microsoft	40%
Amazon.com	56%
Facebook	53%
Alphabet	36%
Moyenne	47%

Réforme fiscale aux États-Unis

Le président américain a réussi à mettre en place – en toute fin d'année – son nouveau programme fiscal. Ainsi, en plus d'évoluer dans un environnement de croissance du PIB, les entreprises américaines verront leur taux d'imposition baisser de manière substantielle en 2018. Nous croyons que les estimés de croissance des profits des compagnies du S&P 500 – dans le voisinage des 15% à 18% – pourraient même s'avérer conservateurs.

Environ 80% de notre portefeuille est investi aux États-Unis. Nos compagnies US verront donc leur taux d'impôts corporatifs baisser, probablement encore plus que la moyenne des compagnies du S&P 500. En effet, nous avons toujours été méfiants d'investir dans des compagnies avec un bas taux d'imposition. La raison est simple : nous avons toujours craint que les gouvernements ne changent les règles. Notre conservatisme passé sera récompensé en 2018 : la majorité de nos compagnies américaines paient passablement d'impôts et seront grandement favorisées par la baisse du taux corporatif. Nous estimons ainsi que les perspectives de croissance des profits de nos compagnies dépassent le niveau de 20% pour 2018. Cela aidera même nos deux compagnies canadiennes qui ont une importante part de leurs profits provenant des États-Unis.

Pendant ce temps au Canada

Au Canada, ce fut une année tranquille. La bourse canadienne a bien fait (le S&P / TSX a réalisé +9%) quoiqu'en deçà de la bourse américaine. Le prix du baril de pétrole a baissé de 56\$ en début d'année à un creux de 44\$ pour terminer l'année à 60\$. Ce cours est encore inférieur au coût de production total de plusieurs compagnies pétrolières canadiennes, surtout celles liées à l'exploitation des sables bitumineux. Aussi, à notre avis, la popularité grandissante des voitures électriques n'est pas de très bon augure pour l'industrie pétrolière en général.

L'immobilier résidentiel canadien continue de tenir la route malgré les diverses nouvelles règles plus restrictives mises en place pour les gouvernements. Le prix moyen d'une maison au Canada est d'environ 500 000\$ soit autour de 5% de plus qu'en 2016. Ce niveau nous semble insoutenable par rapport au PIB par capita actuel des ménages canadiens. Le niveau d'endettement de ces derniers est

devenu le plus élevé des pays de l'OCDE (101% du PIB par capita comparé à la moyenne de 80%). Un retour à la normale – *quand* plutôt que *si* à notre avis – pourrait s'avérer difficile pour l'économie canadienne à absorber sans contrecoup sur divers segments de l'économie.

Suite à la réforme fiscale américaine, les corporations canadiennes risquent en plus de devenir moins concurrentielles que celles de leurs voisins du sud. Quoiqu'en disent les politiciens, un haut niveau de taxation a le même effet sur les investisseurs que le froid sur les outardes: ils ont tendance à fuir vers des horizons plus cléments.

De nouveaux segments de l'industrie canadienne ont particulièrement fait bonne figure en 2017 : l'intelligence artificielle et la culture du cannabis. Il nous semble tôt pour évaluer le modèle économique et le réel potentiel financier à long terme des compagnies liées à l'IA. Quant à l'industrie du cannabis, elle est rapidement en voie de devenir une industrie importante. Évidemment, les boursicoteurs ont déjà tendu le nez : Les compagnies de ce secteur nous semblent se transiger à des évaluations escomptant, bien des années d'avance, une très forte croissance.

Vous aurez compris – si vous lisez bien entre les lignes – que notre philosophie de sélectionner des entreprises avec une solide feuille de route de profitabilité élevée et une évaluation boursière raisonnable nous tient à l'écart de ces nouveaux segments de l'économie.

Quelques mots sur le Royaume-Uni

Au Royaume-Uni, les prédictions d'apocalypses économiques – suite au Brexit – ne se sont pas matérialisées en 2017. La croissance du PIB a vraisemblablement avoisiné les 1,7% cette année ce qui est plus faible que la moyenne européenne (environ 2,5%) mais tout de même acceptable dans les conditions. Nous avons profité de la morosité boursière qui y prévalait pour acheter deux compagnies britanniques pour nos portefeuilles.

La saveur du jour 2017 : la bitcoin

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 2017 revient à la bitcoin.

Au cours de l'année 2017, plusieurs personnes nous ont demandé ce que nous pensions de la bitcoin, la plus populaire des cryptodevises. Nous reconnaissons que cette nouvelle manière de transmettre de l'argent est difficile à parfaitement comprendre. Nous citons alors Warren Buffett qui expliquait : « *...le fait d'être un outil de transmission d'argent n'en fait pas un actif qui a une valeur. Un chèque permet de transmettre de l'argent. Est-ce qu'un chèque a une grande valeur?* ».

Évidemment, un tel constat rationnel n'entrave pas la nature profonde de l'être humain d'être parfois séduit par des activités spéculatrices. À chaque fois qu'une mode spéculative s'est emparée d'un item, cela s'est mal terminé. Et ceux qui s'y sont brûlés, jurent de ne jamais s'y faire prendre à nouveau.

Mais mixez une nouvelle génération d'humains avec une nouvelle forme de spéculation et vous obtenez un tout nouveau cocktail explosif. Le cocktail bitcoin est épicé de brillant marketing : Il s'adresse à ceux qui veulent se rebeller "contre le système" (oh combien séductrice est cette idée!) en plus d'utiliser leur vaste intelligence à comprendre une complexe devise cybernétique concoctée par d'autres personnes tout autant intelligentes. Mais l'intelligence et la rationalité sont deux qualités différentes. À notre avis, la raison et l'expérience dictent d'éviter cette mode.

Robert Wilmers (1934-2017)



En décembre dernier, Robert Wilmers, PDG de la banque M&T, nous a malheureusement quitté. Il dirigeait la banque de Buffalo (NY) depuis 1983. Nous avons été actionnaires de M&T pendant plus de 18 années.

J'ai conservé dans mes archives le rapport annuel de 1993 de la banque First Empire State (avant que le nom de la banque ne soit changé pour M&T). C'était le premier de nombreux rapports annuels écrits par Bob que j'ai lus aux cours des années. Je suis devenu avec le temps un grand admirateur du banquier mais aussi de l'être humain généreux qu'il fut.

Nous avons acheté nos premières actions de M&T en 1998. Puis au début de l'année 2000, alors que Wall Street n'en avait que pour les titres technos, nous en avons racheté une seconde fois. Le titre a si bien fait durant la correction de 2000-2002 qu'il était devenu notre plus important poids. Bob a toujours géré la compagnie de manière extrêmement prudente tout en maintenant un fort taux de croissance de la valeur intrinsèque de la compagnie. Nous dormions en paix avec Bob aux commandes.

En 2007, alors âgé de 73 ans, Bob a décidé de prendre sa retraite. Nous sommes alors allés rencontrer la compagnie et avons décidé de ne pas suivre la nouvelle direction; nous avons donc vendu nos actions (à environ \$100).

Puis est arrivée la grande crise de 2008. Et Bob a décidé de revenir diriger M&T. JP et moi sommes allés le rencontrer au mois d'août 2008. Quelques mois plus tard, en février 2009, nous avons racheté des actions de M&T à environ \$36 l'action. Aujourd'hui, le titre se transige à \$190. Sans l'ombre d'un doute, les partenaires de Giverny doivent une fière chandelle à Bob. Nous sommes tous plus riches grâce à sa dévotion sans borne aux clients, aux employés et aux actionnaires de M&T.

J'ajouterais une note personnelle touchant un autre enrichissement que m'a – indirectement – procuré Bob : un enrichissement culturel. Quand nous sommes allés à Buffalo en 2008, c'était un lundi et le célèbre musée Albright-Knox était fermé. J'ai alors demandé à Bob si par hasard il connaissait quelqu'un au musée qui pourrait nous ouvrir les portes. Son assistante – à notre arrivée – m'a dit : « Après la réunion, le directeur du musée vous attendra pour vous faire un tour guidé ». J'ai alors rencontré Louis Grachos, le directeur d'alors du Albright-Knox, qui nous a fait faire une visite mémorable. Quand je lui ai parlé de ma passion pour collectionner l'art contemporain, Louis m'a confié son admiration pour un collectionneur italien, le comte Giuseppe Panza di Biumo.

La première chose que j'ai faite après la rencontre fut de commander l'autobiographie du comte Panza sur Amazon. Je l'ai dévorée en quelques jours. Le comte Panza fut – à mon avis – le plus grand collectionneur d'art contemporain de l'histoire. Par ses écrits, il est rapidement devenu pour moi un mentor. Louis m'a alors mis en contact avec le comte. Et quelques mois plus tard, en novembre 2009, je suis allé le rencontrer à sa demeure de Varese, dans le nord de l'Italie. Ce fut une rencontre merveilleuse. Six mois plus tard, le comte Panza est décédé.

J'ai revu Louis quelques fois par après. Il m'a aussi présenté des membres du conseil d'administration du musée Albright-Knox. Sans la grande générosité de Bob Wilmers, je n'aurais jamais rencontré le comte Panza ni connu plusieurs chaleureuses personnes de Buffalo qui sont devenues de bons ami(e)s.

Je dois beaucoup de belles choses dans ma vie à Bob. Il me manquera beaucoup.

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 14% (13% 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 2017 est un reflet adéquat de leur réalité économique. De leurs côtés, nos titres en Bourse ont réalisé une appréciation d'environ 20% (sans l'impact des devises). Nos titres ont ainsi réalisé une performance supérieure aux compagnies sous-jacentes.

Les compagnies composant l'indice S&P 500 ont aussi connu une bonne croissance de leurs profits cette année soit de l'ordre de 12% (un accroissement total de 14% en ajoutant le dividende). L'indice a réalisé une performance totale de 22% (en dollars US).

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%
2017	14%	20%	7%	14%	22%	8%
Total	1391%	1544%	153%	365%	552%	188%
Annualisé	13,1%	13,6%	0,5%	7,2%	8,9%	1,7%

* Croissance des bénéficiaires 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 22 ans, nos compagnies ont crû leur valeur par environ 1391% et leur titre en Bourse ont réalisé un rendement total d'environ 1544%. Sur une base annualisée, nos compagnies ont réalisé une performance intrinsèque de 13,1% versus 13,6% 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 réalisé 4,7% annuellement de mieux que le S&P 500 depuis 22 ans pour la simple raison que nos compagnies ont crû leur valeur intrinsèque d'environ 5% par année de plus que les compagnies composant le S&P 500.

Post-mortem quinquennal: 2012

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.

Dans la lettre annuelle 2012, nous écrivions « *Nous croyons que les actions vont représenter la meilleure catégorie d'actif dans les prochaines années, pour la simple raison qu'elle nous semble la plus sous-évaluée* ». Sur cinq ans, le S&P 500 a grimpé de plus de 87% (il a environ doublé si on inclut les dividendes). On pourrait donc avancer que nous avons vu juste.

En 2012, nous avons acquis des actions de LKQ et d'Union Pacific (UP). Nous détenons encore ces deux compagnies en portefeuille. Pour évaluer la justesse de ces placements, voici un tableau mesurant leur performance, en absolu et relativement au S&P 500.

Titre	Date 1 ^{er} achat	BPA 12	BPA 17	Taux de Croissance	Cours 1 ^{er} achat	Cours fin 2017	Div. moyen	Rendement annualisé	S&P 500 annualisé	+/-
LKQ	avr-12	0.87 \$	1.88 \$	17%	15.0 \$	40.7 \$	0%	19%	15%	4%
UP	juil-12	4.13 \$	5.79 \$	7%	60.0 \$	134.1 \$	2%	18%	14%	3%
S&P 500		104	133	5%	-	2674	2%			

Les deux titres ont très bien fait : LKQ et UP ont respectivement généré des rendements annualisés de 19% et 18% soit environ 3 à 4% de mieux que le S&P 500 durant la même période. LKQ a cru ses BPA de 17% de 2012 à 2017 et le titre a grosso modo suivi la croissance de sa valeur intrinsèque. Quoique nous croyons que la compagnie aura de la difficulté à maintenir ce taux de croissance dans le futur, nous sommes bien entendu satisfaits de cet investissement à ce jour.

Par contre, UP n'a cru ses BPA que de seulement 7% par année soit un ratio que légèrement supérieur à celui des compagnies composant le S&P 500. La bonne performance du titre provient donc d'un accroissement important de son cours-bénéfices sur 5 ans (tout comme le S&P 500 d'ailleurs). Nous croyons que la prime d'évaluation de UP est justifiée par ses excellents fondamentaux à long terme (il faut aussi tenir compte que les BPA seront vraisemblablement en forte hausse en 2018). Mais il ne faudra plus compter, à notre avis, sur une telle réévaluation boursière dans les années à venir.

Nos compagnies

« C'est remarquable comment des gens comme nous peuvent avoir un avantage en tentant de ne pas être stupides au lieu de tenter d'être très intelligents »

- Charlie Munger (Vice-Président de Berkshire Hathaway)

Section réservée aux partenaires

Le podium des erreurs

« L'homme qui fait des choses fait des erreurs. Mais il ne fait pas la pire erreur: de ne rien faire. »

- Benjamin Franklin

Comme le veut la tradition "givernienne", voici nos trois médailles annuelles pour les "meilleures" erreurs de 2017 (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 : Knight Transportation

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 par camions localisée à Phoenix (AZ). Nous avons vendu nos actions en 2011 simplement pour acheter un autre titre qui nous semblait alors 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 à ce moment-là) et avons décidé de redevenir actionnaires. Puis en mars dernier, après avoir détenu le titre pendant environ deux ans, nous avons vendu nos actions à environ 33\$, soit avec un léger gain en capital. Encore une fois, j'ai préféré investir le capital dans un autre titre qui me semblait plus intéressant.

Il semble que ce fut une erreur. En effet, peu après notre vente, David Jackson a réussi une acquisition qui – à première vue – semble très constructive : Swift Transportation. Les perspectives de croissance pour 2018 sont excellentes : on prévoit une hausse de 58% des BPA. Le titre a bien fait en Bourse, grimant de près de 50% après que nous l'ayons vendu. Vraisemblablement, j'ai manqué de patience.

Médaille d'argent : Intuit

J'ai découvert Intuit et son logiciel Quicken il y a environ 25 ans. Je trouvais le produit bien fait et très pratique. Je savais que la compagnie était listée en Bourse mais – évidemment – je trouvais le titre trop cher. En octobre 1994, Microsoft a annoncé une offre publique d'achat (OPA) aux actionnaires d'Intuit pour la somme de 1,5B\$. De mémoire, c'était l'équivalent de 30 fois les profits d'alors; un niveau que j'avais trouvé exorbitant (il faut bien que jeunesse se passe!). En avril 1995, le Département de la Justice américaine s'est opposé à la transaction pour des raisons d'antitrust. L'action d'Intuit avait alors reculé à moins 5\$ (ajusté pour fractionnements subséquents).

Avec l'échec de l'OPA, j'ai donc décidé de suivre Intuit de plus près. J'aimais le produit et je me disais que si Microsoft y voyait tant de valeur, la compagnie méritait certainement mon attention. Manifestement, j'ai toujours trouvé le titre trop cher car je n'ai jamais acheté d'action de la compagnie. Je n'ai fait que l'admirer des estrades.

Quelques années plus tard, la compagnie a réalisé la mise en marché d'un second produit vedette : Quickbook (un logiciel de tenu de livre). À Giverny, nous avons même commencé à utiliser ce produit il y a quelques années. Je ne pouvais pas être plus aux premières loges. Aujourd'hui, l'action se

transige à 164\$. Oui, vous avez bien compté : le titre a grimpé de 3200% depuis 1995 soit l'équivalent d'un rendement annuel de 17%.

Médaille d'or : FactSet Research Systems

La médaille d'or de cette année en est une de grand calibre et qui – en plus – s'est étendue sur plusieurs années. Il faut retourner à 1998 pour trouver l'origine de cette erreur. Au début de 1998 (quelques mois avant de fonder Giverny Capital), je suis allé à une conférence de haute-technologie à San Francisco. Nul besoin de vous dire que le mot sur toutes les lèvres était "Internet". Les jeunes dirigeants d'entreprise étaient audacieux, fringants et d'excellents présentateurs (avec des belles diapositives informatisées). Sauf un : le président de FactSet Research.

Je n'avais jamais entendu parler de cette compagnie mais j'avais regardé les chiffres dans le document accompagnant la conférence. La compagnie était très profitable (une des rares dans le groupe); Je me suis donc rendu dans la salle de la présentation de la compagnie. Le président et co-fondateur en était l'orateur. Il devait avoir autour de 70 ans. Et il n'avait ni ordinateur, ni écran pour projeter une présentation. Vers la fin de sa présentation, il sortit un groupe de feuilles de papier collées avec du ruban adhésif (oui, je me demandais bien "quelle sont ces choses étranges?"). Sur le groupe de feuilles dépliées, on pouvait voir la croissance du chiffre d'affaires et des profits de la compagnie sur 20 ans (la compagnie avait été fondée en 1978). Évidemment, de mon siège, je n'y voyais rien. Mais j'ai aimé le côté traditionnel du président et ai pris le temps d'étudier la compagnie en détails à mon retour à Montréal.

FactSet commercialise un logiciel d'informations financières. Elle compétitionne donc des géants comme Bloomberg et Thomson Reuters. La compagnie a un produit performant, une clientèle fidèle et gagne continuellement des parts de marché. Elle a une rentabilité exceptionnelle et un bilan exemplaire.

Après avoir suivi la compagnie quelques années, nous avons acheté des actions de FactSet en 2003. Puis après une légère hausse, nous avons vendu. Nous avons répété le même manège en 2006. La raison qui me faisait vendre était toujours la même: après une petite hausse, je trouvais le titre trop cher. En fait, l'évaluation boursière – sans être exagérée – m'a toujours paru trop élevée et c'est la raison principale que nous n'avons pas possédé plus longtemps cette compagnie en portefeuilles. Pourtant la compagnie a continué de générer des résultats exceptionnels. Même durant la grande récession de 2008-2009, la compagnie a continué de croître ses profits.

Au début de 1998, l'action se transigeait à moins de 8\$. Le titre a touché le niveau de 200\$ vingt ans plus tard. Nous aurions ainsi pu réaliser plus de 25 fois notre argent sur deux décennies (un rendement annuel de 18%).

Ce qui accentue le niveau de ma bourde c'est qu'à Giverny Capital, nous sommes de fidèles clients de FactSet Research. Je ne me passerais plus de ce produit! Notre familiarité avec le produit et notre fidélité envers la compagnie auraient dû faire allumer des gyrophares dans mon cerveau!

Conclusion: C'était il y a 10 ans

Il y a une décennie, en 2007, Giverny Capital a connu une année difficile. 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. La Bourse canadienne (surtout ses secteurs primaires) était alors à un sommet de popularité.

Nous avons alors gardé le cap sur notre processus de sélection de titres. Nous savions que notre philosophie de sélectionner des compagnies de grande qualité était saine. Et nous croyions de plus que le niveau du dollar canadien, au pair avec sa contrepartie américaine, ne faisait pas de sens. « La patience est de mise », écrivions-nous à l'époque.

Et cette patience fut récompensée, pour nous et nos partenaires. Voici un tableau sur le rendement du portefeuille Rochon Global (en dollars canadiens et estimé sans effet de devise) comparé à notre groupe indiciel, au S&P 500 et le S&P/TSX (en dollars canadiens et sans effet de devise) pour la période de 10 ans débutant le 1^{er} janvier 2008.

Période 2008-2017	En \$ Canadiens		Est. sans effet de devise	
	Total	Annualisé	Total	Annualisé
Rochon Global	351,0%	16,3%	271,6%	14,0%
Indices **	159,4%	10,0%	111,0%	7,8%
S&P 500	186,1%	11,1%	126,0%	8,5%
S&P / TSX	58,1%	4,7%	58,1%	4,7%

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

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

Le portefeuille Rochon Global a ainsi réalisé un rendement total de +351% (+16,3% sur une base annualisée) comparé à +186% pour le S&P 500 en dollars canadiens (+11,1% annualisé). L'indice canadien S&P/TSX a réalisé un rendement de seulement +58% sur 10 ans (+4,7% annualisé). Le dollar canadien a perdu 21% de sa valeur durant la décennie et est revenu à un niveau que nous considérons normal. Sans effet de devise, nous estimons le rendement total du portefeuille Rochon Global à +272% (+14,0% annualisé) et celui du S&P 500 à +126% (+8,5% annualisé).

Il est à souligner que ces rendements ont été obtenus en partant le compteur au DÉBUT de 2008 soit AVANT la grande baisse boursière de l'automne qui allait suivre. Nos compagnies ne sont pas immunisées aux récessions mais ont eu la solidité nécessaire pour passer à travers les temps durs.

Deux ingrédients sont donc nécessaires pour réussir en Bourse: un processus de sélection de titres rationnel et de la patience (parfois, une bonne dose).

J'ajouterais que le premier ingrédient sans le second est futile.

Message à nos partenaires

Nous croyons 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'affaires dominant conjugués avec des évaluations boursières raisonnables.

Toute l'équipe de Giverny Capital vous remercie et vous souhaite une bonne année 2018.

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 2017 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 2017 :
 - Portefeuille Rochon Global : S&P/TSX 14% Russell 2000 43% S&P 500 43%
 - Portefeuille Rochon US S&P 500 100%
 - Portefeuille Rochon 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 indépendant (BNRI). Les rapports annuels des vérificateurs sont disponibles sur demande.
- Pour plus de détails, consultez notre site Internet, section des rendements.