

Lettre annuelle aux partenaires 2019



Ice Shelf, 2013 © Wanda Koop,
Licence émise par Droits d'auteur Arts Visuels - CARCC, 2020.
Collection Giverny Capital

Historique

Il y a plus de 27 ans, 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 portefeuille 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). De plus, en début 2020, nous avons établi un partenariat avec un gestionnaire New Yorkais, lequel dirigera le bureau de la firme Giverny Capital Asset Management LLC à Manhattan. Les directeurs des bureaux américains, Patrick Léger et David Poppe, partagent la culture et l'horizon à très long terme propres 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 2019

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 de l'artiste canadienne Wanda Koop intitulée « Ice Shelf » de 2013.

Giverny Capital Inc. – Lettre annuelle aux partenaires 2019 ©

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2019, le rendement du portefeuille Rochon Global a été de +25,6% par rapport à un rendement de +22,3% pour notre groupe indiciel comparatif. Cela correspond à une valeur ajoutée de +3,3%. Le rendement du portefeuille Rochon Global et celui du groupe d'indices incluent une perte approximative de 5% liée à la variation de la devise canadienne.

Depuis le début de la gestion du portefeuille Rochon Global, le 1^{er} juillet 1993, le rendement annuel composé est de 15,4% par rapport à 9,3% pour notre groupe indiciel comparatif. Sur ces 26 années, la valeur ajoutée annualisée a donc été de 6,2%. Il est à noter que la devise américaine n'a eu quasi aucun effet sur nos rendements : depuis 1993, la devise américaine s'est appréciée de 1,4% 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%
2018	-0,6%	-1,4%	0,8%	8,7%
2019	25,6%	22,3%	3,3%	-4,8%
Total	4391,2%	945,8%	3445,4%	1,4%
Annualisé	15,4%	9,3%	6,2%	0,1%

* Tous les rendements sont exprimés en dollars canadiens.

** Les "Indices" est un indice hybride (S&P/TSX, S&P 500, Russell 2000, MSCI EAFE) 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.

L'adjectif "ambitieux" placé devant notre objectif de valeur ajoutée est choisi avec circonspection. Un très faible nombre de gestionnaires réussissent sur une très longue période (disons 20 ans) à faire mieux que les indices. De maintenir une telle feuille de route sera ardu. Dans le célèbre roman d'Alexandre Dumas, le Comte de Monte-Cristo stipule que l'expression qui le définit est *cupitor impossibilium*. À Giverny, nos ambitions de surperformance sont taillées du même bois : le désir de l'impossible.

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 2019, le portefeuille Rochon US a réalisé +32,1% versus +31,5% pour le S&P 500. La valeur ajoutée a donc été de +0,6%.

Depuis le début de ce portefeuille en 1993, le rendement total est de 3631% soit 14,6% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P 500 a réalisé 1111% soit 9,9% annualisé. La valeur ajoutée annuelle a donc été de 4,8%.

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%
2018	-8,3%	-4,4%	-3,9%
2019	32,1%	31,5%	0,6%
Total	3631,2%	1111,0%	2520,2%
Annualisé	14,6%	9,9%	4,8%

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

En 2019, le portefeuille Rochon US a fait légèrement mieux que le S&P 500. Et ce, malgré la forte sous-performance de l'action de Berkshire Hathaway, notre plus important poids du portefeuille.

Récemment, il a été difficile de faire mieux que le S&P 500, probablement un des indices les plus performants au monde lors des cinq dernières années. Les titres vedettes de l'indice (Apple et Amazon par exemple) ont joué un grand rôle dans cette performance polarisée. De plus, la forte popularité des fonds indiciels a aussi contribué à la surperformance du S&P 500. En effet, les indices ayant le mieux fait à court terme ont tendance à attirer le plus les capitaux des investisseurs passifs et continuent ainsi à mieux faire.

C'est la nature du comportement à court terme des titres en Bourse : la surperformance passée récente autopropulse la surperformance actuelle. Mais la Bourse finit toujours par éventuellement refléter la juste valeur intrinsèque des entreprises, sans exception.

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 2019, le portefeuille Rochon Canada a réalisé un rendement de +29,0% comparé à +22,9% pour le S&P/TSX pour une valeur ajoutée de +6,1%.

Sur 13 années, le rendement total du portefeuille Rochon Canada est de 625% soit 16,5% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P/TSX, principal indice canadien, a réalisé 94% soit 5,2% annualisé. La valeur ajoutée annuelle est donc de 11,2%.

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%
2017	27,4%	9,1%	18,3%
2018	-7,6%	-8,9%	1,3%
2019	29,0%	22,9%	6,1%
Total	625,3%	93,8%	531,4%
Annualisé	16,5%	5,2%	11,2%

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

Depuis 2007, la performance de nos titres canadiens a donc été fortement supérieure à celle du S&P/TSX. Il nous faut répéter – encore une fois cette année – 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 14%) du portefeuille Rochon Global, nos principes de diversification sont ainsi respectés.

L'année boursière 2019

Les années se suivent mais ne se ressemblent pas.

En 2018, les compagnies américaines avaient grandement amélioré leur niveau de profitabilité (grâce entre autres à la baisse du taux d'impôt corporatif). Les actions en Bourse avaient pourtant connu une baisse. En 2019, ce fut l'inverse : les profits des compagnies – dans leur ensemble – ont stagné, mais les actions en Bourse ont très bien fait. On pourrait donc conclure qu'en 2019, les actions ont rattrapé la sous-évaluation créée en 2018.

À long terme, les actions reflètent inévitablement l'accroissement des profits des entreprises. Une certaine synchronicité entre la performance intrinsèque des compagnies et les cotes boursières finit donc toujours par se matérialiser.

La temporalité de cette justice boursière, par contre, est totalement imprévisible. Bien sûr, cela n'empêche pas les divers stratèges de Wall Street d'y aller avec leurs prédictions, aussi aléatoires qu'elles puissent être. La raison est simple : leurs clients en redemandent malgré toutes les données historiques qui démontrent la futilité des dites prédictions.

Tensions commerciales

Les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine ont continué d'alimenter les médias. Évidemment, nous n'avons aucune idée du dénouement ni des conséquences de ces tensions. En général, nous sommes pour la libre circulation des biens et services et pour un marché délivré des diverses interventions des gouvernements. Mais évidemment, nous réalisons que nous vivons dans un monde complexe où les divers paramètres sont multiples et interagissent à de nombreux niveaux. Si c'était simple à résoudre, notre civilisation aurait déjà trouvé la solution. Cette phrase s'applique à bien des domaines de l'humanité par ailleurs.

Notre approche d'investissement n'est donc pas de tenter de prédire la macro-économie (ni l'encore moins prévisible monde politique) mais plutôt de nous concentrer sur l'activité de sélectionner des compagnies de grande qualité.

La décennie 2010-2019

Il y a 10 ans, nous sortions – avec quelques cicatrices – de la crise financière de 2008-2009. Peu d'investisseurs aimaient alors l'idée d'investir dans les actions. Et toutes les raisons semblaient donc bonnes pour se tenir loin de la Bourse. Et voici quelques événements géo-politiques-macro-économiques qui ont eu lieu lors de cette décennie :

- Le mouvement anti-bourse de « Occupy Wall Street » (2011)
- La décote des obligations américaines (2011)

- Crise financière en Europe, particulièrement en Grèce (2011)
- La crise du plafond de la dette fiscale du gouvernement américain (2012)
- Le précipice fiscal américain (2012)
- Le début du conflit entre la Russie et l'Ukraine (2013)
- Poursuites du gouvernement US contre ses grandes banques (2013)
- Effondrement du prix du pétrole (2014)
- Ralentissement économique en Chine (2015)
- Le Brexit (2016)
- Le conflit commercial entre les USA et la Chine (2018)

S'ils avaient su d'avance tout ce qui s'est passé depuis 10 ans, bien des investisseurs auraient attendu sur les lignes de côté avant d'investir en Bourse... et plusieurs l'ont fait. On peut même lire un peu partout que nous n'avons pas eu de marché baissier de la décennie (une autre excuse pour vendre ses actions!). Étrangement, les deux marchés baissiers – soit une chute des bourses de 20% – de 2011 et 2018 ont été souvent oubliés. Je les ai appelés les « marchés baissiers fantômes ».

De 2010 à 2019, le rendement du portefeuille Rochon Global a été de 18,2% composé soit un rendement total de 433%. Imaginez deux secondes le coût d'opportunité si nous avions laissé la peur de l'avenir nous freiner dans notre activité d'acquérir des compagnies de grande qualité.

Nous pourrions décortiquer notre rendement annuel de la décennie en trois parties :



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

Comme vous pouvez le constater, la majeure partie de notre performance est venue de la croissance des bénéfices des entreprises que nous avons détenues en portefeuille. À long terme, à notre avis, posséder des actions de compagnies supérieures à la moyenne demeure la clé pour réussir dans le monde de l'investissement.

Que nous réserve la prochaine décennie? Évidemment, nous ne sommes pas des devins. Nous croyons que la croissance des profits des entreprises sera plus faible dans les années à venir car il nous semble que les marges de profits après impôts sont à un niveau qui sera difficile d'améliorer. Pour les compagnies composant le S&P 500, nous croyons ainsi que la croissance des bénéfices sera autour de 5 à 6% par année dans les années à venir.

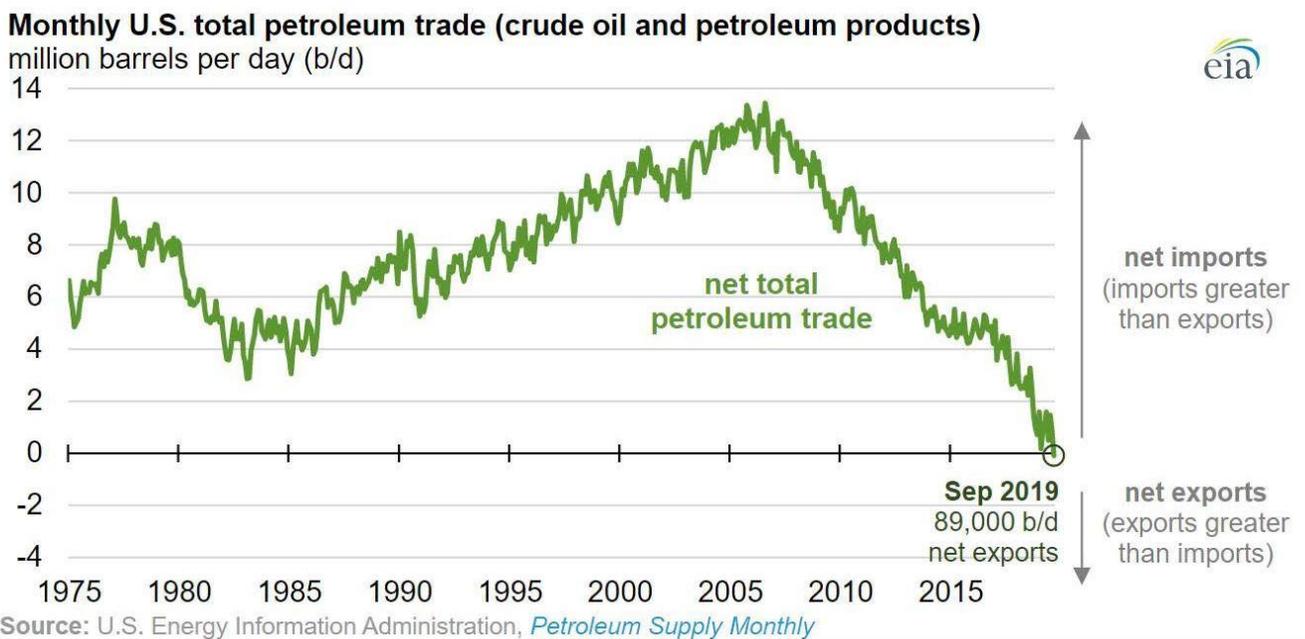
Si nous continuons de détenir des compagnies qui – dans leur ensemble – augmentent leurs bénéfices par action (BPA) de l'ordre de plus 10% par année en moyenne, nous croyons que notre portefeuille dans son ensemble générera un rendement annuel de cette magnitude.

Pour récolter de tels fruits potentiels à long terme, il demeurera essentiel de continuer à ne pas se laisser distraire par les manchettes des divers médias. Pour réaliser les bons rendements de la Bourse, le premier ingrédient nécessaire est d'être investi en Bourse.

Une révolution énergétique aux États-Unis (deuxième partie)

Il y a 7 ans, dans la lettre annuelle 2012, j'avais présenté une section sur la révolution énergétique aux États-Unis. J'expliquais alors que de nouvelles découvertes de gaz et de pétrole de schiste dans l'ouest américain (et, surtout, la technologie pour les extraire) avaient changé totalement la balance énergétique aux États-Unis. Je soulignais que les États-Unis semblaient voués à grandement changer la dynamique de leurs échanges commerciaux liés à l'énergie. Mais j'avais pris la peine d'ajouter : « malgré le ton enthousiaste de cette section, cela ne changeait pas le fait que l'industrie énergétique est difficile à prévoir. Par ricochet, la majorité des compagnies de ce secteur demeurent, pour nous, difficiles à évaluer ».

Que s'est-il passé depuis? La révolution énergétique aux États-Unis s'est poursuivie à un point tel qu'en 2019, pour la première fois en plusieurs décennies, les USA sont devenus un exportateur net de pétrole (voir graphique 1).

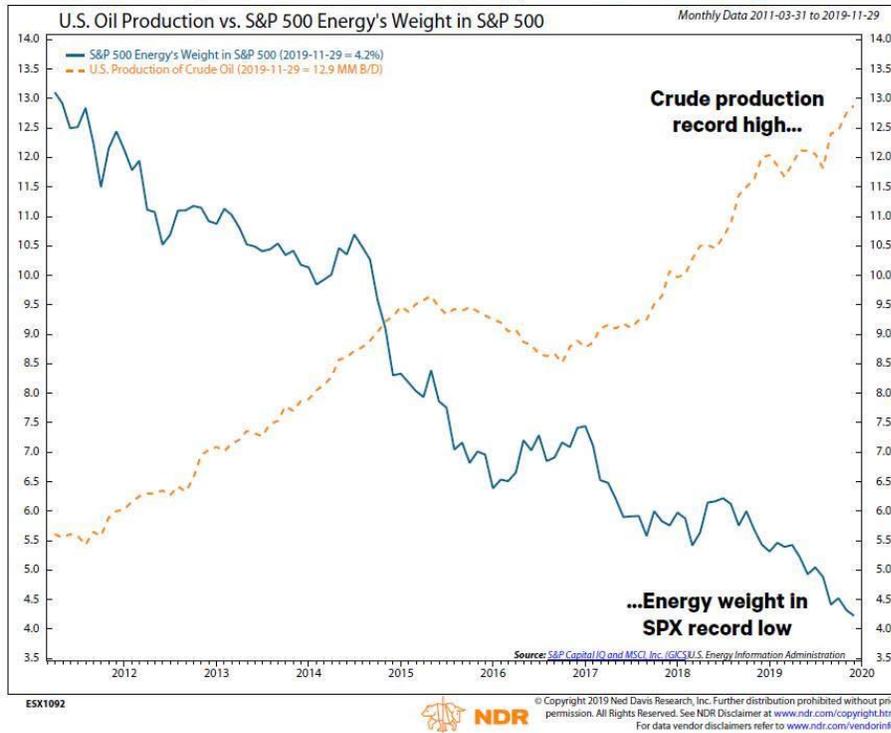


Graphique 1 : Le commerce de pétrole aux États-Unis sur 45 ans.

La production américaine est passée de 6 millions de barils par jour au début 2012 à près de 13 millions l'an dernier. Par contre, cela ne fut pas nécessairement une source d'enrichissement pour les producteurs. Le prix du baril de pétrole est passé de \$91 en 2012 à \$52 récemment. Le secteur a ainsi connu une décennie difficile (voir graphique 2).

Peu de gens en 2007 (alors que le prix du pétrole avait touché les \$140 le baril) auraient prédit une telle chose. Il y a tellement de paramètres qui interagissent – parfois de manière contradictoire les uns envers les autres – que cela rend la prédiction du futur de cette industrie fort complexe.

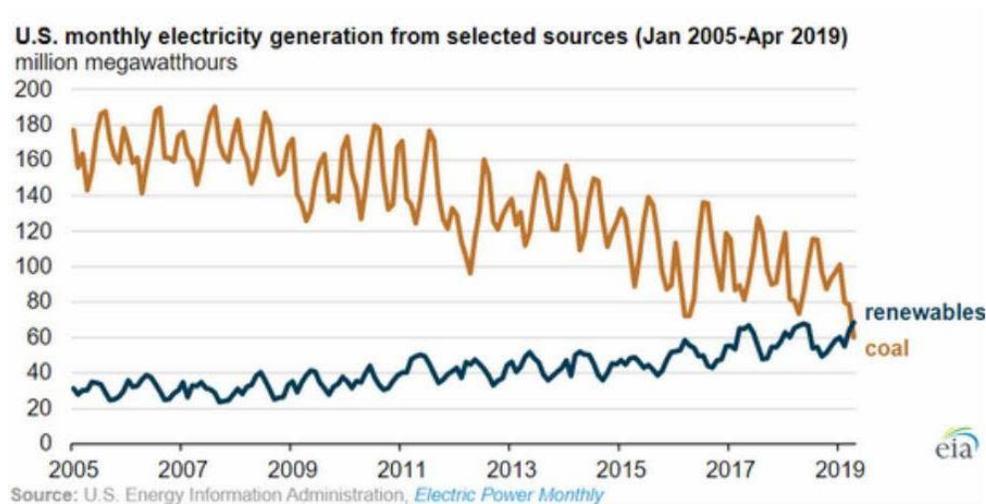
U.S. swimming in shale oil, but Energy stocks drowning



Graphique 2 : La production de pétrole aux États-Unis depuis 2011 versus le poids du secteur de l'énergie dans le S&P500. Source : Ned Davis Research.

Une première pour l'énergie renouvelable aux États-Unis

Une autre dimension de la révolution énergétique américaine s'est poursuivie : en 2019, la production d'électricité provenant d'énergie renouvelable a dépassé – pour la première fois de l'histoire – celle provenant du charbon (graphique 3).



Graphique 3 : la production mensuelle d'électricité provenant du charbon versus des sources renouvelables.

Cette excellente nouvelle pour l'environnement est passée totalement inaperçue dans les médias sociaux. On pourrait stipuler qu'une observation prolongée des médias de notre société révèle que les mauvaises nouvelles et les prophètes de malheur ont toujours eu d'excellents agents de presse...

Conclusion

Les producteurs de pétrole américains ont donc réalisé – en quelques années seulement – une prouesse vitale : de rendre les États-Unis indépendant au niveau énergétique. Cela rendra le pays moins sensible aux aléas économiques et politiques de leurs fournisseurs.

Nous continuons pourtant d'éviter le secteur pétrolier pour plusieurs raisons. En premier lieu, nous croyons que c'est un secteur où les avantages compétitifs sont rares et peu durables (un calembour volontaire). Aussi, à très long terme, nous croyons que l'humanité continuera lentement à évoluer vers une manière plus environnementale de produire la grande quantité d'énergie dont elle a besoin. Nous possédons d'ailleurs quelques compagnies en portefeuille qui devraient bénéficier de la croissance de la voiture électrique dans les années à venir.

La saveur du jour

Lorsqu'on considère qu'une obligation gouvernementale 10 ans des États-Unis (et aussi celle du Canada) comporte un taux d'intérêt de moins de 1%, les alternatives aux actions sont clairement peu attrayantes. De tels taux ne suffiront vraisemblablement pas à couvrir l'inflation. Et c'est encore pire en Europe où les taux d'intérêt sont souvent négatifs. La seule garantie qui vient avec les obligations à faibles taux est celle de s'appauvrir. Leur popularité est difficile à comprendre.

L'exemple iconique de cette période est la désormais célèbre émission d'obligations d'un siècle du gouvernement autrichien. L'obligation fut émise à 100€ en 2017 avec un coupon de 2,1% et une échéance au 20 septembre 2117. Le titre – à notre avis, déjà risqué au pair – a grimpé de 55% en moins de deux ans. Une seconde tranche fut alors émise à 154€ en juin 2019. À ce cours, le rendement à l'échéance (soit dans 98 ans) était de 1,17% annuel. Mais quelques mois plus tard, en août 2019, l'obligation a touché un zénith de 210€. Le rendement annuel à l'échéance était alors de 0,61%.¹

À ce moment-là, il y avait pour 17 billions (17 000 milliards) de dollars d'obligations à intérêts négatifs dans le monde. De telles obligations nous semblent représenter rien de moins qu'une aberration difficile à justifier.

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 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.

¹ Source : Barron's

Cette année, la valeur intrinsèque de l'ensemble de nos compagnies a grimpé d'environ 10% (dividende inclus). Malgré les quelques changements effectués au portefeuille, nous croyons que cette estimation de la croissance des BPA de nos compagnies en 2019 est un reflet adéquat de leur réalité économique. De leurs côtés, nos titres en Bourse ont réalisé un rendement d'environ 31% (estimé sans l'impact des devises). Nos titres ont ainsi réalisé une performance grandement supérieure aux compagnies sous-jacentes.

Les compagnies composant l'indice S&P 500 ont aussi connu une très faible croissance de leurs profits cette année soit de l'ordre de moins de 1% (un accroissement total de 3% en ajoutant le dividende). L'indice a tout de même réalisé une performance totale de 31% (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%	4%	29%	25%
1999	16%	12%	-4%	12%	21%	9%
2000	19%	10%	-9%	15%	-9%	-24%
2001	-9%	10%	19%	-21%	-12%	9%
2002	19%	-2%	-21%	13%	-22%	-35%
2003	31%	34%	3%	12%	29%	16%
2004	21%	8%	-12%	20%	11%	-10%
2005	14%	15%	0%	15%	5%	-10%
2006	14%	3%	-11%	24%	16%	-8%
2007	10%	0%	-10%	-4%	5%	9%
2008	-3%	-22%	-19%	-31%	-37%	-6%
2009	0%	28%	28%	6%	26%	20%
2010	22%	22%	0%	50%	15%	-35%
2011	17%	6%	-11%	18%	2%	-16%
2012	19%	23%	4%	9%	16%	7%
2013	16%	42%	26%	8%	32%	24%
2014	13%	19%	6%	10%	14%	4%
2015	11%	4%	-7%	1%	1%	0%
2016	9%	10%	1%	4%	12%	8%
2017	14%	20%	7%	14%	22%	11%
2018	20%	-8%	-28%	23%	-4%	-26%
2019	10%	31%	20%	3%	31%	29%
Total	1876%	1889%	13%	608%	720%	111%
Annualisé	13,2%	13,3%	0,0%	8,5%	9,2%	0,7%

* 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

Note : les résultats de l'accroissement de la valeur du S&P 500 depuis 1996 ont été révisés par rapport aux lettres précédentes

Depuis 1996, nos compagnies ont crû leur valeur intrinsèque par environ 1876% et leur titre en Bourse ont réalisé un rendement total d'environ 1889%. Sur une base annualisée, nos compagnies ont réalisé une performance intrinsèque de 13,2% versus 13,3% pour leur performance boursière (dividende inclus dans les deux cas). La très forte 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 4,1% annuellement de mieux que le S&P 500 depuis 24 ans pour la simple raison que nos compagnies ont crû leur valeur intrinsèque d'environ 4,8% par année de plus que les compagnies composant le S&P 500.

Un livre sur la vie de Joseph Rosenfield

Il y a 20 ans, j'ai lu un article qui m'avait beaucoup marqué : « The Best Investor you've never heard of ». Écrit par Jason Zweig dans le magazine Money, l'article dressait un portrait de Joseph Rosenfield (il est disponible sur le site money.cnn.com). Alors âgé de 96 ans, M. Rosenfield avait fait croître le fonds de dotation de l'Université Grinnell (Iowa) de 11 millions de dollars (M\$) en un montant de 1 milliard de dollars (G\$) sur la période de 1968 à 2000. Parmi ses compères sur le comité d'investissement se trouvait Warren Buffett. Ce dernier n'avait que des éloges pour M. Rosenfield : « Un triomphe de la rationalité sur le conformisme ». Malgré son âge définitivement canonique, M. Rosenfield souligne, tout au long de l'entrevue, l'importance de la patience dans le monde de l'investissement.

Depuis, j'ai relu cet article à plusieurs reprises (manifestement pas assez souvent comme en témoignent mes parfois manques de patience). Et pendant des années et des années, j'ai tenté un vain de trouver un livre biographique sur M. Rosenfield.

Mais ma patience a été récompensée l'an dernier alors que je suis tombé sur un nouveau livre écrit par George Drake : « Mentor : Life and Legacy of Joe Rosenfield ». Je n'ai jamais pesé aussi rapidement sur le bouton "Acheter Maintenant" d'Amazon.

Je vous recommande ce livre chaudement. Vous y découvrirez que M. Rosenfield était bien plus qu'un grand investisseur.



Source : grinnel.edu

Post-mortem quinquennal: 2014

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 apporté peu de changements au portefeuille en 2014. Voici tout de même quelques remarques à la relecture de la lettre annuelle de cette année-là.

- En 2014, nous avons investi pour la première fois dans la compagnie Constellation Software. À la lecture du rapport annuel de la compagnie, j'ai su instantanément que Mark Leonard était notre genre de président. Le titre a grimpé de 500% depuis notre premier achat.
- En 2014, nous avons pris une faible participation dans PRA Group. La compagnie est demeurée un peu plus d'un an en portefeuille. Les résultats ont été décevants en 2015 et nous avons vendu.
- D'un autre côté, nous avons vendu en 2014 les dernières actions que nous possédions de Resmed, une compagnie australienne pour laquelle nous avons toujours eu une grande admiration. Nous trouvions alors l'action trop "chère". Nous y reviendrons plus loin dans la section des médailles des erreurs (et oui, ce fut une bien mauvaise vente).

Nos compagnies

« M. Morrel était un homme prudent et légèrement timide, comme tous ceux qui ont fait une lente et laborieuse fortune commerciale. »

- extrait du livre "Le Comte de Monte Cristo"

Section réservée aux partenaires

Le podium des erreurs

« Il faut le malheur pour creuser certaines mines mystérieuses cachées dans l'intelligence humaine. »

- extrait du livre "Le Comte de Monte Cristo"

Comme le veut la tradition "gouvernementale", voici nos trois médailles annuelles pour les "meilleures" erreurs de 2019 (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 : Microsoft

Nous avons été actionnaires de Microsoft pendant quelques années. Nous avons vendu en 2011 avec un bien faible gain. Mais un nouveau PGD - Satya Nadella - est arrivé en 2014 et a complètement

transformé la culture de Microsoft. Il a su prendre le virage infonuagique ("cloud") de manière brillante. Nous avons été aux premières loges afin de pouvoir percevoir cette transformation mais étions sceptiques du degré d'effet sur le taux de croissance des BPA de Microsoft.

Comme dirait le Capitaine Bonhomme (et oui, ça ne me rajeunit pas si vous n'avez aucune idée de qui je parle) : « Les sceptiques ont été confondus ». Le titre a été multiplié par sept fois en huit ans.

Médaille d'argent : Resmed

Nous avons investi dans Resmed, une compagnie australienne spécialisée dans les appareils médicaux pour aider aux troubles du sommeil, en 2003. Nous avons été actionnaires pendant environ 11 ans et avons vendu au début de 2014. Je trouvais alors que la croissance des BPA avait ralenti (nous étions habitués à 20% par année) et que l'action me semblait trop chère dans les circonstances. Je savais, par contre, que l'apnée du sommeil est un problème très répandu et encore mal diagnostiqué et encore plus mal soigné. Les perspectives de croissance à long terme étaient donc intactes.

De 2014 à 2019, les BPA ont crû d'environ 10% par année. D'un autre côté, le titre en Bourse a grimpé de \$44 à \$155. Le cours-bénéfice de l'action reflète aujourd'hui de meilleures perspectives de croissance anticipées dans les années à venir.

Nous avons acquis nos premières actions en 2003 à environ \$8. Nous aurions pu ainsi réaliser un rendement total de quasi 20 fois notre argent si nous avons fait preuve de patience. Peter Lynch aimait dire « il ne faut pas arracher les fleurs pour arroser la mauvaise herbe ». J'ai clairement arraché un bosquet de roses au grand complet en vendant nos parts de Resmed.

Médaille d'or : Copart

Récemment, j'ai croisé une amie gestionnaire de portefeuilles que je connais depuis des années. On a parlé de nos titres favoris et elle m'a dit qu'elle possédait des actions de Copart. Cela a réveillé une vieille blessure; j'avais presque réussi à oublier cette terrible erreur que j'ai faite il y a quelques années.

Copart est une compagnie qui vend par encan des voitures déclarées comme perte totale par les compagnies d'assurance automobile. Il y a quelques années, la compagnie a débuté la vente par enchère sur Internet et a ainsi pu rejoindre une clientèle à l'échelle mondiale. Il est rare de trouver une compagnie qui a des activités simples à comprendre, de solides avantages compétitifs et de forts rendements de l'avoir; avec en plus de bonnes perspectives d'élargir son marché adressable.

La direction de la compagnie a aussi une approche très pro-actionnaire dans la gestion des capitaux excédentaires. En 2011, non seulement j'ai remarqué que la compagnie faisait bien mais aussi que la compagnie s'était endettée (modestement) pour racheter environ 10% de ses actions. Copart a réalisé 0,63\$ de BPA en 2011 et le titre se transigeait à environ 11\$ soit 18 fois les profits. J'aimais tout de cette compagnie sauf l'évaluation. J'ai donc décidé d'attendre un meilleur prix.

En 2014, un livre fut publié sur l'histoire du fondateur de Copart, Willis Johnson, intitulé "From Junk to gold". Encore une fois, j'ai trouvé l'histoire fascinante... sans acheter d'action.

En 2019, la compagnie a réalisé des BPA de 2,47\$. C'est l'équivalent d'un taux de croissance annuel de 19% réalisé sur huit ans. Et l'action se transige, au moment où j'écris ces lignes, à 80\$. C'est un niveau de 27 fois les profits estimés pour 2020. Nous aurions pu réaliser environ sept fois notre argent

en huit ans et demi soit un rendement annuel de 26%. Et même sans expansion du cours-bénéfice, le titre aurait très bien fait.

Je n'ai pas d'excuse. La compagnie était dans mon cercle de compétence et l'évaluation n'avait rien d'extravagant. Ce fut une erreur de grand calibre.

Ah oui j'oubliais un petit post-scriptum: en début 2016, le titre a corrigé de 25% et s'est transigé pendant quelques semaines à 16\$. À ce moment-là, le P/E du titre était de 15 fois. Je l'ai donc eu l'occasion tant attendue d'avoir un meilleur prix!

Je pense finalement que je vais donner une médaille de catégorie platine à cette erreur.

Conclusion: La sagesse dans les écrits d'Alexandre Dumas

Vous souvenez-vous de l'épisode de la série télé *Cheers* dans lequel Sam Malone lit le classique russe "Guerre et paix" pour impressionner Diane? Et à la toute fin de son long périple littéraire, il apprend – à son plus grand désespoir – qu'il existe un film.

J'ai vécu une situation inverse l'an dernier. J'ai regardé la mini-série télé française reprenant le classique roman d'Alexandre Dumas : "Le Comte de Monte-Cristo". Je suis, par contre, demeuré sur ma faim. J'ai alors décidé de lire le roman de 1400 pages. Et j'ai vraiment adoré le livre. D'abord, on y retrouve un vaste portrait du monde économique de la France des années 1815-1840. La Bourse existait déjà à l'époque (la première bourse de commerce à Paris ayant été créée en 1639). On y retrouve surtout de profondes réflexions sur la nature humaine.

Évidemment, de ne faire ressortir que quelques phrases, ne rend pas justice à ce monument de la littérature. Comme vous avez pu le constater, j'en ai déjà utilisé quelques-unes dans d'autres sections de cette lettre. Ma phrase favorite du livre provient d'une leçon de l'abbé Faria à Dantes (le nom original du comte de Monte Cristo) :

« Apprendre n'est pas savoir ; il y a les sachants et les savants : c'est la mémoire qui fait les uns, c'est la philosophie qui fait les autres. - Mais ne peut-on apprendre la philosophie ? - La philosophie ne s'apprend pas; la philosophie est la réunion des sciences acquises au génie qui les applique ».

Évidemment, on peut rapidement faire un parallèle avec le monde du placement boursier. Les sachants sont ceux qui assimilent une grande quantité d'informations sur l'économie et les compagnies boursières. Mais – faut-il bien l'admettre – la connaissance et la sagesse sont deux choses bien différentes.

Les savants (ceux usant de philosophie) tentent plutôt de comprendre authentiquement le monde, au-delà de la simple accumulation d'informations. Le mot philosophie, du grec ancien φιλοσοφία (composé de φιλεῖν, philein : « aimer » ; et de σοφία, sophia : « sagesse » ou « savoir »), signifie littéralement « amour de la sagesse ». C'est une démarche de réflexion critique et de questionnement sur le monde, la connaissance et l'existence humaine².

Un gestionnaire de portefeuille voulant connaître le succès à long terme doit constamment développer une telle démarche de réflexion critique.

² Source Wikipedia

Mais toute philosophie d'investissement, aussi songée soit-elle, est futile sans la présence de la qualité humaine qui se doit d'être primordiale : la patience.

Je laisse donc les mots finaux de cette lettre à Alexandre Dumas avec un extrait de son roman "La Reine Margot" :

« Attendre. Toute la sagesse humaine est dans ce seul mot. Le plus grand, le plus fort, et le plus adroit surtout est celui qui sait attendre. ».

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.

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 2020.

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 2019 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 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 2019 :
 - Rochon Global: S&P/TSX 16% Russell 2000 41% S&P 500 41% MSCI EAFE 2%
 - Rochon US S&P 500 100%
 - 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.