

Lettre annuelle aux partenaires 2020



Geneviève Cadieux
Elle et Lui (avec main de femme), 1997 diptyque
Épreuve à développement chromogène, montée sur plexi, encadrement d'aluminium
Chaque élément 195,5 x 159 cm, Crédit photo : Geneviève Cadieux
Collection Giverny Capital

Historique

Il y a plus de 28 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, David Poppe. Il dirige le bureau de la firme Giverny Capital Asset Management LLC à Manhattan. Les directeurs des bureaux américains, Patrick Léger et David Poppe, partagent bien entendu 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, cependant, 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 2020

Nous illustrons la page couverture de la lettre annuelle à nos partenaires d'une reproduction d'une œuvre de la Collection Giverny Capital. Cette année, nous avons sélectionné un diptyque photographique de l'artiste québécoise Geneviève Cadieux intitulé "Elle et lui (avec main de femme)". Cela me semblait une œuvre à propos en cette année marquée, entre autres, par la distanciation sociale.

Giverny Capital Inc. – Lettre annuelle aux partenaires 2020 ©

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2020, le rendement du portefeuille Rochon Global a été de +12,9% par rapport à un rendement de +15,1% pour notre groupe indiciel comparatif. Cela correspond à une valeur ajoutée de -2,2%. Le rendement du portefeuille Rochon Global et celui du groupe d'indices incluent une perte approximative de 2% 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 15,3% par rapport à 9,5% pour notre groupe indiciel comparatif. Sur ces 27 années, la valeur ajoutée annualisée a donc été de 5,9%. Il est à noter que la devise américaine n'a eu quasi aucun effet sur nos rendements : depuis 1993, la devise américaine s'est dépréciée de 0,6% par rapport à la devise canadienne. Cela correspond à un effet annualisé de 0,0% 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%
2020	12,9%	15,1%	-2,2%	-2,0%
Total	4969,2%	1103,5%	3865,6%	-0,6%
Annualisé	15,3%	9,5%	5,9%	0,0%

* 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.

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 2020, le portefeuille Rochon US a réalisé +16,0% versus +18,4% pour le S&P 500. La valeur ajoutée a donc été de -2,4%.

Depuis le début de ce portefeuille en 1993, le rendement total est de 4230% soit 14,7% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P 500 a réalisé 1334% soit 10,2% annualisé. La valeur ajoutée annuelle a donc été de 4,5%.

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%
2020	16,0%	18,4%	-2,4%
Total	4229,7%	1333,9%	2895,8%
Annualisé	14,7%	10,2%	4,5%

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

En 2020, le portefeuille Rochon US a fait moins bien que le S&P 500. Bien que nous détenions plusieurs titres liés au monde de la haute-technologie, nous avons un plus faible poids que l'indice et cela aussi a été à la source d'un rendement relatif plus faible.

Portefeuille Rochon Canada

En 2007, nous avons débuté un portefeuille 100% canadien. Il correspond grosso modo à la partie canadienne du portefeuille Rochon Global. En 2020, le portefeuille Rochon Canada a réalisé un rendement de +12,1% comparé à +5,6% pour le S&P/TSX pour une valeur ajoutée de +6,5%.

Sur 14 années, le rendement total du portefeuille Rochon Canada est de 713% soit 16,1% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P/TSX, principal indice canadien, a réalisé 105% soit 5,2% annualisé. La valeur ajoutée annuelle est donc de 10,9%.

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%
2020	12,1%	5,6%	6,5%
Total	712,9%	104,7%	608,2%
Annualisé	16,1%	5,2%	10,9%

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

Notre plus importante participation canadienne est Le titre a augmenté de 31% en 2020 ce qui a été la principale source du rendement élevé de la partie canadienne de notre portefeuille.

Depuis 2007, la performance de nos titres canadiens a donc été fortement supérieure à celle du S&P/TSX. Il faut garder à l'esprit qu'un portefeuille concentré, comme l'est celui-ci, peut obtenir une performance drastiquement différente de la performance des indices.

L'année boursière 2020

Les années se suivent mais ne se ressemblent pas avais-je écrit l'an dernier. On pourrait certainement répéter cette phrase pour caractériser l'année 2020. Le virus COVID-19 a frappé durement notre société, nos êtres chers, notre liberté de mouvement et l'économie.

À la mi-mars 2020, quand l'Organisation Mondiale de la Santé (OMS) a annoncé que nous étions officiellement en pandémie, la Bourse a baissé drastiquement. En quelques semaines à peine, le S&P 500 a reculé de 35% depuis son haut et le Russell 2000 de 40%. La rapidité de la baisse n'a probablement d'équivalent que le crash de 1987. Plusieurs titres sont alors revenus à des évaluations

très attrayantes. Nous en avons profité pour faire une nouvelle acquisition : (nous y reviendrons dans la section sur nos compagnies).

Puis le 23 mars, le gouvernement américain est intervenu de façon massive pour soutenir l'économie. Massif à un point tel que cela a fait paraître le plan de sauvetage de la crise financière de 2008 comme une simple répétition générale. Par la suite, la Bourse a rebondi de façon spectaculaire. Au bout du compte, les marchés américains ont touché de nouveaux records en fin d'année. Je n'ai pas trouvé d'autre instance dans l'histoire de la Bourse où le marché a corrigé d'au moins 33% et a tout récupéré dans la même année. Qui aurait prédit cela à la fin mars? Les investisseurs qui ont manqué les cinq meilleurs jours boursiers de mars et d'avril, ont manqué une bonne partie du rebond.

Nous manquons malheureusement de perspective en ce moment pour pouvoir arriver à des conclusions valables quant aux effets à long terme de cette pandémie. La grande question est : quelles seront les transformations à long terme sur le modèle économique des entreprises? Ce qui nous semble le plus clair est que la pandémie a accéléré un mouvement vers le commerce par le web qui avait été déjà entamé. Il est difficile de mesurer à quel point le télétravail demeurera engrangé dans nos vies et quelles en seront les conséquences sur divers segments de l'économie.

Comme toujours, notre philosophie demeure des plus simples : nous possédons une vingtaine de compagnies ayant un solide bilan, une comptabilité conservatrice, un avantage compétitif qui nous semble durable et une équipe de direction dédiée au bien des actionnaires. Et nous faisons toujours preuve de prudence sur le prix payé pour ces dites compagnies.

Et nos compagnies ont eu la couenne dure en 2020. D'abord, environ la moitié de nos entreprises ont réalisé des bénéfices par action (BPA) records. L'ensemble de nos entreprises devraient avoir vu leur rentabilité moyenne reculer de 3%. Ce qui est supérieur à la baisse des profits anticipés pour les compagnies composant le S&P 500 (environ -11%). Aucune de nos compagnies n'a eu à faire d'émission de capital ou à s'endetter massivement pour faire face à leurs obligations. Elles ont donc su tirer leur épingle du jeu en cette très difficile année que fut 2020.

Une chose étrange

Warren Buffett répète souvent cette phrase : « D'étranges choses peuvent arriver sur les marchés financiers ». Le 20 avril 2020, une chose très étrange est arrivée: le prix des contrats de baril de pétrole WTI livrable en mai a chuté de 18\$ à -37\$ durant la journée. C'était quand même étrange de voir le prix du pétrole se transiger à un niveau négatif. Les vendeurs étaient vraisemblablement prêts à payer les acheteurs pour se débarrasser de leurs contrats sur le pétrole (pour ne pas à avoir à recevoir des barils à la maison!).

À ma connaissance, une telle chose n'était jamais arrivée avant et défie même le bon sens. Ce fut de très courte durée bien sûr. Mais ce fut certainement suffisant pour ruiner des spéculateurs qui auraient été sur marge. Cela démontre qu'à court terme, quasi tout est possible dans le monde des marchés financiers. D'être sur marge comporte toujours une petite probabilité de catastrophe. Même si les chances sont de 0,01% de tout perdre son capital, pourquoi diable prendre la chance? Et cela me semble encore plus déconcertant pour quelqu'un qui est déjà riche.

Évidemment, que des absurdités arrivent parfois dans les marchés financiers ne change en rien notre philosophie de se comporter comme propriétaires de compagnies. Ce sont ceux qui focussent exclusivement sur les cotes boursières à court terme qui mettent leur avenir financier dans les mains

des autres. Car il ne faut jamais oublier que si à long terme, la Bourse reflète adéquatement la valeur intrinsèque des compagnies, à court terme la Bourse reflète seulement l'opinion de ce que les autres pensent qu'une compagnie vaut. Souvent, cette opinion est somme toute juste et raisonnable. Mais parfois, pour toutes sortes de raisons, cette opinion des autres peut s'avérer farfelue. Ce qui m'amène à la prochaine section de la lettre.

La saveur du jour

Ce qui nous semble particulier ces derniers mois, c'est que dans ce monde où le confort de nos certitudes a été chambardé, nous sommes témoins d'un niveau de spéculation boursière qui n'est pas sans rappeler celle de la fin 1999 et du début 2000. La spéculation est principalement localisée dans les secteurs de l'économie qui ont connu une forte croissance avec la pandémie : les logiciels, l'industrie infonuagique, le commerce électronique, etc.

Comme par le passé, les segments en euphorie ont une base de croissance anticipée réaliste. C'est l'extrapolation quasi à l'infini par nombre d'investisseurs qui est irréaliste et par ricochet crée le danger. Il n'est pas rare de voir des compagnies à nouveau se transiger à 60, 80, voir 100 fois les profits (et, de surcroît, des profits bien souvent ajustés en excluant les réelles dépenses des *stock options*). Et ce, quand profit il y a! Sinon, les analystes ont une alternative : le ratio cours-ventes.

Lors de ma lettre annuelle de 1999 (disponible sur notre site web), j'avais adressé les hautes évaluations des titres technologiques de l'époque. Et pour illustrer le peu de poids accordé aux évaluation boursières à l'époque, j'avais conté une petite fable : *Un fermier disait posséder un cochon valant un million de dollars. Un de ses amis lui demanda comment il pouvait être si certain de sa valeur. Il répondit: "Rien de plus facile: je l'ai eu en échange de deux poulets de 500 000 dollars chacun"*.

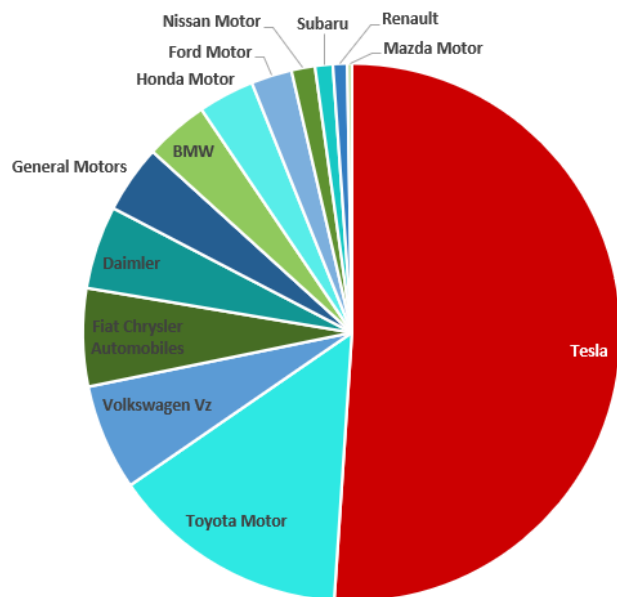
Deux décennies plus tard, une toute nouvelle génération de spéculateurs envahit la Bourse ces jours-ci. Pour un bon nombre d'entre eux, la valeur intrinsèque d'une entreprise n'a aucune importance. Un titre qui monte en Bourse et une histoire excitante sont bien souvent les seuls paramètres fondamentaux guidant leurs choix.

Il n'y a bien entendu rien d'immoral à spéculer. Mais une dose de réalisme est appropriée: les conséquences de la spéculation sont similaires à celles de ceux qui passent leurs soirées au casino. Quelques chanceux reviennent à la maison en limousine. La majorité reviennent nu pied. Comme dirait probablement Mark Twain : « L'histoire ne se répète pas toujours exactement de la même façon mais semble vraisemblablement rimer ».

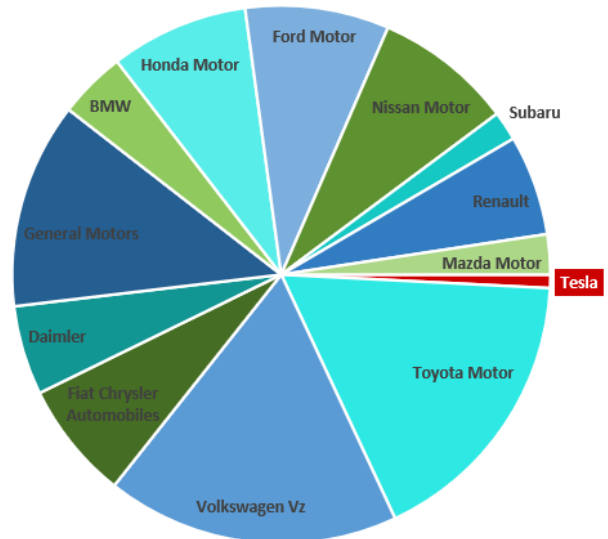
Quelques segments de la Bourse se qualifieraient ainsi cette année pour cette section de la lettre annuelle. C'est toujours délicat pour nous de pointer un segment boursier populaire. Le but n'est pas de dénigrer une compagnie ou d'être condescendants envers certain(e)s confrères/consœurs investisseurs. Notre objectif est de simplement partager avec nos partenaires notre vision de ce qui nous semble risqué en termes d'évaluation boursière.

J'oserais prendre l'exemple de Tesla, une compagnie phénoménale s'il en est une. Il est tout de même intéressant de soulever le point que l'action de Tesla – à son niveau actuel – a une capitalisation boursière d'environ 800 milliards de dollars ce qui est plus élevé que l'ensemble de toutes les autres compagnies manufacturières de voitures au monde combinées. Pourtant toutes les autres compagnies du secteur vendent annuellement 120 fois plus de voitures que Tesla. Ce graphique résume le tout.

Capitalisation boursière



Volume de vente



Sources: [Factset](#), [wheelsjoint.com](#)

Post-mortem quinquennal: 2015

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 2015. Voici tout de même quelques remarques à la relecture de la lettre annuelle de cette année-là.

En 2015, nous avons acquis nos premières actions d'AMETEK. Les BPA ont crû de 50% entre 2015 et 2019. Depuis, le titre a plus que doublé. Le P/E du titre en Bourse est donc plus élevé que lors de notre achat initial. Il reflète, à notre avis, le fait qu'AMETEK est une compagnie de grande qualité.

Nous avons aussi investi dans Stericycle en 2015. Ce fut un moins bon placement pour nous. La compagnie a fait face à de fortes pressions sur ses marges d'exploitation et nous avons dû nous résigner à vendre, à perte malheureusement. Ce fut tout de même une bonne décision de couper court à ce placement car le titre est aujourd'hui plus bas qu'au niveau auquel nous avons vendu il y a quatre ans.

Le fait de conserver AMETEK et de rapidement vendre Stericycle est en ligne avec la règle du légendaire investisseur Philip Carret telle que stipulée dans son livre publié en 1930 : « Soyez rapide à prendre vos pertes, réticent à prendre vos profits ».

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.

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%
2020	-2%	15%	17%	-9%	18%	27%
Total	1850%	2179%	329%	436%	871%	435%
Annualisé	12,6%	13,3%	0,7%	6,9%	9,5%	2,6%

* 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

Cette année, la valeur intrinsèque de l'ensemble de nos compagnies a baissé d'environ 2% (dividende inclus). Malgré les quelques changements effectués au portefeuille, nous croyons que cette estimation de la croissance des BPA de nos compagnies en 2020 est un reflet adéquat de leur réalité économique.

De leurs côtés, nos titres en Bourse ont réalisé un rendement d'environ 15% (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 baisse de leurs profits cette année soit de l'ordre de 11% (un recul de 9% en y ajoutant le dividende). L'indice a tout de même réalisé une performance totale de 18% (en dollars US). L'écart entre la performance intrinsèque des compagnies du S&P 500 et de l'indice en Bourse est donc encore plus grand que le nôtre.

Durant une récession, les profits de l'ensemble des compagnies baissent. Mais cette baisse est toujours temporaire. Et au prochain cycle économique, les profits des entreprises toucheront des nouveaux records (possiblement dès 2021).

Depuis 1996, nos compagnies ont crû leur valeur intrinsèque par environ 1850% et leur titre en Bourse ont réalisé un rendement total d'environ 2179%. Sur une base annualisée, nos compagnies ont réalisé une performance intrinsèque de 12,6% versus 13,3% pour leur performance boursière (dividende inclus dans les deux cas). Nous croyons que dans les années à venir, il y a aura un réajustement – les profits retrouveront une tangente à la hausse – qui fera que les deux paramètres se rejoindront éventuellement.

Les équations boursières

L'année 2020 a été tellement bouleversante à divers niveaux qu'il serait bon de revoir avec nos partenaires nos principes de base quant à l'investissement boursier. Comme nous avons souvent présenté – sous maintes proses – notre approche aux cours du dernier quart de siècle, je pensais y aller cette fois-ci avec une approche différente inspirée de mon éducation scientifique (sous-poudrée d'un brin d'humour).

Lors de mes études universitaires à l'École Polytechnique de Montréal, j'étais un grand amateur de physique électromagnétique. Et rien ne me fascinait plus que les équations de Maxwell. Ces équations traduisent sous forme locale différents théorèmes (Gauss, Ampère, Faraday) qui régissaient l'électromagnétisme avant que James Clerk Maxwell, un physicien et mathématicien écossais, ne les réunisse sous forme de quatre équations intégrales.

Dans la même veine, ne serait-ce pas intéressant de tenter de simplifier, d'unifier et de regrouper en quatre équations le complexe monde de la Bourse?

Voici donc une proposition de quatre formules qui résument les grandes lignes qui régissent, selon moi, l'investissement rationnel en Bourse.

1- Équation de la convergence entre la valeur intrinsèque et la valeur boursière

$$\lim_{n \rightarrow \infty} (Vb)_n = Vi$$

Cette équation stipule qu'à long terme (n étant le nombre inconnu d'années), la valeur boursière d'une compagnie (Vb) finit par converger vers sa valeur intrinsèque (Vi).

2- Équation de l'accroissement de la richesse

$$\Delta R = \sum P(y)$$

Cette équation stipule que le niveau d'accroissement de la richesse en Bourse (R) est la somme de l'ensemble de la patience (P) sur la variable temps (y).

3- Équation de la mesure du décrement de risque

$$D = \ln\left(\frac{\theta}{\delta}\right) x^2$$

Cette équation stipule que D représente le décrement logarithmique du risque d'un investissement qui est proportionnel au niveau des marges de profits (θ) d'une entreprise qui est réduit par son niveau d'endettement (δ) multiplié par le niveau des avantages compétitifs au carré (x^2).

4- Équation de la normalisation des paramètres influant sur les rendements

$$R_b = \frac{1}{\sqrt{2\pi}\sigma} e^{-\left(\frac{\mu}{\sigma}\right)^2}$$

Cette équation stipule simplement que les rendements boursiers (R_b) suivent éventuellement une courbe normalisée proportionnelle à la *rationalité* (μ) d'un investisseur et inversement proportionnelle au paramètre de *son instinct de suivre la foule* (σ).

Nos compagnies

Note : Cette section de la lettre annuelle est toujours longue. Nous tenons en effet à vous donner l'heure juste sur nos entreprises en portefeuille. En fait, nous tentons de vous présenter l'information dont nous aimerions nous-mêmes prendre connaissance si nos rôles étaient inversés. Les prix sont en date du 31 décembre 2020.

***Section réservée aux partenaires de
Giverny Capital***

Le podium des erreurs

« Il ne suffit pas de dire : je me suis trompé; il faut dire comment on s'est trompé. »

- Claude Bernard

Comme le veut la tradition givernoise, voici nos trois médailles annuelles pour les "meilleures" erreurs de 2020 (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 : Floor & Decor

En mars 2020, nous avons acheté des actions de Five Below. Nous avons aussi considéré une autre chaîne de magasins de vente aux détails : la compagnie de ventes de produits de plancher Floor & Decor. Nous connaissions bien la compagnie car elle profitait de la popularité des nouveaux revêtements de plancher LTV (Luxury Vinyl Tile). Ce nouveau mode de revêtement connaît une forte croissance et nous en étions très conscients car cela avait affecté les avantages compétitifs d'une compagnie que nous avons détenue en portefeuille pendant plusieurs années, Mohawk Industries. Nous connaissions le solide modèle d'affaire de Floor & Decor ainsi que les membres de la haute-direction. Malheureusement, l'action en Bourse se transigeait à de hauts cours-bénéfices.

Cela a changé en mars dernier. Le titre a reculé d'un haut de 60\$ à 25\$ en quelques semaines. Au début d'avril, après avoir parlé avec la haute-direction, nous avons pris la décision d'acheter des actions à environ 30\$. Nous anticipions des BPA de 1,50\$ en 2021 et donc l'évaluation nous semblait raisonnable considérant les excellentes perspectives de croissance à long terme.

Le titre a alors grimpé de plus de 10% en une journée et nous avons préféré attendre un retour à « notre » prix. Les résultats se sont rapidement améliorés et le titre n'est jamais retourné à « notre » prix. L'action se transige aujourd'hui à 102\$ et nous anticipons maintenant des BPA d'environ 2\$ en 2021.

Médaille d'argent : Taiwan Semiconductor

Lorsque François Campeau s'est joint à l'équipe Giverny, un titre qu'il aimait était Taiwan Semiconductor (TSM), le leader mondial des fonderies de semi-conducteurs. J'ai regardé la compagnie

en détails et j'aimais son bilan, ses avantages compétitifs solides et la culture implantée par la haute-direction. Historiquement, son taux de croissance annuel était autour de 10-12% mais son évaluation boursière rarement élevée (autour de 15 fois les profits en moyenne). La raison est que ses profits ont un caractère cyclique (car liés aux dépenses en capital du secteur) et son modèle d'affaire nécessite de réguliers et importants investissements (plusieurs milliards de dollars par an).

Les perspectives de TSM semblaient, en fin 2019 et début 2020, meilleures que jamais. Pour les nouvelles technologies de fonderie de 5 nm (je n'irai pas en détails car c'est complexe) et éventuellement 3 nm, la compagnie semblait avoir peu de compétition. Il apparaissait même plausible qu'Intel puisse éventuellement sous-contracter TSM pour sa production de micro-processeurs ce qui serait phénoménale pour cette dernière. En fin 2019, le titre se transigeait dans les 50\$ ce qui était un niveau record et aussi à un P/E un peu plus élevé qu'à la normale. J'ai quand même décidé que la compagnie devrait faire partie du portefeuille car son fossé d'avantages compétitifs me semblait s'élargir drastiquement. Ne restait qu'à attendre un "meilleur" prix....

... L'année 2020 fut extraordinaire pour TSM avec des BPA en hausse de plus de 50% et l'action en Bourse a plus que doublé (TSM se transige à 127\$ au moment où j'écris ces lignes).

Médaille d'or : Pool Corp.

Il y a de cela probablement 14 années, j'avais rencontré un client potentiel qui venait de vendre son entreprise de services de piscines. Nous avons discuté en détails de l'industrie et une compagnie sortait du lot comme étant dominante: Pool Corp. C'est une industrie compétitive avec peu d'avantages compétitifs. En revanche, la consolidation et les économies d'échelle peuvent aider à réduire la structure de coûts (et donc développer un avantage). La réputation de qualité peut aussi conférer un avantage. J'avais étudié Pool Corp en détail mais je trouvais que ses activités étaient trop sensibles à l'économie ainsi qu'au marché de la construction résidentielle (et en 2006, c'était une réelle source d'inquiétude).

La compagnie réalisait des BPA de 1,74\$ en 2006 et l'action se transigeait à environ \$36. Mes craintes étaient fondées car les BPA ont reculé à 0,95\$ en 2008-2009. La compagnie est tout de même demeurée profitable malgré les amplitudes cycliques ce qui était une excellente nouvelle. L'action en Bourse a reculé jusqu'à un creux de 11\$ en 2009. J'ai donc eu l'occasion d'acheter le titre à très bon prix (6 fois les profits réalisés en 2006).

Je n'ai jamais acheté d'action. J'avais, entre autres, mal évalué le caractère récurant des services liés à l'entretien d'une piscine. La compagnie est retournée sur le chemin de la croissance et a réalisé des BPA de 8,42\$ en 2020 soit un taux de croissance annualisée de 12% par rapport à 2006. Une partie des résultats de 2020 est probablement amplifiée par le fait que plusieurs ont passé l'été à la maison. Mais il demeure que Pool Corp a réalisé un travail exceptionnel.

Le titre se transige aujourd'hui en Bourse à 325\$. Il est vrai que l'évaluation boursière est passablement élevée (35x les profits prévus en 2021). Cela n'enlève rien au fait que la compagnie a quintuplé sa valeur intrinsèque en 14 ans. Et que nous avons manqué l'occasion de réaliser un rendement boursier de quasi 1000% sur cette période.

Et bien entendu, nous avons aussi manqué un potentiel gain de quasi 3000% si nous l'avions acheté en 2009.

Conclusion: Avoir une perspective élargie

Après presque trois décennies à investir en Bourse, je suis convaincu que la pire erreur des investisseurs demeure la propension à vouloir prédire les marchés financiers. Que ce soit d'attendre un "meilleur" moment avant d'acheter ou vendre en prévision de racheter "plus bas". Ou simplement vendre en attendant que la situation soit "plus claire".

Pourtant, investir dans les actions est une stratégie gagnante à long terme. Historiquement, les compagnies américaines augmentent leurs profits d'environ 6-7% par an et verse un dividende d'environ 2%. Cela donne un rendement annuel de 8-9% à simplement posséder un groupe de compagnies solides. Et si on décide d'être sélectif à l'égard des entreprises choisies et attentif aux évaluations boursières, il est possible de faire mieux encore (ce qui fut notre expérience depuis maintenant près de 28 ans).

Bien entendu, aux cours des décennies, notre civilisation a rencontré son lot de défis. La liste est trop longue pour la parcourir. La pandémie de 2020 est une calamité parmi d'autres que les humains ont dû surmonter. Et quand arrive une nouvelle crise, la Bourse peut corriger rapidement et drastiquement. Plusieurs investisseurs y perdent alors toute perspective à long terme et ne focussent que sur la crise et l'incertitude à court terme qu'elle engendre.

Peter Lynch a écrit un excellent paragraphe sur le sujet dans « Beating the Street », un livre exceptionnel que j'ai lu à mes débuts en 1992. Il parle de toujours garder en tête « The Big Picture » (qu'on pourrait traduire par une perspective globale). Et quand ce n'est pas suffisant pour s'encourager, il ajoute d'alors focuser sur une perspective encore plus élargie (« The Even Bigger Picture »). Il explique que lors des crises, il faut refocuser son attention sur les grands progrès de notre civilisation, sur la résilience de notre système capitaliste et sur la capacité des humains à trouver des solutions à leurs problèmes. Et ne pas perdre de vue les extraordinaires récompenses générées par les actions sur plusieurs années; et ce, contre vents et marées.

Ce n'est pas facile dans notre monde d'instantanéité de garder l'œil sur le long terme et de ne pas être affecté par les fluctuations – parfois énormes – des Bourses. À l'ère des téléphones cellulaires intelligents et des omniprésents médias sociaux, il est quasi inhumain de demeurer insensible aux innombrables opinions des autres. Mais impassible aux opinions extérieures et aux fluctuations boursières qui en découlent, il faut être. La manière la plus simple d'y arriver est de se donner une règle d'or que j'ai suivie depuis mes débuts : ne pas tenter de prévoir la Bourse, de demeurer investi dans de solides entreprises et ne focuser que sur leur valeur intrinsèque.

Quand on a exclu la possibilité d'essayer de prévoir les marchés, quand on garde constamment en tête une perspective positive à long terme, on enlève un important frein à ses rendements. On prend sciemment la décision de laisser le temps faire son œuvre.

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 2021.

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 2020 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 2020 :
 - Rochon Global: S&P/TSX 13% S&P 500 42% Russell 2000 42% MSCI EAFE 3%
 - 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.

Notes sur les informations prospectives

- Certaines informations contenues dans cette lettre constituent de l'information prospective assujettie à des incertitudes et autres facteurs connus et inconnus par suite desquels les résultats ou événement réels pourraient différer sensiblement de ceux anticipés dans l'information prospective.
- Les mots tels que « s'attend », « anticipe », « projette », « peut », « croit » et autres expressions similaires identifient généralement l'information prospective.
- Dans la préparation de l'information prospective de cette lettre, le gestionnaire a formulé des hypothèses (par. ex.: relativement aux perspectives de l'économie mondiale et à des compagnies publiques). Ces hypothèses sont fondées sur la perception du gestionnaire quant à divers facteurs pertinents (par ex.: tendances historiques, conditions actuelles, développements futurs prévus). Bien que le gestionnaire soit d'avis que ces hypothèses et les attentes que l'on en tire sont raisonnables, rien ne garantit que l'information prospective se révélera exacte. Les événements ou les résultats réels pourraient différer considérablement de ceux que l'information prospective exprime ou laisse entendre.
- Giverny Capital Inc. ne s'engage pas à publier des mises à jour ou une information prospective révisée.