

Lettre annuelle aux partenaires 2021



Manuel Mathieu  
To begin where I end, 2021  
Acrylique, craie, fusain et ruban adhésif sur toile  
Collection Giverny Capital  
Photo : Guy L'Heureux

## Historique

Il y a près de 30 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 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. François Campeau, qui s'est joint en 2018, participe aussi au processus de sélections de compagnies. 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 dont nous voudrions être traités si nos rôles étaient inversés.

## L'œuvre d'art illustrant notre lettre 2021

Nous illustrons la page couverture de la lettre annuelle à nos partenaires d'une reproduction d'une œuvre de la Collection Giverny Capital. Cette année, nous avons sélectionné une peinture de l'artiste multidisciplinaire basé à Montréal, Manuel Mathieu. Elle est intitulée "To begin where I end".

## Giverny Capital Inc. – Lettre annuelle aux partenaires 2021 ©

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2021, le rendement du portefeuille Rochon Global a été de +27,0% par rapport à un rendement de +21,0% pour notre groupe indiciel comparatif. Cela correspond à une valeur ajoutée de 5,9%. Le rendement du portefeuille Rochon Global et celui du groupe d'indices incluent une perte approximative de 0,4% liée à la variation de la devise canadienne.

Depuis le début de la gestion du portefeuille Rochon Global, le 1<sup>er</sup> juillet 1993, le rendement annuel composé est de 15,7% par rapport à 9,9% pour notre groupe indiciel comparatif. Sur ces 28 années, la valeur ajoutée annualisée a donc été de 5,9%. Notre ambitieux objectif est de maintenir à long terme un rendement annuel de 5% supérieur aux indices.

### Portefeuille Rochon Global : rendements depuis le 1<sup>er</sup> 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%
2021	27,0%	21,0%	5,9%	-0,4%
<b>Total</b>	<b>6335,8%</b>	<b>1356,4%</b>	<b>4979,4%</b>	<b>-1,1%</b>
<b>Annualisé</b>	<b>15,7%</b>	<b>9,9%</b>	<b>5,9%</b>	<b>0,0%</b>

\* 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.

## Effet du dollar canadien versus le dollar américain sur nos rendements

La seconde question que j'ai le plus entendue depuis mes débuts comme gestionnaire concerne l'effet potentiel des fluctuations de la devise canadienne par rapport à sa consœur américaine (la première est bien sûr *est-ce un bon temps pour investir en Bourse?*). Il est instructif d'observer au tableau ci-haut que l'effet de variation de devise n'a eu quasi aucun effet sur nos rendements au bout du compte : depuis 1993, la devise canadienne s'est appréciée au total de 1,1% par rapport à la devise américaine. Cela correspond à un effet annualisé de -0,04% sur nos rendements.

## 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 2021, le portefeuille Rochon US a réalisé +27,9% versus +28,7% pour le S&P 500. La valeur ajoutée a donc été de -0,8%.

Depuis le début de ce portefeuille en 1993, le rendement total est de 5438% soit 15,1% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P 500 a réalisé 1746% soit 10,8% annualisé. La valeur ajoutée annuelle a donc été de 4,3%.

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%
2018	-8,3%	-4,4%	-3,9%
2019	32,1%	31,5%	0,6%
2020	16,0%	18,4%	-2,4%
2021	27,9%	28,7%	-0,8%
<b>Total</b>	<b>5438,1%</b>	<b>1745,6%</b>	<b>3692,5%</b>
<b>Annualisé</b>	<b>15,1%</b>	<b>10,8%</b>	<b>4,3%</b>

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

## 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 2021, le portefeuille Rochon Canada a réalisé un rendement de +30,9% comparé à +25,1% pour le S&P/TSX pour une valeur ajoutée de +5,8%.

Sur 15 années, le rendement total du portefeuille Rochon Canada est de 964% soit 17,1% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P/TSX, principal indice canadien, a réalisé 156% soit 6,5% annualisé. La valeur ajoutée annuelle est donc de 10,6%.

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%
2021	30,9%	25,1%	5,8%
<b>Total</b>	<b>964,3%</b>	<b>156,0%</b>	<b>808,3%</b>
<b>Annualisé</b>	<b>17,1%</b>	<b>6,5%</b>	<b>10,6%</b>

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 42% en 2021 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 été fortement supérieure à celle du S&P/TSX. Il faut garder à l'esprit qu'un portefeuille très concentré, comme l'est celui-ci, peut obtenir une performance drastiquement différente de la performance des indices.

### L'année 2021

*« C'était le meilleur et le pire des temps, le siècle de la sagesse et de la folie, l'ère de la foi et de l'incrédulité, la saison de la lumière et des ténèbres, le printemps de l'espérance et l'hiver du désespoir; devant lui, le monde avait tout ou rien, il allait tout droit au ciel et tout droit en enfer — bref, cette époque ressemblait tellement à la nôtre que les censeurs les plus bruyants n'en parlaient en bien ou en mal qu'au superlatif »*

Vous reconnaissez probablement le célèbre début du roman « Le Conte des deux cités » de Charles Dickens. Écrites en 1859, ces phrases semblent encore d'actualité dans notre monde chamboulé par le virus COVID-19 (le récit de Dickens se situe à l'époque de la Révolution française).

En tant qu'investisseurs, il est difficile de ne pas se réjouir d'un rendement de 27% cette année. Ce fut la 6<sup>ème</sup> meilleure année sur 28 de notre portefeuille (en excluant la demi-année 1993).

Les compagnies composant le S&P 500, dans leur ensemble, ont atteint un niveau de rentabilité record (telle que mesurée par le niveau des marges de profits). Certaines entreprises dominantes – comme Amazon, Apple, Facebook, Google, Microsoft et Netflix – ont créé des produits et services révolutionnaires qui ont transformé nos vies. Elles possèdent des modèles économiques avec des avantages compétitifs quasi inégalés dans l'histoire de notre civilisation. D'autres entreprises – comme Pfizer/BioNtech, Moderna et Astra Zeneca – ont créé des vaccins contre le coronavirus à une vitesse fulgurante et ont ainsi contribué à sauver des millions de vies humaines. Les bienfaits du capitalisme à l'américaine sont plus probants que jamais.

Mais d'un autre côté, depuis deux ans maintenant, le virus COVID-19 a fortement affecté nos vies; d'abord et avant tout au niveau des nombreux décès qu'il a causés.

La pandémie du coronavirus a aussi affecté la nature profonde de ce que représentent pour nous la liberté d'épanouissement et l'esprit entrepreneurial. Si certains segments de l'économie – par exemple tout ce qui touche au télétravail – ont somme toute été épargnés des conséquences du confinement des citoyens, d'autres secteurs – comme la restauration, l'hôtellerie, l'immobilier commercial, les secteurs des arts, le transport aérien, le tourisme, etc. – ont souffert grandement. Le niveau de dichotomie entre diverses « cités économiques » de notre société a été frappant.

Et ne s'arrête pas aux pandémies la grandeur des défis qui nous attendent. Le réchauffement de la planète continue d'être un problème majeur auquel nous tardons à nous attaquer ardemment. De plus, l'invasion de l'Ukraine en début de 2022 augmente d'un autre cran le niveau d'inquiétude vis-à-vis de la légitimité des démocraties dans le monde.

De tous temps, l'humanité en quête de plénitude a dû faire face à des défis. Seulement dans le dernier siècle – pensons à la grippe espagnole, l'Allemagne nazie, le totalitarisme soviétique et la prolifération des armes nucléaires – certains de ces défis ont paru par moments des obstacles insurmontables.

Évidemment, ce n'est pas le rôle de Giverny Capital de s'aventurer sur le fragile et glissant terrain de la politique et des débats sociaux. Notre mission est de gérer avec bonne intendance le capital de nos partenaires. Nous avons toujours été des capitalistes qui valorisent l'intégrité, la transparence, la méritocratie et la liberté d'entreprendre. Et ce sont ces valeurs qui continuent d'être pour nous des phares en ces temps embrumés.

Toutes les crises, qu'elles soient économiques, géopolitiques ou sociales, n'ont pas réussi à édentier d'un iota l'approche fondamentale de Benjamin Graham. Il y a près d'un siècle, en 1934, Ben Graham et David Dodd publièrent un livre intitulé « Security Analysis ». Les auteurs y stipulaient qu'investir en Bourse est d'abord et avant tout l'acquisition de parts d'entreprises et que ces parts ont une valeur intrinsèque que le marché boursier va éventuellement refléter; et ce, contre vents et marées.

J'ajouterais que j'ai toujours tenu à souligner l'importance d'un autre ingrédient vital dans le monde des affaires : l'optimisme. Au cours des siècles, rien n'a jamais été bâti avec du pessimisme. Si parfois, il devient difficile de ne pas succomber à un sentiment de fatalité, il est primordial de constamment remettre une attitude positive de l'avant.

À Londres de l'époque de Charles Dickens, une grande quantité de citoyens vivaient dans la misère la plus totale. Dans les quartiers pauvres, le taux de mortalité infantile était de 20% et l'espérance de vie était de 37 ans. La tuberculose, le choléra, le rachitisme, la scarlatine, la fièvre typhoïde et la variole y faisaient des ravages à tous les ans.

Depuis deux siècles, notre civilisation capitaliste – malgré ses défauts – a permis à ses citoyens de doubler leur niveau de vie à tous les 36 ans (une augmentation annuelle d'autour de 2%). Croyez-le ou non, cela veut dire que le standard de vie moyen a vraisemblablement augmenté par un facteur de plus de 25 fois depuis la publication du livre « Le Conte des deux cités ».

Le pourcentage du nombre de personnes vivant dans la pauvreté extrême dans le monde est passé de 87% en 1850 à moins de 10% aujourd'hui. Je ne crois pas que Charles Dickens aurait pu envisager en 1859 un monde comme celui de notre époque.

## **La Bourse en 2021**

Les marchés financiers ont très bien fait en 2021. Encore une fois, le S&P 500, propulsé par quelques compagnies dominantes, a obtenu une performance plus élevée que la majorité des indices de par le monde. Les compagnies de notre portefeuille ont aussi su tirer leur épingle du jeu.

Les entreprises – tant celles du S&P 500 que les nôtres – ont vu leurs profits augmenter substantiellement. Une partie de cet accroissement est d'abord liée à un rebond de l'économie par rapport à l'année 2020, une année de baisse de profits. Une autre partie est liée à une forte augmentation des marges de profits.

Certainement, l'inflation a joué un rôle dans la hausse des profits des entreprises. Il faut noter cependant que l'effet secondaire habituel de l'inflation, soit une hausse probable des taux d'intérêts, n'a pas encore eu d'effet sur l'économie et sur les charges d'intérêts des compagnies.

L'inflation est partie intégrante de notre système capitaliste. Quoique le taux varie d'une période à une autre, c'est toujours un paramètre présent. C'est pour cela que nous avons toujours favorisé des compagnies qui, à notre avis, ont d'importants avantages compétitifs qui leur permettent d'augmenter le prix de leurs produits et/ou services.

En 2021, le portefeuille Rochon Global a légèrement fait moins bien que le S&P 500. Une des raisons est que nous avons un plus faible poids que l'indice en titres de technologie et cela a été à la source d'un rendement relatif plus faible. Nous avons bien entendu des placements dans des entreprises technologiques comme Mais  
nous ne possédions pas quelques-unes des grandes vedettes des dernières années.

En 2021, de la hausse de 27% du S&P 500 (excluant les dividendes), Microsoft, Nvidia, Apple, Alphabet et Tesla ont contribué pour le tiers. L'autre deux tiers de la hausse est venu des 495 autres compagnies. De ces cinq titres de giga-capitalisation, qui influent de manière disproportionnée sur le S&P 500, deux nous semblent évalués par le marché de façon très optimiste : Nvidia et Tesla.

Nvidia avait une valeur boursière de 735 milliards de dollars (G\$) en fin d'année. Les analystes prévoient des revenus de 35G\$ en 2022 et environ 14G\$ de profits. Le cours-bénéfices estimé est donc de plus de 50x. Quant à Tesla, la valeur boursière de la compagnie était à plus de 1 billion de dollars



(1000 milliards) en fin d'année. Ses revenus estimés en 2022 sont de 84G\$ et ses profits estimés à environ 11G\$ pour un cours-bénéfices de plus de 90x.

Depuis plus de 28 ans, nous avons toujours privilégié une approche favorisant une sélection de compagnies exceptionnelles mais dont le niveau de risque intrinsèque, autant au niveau du modèle d'affaires que de l'évaluation boursière, nous apparaissait plus faible que la moyenne.

Et il y a toujours des opportunités de faire mieux que la moyenne pour les investisseurs qui ont adopté une approche « valeur ». Nous continuons ainsi à dénicher des titres pour notre portefeuille qui – croyons-nous – devraient pouvoir continuer de générer des rendements supérieurs aux indices.

### **La saveur du jour**

*Chaque année, nous traitons dans cette section des titres ou de segments du monde de l'investissement qui nous semble dangereusement populaires. Le but, bien entendu, n'est pas de critiquer des confrères et consœurs investisseurs. Nous sommes conscients qu'investir avec circonspection n'est pas facile. Le but est de simplement souligner à nos partenaires ce qui nous apparaît comme se transiger à des niveaux escomptant des scénarios très optimistes et donc avec un risque plus élevé que la moyenne d'une éventuelle normalisation des cours.*

Une mode étrange des dernières années est celle des titres qu'on a qualifiés de « meme » (le plus connu étant GameStop). Des groupes d'investisseurs croient qu'ils peuvent contrôler le cours d'une action sans corrélation aucune avec sa valeur intrinsèque<sup>1</sup>. À notre avis, cette stratégie est vouée à l'échec car notre principe fondamental de base est qu'un titre boursier finit invariablement par se transiger à un niveau près de sa valeur intrinsèque. Mais cet engouement n'est limité qu'à quelques titres.

À une bien plus grande échelle, c'est tout ce qui touche aux cryptomonnaies qui nous semble encore la saveur du jour. La valeur totale de toutes ces monnaies virtuelles a atteint 2 billions (2000 milliards) de dollars en fin d'année. À notre humble avis, tout un segment financier semble avoir été créé sur un actif dont la valeur intrinsèque semble totalement arbitraire. Wall Street est évidemment embarqué dans le train, flairant une toute nouvelle source de commissions. Et plusieurs institutions financières ont suivi par peur de manquer ce train.

Même quelques entités du monde des arts se sont jointes à cet univers avec la création des NFT (Non-Fungible Tokens) qui est – pour simplifier – une forme de titrisation numérique des œuvres d'art. Il y a évidemment une grande variété de NFT mais il me semble que des risques financiers existent aussi pour ce nouveau produit ayant vraisemblablement certaines similarités avec les cryptomonnaies.

La ligne entre l'investissement et la spéculation est parfois nébuleuse. Une façon de les discerner est de se poser la question : si la Bourse était fermée pour 10 ans, serais-je content de posséder ce titre?

Un investisseur se dit que si la compagnie de laquelle il est actionnaire augmente sa valeur intrinsèque en augmentant ses profits à un taux de (disons) 10% par année, dans 10 ans, son investissement aura ainsi crû sa valeur intrinsèque de 160%. Le fait de posséder un actif productif (et d'être capable de l'évaluer) ne requiert pas une cote boursière à court terme; de la même manière qu'on mesure la valeur d'une ferme laitière sur la quantité de lait qu'elle produit. Cependant, si le seul objectif est d'espérer

---

<sup>1</sup> Une pratique qui s'apparente à l'activité d'un corner de marché (à ne pas confondre avec le terme de soccer).

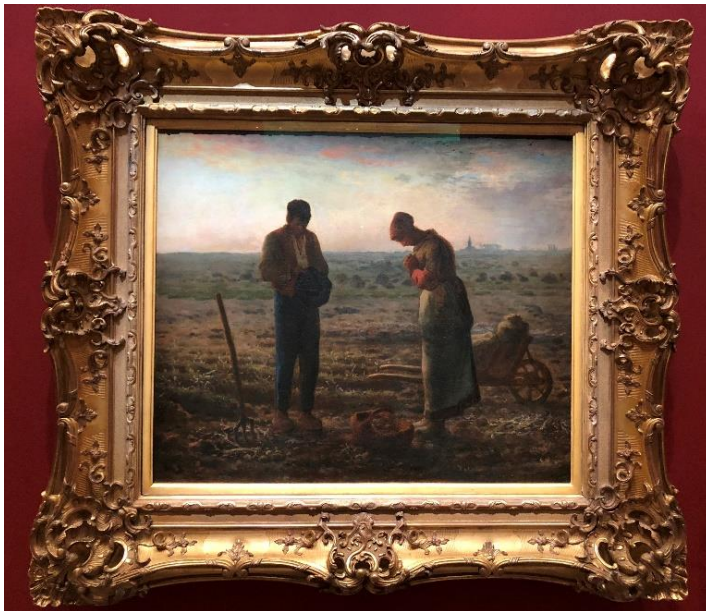


vendre le titre à quelqu'un d'autre plus cher dans un assez court laps de temps, cela requiert une cote à court terme et cela ressemble plus à de la spéculation.

Assurément, la spéculation n'est ni illégale ni immorale. Mais spéculer peut s'avérer une activité périlleuse, et ce à toutes les époques. Ce n'est évidemment pas la première fois de l'histoire qu'un actif devient dangereusement populaire. Une des plus célèbres spéculations fut celle des bulbes de tulipe en Hollande au XVII<sup>ème</sup> siècle. À son apogée, au début de 1637, le prix d'un bulbe de tulipe correspondait environ au prix de 12 acres de terrain<sup>2</sup>. On a ainsi estimé à plus de 5500 florins de l'époque la valeur d'alors du plus beau bulbe de tulipe soit l'équivalent d'environ 750 000 en dollars US d'aujourd'hui.

### **L'histoire (financière) de l'Angélus de Jean-François Millet**

L'Angélus est un tableau du grand peintre français Jean-François Millet, réalisé entre 1857 et 1859. C'est un chef-d'œuvre qui est exposé au musée d'Orsay de Paris. C'est aussi un de mes tableaux favoris de l'histoire de l'art.



Jean-François Millet, *L'Angélus*, 1857-1859; Huile sur toile 56x66 cm  
Legs d'Alfred Chauchard, 1909; Musée d'Orsay; photo: F.R.

Vous vous demandez probablement à ce stade-ci le lien que ce tableau peut bien avoir avec une lettre destinée à des investisseurs boursiers. En laissant de côté l'incroyable apport artistique de ce tableau, j'aimerais vous parler des mésaventures d'un de ceux qui l'ont possédé.

Avant d'aboutir au Louvre (puis éventuellement au Musée d'Orsay), le tableau a en effet appartenu à plusieurs propriétaires. Commandée par Thomas Gold Appleton vers 1857, qui n'en prend pas livraison, l'œuvre est initialement acquise en 1860 pour 1 800 francs par Alfred Feydeau. Le tableau change alors de mains à quelques reprises pour être acquis pour 160 000 francs par Eugène Secrétan en 1881, un industriel du cuivre.

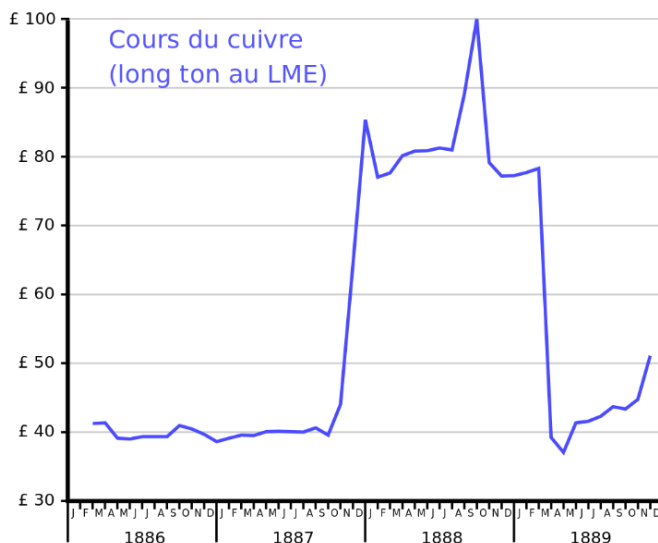
D'origine modeste, M. Secrétan est un autodidacte. À force d'un travail acharné, il devient un des spécialistes français du traitement des métaux non ferreux. Il est à la tête de la « Société industrielle et

---

<sup>2</sup> Selon le livre *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds* de Charles Mackay

commerciale des métaux », comprenant six sociétés et plus de 3 000 employés. Ces sociétés sont spécialisées dans l'exploitation du cuivre, du plomb et de l'étain. En 1878, il est l'un des donateurs du cuivre ayant servi à fondre la Statue de la Liberté (300 tonnes offertes) et est nommé chevalier de la Légion d'honneur<sup>3</sup>. Il bâtit alors, avec sa fortune, une exceptionnelle collection d'œuvres d'art (dont l'Angélus).

Attiré par la spéculation, M. Secrétan commence à se faire la main sur l'étain et sur le plomb dans le quatrième trimestre de l'année 1886. Puis il découvre que les stocks mondiaux de cuivre ont été réduits à 40 000 tonnes et que les cours sont tombés sous les 36 livres sterling la tonne. Il se nantit d'une soixantaine de millions de francs pour contrôler les stocks, avec l'aide d'un groupe de financiers. En trois mois les cours remontent à 84 livres la tonne. La « Société des métaux » réalise en 1888 une augmentation de capital de 37,5 millions de francs pour faire face au gonflement de ses stocks et de son besoin de financement d'exploitation.



Cours du cuivre au London Metal Exchange, pendant le corner sur le cuivre<sup>3</sup>.

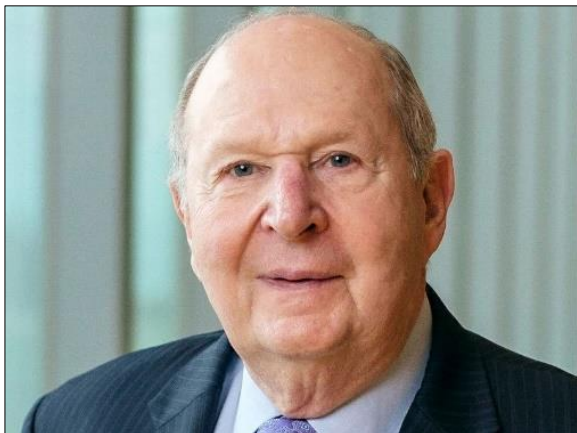
À la suite des plus importantes spéculations financières de toute l'histoire de la production du cuivre, au début mars 1889, le cours du cuivre s'effondre, et avec lui les actions de la « Société des métaux ». M. Secrétan doit faire faillite et se séparer de son importante collection d'art; dont l'Angélus qui est vendu. L'homme d'affaires et collectionneur Alfred Chauchard l'acquiert alors pour l'incroyable somme de 750 000 francs-or. Le prix atteint par l'Angélus constitua longtemps un record pour une toile moderne. M. Chauchard légua l'Angélus au Louvre à son décès en 1909.

M. Secrétan réussit pourtant à se redresser et utilise une nouvelle technologie de fabrication de tubes en cuivre par électrolyse pour rebâtir son entreprise. Mais malgré son succès de fin de vie, la spéculation sur le cuivre lui a causé bien des soucis et surtout la perte de l'Angélus.

Il est si dommage de voir quelqu'un de déjà riche de spéculer au point de mettre en danger sa fortune. Comme dirait Warren Buffett : « On a juste besoin d'être riche une fois ». Aujourd'hui, la spéculation (avec le bitcoin ou autre) est certainement plus sophistiquée qu'auparavant. Mais la nature propre de la spéculation demeure tout aussi dangereuse.

<sup>3</sup> Source : Wikipédia

## Lou Simpson (1936-2022)



Source : Crain's Chicago Business

C'est avec grande tristesse que nous avons appris le décès de Louis Simpson en janvier 2022. Lou a connu toute une carrière dans le monde de l'investissement. Il a œuvré comme gestionnaire de portefeuilles au sein de GEICO (une filiale de Berkshire Hathaway depuis 1996) pendant plus de 30 ans soit de 1979 à 2010. Il a obtenu des rendements exceptionnels durant ces quatre décennies.

Pendant plusieurs années, Warren Buffett désignait Lou comme son potentiel successeur en tant que gestionnaire des fonds sous la gouverne de Berkshire. Je vous invite à lire (ou à relire) l'excellent bouquin « The Warren Buffett CEO » de Robert Miles dans lequel un chapitre est consacré à Lou. Notre confrère Allen Benello a aussi consacré un chapitre à Lou dans le livre « Concentrated Investing ».

Lou a décidé de quitter Berkshire Hathaway au début des années 2010 et a fondé sa propre firme avec sa conjointe Kimberly : SQ Advisors. Jean-Philippe et moi avons eu la chance de le rencontrer chez lui en 2014. Nous avons eu de longues conversations avec Lou et Kimberly sur le placement à quelques reprises depuis. Nous partageons aussi avec eux d'autres passions comme les arts et le vin. Dans leur grande générosité habituelle, Lou et Kimberly sortaient leurs meilleures bouteilles quand JP et moi allions les visiter à Chicago. Ce n'est pas tous les jours qu'on peut partager un Château Margaux avec un de nos héros!

Lou a créé beaucoup de richesse pour les actionnaires de GEICO, pour Berkshire et pour ses clients. Lou et Kimberly ont été aussi d'une grande générosité avec leur fortune par de nombreuses activités philanthropiques. Il va beaucoup me manquer.

### 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	11%	31%	20%	3%	31%	28%
2020	-2%	15%	17%	-11%	18%	29%
2021	32%	28%	-4%	48%	29%	-19%
<b>Total</b>	<b>2474%</b>	<b>2817%</b>	<b>343%</b>	<b>676%</b>	<b>1152%</b>	<b>476%</b>
<b>Annualisé</b>	<b>13,3%</b>	<b>13,9%</b>	<b>0,5%</b>	<b>8,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>2,0%</b>

\* 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 augmenté d'environ 32% (dividende inclus). Malgré les quelques changements effectués au portefeuille, nous croyons que cette estimation de la croissance des BPA de nos compagnies en 2021 est un reflet adéquat de leur réalité économique. De leurs côtés, nos titres en Bourse ont réalisé un rendement d'environ 28% (estimé sans l'impact des devises). Nos titres ont ainsi réalisé une performance inférieure aux compagnies sous-jacentes. Cela corrige (en partie) une situation inverse qui s'était produite en 2020.

Les compagnies composant l'indice S&P 500 ont aussi connu une forte hausse de leurs profits cette année soit de l'ordre de 48%. L'indice a réalisé une performance totale de 29% (en dollars US).

Depuis 1996, nos compagnies ont crû leur valeur intrinsèque par environ 2474% et leurs titres en Bourse ont réalisé un rendement total d'environ 2817%. Sur une base annualisée, nos compagnies ont réalisé une performance intrinsèque de 13,3% versus 13,9% pour leur performance boursière (dividende inclus dans les deux cas mais ajustées sans effet de devise).

Voici les chiffres plus en détail pour la dernière décennie soit de la fin 2011 à la fin 2021.

Annualisé	Portefeuille Rochon Global			S&P 500		
	Valeur *	Bourse **	Différence	Valeur *	Bourse **	Différence
2011-2021 ***	14,0%	17,6%	3,6%	9,8%	16,5%	6,7%

\* 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

Il est intéressant de noter qu'au cours de la dernière décennie nos compagnies ont augmenté leur valeur intrinsèque de 14% par année versus près de 10% par année pour les compagnies composant le S&P 500 (grossièrement en ligne avec nos chiffres historiques à long terme). Nos titres en Bourse ont bien fait en augmentant d'environ 17,6% par année (sans effet de devise). Ainsi, nos titres en Bourse ont fait environ 3,6% par année de mieux que la performance intrinsèque des compagnies sous-jacentes. Cela reflète une augmentation du ratio cours-bénéfices de nos compagnies durant cette décennie. En effet, en 2011, les actions en général étaient grandement sous-évaluées et cette réévaluation subséquente nous semble justifiée.

Cependant, pour le S&P 500, l'accroissement de valorisation a été beaucoup plus important (de l'ordre de 6,7% annuel). Ainsi, la réévaluation boursière de l'indice a été beaucoup plus prononcée que pour nos compagnies et probablement aussi vis-à-vis la plupart des autres indices du Monde. À notre avis, il est très peu probable que cela se poursuive dans le futur.

Nous sommes confiants que si nos compagnies continuent à croître leur valeur intrinsèque à des taux plus élevés que la moyenne, la performance boursière de leurs actions suivra; en absolu et aussi relativement aux indices. Comme ce fut le cas depuis 1996.

### **Post-mortem quinquennal: 2016**

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 2016. Voici tout de même quelques remarques à la relecture de la lettre annuelle de cette année-là.

En 2016, nous avons acquis des actions de la compagnie Heico. Cette entreprise a deux divisions : la fabrication d'équipements pour l'industrie de l'aviation et le groupe de produits électroniques. La première division est celle qui avait attiré notre attention. En effet, Heico vend des équipements aéronautiques alternatifs (non d'origine) aux compagnies d'aviation. Il est difficile d'obtenir les approbations de la Federal Aviation Administration (FAA) pour fournir des pièces d'avion. Avec son vaste groupe de produits approuvés – bâti sur plusieurs années – Heico a un important avantage compétitif.

Évidemment, Heico a été grandement affectée par les problèmes majeurs qui frappent l'industrie aérienne dans le monde. Malgré tout, de 2016 à 2021, les BPA d'Heico ont crû de 1,39\$ à 2,51\$ soit l'équivalent d'un taux de croissance annuel de 13%. Le titre a encore mieux fait en Bourse grimpant de plus de 200% depuis notre premier achat. Une des raisons qui avaient motivé notre achat en 2016 était notre admiration pour les membres de la famille Mendelson qui dirigent l'entreprise. Cette admiration n'a fait qu'augmenter depuis.



## **Nos compagnies**

*Note : Cette section de la lettre annuelle est toujours longue (et cette année, nous battons des records de nombre de pages). 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 2021.*

# *Section réservée aux partenaires de Giverny Capital*

## **Le podium des erreurs**

Comme le veut la tradition givernoise, voici nos trois médailles annuelles pour les "meilleures" erreurs de 2021 (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 : A2 Milk**

Nous avons acquis A2 Milk à l'été 2020. Domiciliée en Nouvelle-Zélande, A2 Milk fabrique du lait et des produits dérivés (principalement des préparations pour nourrissons) à base d'une variante du lait que plusieurs consommateurs trouvent plus facile à digérer que le lait conventionnel. La protéine bêta caséine de type A2 est présente dans le lait maternel et dans certaines races de vaches laitières. La plupart des vaches laitières produisent à la fois des protéines de bêta caséine A1 et A2 et la protéine A1 peut causer de l'inconfort chez certains consommateurs. La compagnie est devenue leader dans cette niche et a connu une forte croissance au cours des dernières années. Un des marchés clés pour l'entreprise est la Chine.

Une partie de ses ventes en Chine se faisait par des distributeurs indépendants qui venaient en Australie pour acheter les formules pour enfants et les ramener en Chine (un mode de distribution nommé *daigou*). Pendant la première partie de 2020, ce mode de distribution s'est poursuivi malgré la pandémie et nous avait alors rassuré sur la solidité de ce mode de fonctionnement. Par contre, plus tard en 2020, le *daigou* a considérablement ralenti. La compagnie a dû réduire ses prévisions de ventes et de profitabilité et l'action a chuté en Bourse.

L'an dernier, nous croyions que c'était un problème temporaire qui devait se résorber d'ici quelques trimestres. En 2021, nous avons dû nous rendre à l'évidence que les problèmes de A2 Milk étaient plus persistants qu'anticipés et avons décidé de vendre nos actions.

Nous avons investi environ 2% du portefeuille dans cette compagnie et avons vendu à perte. Ce fut un placement très décevant.

### **Médaille d'argent : Old Dominion Freight Line**

Depuis mes débuts, j'ai toujours suivi l'industrie du camionnage. Nous avons eu des actions de la compagnie québécoise Groupe Goyette il y a bien longtemps. Par après, nous avons eu des actions de Heartland Express; puis de Knight Transportation au début des années 2000. C'est une industrie qui – lorsque bien gérée – peut avoir de bons fondamentaux malgré sa composante cyclique et sa dépendance à divers facteurs (dont trouver de bons chauffeurs et composer avec le prix de l'essence).

En fin de 2018, la Bourse a connu une (autre) correction et j'avais étudié en détail la compagnie Old Dominion Freight Line basée en Caroline du Nord. Sa feuille de route était phénoménale. De 2006 à 2018, les BPA avaient crû de 0,58\$ à 4,97\$ soit à un taux de croissance de près de 20% par année. Ses marges de profits nettes atteignaient alors 15% un niveau rare dans l'industrie. La direction me semblait compétente et motivée (les directeurs possèdent 12% des actions). Le titre se transigeait à un peu moins de \$90 ce qui représentait 18 fois les profits. Ce niveau me semblait élevé pour une compagnie de camionnage, même pour la meilleure et j'ai donc décidé d'attendre.

En 2021, la compagnie a réalisé des BPA de 8,86\$ et les perspectives sont de plus de 10\$ pour 2022. Les BPA auront vraisemblablement doublé en quatre ans. Et le titre se transige à 288\$ au moment où j'écris ces lignes. Nous aurions donc pu tripler notre argent en un peu plus de trois ans si j'avais accepté de payer une évaluation un peu élevée (à postériori justifiée) pour cette exceptionnelle entreprise.

### **Médaille d'or : Fox Factory Holdings**

Jean-Philippe et moi avons pris l'habitude en début d'année d'aller à Orlando à la conférence ICR (avant la pandémie). Plusieurs dizaines de compagnies y présentent leurs perspectives. Et personne n'a besoin de nous tordre le bras pour aller au chaud quelques jours au début de février.

À la conférence de 2016, j'ai écouté la présentation d'une compagnie dont je n'avais jamais entendu parler : Fox Factory Holdings. La compagnie était un leader dans un produit de niche : des amortisseurs pour des motos de montagne. Elle avait aussi débuté la vente de produits pour des camions utilitaires. La compagnie était très rentable et avait de bonnes perspectives de croissance. L'action se transigeait à environ 16\$ soit une évaluation raisonnable pour des BPA attendus de 0,96\$ en 2016. Le titre a alors grimpé rapidement à 20\$ et j'ai préféré attendre un meilleur prix.

J'ai continué de suivre la compagnie de près et sa performance a été rien de moins que phénoménale. Elle a développé plein de nouveaux produits et de nouveaux marchés : en cinq ans, ses revenus ont plus que triplé et ses BPA ont touché 4,5\$ en 2021 soit plus de quatre fois le niveau de 2016. Les analystes prévoient plus de 5\$ pour 2022.

L'action en Bourse a grimpé de 500% en six ans pour atteindre 100\$.



## **Conclusion: La plus grande erreur des investisseurs boursiers (prise 4).**

Comme je le stipulais au début de la lettre, la question qui revient le plus souvent est toujours la même: « Est-ce le bon temps pour investir en Bourse? ». En ces temps (à nouveau) incertains et inquiétants, il est bon de revenir sur cette importante question.

Pour y répondre, retournons d'abord à notre lettre aux partenaires de 2003 où je présentais un article d'André Gosselin sur les résultats des investisseurs versus la performance du S&P 500. Il y expliquait qu'il y avait une énorme différence entre les résultats des détenteurs de fonds d'actions aux États-Unis et l'indice boursier phare.

André s'était inspiré des résultats de la firme de recherche Dalbar sur le comportement des investisseurs boursiers. Cette firme publie chaque année un fascinant rapport de recherche sur les résultats de l'ensemble des investisseurs américains investis en fonds commun de placement comparés aux indices. Nous avons aussi fait une mise à jour sur ces données dans la lettre annuelle de 2006 et aussi en 2014.

La sous-performance des investisseurs vis-à-vis les indices est telle sur une longue période qu'André avait publié un livre en 2004 sur le sujet intitulé « Lettre ouverte aux investisseurs irresponsables ». Le titre est un peu sévère, mais André y présente tout de même plusieurs points importants pour l'investisseur boursier. Je reviens sur ce livre car une réédition vient d'être publiée<sup>4</sup>. André y fait une mise à jour sur les chiffres de Dalbar.

*« Selon la firme d'information financière Dalbar, le détenteur de fonds d'actions aux États-Unis a réalisé un rendement annuel moyen de 6,24 % entre 1990 et 2020, alors que le rendement de l'indice S&P 500 a été de 10,7 %; un manque à gagner de 4,46 % par année en termes de rendement annualisé. ... Pour le détenteur de fonds communs à revenus fixes, la situation est pire. Toujours entre 1990 et 2020, l'investisseur qui a baladé son argent dans les fonds à revenus fixes s'est contenté d'un rendement annuel de 0,45 %, alors que l'indice de référence Bloomberg-Barclays Aggregate Bond Index a procuré un rendement annuel moyen de 5,86 % ».*

Cette sous-performance annuelle de 4,5% sur trois décennies pour les détenteurs de fonds d'actions (et encore plus pour les fonds obligataires) ne peut être expliquée par les frais de gestion. La seule explication plausible est que les investisseurs – dans leur ensemble – achètent et vendent leurs fonds à de mauvais moments. En d'autres mots, ils virevoltent des actions aux obligations et vice-versa de manière inopportune. Cette sous-performance est ainsi d'origine principalement comportementale.

La seule solution pour l'investisseur qui veut éviter de tomber dans le piège de cette pénalité comportementale est de ne pas tenter de prédire la Bourse. Et il est vital de toujours garder cela en tête, particulièrement dans des périodes de baisses et/ou de crises.

Dès mes débuts, j'ai pris la décision d'être toujours investi 100% en Bourse. Plutôt que de tenter futilement de prédire les marchés, j'ai focalisé mes efforts à dénicher des compagnies de grande qualité pour nos portefeuilles. À notre avis à tous à Giverny Capital, cela demeure la stratégie avec les meilleures probabilités de succès.

---

<sup>4</sup> André Gosselin - Lettre ouverte aux investisseurs irresponsables - édition 2022 – Éditions Guy Saint-Jean.

## **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 inférieures à celle du S&P 500 et ce malgré de meilleures perspectives de croissance que la moyenne.

Nous réalisons que nous vivons dans des temps incertains (quoiqu'un sage observateur de l'histoire de l'humanité pourrait poser la question : « L'ont-ils déjà été certains? »). 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 2022.

A handwritten signature in blue ink that reads "François Rochon". The signature is fluid and cursive, with the first name "François" and the last name "Rochon" clearly legible.

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 2021 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 2021 :
  - Rochon Global: S&P/TSX 13% S&P 500 40% Russell 2000 40% MSCI EAFE 7%
  - 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.