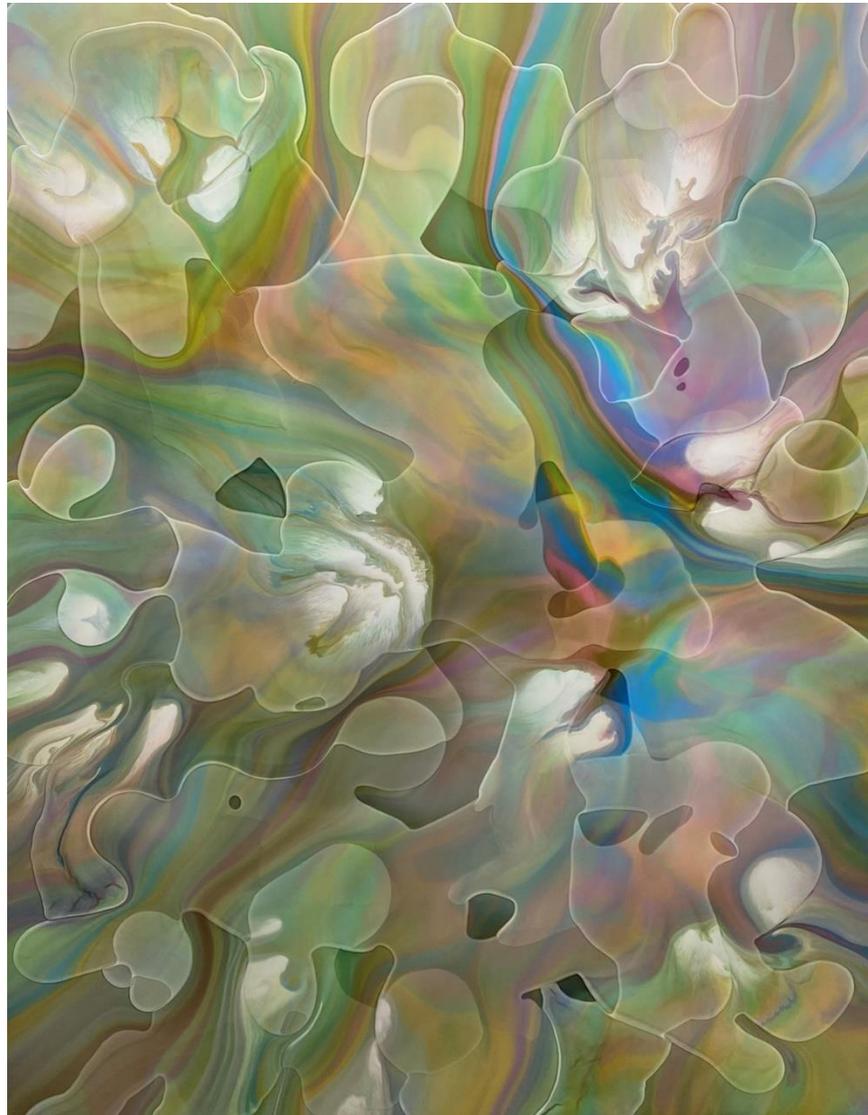


Lettre annuelle aux partenaires 2022



François Lacasse
Spectre V, 2021
Acrylique sur toile
Collection Giverny Capital

Historique

Il y a 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 fondé 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). Puis, 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 2022

Nous illustrons la page couverture de la lettre annuelle à nos partenaires d'une reproduction d'une œuvre de la Collection Giverny Capital. Cette année, nous avons sélectionné une peinture de l'artiste québécois François Lacasse. Elle est intitulée "Spectre V".

Giverny Capital Inc. – Lettre annuelle aux partenaires 2022 ©

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2022, le rendement du portefeuille Rochon Global a été de -15,2% par rapport à un rendement de -12,3% pour notre groupe indiciel comparatif. Cela correspond à une valeur ajoutée de -2,9%. Le rendement du portefeuille Rochon Global et celui du groupe d'indices incluent un gain approximatif de 4,6% lié 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 14,5% par rapport à 9,0% pour notre groupe indiciel comparatif. Sur ces 29 années, la valeur ajoutée annualisée a donc été de 5,5%. 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%
2021	27,0%	21,0%	5,9%	-0,4%
2022	-15,2%	-12,3%	-2,9%	6,8%
Total	5355,0%	1177,3%	4177,7%	5,7%
Annualisé	14,5%	9,0%	5,5%	0,2%

* 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

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 dépréciée au total de 5,7% par rapport à la devise américaine. Cela correspond à un effet positif annualisé de 0,2% 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 2022, le portefeuille Rochon US a réalisé -21,4% versus -18,1% pour le S&P 500. La valeur ajoutée a donc été de -3,2%.

Depuis le début de ce portefeuille en 1993, le rendement total est de 4256% soit 13,6% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P 500 a réalisé 1411% soit 9,6% annualisé. La valeur ajoutée annuelle a donc été de 4,0%.

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%	-0,9%
2022	-21,4%	-18,1%	-3,2%
Total	4255,7%	1411,3%	2844,4%
Annualisé	13,6%	9,6%	4,0%

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 2022, le portefeuille Rochon Canada a réalisé un rendement de -1,8% comparé à -5,8% pour le S&P/TSX pour une valeur ajoutée de +4,0%.

Sur 16 années, le rendement total du portefeuille Rochon Canada est de 945% soit 15,8% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P/TSX, principal indice canadien, a réalisé 141% soit 5,7% annualisé. La valeur ajoutée annuelle est donc de 10,1%.

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%
2022	-1,8%	-5,8%	4,0%
Total	945,1%	141,1%	804,1%
Annualisé	15,8%	5,7%	10,1%

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

Depuis 2007, la performance de nos titres canadiens a 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 2022

L'année a débuté avec la tragique invasion de l'Ukraine par la Russie. La hausse du taux d'inflation qui avait commencé en 2021 s'est poursuivie en 2022. Les banques centrales ont haussé leur taux directeur et cela a entraîné des répercussions sur la valeur marchande de la majorité des divers types d'actifs financiers. Cette hausse des taux pourrait mener les économies occidentales en récession si ce n'est déjà fait pour certaines d'entre elles au moment où j'écris ces lignes.

L'inflation fait partie intégrante de nos civilisations. Historiquement, le taux d'inflation s'est situé dans les 3%. Au cours des dernières décennies, ce taux avait légèrement fléchi : depuis mes débuts en 1993, le taux d'inflation a plutôt avoisiné les 2% annuel. Pendant quelques années, il fut même sous les 1%. Il semble bien que nous sommes revenus aux normes historiques.

Comme l'inflation est un paramètre inhérent à notre système capitaliste, le mieux que nous pouvons faire est de posséder des compagnies qui – croyons-nous – pourront nous permettre d'en limiter les effets négatifs. Nous avons ainsi toujours favorisé des compagnies avec des avantages compétitifs leur permettant d'augmenter le prix de leurs produits et services dans un environnement inflationniste.

Les récessions font tout autant partie inhérente de notre système. En 2008 et en 2020, des sommes énormes de capitaux ont été investies par les banques centrales pour limiter les effets de ces récessions. Cela a eu des bienfaits et cette stratégie est certainement basée sur de bonnes intentions. Cependant, l'effet secondaire probable de telles interventions est une plus grande inflation et surtout une augmentation de l'imprudence de plusieurs investisseurs, institutionnels comme privés (croyant que leur imprudence pourra être rescapée par les gouvernements en cas de crise financière).

À Giverny Capital, nous sommes plutôt des apôtres de la prudence et de la méritocratie. Nous croyons que la spéculation financière crée des situations d'évaluation exagérées qui inévitablement seront rectifiées par la « main invisible » du capitalisme. Les gouvernements peuvent temporairement obstruer ou ralentir les mouvements de cette « main invisible » ; ils ne peuvent toutefois pas en changer la nature profonde.

La bonne nouvelle est que malgré les hauts et bas de l'économie, notre civilisation crée toujours plus de richesse grâce à un système – même si imparfait – qui est à la source de la vitalité, du dynamisme et la capacité d'épanouissement des travailleurs, dirigeants d'entreprise et surtout des entrepreneurs. Depuis mes débuts en Bourse il y a 30 ans, le niveau de vie des citoyens en Amérique du Nord a plus que doublé. Le marché boursier (tel que reflété par notre groupe indicel comparatif) a généré un enrichissement total équivalent à un accroissement par un facteur de plus de 12 fois soit un rendement de plus de 9% annualisé depuis 1993. Et ma propre expérience fut encore meilleure.

La Bourse en 2022

Les marchés financiers ont connu une année difficile en 2022. À part le secteur de l'énergie (le sous-indice énergie du S&P 500 a grimpé de 59%) et certaines industries considérées comme plus stables – mais en faible croissance – la plupart des segments boursiers ont connu de fortes baisses de leurs cours.

Notre rendement relatif aux indices a été décevant. D'abord, nous évitons les secteurs des ressources naturelles (comme le pétrole) ainsi que les compagnies qui ont un faible taux de croissance de leur valeur intrinsèque. En second lieu, deux titres ont contribué à nos rendements décevants de 2022 : Meta Platforms et Carmax. Nous y reviendrons plus en détail dans notre section sur les compagnies.

De plus, nos banques américaines ont été aidées par la hausse des taux d'intérêt, mais moins qu'espérée. En contrepartie, elles ont augmenté leur réserve pour mauvais prêts en cas de récession en 2023. Nous sommes confiants que la situation est de nature cyclique et qu'à la prochaine reprise économique, leurs profits atteindront de nouveaux records.

Dans une moindre mesure, nos compagnies liées au secteur de la construction résidentielle ont aussi baissé en Bourse, et ce, malgré de bons résultats. Manifestement, le marché boursier anticipe une année difficile en 2023 pour le secteur. Déjà en fin d'année 2022, à cause de la hausse des taux d'intérêt, les données économiques de nouvelles commandes sont en forte baisse. Cependant, les perspectives à moyen et long terme demeurent excellentes. Depuis plusieurs années, le nombre de maisons construites ne suit pas la croissance démographique aux États-Unis. Il s'est ainsi créé un haut niveau de demandes cumulées non satisfaites (*pent-up demand*). Nous croyons que le nombre de maisons neuves nécessaire

pour revenir tout près de l'équilibre est de plus de 2 millions (comparé à un niveau de construction annuel de 1 million).

Même si notre performance fut décevante, nous avons évité des segments boursiers spéculatifs qui ont connu des baisses bien plus drastiques, souvent de l'ordre de 60% à 90%. Et dans bien des cas, ces baisses nous semblent justifiées et pourraient nécessiter plusieurs années pour se rétablir.

Baisses boursières : Quand un titre s'avérait escompter bien des années de croissance

En 2022, plusieurs titres qui voguaient dans la stratosphère des évaluations fantaisistes sont revenus sur Terre. Quand une compagnie ne fait pas de profit, il est difficile d'en évaluer la valeur intrinsèque. Dans un marché baissier, la réalisation de l'absence d'un plancher de valorisation peut causer une forte chute d'une action. Il y a des baisses boursières qui s'avèrent injustifiées et temporaires. Mais il y en a aussi des moins temporaires.

Nous avons toujours favorisé des titres dont la valeur intrinsèque nous apparaît plus élevée que leur cours boursier. Ainsi, si une compagnie vaut vraisemblablement – disons – 100\$ par action, il est fort possible que dans un marché baissier, son action en Bourse corrige de 70\$ à 50\$. Ce qui était sous-évalué est simplement devenu plus sous-évalué. Le meilleur remède dans ce cas-là est de faire preuve de patience sachant qu'un jour ou l'autre la Bourse reflétera la valeur intrinsèque de toute entreprise.

C'est une tout autre histoire pour une compagnie dont l'action se transigeait à 100\$ mais dont la valeur intrinsèque – calculée avec une marge d'erreur raisonnable – semble osciller autour de 25\$. Si l'action chute de 70% à 30\$ dans un marché baissier, cela n'en fait pas automatiquement une aubaine.

Pour illustrer cela, prenons en exemple une solide entreprise : Cisco Systems. Je connais bien Cisco puisque j'avais acquis des actions en 1997. Je les avais vendues quelques années plus tard quand l'évaluation était devenue très élevée.



Graphique 1 : titre de Cisco Systems de 1999 à 2022 (Source : Factset)

Comme vous voyez sur le graphique ci-haut, le titre avait grimpé de 23\$ à 80\$ de janvier 1999 à mars 2000. Au haut de 80\$, l'action se transigeait à 120 fois les profits par action de 0,65\$ réalisés en 2000. Le titre a alors fortement corrigé de 80\$ à 10\$ sur les deux années qui ont suivi. L'action s'est ensuite transigée dans une gamme de 15\$ à 30\$ pendant les 14 années qui ont suivi.

En 2022, l'action a terminé à un niveau de 50\$. Pourtant, la compagnie a réalisé une bonne performance au cours des années : ses bénéfices par action (BPA) ont touché 3,36\$ pour son exercice financier 2022 ce qui représente une croissance annuelle composée d'environ 8% sur 22 ans. Si on inclut les dividendes de 11,5\$ reçus sur 22 ans, de son haut en 2000, l'action a généré, depuis son zénith, un rendement total négatif d'environ 20% sur cette longue période. Cisco est pourtant une excellente compagnie. Son action était juste beaucoup trop chère en début 2000.

À notre avis, plusieurs titres populaires en 2021 qui ont fort baissé en Bourse en 2022 pourraient connaître un similaire parcours dans les années à venir. À Giverny Capital, nous tentons de toujours garder en tête la règle si importante enseignée par Ben Graham il y a plus 70 ans : l'importance de la marge de sécurité quand on évalue une entreprise.

Le réel coût des « stock-options »

*** Avertissement : Cette section est de nature comptable et pourrait causer de la somnolence. Elle peut être ainsi sautée par nos partenaires moins intéressé(e)s par le sujet. ***

Nous croyons qu'il est à propos cette année de rediscuter des « stock-options », soit les options d'achat d'actions émises par les entreprises aux employé(e)s que nous allons abréger à S-O.

À la fin des années 1990, lors des balbutiements des compagnies dites de la « nouvelle économie », le niveau des S-O est devenu fort élevé pour beaucoup de ces jeunes entreprises. Warren Buffett avait alors milité pour une meilleure comptabilité de ces coûts. Son argument était simple : « Si les S-O ne sont pas une forme de compensation, de quelle nature sont-elles? Et si une compensation n'est pas incluse dans le poste des dépenses, dans quelle partie devrait-elle se trouver? ». Les instances comptables se sont penchées sur la question et sont arrivées à une nouvelle formule GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) ajoutant une dépense pour les S-O basée sur le modèle Black-Scholes. À notre avis, c'est un modèle imparfait mais c'est mieux que pas de modèle du tout! Les profits comptables de plusieurs entreprises ont alors été réduits, de modestement à grandement.

Mais à mesure que le marché boursier est revenu en force après la crise financière de 2008, les S-O sont redevenues de plus en plus un poste important pour nombre d'entreprises, surtout pour les compagnies de haute technologie. Qu'à cela ne tienne, plusieurs analystes de Wall Street et plusieurs compagnies rapportent un chiffre additionnel à leurs résultats : les profits non-GAAP, qui souvent excluent le coût des S-O. Certains éléments financiers sont non récurrents et méritent d'être exclus des dépenses récurrentes. Certaines charges comptables (comme l'amortissement de l'intangible à la suite d'une acquisition) peuvent aussi être exclues si on considère objectivement qu'elles n'ont pas de réel impact sur la nature réelle de la profitabilité d'une entreprise.

Cependant, le coût des S-O est réel et parfois même plus élevé que les dépenses calculées dans les profits GAAP. Il y a une façon pragmatique d'en calculer approximativement le coût : bien des compagnies rachètent de leurs actions pour compenser le niveau de dilution des émissions suite aux S-O. On peut ainsi sous-peser la différence entre le produit des émissions des S-O et le coût alloué aux rachats des mêmes actions.

Revenons à l'exemple de Cisco Systems. Dans les 21 dernières années, Cisco a agressivement racheté de ses actions. Elle a réalisé des profits totaux d'environ 158 milliards de dollars (G\$) pendant ces deux décennies et a consacré 152G\$ aux rachats d'actions. Sur 7324 millions (M) d'actions au début de 2002, elle en a racheté environ 5923M. En revanche, elle a aussi émis, avec les S-O, plus de 2652M actions pour un effet net de réduire le nombre d'actions par 3271M. Les rachats ont été réalisés à un

coût moyen de 25,6\$ ce qui se compare avantageusement avec le cours actuel de 50\$ de l'action de Cisco. Cependant, les émissions d'actions ont été réalisées à un niveau moyen de 12,6\$. En tout et partout, nous avons calculé que le coût net de racheter toutes les actions émises sur 20 ans a été de plus de 34G\$ (soit 25,6\$ moins 12,6\$ multiplié par 2652M d'actions émises). Ce montant est comparé à 26G\$ en charges annuelles totales que la compagnie a passé en dépense sur 20 ans. Considérant que ce dernier moment est avant déductions impôts, la différence entre le coût des options net et le montant nécessaire pour les annuler a été de 3,6G\$. Voici un tableau illustrant ce calcul :

Cisco Systems	Nombre (M)	Montant (M)	Coût moyen
Nombre d'actions en début 2002	7 324		
Rachats d'actions 2002-2022	-5 923	-151 881\$	25,6\$
Émissions d'actions 2002-2022	2 652	33 343\$	12,6\$
Nombre d'actions net en 2022 approx.	4 053		
Coût net des rachats d'options		-34 661\$	
Charges cumulées coût des options		-25 861\$	
Recouvrement d'impôts des charges (@ 20%)		5 172\$	
Différence entre rachats et charges nettes		-3 628\$	

La conclusion est que les charges pour les S-O étaient clairement des réelles dépenses. La compagnie a dû consacrer environ 34,7G\$ de ses liquidités (ou 29,5G\$ net des impôts recouverts) à annuler leurs effets, des sommes qui auraient pu être versées en dividendes.

À Giverny Capital, nous incluons toujours les S-O dans nos propres calculs des profits. Les S-O sont là pour rester sans nul doute. Mais il faut bien en calculer les réels coûts comme on le fait pour un loyer, un salaire ou une dépense en R&D.

Perspectives 2023

Comme toujours, nous sommes agnostiques quant aux perspectives économiques et boursières pour l'année à venir. Cependant, nous tenons toujours mordicus à vous donner l'heure juste telle que nous la voyons. Il est vrai que la conjoncture économique est inquiétante en ce début d'année. L'inflation est un problème qui tarde à se résorber. Nous pourrions tomber en récession en 2023. Et la situation en Ukraine est préoccupante.

Nous croyons tout de même que posséder des compagnies de qualité, acquises à prix raisonnables, et de porter peu d'attention aux vicissitudes de l'économie, de la géopolitique et des marchés financiers est une stratégie gagnante à long terme. Nous l'avons répété aux cours des années : la leçon numéro un de mes 30 années en Bourse est que le pire ennemi de l'investisseur boursier est sa propension de tenter de prédire les marchés financiers. Pour s'enrichir en Bourse, il faut être investi en Bourse.

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%
2022	5%	-20%	-25%	7%	-18%	-25%
Total	2591%	2234%	-357%	893%	927%	34%
Annualisé	13,0%	12,4%	-0,6%	8,9%	9,0%	0,1%

* 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 5% (dividende inclus). Malgré les quelques changements effectués au portefeuille, nous croyons que cette estimation de la croissance des BPA de nos compagnies en 2022 est un reflet adéquat de leur réalité économique. De leur côté, nos titres en Bourse ont réalisé un rendement d'environ -20% (estimé sans l'impact des devises). Nos titres ont ainsi réalisé une performance inférieure aux compagnies sous-jacentes. Trois de nos compagnies ont connu une importante baisse de leurs profits en 2022 : Carmax, Ciena et Meta Platforms. Si ces trois entreprises avaient réalisé les mêmes profits qu'en 2021, le niveau d'accroissement de nos bénéfices propres aurait été d'environ 6% plus élevé.

Les compagnies composant le S&P 500 ont connu une hausse de leurs profits cette année de l'ordre de 7%. L'indice a réalisé une performance totale de -18% (les deux chiffres incluant le dividende).

Depuis 1996, nos compagnies ont crû leur valeur intrinsèque par environ 2591% et leurs titres en Bourse ont réalisé un rendement total d'environ 2234%. Sur une base annualisée, nos compagnies ont réalisé une performance intrinsèque de 13,0% versus 12,4% pour leur performance boursière (dividende inclus dans les deux cas mais ajustées sans effet de devise).

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.

Post-mortem quinquennal : 2017

Comme 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.

En 2017, nous avons acquis des actions de Frutarom, une compagnie israélienne d'essences naturelles. Elle fut acquise par International Flavors & Fragrances (IFF) en 2018 avec une importante prime.

Deux autres titres qui sont encore en portefeuille avaient été acquis en 2017 : Howden Joinery, une compagnie britannique fabricant des cuisines sur mesure et Edwards Lifesciences, une compagnie américaine de produits médicaux cardio-vasculaires. Voici leur performance sur 5 ans :

	BPA 17	BPA 22	Croissance	Action
Howden Joinery Group	0,30£	0,60£	100%	30%
Edwards Lifesciences	1,27\$	2,48\$	95%	110%

Howden et Edwards ont toutes deux grosso modo doublé leurs BPA sur 5 ans. Cependant, leurs actions respectives n'ont pas connu une performance similaire : Howden n'a augmenté que de 30% alors qu'Edwards a augmenté d'environ 110% (sans effet de devise). À tort ou à raison (on le verra dans quelques années), les analystes qui suivent Howden croient que la rentabilité de 2022 est anormalement élevée et ainsi le cours-bénéfice est bien plus bas que sa moyenne historique. Il est à noter que Howden verse un dividende correspondant à un rendement de plus de 2% annuel (non inclus dans cette analyse). Quant à Edwards Lifesciences, bien que les BPA aient tout de même crû à de hauts ratios sur cinq ans, la période de la COVID a retardé nombre d'opérations médicales et a contribué à réduire le niveau de sa rentabilité ces trois dernières années. Nous croyons tout de même que ses perspectives à long terme demeurent solides.

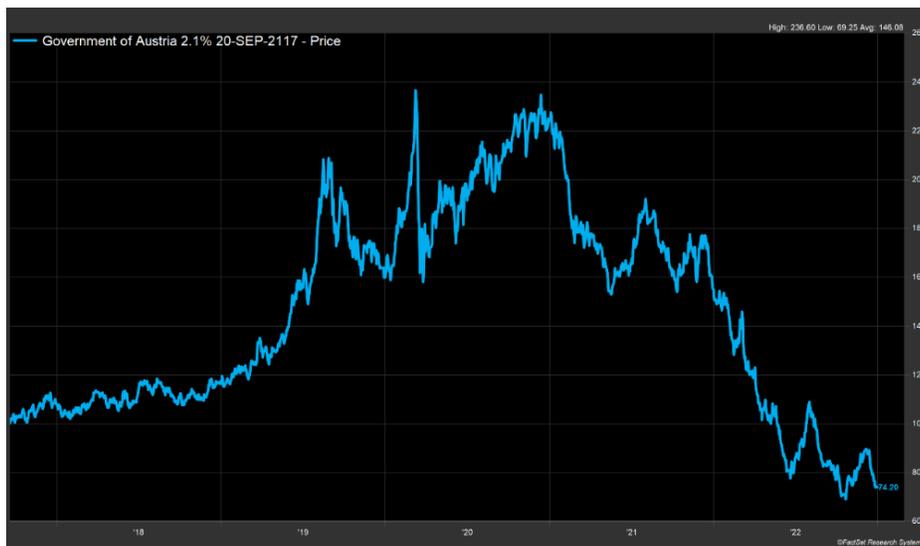
Nous avons aussi acquis en 2017 des actions d'une nouvelle entreprise : Liberty Formula One, la compagnie américaine qui possède les activités des courses automobiles Formule Un. La compagnie n'était pas encore profitable (une rareté pour nous) mais avait un plan de match pour grandement améliorer ses opérations. Nous avons vendu deux ans plus tard à environ 31\$ avec une légère perte. Nous étions alors déçus d'une profitabilité qui se tardait à se matérialiser. Nous aurions pu faire preuve de plus de patience car éventuellement la compagnie a réussi à améliorer ses opérations et ses perspectives sont meilleures aujourd'hui. L'action se transige aujourd'hui à plus de 70\$.

Retour sur l'obligation autrichienne de 100 ans émise en 2017

En 2019, nous soulignons dans la section « saveur du jour » le danger de l'obligation cent ans émise en 2017 par le gouvernement autrichien. Nous écrivions alors :

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

Voici les cours sur 5 ans de cette obligation depuis son émission :



Graphique 2 : Cotes de l'obligation 100 ans du gouvernement d'Autriche de 2017 à 2022 (Source : Factset)

Depuis son haut de 236€, l'obligation a reculé à moins de 75€ soit une baisse de 67%. Les investisseurs qui ont acheté au pair à l'émission ont encore un rendement négatif d'environ 14% en considérant les intérêts reçus durant la période. Mais ce n'est que la moitié de l'histoire : lors des cinq dernières années, l'inflation totale en Autriche a été de 16%. Ainsi, les investisseurs initiaux ont réalisé une perte de tout près de 30% de leur pouvoir d'achat sur 5 ans (et on ne parle pas de ceux et celles qui ont acheté entre 2019 et 2021).

La saveur du jour

L'année 2022 a été difficile pour le bitcoin (notre saveur du jour de l'an dernier). Il a reculé de 64%. La débâcle a été encore plus dramatique pour la compagnie FTX Trading Ltd, une plateforme de transactions de cryptomonnaies. À son haut de juillet 2021, la valeur marchande de la compagnie avait été établie à 18G\$. La compagnie s'est mise sous la protection des lois de la faillite en novembre 2022.

La valeur de toutes les cryptomonnaies combinées est passée de 3 billions (mille milliards) de dollars en novembre 2021 à environ 800G\$ en fin 2022, une baisse de 73%. Malgré cela, nous croyons tout de même que c'est le segment du monde financier qui nous semble encore le plus risqué. À notre humble avis, la valeur intrinsèque de ces objets de spéculation nous apparaît totalement arbitraire. Nous continuons donc de nous en tenir loin.

Nos compagnies

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 : Texas Roadhouse

Il y a 25 ans, j'avais acquis des actions de la chaîne de restaurants Outback Steakhouse. Nous sommes actionnaires de MTY Food Group depuis 2007. Finalement, nous avons aussi été actionnaires de Buffalo Wild Wings pendant quelques années. Je connais donc bien l'industrie des restaurants en Amérique du Nord.

Je me fais un devoir – lors de mes nombreux voyages aux USA – d'essayer de nouvelles chaînes de restaurants dans le noble but de dénicher de nouveaux investissements pour nos portefeuilles. Il faut dire qu'on n'a pas besoin de me tordre un bras pour essayer les merveilleux gâteaux de Cheesecake Factory, les fabuleux hamburgers de Shake Shack ou les divins burgers au poulet de Chick-fil-A (cette dernière n'est malheureusement pas cotée en Bourse mais je suis prêt pour le jour où elle le sera!).

Je ne suis jamais tombé sur un restaurant Texas Roadhouse, une chaîne de *steakhouse*. J'aurais dû faire plus d'effort pour en trouver un. Car je suis les finances de la compagnie depuis longtemps et elle a connu une croissance exceptionnelle.

J'avais regardé les fondamentaux de la compagnie plus en détail en 2017. L'action avait corrigé en début d'année à 40\$ et se transigeait à environ 20 fois les profits. Elle maintenait un taux de croissance de 15% bon an, mal an. Ses BPA de 1,97\$ avaient en effet quasi quadruplé depuis 2007. Texas Roadhouse possède en plus un beau bilan et réalise d'excellents rendements sur ses capitaux propres.

En 2022, la compagnie a réalisé 4,11\$ de BPA et l'action a terminé l'année à 100\$. Nous aurions pu réaliser un rendement de 150% sur 5 ans.

Médaille d'argent : O'Reilly Auto Parts

En février 2020, j'ai pris la décision de vendre nos dernières actions de O'Reilly Auto Parts. Nous avons été actionnaires pendant 16 ans et je croyais que la compagnie avait atteint un niveau de maturité qui rendrait la croissance future de ses BPA moins élevée que par le passé. Nous avons ainsi vendu nos dernières actions à un peu moins de 400\$ alors que la compagnie avait réalisé environ 18\$ de BPA en 2019. Ce niveau de profits était en hausse de 11% par rapport à 2018. Je croyais que la croissance plus faible allait se poursuivre.

Ce fut une erreur magistrale. Durant la pandémie, la compagnie a réalisé une performance hors pair. Ses pièces de remplacement pour voiture devinrent en grande demande. Puis sa capacité d'augmenter les prix a été bénéfique durant la hausse de l'inflation en 2021 et 2022. Elle a donc réalisé des BPA de tout plus de 33\$ en 2022 et l'action a terminé l'année à 844\$ soit plus de deux fois le niveau auquel je l'ai vendue il y a 3 ans.

Si nous avions conservé toutes les actions acquises en 2004, nous aurions réalisé un rendement total de 4100% soit 22% sur une base annualisée.

Médaille d'or : LVMH

LVMH est une compagnie française que je suis depuis longtemps. C'est la maison mère de la célèbre marque « Louis Vuitton » mais aussi de bien d'autres exceptionnelles entreprises (personnellement, ma favorite est le célèbre vignoble *Cheval Blanc*). J'ai ainsi toujours admiré les nombreux avantages compétitifs de la compagnie et la gestion de son président Bernard Arnault.

Durant la crise de l'euro à l'été 2011, l'action de LVHM avait reculé à moins de 100€ et se transigeait à environ 16 fois les profits. De pouvoir acquérir une des meilleures entreprises au monde à un ratio attrayant est une opportunité que j'aurais dû savoir saisir. J'y ai songé sérieusement mais j'ai préféré attendre une évaluation encore plus attrayante. Et j'ai eu plusieurs chances : le titre est demeuré à une évaluation raisonnable pendant plus de trois ans!

Depuis 2011, les BPA ont crû de 6,2€ à 29,6€ en 2022 soit un taux de croissance annuel composé de 15% : une performance phénoménale pour une entreprise de cette taille. L'action a touché les 800€ en début d'année 2023 pour un rendement annuel de plus de 20% sur ces onze années (et c'est sans compter les dividendes). Je cherche encore une excuse pour expliquer cette indécision.

Conclusion: un livre sur ma carrière et une qualité vitale

Saint-Jean Éditeur a publié en février 2023 un livre de l'auteur André Gosselin sur ma carrière intitulé : « *François Rochon : le parcours singulier d'un investisseur d'exception* ».

Évidemment, c'est un grand honneur d'avoir un livre publié sur mes 30 ans dans le monde de l'investissement. André s'est grandement inspiré de mes lettres annuelles et des entrevues que nous avons eues ensemble. Il a su aussi maintenir un ton captivant tout le long du livre tout en traitant de sujets parfois arides. Il y présente en détail le concept d'entreprises « autodéterminées » pour qualifier le type de compagnies dans lesquelles nous aimons investir à Giverny Capital. J'ose espérer que nos partenaires qui le liront connaîtront encore mieux notre philosophie de placement et le cheminement intellectuel qui y a mené.

J'ai hésité avant de participer au projet de livre d'André (pas très longtemps mais bon). En effet, je valorise régulièrement – dans mes écrits, conférences et rencontres avec clients – la vitale importance de l'humilité. Un livre biographique ne contribue en rien pour améliorer en moi ce trait de caractère. Malgré cela, je garde toujours en tête l'importance de cultiver l'humilité.

Pourquoi l'humilité est-elle si importante dans la vie et encore plus à la Bourse? Gérer des portefeuilles est une activité hyper compétitive et bien des gestionnaires (et leurs représentants en vente) ont naturellement tendance à souligner leurs bons coups dans le but d'aller chercher de nouveaux clients ou simplement conserver ceux qu'ils ont déjà. Wall Street et les compagnies de gestion de fonds ne sont pas nécessairement toujours peuplées de gens humbles : par un processus darwinien, les gens qui y survivent ont souvent un fort niveau de confiance en leur jugement.

Paradoxalement, la confiance en son jugement est réellement nécessaire pour réussir en Bourse. Les meilleurs placements sont ceux réalisés lorsque la majorité des autres investisseurs sont négatifs (vis-

à-vis les marchés ou sur un titre en particulier). Pour y arriver, cela nécessite une confiance en ses capacités d'évaluations des fondamentaux des dits placements. Mais il faut aussi savoir atteindre un fragile équilibre entre la confiance en son jugement et l'humilité.

Voici ce qu'écrivait le grand philosophe Erich Fromm sur l'humilité : « *La qualité la plus importante à développer est l'objectivité : la capacité de voir les choses telles qu'elles sont. La faculté de penser objectivement découle de la raison ; l'attitude affective qui sous-tend la raison est l'humilité. Être objectif, utiliser sa raison n'est possible que si l'on a acquis une attitude d'humilité, si l'on s'est libéré des rêves d'omniscience et d'omnipotence qui peuplèrent notre enfance.* »

Pour pouvoir analyser avec circonspection les marchés financiers et les diverses entreprises, l'objectivité est certainement essentielle. L'humilité est donc à la source de cette objectivité. De plus, l'humilité est nécessaire pour reconnaître qu'on ne peut pas prédire à court terme la Bourse et l'économie. On évite ainsi la plus grande erreur des investisseurs qui est de tenter de prévoir les marchés financiers.

L'humilité est aussi nécessaire pour accepter qu'on ne puisse pas avoir une opinion éclairée sur les milliers de compagnies listées en Bourse et qu'il faut ainsi pouvoir tracer un « cercle de compétence » autour des compagnies que l'on peut comprendre. Elle est tout autant nécessaire pour reconnaître nos erreurs (inévitables dans le monde du placement). L'humilité devient dans cette optique le catalyseur qui permet de toujours devenir un meilleur investisseur en tentant constamment d'apprendre de ses erreurs.

Charlie Munger a déjà dit que la plus grande qualité de Warren Buffett est son humilité, sa capacité à toujours vouloir apprendre, et ce, même après huit décennies à investir avec succès en Bourse.

Ma collaboration avec André a permis de cerner ensemble quelques idées synthèses fort pertinentes. Ce sont à mon avis, les conclusions importantes de son livre :

- Sur une longue période, investir en Bourse dans un groupe de solides compagnies est une stratégie gagnante. Cependant, peu d'investisseurs réussissent à obtenir de bons résultats car ils manquent de patience et jouent à la girouette avec le marché boursier.
- La clé pour réussir à faire mieux que la moyenne est de posséder des compagnies supérieures à la moyenne. Ces compagnies ont des caractéristiques « autodéterminées » dans leur modèle d'affaires leur permettant de mieux contrôler leur destinée que la moyenne.
- Il faut accepter que le capitalisme est un système complexe toujours en évolution. Il est difficile de prévoir le futur et de trouver des compagnies qui demeurent dominantes pendant plusieurs décennies. André prend en exemple des compagnies comme Sears et Kodak qui ont longtemps été des titans du capitalisme américain et ont aujourd'hui quasi disparu du paysage corporatif. Mais malgré d'inévitables perdants en portefeuille, les grands gagnants font toute la différence (à condition de les garder en portefeuille longtemps).

J'espère ardemment qu'il me reste maintes années dans le futur pour d'autres tomes (notez l'utilisation du pluriel!). Je n'aspire à rien de moins que la longévité de Roy Neuberger et de Philip Carret qui nous ont quittés à l'âge de 107 et 101 ans respectivement.

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 2023.

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 2022 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 retenues 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 2022 :
 - Rochon Global : S&P/TSX 15% S&P 500 40% Russell 2000 40% MSCI EAFE 5%
 - 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 événements 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.