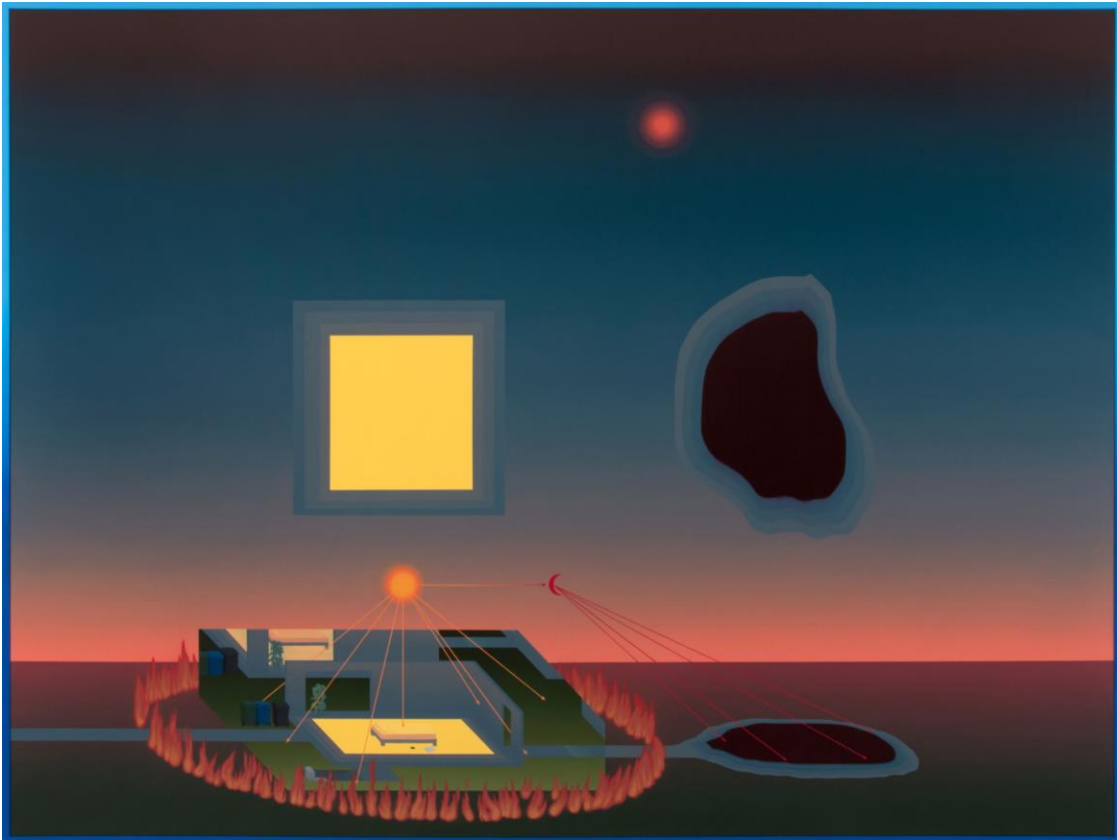


Lettre annuelle aux partenaires 2023

*30 ans*

**Portefeuille Rochon Global**



Nicolas Grenier  
Écho, 2018  
Huile et acrylique sur toile et cadre peint  
Collection Giverny Capital

## Historique

Il y a plus 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 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 et David, 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 c'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 2023

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 Nicolas Grenier. Elle est intitulée "Écho".

## Giverny Capital Inc. – Lettre annuelle aux partenaires 2023 ©

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2023, le rendement du portefeuille Rochon Global a été de 24,3% par rapport à un rendement de 17,5% pour notre groupe indiciel comparatif. Cela correspond à une valeur ajoutée de 6,8%. Le rendement du portefeuille Rochon Global et celui du groupe d'indices incluent une perte approximative de 2,5% 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 14,8% par rapport à 9,3% pour notre groupe indiciel comparatif. Sur ces 30 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<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%         |
| 2022             | -15,2%         | -12,3%         | -2,9%          | 6,8%          |
| 2023             | 24,3%          | 17,5%          | 6,8%           | -2,3%         |
| <b>Total</b>     | <b>6682,2%</b> | <b>1401,0%</b> | <b>5281,2%</b> | <b>3,2%</b>   |
| <b>Annualisé</b> | <b>14,8%</b>   | <b>9,3%</b>    | <b>5,5%</b>    | <b>0,1%</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 vis-à-vis 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 3,2% par rapport à la devise américaine. Cela correspond à un effet positif annualisé d'environ 0,1% 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 2023, le portefeuille Rochon US a réalisé 26,5% comparé à 26,3% pour le S&P 500. La valeur ajoutée a donc été de 0,2%.

Depuis le début de ce portefeuille en 1993, le rendement total est de 5410% soit 14,0% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P 500 a réalisé 1809% soit 10,2% annualisé. La valeur ajoutée annuelle a donc été de 3,9%.

| 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%          |
| 2023             | 26,5%          | 26,3%          | 0,2%           |
| <b>Total</b>     | <b>5410,0%</b> | <b>1808,6%</b> | <b>3601,4%</b> |
| <b>Annualisé</b> | <b>14,0%</b>   | <b>10,2%</b>   | <b>3,9%</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 2023, le portefeuille Rochon Canada a réalisé un rendement de 32,2% comparé à 11,8% pour le S&P/TSX pour une valeur ajoutée de +20,5%.

Sur 17 années, le rendement total du portefeuille Rochon Canada est de 1282% soit 16,7% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P/TSX, principal indice canadien, a réalisé 169% soit 6,0% annualisé. La valeur ajoutée annuelle est donc de +10,7%.

| Année            | Rochon Canada  | S&P/TSX       | +/-            |
|------------------|----------------|---------------|----------------|
| 2007             | 19,7%          | 9,8%          | 9,9%           |
| 2008             | -24,6%         | -33,0%        | 8,4%           |
| 2009             | 28,2%          | 35,1%         | -6,9%          |
| 2010             | 26,7%          | 17,6%         | 9,1%           |
| 2011             | 13,5%          | -8,7%         | 22,2%          |
| 2012             | 24,1%          | 7,2%          | 16,9%          |
| 2013             | 49,4%          | 13,0%         | 36,5%          |
| 2014             | 20,3%          | 10,6%         | 9,6%           |
| 2015             | 16,0%          | -8,3%         | 24,4%          |
| 2016             | 11,0%          | 21,1%         | -10,1%         |
| 2017             | 27,4%          | 9,1%          | 18,3%          |
| 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%           |
| 2023             | 32,2%          | 11,8%         | 20,5%          |
| <b>Total</b>     | <b>1281,7%</b> | <b>169,4%</b> | <b>1112,4%</b> |
| <b>Annualisé</b> | <b>16,7%</b>   | <b>6,0%</b>   | <b>10,7%</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 grimpé de 55% en 2023. L'action de a augmenté de 21%, a grimpé de 60% et a reculé de 1%.

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 2023

Bien peu de stratégestes économiques et/ou boursiers avaient prévu ce qui s'est produit en 2023.

D'abord, la "récession la plus annoncée de l'histoire" ne s'est pas (encore) matérialisée. Il est vrai que le Québec a connu deux trimestres consécutifs de croissance économique négative (la définition habituelle d'une récession), mais ce ne fut pas le cas dans le reste du Canada ni aux États-Unis.

Contre toute attente, la Bourse a très bien fait. Le S&P/TSX a réalisé un rendement de 11,8%, le S&P 500 a réalisé 26,3% (23,3% en dollar canadien), le Russell 2000 a réalisé 16,9% (14,2% en dollar canadien) et le MSCI EAFE a réalisé 18,1% (15,3% en dollar canadien).

Dès les premiers jours de ma carrière d'investisseur, j'avais décidé de ne pas tenter de prédire la Bourse et/ou l'économie en étant en tout temps quasi 100% investi. Dans le monde des prédictions boursières, l'agnosticisme est source de plus de création de richesse que le dogmatisme.

En 2023, le marché américain a été porté par les titres de méga-capitalisation qu'on a affectueusement surnommés les *sept magnifiques*. En fait, ces sept titres du S&P 500 ont réalisé un rendement pondéré de 87% contribuant à 16% du 26% de rendement de l'indice (incluant les dividendes). Ce qui veut dire que l'ensemble des 493 autres titres du S&P 500 a réalisé 10% (incluant les dividendes). Ainsi, le rendement du S&P 500 fut grandement polarisé et ne fut pas un reflet juste du rendement de l'ensemble des titres américains. Nous y reviendrons à la fin de cette lettre.

Notre portefeuille a obtenu un rendement satisfaisant, considérant qu'il était sous-pondéré dans les titres des *sept magnifiques*. Nos compagnies ont crû leurs profits d'environ 10% cette année (voir la section sur les bénéfices "propres"). Dans un environnement où la croissance des profits des compagnies en général fut stagnante, nos entreprises ont passablement mieux fait que la moyenne.

L'année fut difficile pour le secteur bancaire américain. Il fut secoué par la déroute de Silicon Valley Bank et de Signature Bank en mars dernier. Par ricochet, First Republic Bank a aussi été durement touchée. Nous avons rapidement vendu nos actions de First Republic Bank dès les premiers signes de problèmes et avons limité nos pertes à environ 1% de nos portefeuilles. Malgré les prédictions de contagion qui proliféraient en mars, la situation s'est rapidement stabilisée. Nos trois autres titres bancaires, Bank of America, M&T Bank et Bank OZK, ont somme toute bien fait en 2023.

### **Charlie Munger (1924-2023)**

En novembre dernier, à quelques semaines de son centième anniversaire, Charlie Munger nous a quittés. C'était pour moi comme perdre un ami de longue date même si je ne l'ai rencontré que quelques fois.

La première fois que j'ai entendu parler de Charlie était sans doute en conjonction avec Warren Buffett, son partenaire d'affaires de longue date à Berkshire Hathaway. Buffett en parlait comme d'un brillant associé bien sûr, mais encore plus comme un phare éclairant. En 2002, j'ai fait mon pèlerinage annuel à Omaha pour assister à l'assemblée de Berkshire. Mais cette fois-là, j'y avais greffé un séjour à Los Angeles pour aller à l'assemblée annuelle de Wesco Financial que présidait alors Charlie. À l'époque, il n'y avait que quelques centaines d'actionnaires présents et j'ai eu la chance de le rencontrer.



Charlie Munger et moi (et oui, j'avais des cheveux!) en mai 2002.

Pour moi, Charlie c'était le triomphe de l'érudition, de la rationalité et de la franchise.

Sa franchise se manifestait, entre autres, par ses nombreux *mungerismes* (des phrases lucides qui avaient le don d'être cinglantes). Ma favorite est : « si vous n'êtes pas capable de vivre avec équanimité à travers une baisse de 50% de la Bourse quelques fois par siècle, vous n'êtes pas digne d'être un actionnaire de compagnies publiques et vous mériterez les mauvais résultats que vous allez obtenir ». Il aimait ajouter que « la meilleure façon d'obtenir ce que vous voulez dans la vie est de le mériter ».

Plus que tout, il était un avide lecteur sur maints sujets. Il aspirait à toujours en savoir plus sur tout. Ses enfants le décrivaient tel un livre avec deux pattes. Il pouvait autant discuter d'histoire, d'architecture, de psychologie que de science. Il disait qu'une vie vouée à devenir riche en possédant des petits bouts de papier (des actions) n'était pas une vie réussie. Et que bien des gens brillants deviennent prisonniers de leurs talents. Son érudition élargie lui permettait ainsi de ne pas succomber à la maxime qu'il avait énoncée si brillamment : « pour un homme avec seulement un marteau, tous les problèmes ressemblent à des clous ».

C'est probablement cet aspect de Charlie qui m'a le plus influencé. Bien entendu que le côté investissement est au centre de ma vie (tout comme ce l'était pour Charlie). Mais j'ai toujours voulu avoir des connaissances élargies dans plusieurs domaines et – bien que j'eusse déjà commencé étant plus jeune – c'est Charlie qui a réussi à canaliser cette quête de savoir. Que ce soit dans les domaines des arts, de la psychologie, des sciences ou de l'histoire, j'ai toujours cherché à comprendre notre monde plus en profondeur.

S'il y a une citation qui synthétise Charlie et qui devrait être le mantra de tout être humain aspirant à devenir plus éclairé c'est : « ...j'aime comprendre ce qui fonctionne et ce qui ne fonctionne pas dans les systèmes humains. Pour moi, ce n'est pas facultatif; c'est une obligation morale. Si vous êtes capable de comprendre le monde, vous avez l'obligation morale de devenir rationnel. »

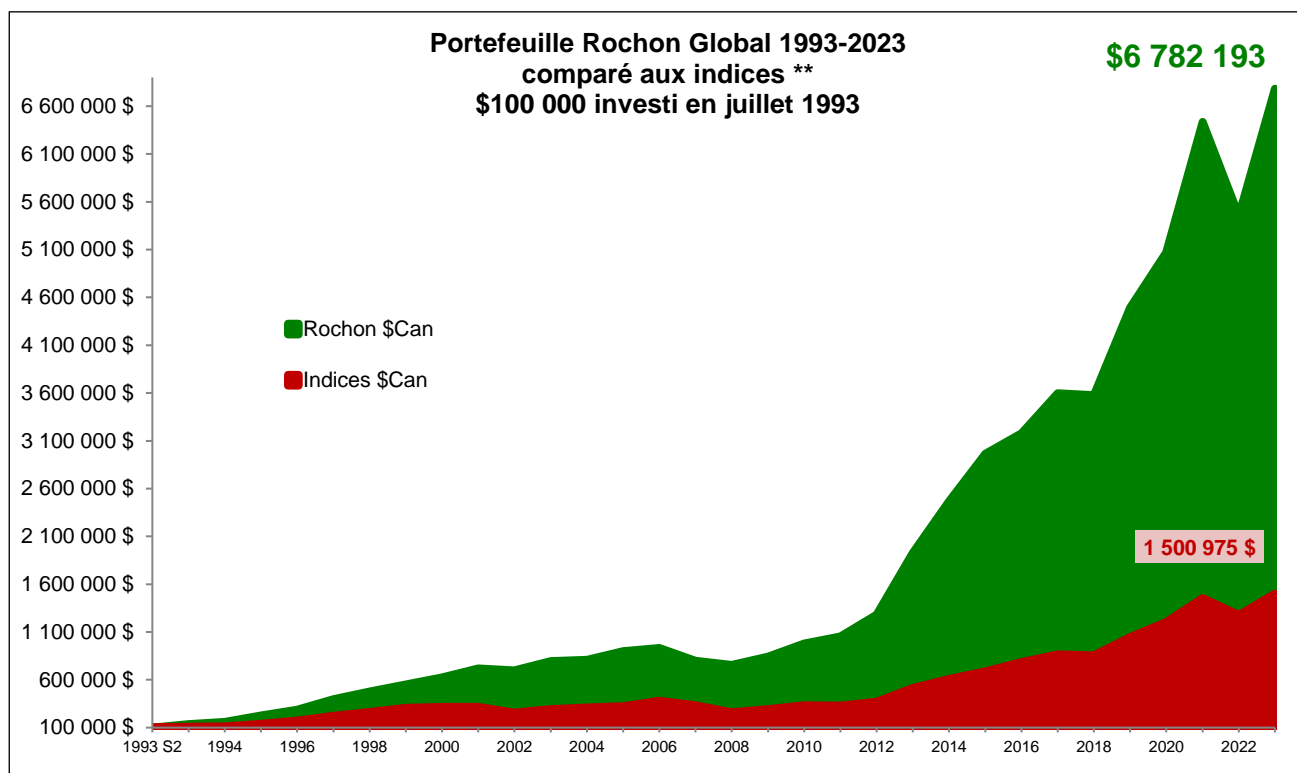
### **30 années d'investissement en Bourse**

Voilà maintenant plus de 30 années que j'investis en Bourse. En novembre 1992, j'ai lu les écrits de Ben Graham et Peter Lynch et j'ai découvert une approche rationnelle pour investir en Bourse. Au début de 1993, j'ai lu tous les écrits de Warren Buffett et y ai découvert une philosophie de sélection de compagnies de qualité avec un horizon à très long terme. Dès ce moment, j'ai décidé de tenter de mettre en pratique les préceptes de M. Buffett avec mon propre argent.

Trois décennies plus tard, le portefeuille Rochon Global (qui sert de modèle à Giverny Capital depuis sa fondation) a réalisé un rendement total de 6682% soit environ 14,8% sur une base annualisée. Je suis toujours demeuré fidèle à la même philosophie de placement qu'aux premiers jours. Bien que j'ai progressivement synthétisé une approche personnelle, je suis toujours demeuré ancré aux solides principes énoncés par M. Buffett (il ajouterait que si des principes changent avec le temps, ce ne sont pas des principes!). Je suis immensément reconnaissant envers lui pour ses sages enseignements.

Warren Buffett était le disciple de Ben Graham et aime rappeler qu'on peut résumer les idées de Ben Graham en trois grands principes de base que j'ai aussi faits miens :

1. Il faut considérer l'achat d'actions comme l'acte de devenir propriétaire d'entreprises. L'investisseur est d'autant intelligent (selon la vision de Graham) qu'il se comporte comme un homme (femme) d'affaires et non comme un spéculateur (spéculatrice).
2. La Bourse est telle une entité maniaco-dépressive. Il faut donc savoir demeurer imperméable aux fluctuations boursières des actions et se concentrer à ce qui arrive à la compagnie. En d'autres mots, il faut savoir focaliser sur la valeur intrinsèque plutôt que sur la cote boursière.
3. Il faut se laisser une marge de sécurité dans notre processus d'évaluation d'entreprise. De la même façon qu'un ingénieur qui doit bâtir un pont pouvant soutenir 500 tonnes de matériel roulant ferait ses calculs pour 750 tonnes.



\*\* 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.

[Voir les notes sur les rendements des portefeuilles Rochon à l'annexe 2 de cette lettre.](#)

En contemplant ce graphique, on pourrait croire que ce fut une période de forte croissance qui s'est déroulée quasi en ligne droite sans crise majeure. Ce ne fut pas le cas. Ce graphique reflète les accroissements sur une base annuelle. Si on utilisait un axe des X plus étendu, par exemple sur une base hebdomadaire, on y verrait les nombreuses et parfois énormes fluctuations des marchés financiers depuis 1993. Les crises n'ont pas manqué : la Bourse a baissé de 50% à deux reprises et de plus de 20% à sept reprises sur ces trois décennies.

J'ai appris bien des leçons au cours des années. J'en avais déjà traité lors des 20 ans du portefeuille et je ne veux pas me répéter (je vous invite à relire la lettre de 2013). La leçon qui demeure reine de toutes les leçons est celle-ci : **la meilleure philosophie de sélection de titres boursiers est futile si on tente de prévoir le marché boursier.** La pire erreur des investisseurs en Bourse est de tenter de prévoir à court terme (quelques années ou moins) la direction des marchés.

Notre mission à Giverny Capital est d'être propriétaires à long terme d'une vingtaine de compagnies supérieures à la moyenne et de demeurer imperturbables vis-à-vis les vicissitudes de l'économie, de la géopolitique et des marchés financiers.



Bien entendu, il y aura toujours des investisseurs qui veulent tenter de prévoir la Bourse malgré toutes les études qui démontrent la futilité d'une telle quête. Les intentions de ces investisseurs sont louables (optimiser le rendement de leurs capitaux) mais elles demeurent illusoire. Cela se traduit par des phrases comme « je trouve le marché cher : je crois qu'on devrait sortir des marchés temporairement » ou par la fameuse et récurrente expression « je ne trouve pas que c'est un bon temps pour investir en Bourse ». Les raisons évoquées changent d'une année à l'autre, mais cela revient toujours à la même erreur : se priver de posséder des compagnies de qualité par peur de quelconques événements macro-économiques et/ou politiques (qui sont de nature indubitablement temporaire).

### **L'exemple de McDonald's en 1967**

Un film fascinant sur les débuts d'une grande entreprise est « The Founder » sur l'histoire de Ray Kroc et des frères McDonald.

On y découvre, entre autres, comment Harry J. Sonneborn eut l'idée de génie de transformer le modèle d'affaire de McDonald's en y greffant une composante corporative immobilière. M. Sonneborn aida ainsi Ray Kroc à mettre en place une des plus spectaculaires histoires de croissance de l'histoire du capitalisme. M. Sonneborn devint, en 1959, le premier président de McDonald's.

Malheureusement, en 1967, les deux hommes eurent un différend et M. Sonneborn quitta la compagnie. M. Kroc croyait que McDonald's devait poursuivre son agressive expansion alors que M. Sonneborn prônait la prudence puisqu'il croyait que les États-Unis tomberaient en récession l'année suivante et que la compagnie devrait mettre ses plans de croissance en pause.

Durant les cinq années qui suivirent, les ventes de McDonald's ont crû de 51 millions de dollars (M\$) en 1967 à 385M\$ en 1972 et les bénéfices par action (BPA) ont grimpé de 0,20\$ à 0,95\$ (en utilisant le nombre d'actions de 1972). En 1977, les ventes annuelles de McDonald's avaient atteint 1,4 milliard de dollars (G\$) et les BPA étaient 17 fois plus élevés qu'en 1967.

### **Perspectives 2024**

Comme toujours, nous demeurons agnostiques quant aux perspectives économiques et boursières pour l'année à venir.

Nos compagnies continuent de bien naviguer à travers les eaux agitées de l'économie mondiale malgré les nombreuses sources d'inquiétudes qui perturbent le sommeil de nombreux investisseurs. Fort probablement, l'année en cours verra son lot d'incertitudes, de données économiques décevantes et de craintes géopolitiques (ou politiques tout court!). Nous demeurons bec et ongles convaincus que nos compagnies devraient continuer à nous enrichir à des taux supérieurs à la moyenne à long terme. Nous sommes confiants qu'elles réaliseront, dans leur ensemble, des profits records en 2024.

### **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 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%        |
| 2023             | 11%                        | 27%          | 16%         | 2%          | 26%          | 24%         |
| <b>Total</b>     | <b>2887%</b>               | <b>2859%</b> | <b>-28%</b> | <b>917%</b> | <b>1194%</b> | <b>277%</b> |
| <b>Annualisé</b> | <b>12,9%</b>               | <b>12,9%</b> | <b>0,0%</b> | <b>8,6%</b> | <b>9,6%</b>  | <b>1,2%</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 11% (dividendes inclus). Malgré les quelques changements effectués au portefeuille, nous croyons que cette estimation de la croissance des BPA de nos compagnies en 2023 est un reflet adéquat de leur réalité économique. De leur côté, nos titres en Bourse ont réalisé un rendement d'environ 27% (estimé sans l'impact des devises). Nos titres ont ainsi réalisé une performance supérieure aux compagnies sous-jacentes. Cette hausse rectifie la sous-performance des titres en 2022 par rapport à leur performance intrinsèque.

Les compagnies composant le S&P 500 ont connu une hausse de leurs profits cette année de l'ordre de 0,4% (environ 1,6% en incluant les dividendes). L'indice a réalisé une performance totale de 26% (incluant les dividendes).

Depuis 1996, nos compagnies ont crû leur valeur intrinsèque par environ 2887% et leurs titres en Bourse ont réalisé un rendement total d'environ 2859%. Sur une base annualisée, nos compagnies ont réalisé une performance intrinsèque de 12,9% comparée à 12,9% pour leur performance boursière (dividendes inclus dans les deux cas, mais ajustées sans effet de devise). L'indéniable similitude – sur une longue période – entre ces deux chiffres ne relève pas du hasard. C'est en ligne avec le principe fondamental qu'à long terme les titres en Bourse finissent par refléter la valeur intrinsèque des compagnies sous-jacentes (si évidemment, un prix raisonnable a été payé pour lesdits titres au départ).

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 : 2018**

En 2018, nous avons acquis des actions de trois nouvelles entreprises : Facebook (maintenant Meta Platforms), Charles Schwab et NVR.

|                                 | BPA<br>2018 | BPA<br>2023 | Croiss.<br>Annuelle | Cours<br>2018 | Cours<br>2023 | Rend.<br>Annuel |
|---------------------------------|-------------|-------------|---------------------|---------------|---------------|-----------------|
| Meta Platforms (Facebook)       | 7,57\$      | 14,87\$     | 14%                 | 131\$         | 354\$         | 22%             |
| The Charles Schwab Corp.        | 2,45\$      | 3,13\$      | 5%                  | 41,5\$        | 68,8\$        | 11%             |
| NVR Inc.                        | 195\$       | 463\$       | 19%                 | 2 437\$       | 7 000\$       | 23%             |
| <b>Moyenne des trois titres</b> |             |             | <b>13%</b>          |               |               | <b>19%</b>      |
| Comparaison avec le S&P 500     | 162         | 221         | 6%                  | 2477          | 4770          | 10%             |

Après 5 ans, notre conclusion est que deux de ces trois titres furent de bons placements : Facebook et NVR. La première entreprise a quasi doublé ses profits sur 5 ans et le titre a grimpé de 131\$ à 354\$ pour un rendement annuel de 22%. NVR a aussi très bien fait : ses BPA ont crû de 19% annualisé et le titre a presque triplé depuis notre achat.

Nous avons acquis Facebook en 2018 alors que le titre était très impopulaire après le scandale de Cambridge Analytica (que la grande majorité des investisseurs ont probablement aujourd'hui totalement oublié). L'évaluation nous apparaissait alors très attrayante.

Nous avons aussi acquis NVR après que le titre eut chuté en Bourse. La hausse des taux d'intérêt en 2018 (qui fut de courte durée) avait alors affecté les actions des compagnies de construction résidentielle. Nous suivions NVR depuis des années et avons donc profité de l'occasion pour devenir actionnaires.

Charles Schwab fut un placement plus décevant. Les BPA n'ont grimpé qu'à un taux de 5% et ce malgré l'importante acquisition de TD Ameritrade. En fait, nous croyions que Schwab ferait bien durant une hausse des taux d'intérêt et ce ne fut pas le cas. L'action en Bourse a tout de même augmenté d'un peu plus de 50%, mais cela ne change pas le fait qu'à ce jour, ce fut un placement sous nos attentes. À notre avis, les avantages compétitifs de Schwab se sont cependant appréciés depuis

cinq ans et les perspectives à long terme sont toujours aussi solides. C'est la raison pourquoi nous avons décidé de demeurer actionnaires.

Ce post-mortem serait incomplet sans ajouter que nous avons utilisé une partie de la vente d'actions de Bank OZK pour financer l'achat de Schwab. Nous avons conservé un petit poids dans OZK, mais, avec un recul de 5 ans, force est de constater que cette transaction fut une erreur. En effet, sur 5 ans, OZK a augmenté ses BPA de 12% par année et le titre a grimpé par environ 12% annuellement (environ 15% annuel si on inclut les dividendes versés). Nous aurions obtenu un meilleur rendement au bout du compte si nous avions simplement continué de conserver nos actions de Bank OZK.

### **La saveur du jour**

Habituellement, il ne faut pas chercher loin pour trouver ce qui peut s'avérer la saveur du jour en Bourse. Souvent, c'est un segment des marchés qui a bien fait récemment et qui aussi comporte – à défaut d'une meilleure formulation – une bonne histoire.

Voilà quelques années déjà que l'intelligence artificielle (IA) prend son envol. Il en fut question plus que jamais en 2023, que ce soit au niveau des engins d'IA générative (Gemini de Google et ChatGPT d'OpenAI) qu'au niveau des puissants serveurs et multiprocesseurs nécessaires pour utiliser l'IA.

Bien entendu qui dit popularité boursière dit haute évaluation. Souvent, un titre avec un haut P/E escompte bien des années de croissance future. On peut avoir raison sur le succès d'une entreprise sans nécessairement réaliser de bons rendements lorsqu'on a manqué de prudence sur le prix payé.

Plus précisément, il faut réaliser que les compagnies d'équipements pour serveurs IA bénéficient d'une explosion des dépenses en investissement (de la part de compagnies comme Facebook, Microsoft, Amazon et Google). Ces dépenses ne seront pas nécessairement de nature toujours récurrente dans le futur. Ainsi, de capitaliser les profits actuels de telles équipementiers bien des années dans le futur pourrait s'avérer une présomption optimiste.

### **Nos compagnies**

*Note : Cette section de la lettre annuelle est toujours longue. Nous tenons en effet à vous donner l'heure juste sur nos entreprises en portefeuille. En fait, nous tentons de vous présenter l'information dont nous aimerions nous-mêmes prendre connaissance si nos rôles étaient inversés. Les prix sont en date du 31 décembre 2023.*

*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 2023 (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 : Brown & Brown**

Nous avons été actionnaires des Brown & Brown, une compagnie de courtage en assurances de la Floride, pendant 5 ans de 2004 à 2009. Nous aimons l'industrie du courtage d'assurances qui est plus stable et moins risquée que l'activité de souscription. Elle est cependant composée de nombreux participants et il est difficile d'y avoir un avantage compétitif. Brown & Brown semblait extrêmement bien gérée et avait connu une longue période de très forte croissance, principalement par acquisitions.

Après la crise de 2008, la compagnie passait à travers une période de stagnation des profits. De plus, nous étions déçus du plan de succession du fondateur Hyatt Brown. Nous avons décidé de vendre en 2009 puisqu'à l'époque les aubaines abondaient et nous trouvions plusieurs autres titres avec de meilleures perspectives de rendement.

La stagnation des profits de Brown & Brown s'est poursuivie puisqu'il a fallu attendre l'année 2013 pour que la compagnie retrouve son niveau de rentabilité de 2007. De 2013 à 2023, la croissance des BPA a été de 14% par année. Et le titre a grimpé de \$14 au début de 2013 à \$71 en fin 2023 (environ 16% annualisé). Finalement, force est de constater que le nouveau PDG de Brown & Brown, Powell Brown, a effectué un travail exceptionnel. Il faut toujours continuer de suivre les compagnies qu'on vend. Les choses peuvent changer pour le pire, mais aussi parfois pour le mieux.

Je ne crois pas que vendre l'action en 2009 fut une erreur. Mais ce fut une erreur d'arrêter de suivre la compagnie. J'aurais pu ainsi m'apercevoir de l'amélioration des fondamentaux de Brown & Brown.

## Médaille d'argent : Chipotle

Chipotle Mexican Grill est une chaîne de restauration rapide de nourriture mexicaine. La compagnie fut créée par McDonalds et rendue indépendante en 2006. Intéressé par la compagnie, je suis évidemment allé essayer un de leur restaurant en 2007. J'ai aimé mon expérience. De 2007 à 2015, les revenus ont plus que quadruplé de 1G\$ à 4,5G\$ et les BPA ont grimpé de 2\$ à 15\$. J'ai rencontré la compagnie à quelques reprises au cours de ces années et j'ai toujours admiré la haute direction et la culture mise en place.

Malheureusement, en fin 2015, la compagnie dû faire face à une crise liée à des maladies alimentaires. Les ventes et BPA furent affectés et l'action en Bourse chuta de moitié d'un haut de 759\$ en 2015 à un creux de 353\$ en 2016. À ce moment, nous avons décidé d'étudier en profondeur la situation. J'en étais venu à la conclusion que la compagnie allait fort probablement lentement se remettre sur pied et d'ici quelques années non seulement retrouver sa profitabilité de 2015, mais même éventuellement doubler ses BPA de 2015 à 30\$ au début des années 2020. Avec un cours-bénéfice de 25x, cela donnait un potentiel à l'action d'au moins doubler sur 5 ou 6 ans. Mais je n'ai pas agi sur cette conviction.

La situation a pris du temps à se résorber. Ce n'est qu'en 2018 que les ventes ont dépassé le niveau de 2015 et en 2019, les BPA ont atteint 13,7\$. L'action avait alors remonté à un haut de 800\$ en 2019. Puis est arrivée la pandémie de la Covid-19. L'action de Chipotle a chuté à 415\$ en quelques jours en mars 2020. Ce fut une seconde chance pour nous d'investir. Encore une fois, j'ai passé mon tour.

En 2023, les BPA ont atteint 45\$ soit trois fois le niveau de 2015. Et l'action a terminé l'année à 2287\$. À ma défense, on pourrait argumenter qu'en 2016, il y avait pas mal d'inconnu quant à la probabilité que la compagnie se remette de sa crise alimentaire. Ce n'était plus le cas en mars 2020. Nous aurions pu quintupler notre argent en moins de quatre ans si j'eusse décidé de passer à l'action.

## Médaille d'or : Novo Nordisk

Mon erreur de Novo Nordisk mérite plus qu'une médaille d'or. Elle mériterait un Oscar pour l'ensemble de sa carrière (*Oscar for lifetime achievement*).

Novo Nordisk est une compagnie pharmaceutique danoise qui est le leader mondial des médicaments contre le diabète. J'ai commencé à suivre la compagnie vers 1998 quand l'action se transigeait à environ 1,25\$ (ajusté pour fractionnements). Le titre a augmenté par un facteur d'environ 100 fois sur 25 ans (un rendement annuel composé de 20%). Voilà une raison suffisante pour octroyer l'Oscar mentionné ci-haut.

Mais de manière plus précise, c'est vraiment en 2014 que j'aurais dû allumer. Je suis alors allé en juin à Copenhague pour visiter le siège social de la compagnie. J'ai étudié Novo Nordisk plus en détail et réalisé toute l'ampleur des avantages compétitifs que possèdent ses médicaments. L'action se transigeait alors à 22\$ et la compagnie réalisait 0,83\$ de BPA. La compagnie a maintenu jusqu'en 2022 un taux de croissance d'environ 10% de ses BPA (auquel on peut ajouter un rendement du dividende d'environ 1,5%).

Cependant un nouvel élément a relancé la croissance de Novo. La compagnie a mis en marché un nouveau médicament d'abord voué aux personnes atteintes du diabète, mais qui s'avère aussi aider à perdre du poids : l'Ozempic. Et j'étais aux premières loges puisque je suivais la compagnie de près.

En 2023, les ventes d'Ozempic ont pris un envol phénoménal et les BPA ont explosé de 51%. Et on prévoit une croissance de l'ordre de 25% en 2024.

Le titre se transige aujourd'hui à 133\$ soit 6 fois le niveau d'il y a 10 ans. Avec le dividende, nous aurions pu réaliser un rendement annuel de plus de 20% sur ce placement. J'ai toujours trouvé le titre "trop cher", mais c'est une bien mauvaise excuse pour mon inaction.

### **Conclusion: Une grande polarisation pour le S&P 500.**

Je veux revenir sur les titres du S&P 500 qu'on a surnommé les "Sept Magnifiques". Comme l'indique le tableau qui suit, ils forment en ce moment environ 29% du poids du S&P 500 (et donc les 493 autres titres comptent pour 71%). Leur cours-bénéfice moyen est de 40 fois et de 33 fois si on exclut du calcul Tesla (qui a un P/E élevé). Ce ratio de 33x est environ deux fois le P/E moyen de tous les autres titres du S&P 500.

|                        | % du<br>S&P 500 | P/E 2024<br>Est. * |
|------------------------|-----------------|--------------------|
| Les "Sept Magnifiques" |                 |                    |
| Microsoft              | 7.2%            | 33                 |
| Apple                  | 6.2%            | 26                 |
| NVIDIA                 | 4.6%            | 42                 |
| Amazon                 | 3.8%            | 56                 |
| Alphabet               | 3.7%            | 20                 |
| Meta platforms         | 2.5%            | 25                 |
| Tesla                  | 1.3%            | 80                 |
| Moyenne                |                 | 40                 |
| Moyenne sans Tesla     |                 | 33                 |

\* estimés par Giverny

Données en date du 29 fév. 2024

Vous noterez que nous possédons seulement deux de ces sept titres (Alphabet et Meta). Et que ce sont aussi les deux titres avec la plus faible évaluation boursière (20x et 25x respectivement). Nous possédons aussi indirectement une participation dans Apple par l'entremise de Berkshire Hathaway.

Une telle polarisation du S&P 500 dans quelques titres n'est pas la norme mais elle s'est déjà produite par le passé. Souvent, elle crée aussi un engouement dans l'achat de fonds indiciels calqués sur le S&P 500.

Ce que je qualifierais de "valse indicielle" peut se résumer ainsi : Quelques titres de très grande capitalisation font très bien et propulsent le S&P 500 vers de forts rendements. Les gestionnaires qui ne possèdent pas ces titres (ou les sous-pondèrent) ont une performance inférieure aux indices et nombre de leurs clients quittent le bateau pour investir dans des fonds indiciels.

Des gestionnaires – motivés de ne pas perdre leur poste – lancent la serviette et achètent en nombre de plus en plus nombreux les grands titres de l'indice pour freiner leur sous-performance. Et ces achats

propulsent à nouveau lesdits titres à de nouveaux hauts ce qui accentue la sous-performance des autres gestionnaires différents des indices. Et ainsi de suite.

Comment cette valse peut-elle s'arrêter? De la même façon que la loi gravitationnelle gouverne la matière dans notre univers, la loi de la valeur intrinsèque finit toujours par l'emporter en Bourse et ramène éventuellement sur Terre tout titre se transigeant au-dessus de sa valeur sous-jacente. La différence avec la gravité est que cela ne se fait pas instantanément. Pour utiliser un jargon scientifique : la variable temps ne fait pas partie de l'équation.

Retournons un peu en arrière pour avoir plus de perspective historique. Voici le top 10 du S&P 500 en 1973 et en 2000 :

| <b>Top 10 S&amp;P 500</b>     | <b>Top 10 S&amp;P 500</b> |
|-------------------------------|---------------------------|
| <b>En 1973</b>                | <b>Au début 2000</b>      |
| IBM                           | General Electric          |
| AT&T                          | Intel                     |
| Exxon <sup>1</sup>            | Cisco Systems             |
| Kodak                         | Microsoft <sup>2</sup>    |
| GM                            | Pfizer                    |
| Sears                         | Exxon Mobil               |
| Xerox                         | Walmart                   |
| General Electric <sup>1</sup> | Oracle                    |
| 3M                            | AT&T                      |
| Texaco                        | Nortel Networks           |

<sup>1</sup> Encore dans le top 10 en 2000

<sup>2</sup> Encore dans le top 10 en 2023

On peut réaliser à l'analyse de ce tableau que peu de compagnies dominantes dans le passé demeurent sur une très longue période. Des 10 plus grandes capitalisations de 1973, seules deux l'étaient encore en 2000 (et aucune ne sont dans la liste du top 10 de 2023). Quant à la liste du top 10 de 2000, une seule compagnie est encore dans la liste aujourd'hui (Microsoft).

À la fin des années 90 et au début de l'année 2000, on voyait le même phénomène qu'aujourd'hui : le S&P 500 avait fait mieux que la grande majorité des gestionnaires propulsés par son top 10. Qu'est-il arrivé subséquentement?

| <b>Période de 2000 à 2023 (24 ans)</b>               | <b>Total</b> | <b>Annuel</b> |
|--|--------------|---------------|
| <b>Top 10 S&amp;P 500 (estimé Giverny)</b>           | 223%         | 5,0%          |
| <b>S&amp;P 500</b>                                   | 412%         | 7,0%          |
| <b>Groupe indicier comparatif Giverny (USD) *</b>    | 433%         | 7,2%          |
| <b>Portefeuille Rochon Global (estimé en USD) **</b> | 1242%        | 11,4%         |

\* 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.

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

Dans les 24 années qui ont suivi, le S&P 500 a eu un rendement moindre que sa moyenne historique avec un rendement annuel d'environ 7%. Les titres composant le top 10 du S&P 500 en 2000 ont généré un rendement encore plus bas à environ 5% annualisé. Et le portefeuille Rochon Global a réalisé un rendement de plus de 11% annuel (exprimé en dollars américains) durant cette période.



Ainsi, même si on investit à un moment où les actions sont chères (comme au début de 2000, juste avant la correction boursière de 2000-2002), on peut obtenir des rendements très acceptables si on conserve un horizon à long terme. On peut aussi conclure que si on achète ce qui est cher et populaire, on peut se retrouver avec des rendements décevants même si on pensait adopter une approche passive.

Loin de moi l'idée de vouloir médire sur la gestion indicielle. Le concept est sensé. Le problème se situe au niveau de la nature humaine des investisseurs. C'est plus fort que beaucoup d'entre eux : ils vont acheter ce qui a marché à court terme, souvent au plus mauvais moment (après une forte hausse). Puis ils vont lancer la serviette aussi au plus mauvais moment (après une forte baisse).

De plus, la facilité d'acheter et de vendre des fonds indiciels rend le niveau de transactions bien plus élevé que pour d'autres stratégies. Ainsi, la durée de détention des fonds transigés en Bourse (ETF) est dramatiquement plus basse que la détention moyenne des actions en général ou d'un fonds mutuel en gestion active. L'équation est simple et mathématique : plus les investisseurs transigent, plus faibles sont leur rendement. L'approche indicielle qui se doit d'être passive et à long terme pour être bénéfique devient la majorité du temps active et à court terme. Et avec des résultats financiers qui au bout du compte n'atteignent pas la cible pour un grand nombre de participants.

Notre philosophie d'investissement de soigneusement sélectionner des entreprises de grande qualité acquises à prix raisonnable et de les conserver en moyenne de nombreuses années nous a grandement récompensés à ce jour. Et en plus, elle fait bien du sens.

### **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.

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 profitables, au bilan solide et au modèle d'affaires dominant conjugués avec des évaluations boursières raisonnables.

Nous tenons aussi à vous offrir un service à la hauteur de vos attentes. N'hésitez donc pas à communiquer avec nous pour toute question que vous pourriez avoir sur votre compte.

Toute l'équipe de Giverny Capital vous remercie et vous souhaite une bonne année 2024.

A handwritten signature in blue ink that reads "François Rochon". The signature is written in a cursive, flowing style.

François Rochon, Président.

## 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 2023 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 2023 :
  - Rochon Global : S&P/TSX 16% S&P 500 40,25% Russell 2000 40,25% MSCI EAFE 3,5%
  - 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 évènements 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 évènements 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.