

## Lettre annuelle aux partenaires 2024



Marlon Kroll  
Echoes, 2024

Crayon de couleur et acrylique sur mousseline marouflé sur bois  
Collection Giverny Capital

Photo : avec l'aimable permission de l'artiste et de la Galerie Eli Kerr

## Historique

Il y a plus de 31 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 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 2024

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 Marlon Kroll. Elle est intitulée "Echos".

## Giverny Capital Inc. – Lettre annuelle aux partenaires 2024 ©

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2024, le rendement du portefeuille Rochon Global a été de 24,9% par rapport à un rendement de 26,8% pour notre groupe indiciel comparatif. Cela correspond à une valeur ajoutée de -2,0%. Le rendement du portefeuille Rochon Global et celui du groupe d'indices incluent un gain approximatif de 8,5% lié à la variation de la devise canadienne.

Depuis le début de la gestion du portefeuille Rochon Global, le 1<sup>er</sup> juillet 1993, le rendement annuel composé est de 15,1% par rapport à 9,8% pour notre groupe indiciel comparatif. Sur ces 30 années, la valeur ajoutée annualisée a donc été de 5,3%. 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 *** |
|---------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| <b>1993 (Q3-Q4)</b> | <b>37,0%</b>   | 9,5%           | <b>27,6%</b>   | 3,3%          |
| <b>1994</b>         | <b>16,5%</b>   | 3,7%           | <b>12,7%</b>   | 6,0%          |
| <b>1995</b>         | <b>41,2%</b>   | 24,0%          | <b>17,2%</b>   | -2,7%         |
| <b>1996</b>         | <b>28,0%</b>   | 22,8%          | <b>5,2%</b>    | 0,3%          |
| <b>1997</b>         | <b>37,8%</b>   | 28,6%          | <b>9,2%</b>    | 4,3%          |
| <b>1998</b>         | <b>20,6%</b>   | 18,8%          | <b>1,8%</b>    | 7,1%          |
| <b>1999</b>         | <b>15,1%</b>   | 16,3%          | <b>-1,2%</b>   | -5,7%         |
| <b>2000</b>         | <b>13,4%</b>   | 3,2%           | <b>10,2%</b>   | 3,9%          |
| <b>2001</b>         | <b>15,1%</b>   | -0,4%          | <b>15,5%</b>   | 6,2%          |
| <b>2002</b>         | <b>-2,8%</b>   | -18,3%         | <b>15,6%</b>   | -0,8%         |
| <b>2003</b>         | <b>13,6%</b>   | 14,0%          | <b>-0,4%</b>   | -17,7%        |
| <b>2004</b>         | <b>1,6%</b>    | 6,2%           | <b>-4,5%</b>   | -7,3%         |
| <b>2005</b>         | <b>11,5%</b>   | 3,6%           | <b>7,9%</b>    | -3,3%         |
| <b>2006</b>         | <b>3,5%</b>    | 17,0%          | <b>-13,5%</b>  | 0,2%          |
| <b>2007</b>         | <b>-14,4%</b>  | -11,6%         | <b>-2,8%</b>   | -14,9%        |
| <b>2008</b>         | <b>-5,5%</b>   | -22,0%         | <b>16,5%</b>   | 22,9%         |
| <b>2009</b>         | <b>11,8%</b>   | 12,2%          | <b>-0,4%</b>   | -13,7%        |
| <b>2010</b>         | <b>16,1%</b>   | 13,9%          | <b>2,2%</b>    | -5,4%         |
| <b>2011</b>         | <b>7,8%</b>    | -1,0%          | <b>8,8%</b>    | 2,3%          |
| <b>2012</b>         | <b>21,5%</b>   | 12,5%          | <b>9,0%</b>    | -2,2%         |
| <b>2013</b>         | <b>50,2%</b>   | 38,9%          | <b>11,3%</b>   | 6,9%          |
| <b>2014</b>         | <b>28,1%</b>   | 17,8%          | <b>10,2%</b>   | 9,1%          |
| <b>2015</b>         | <b>20,2%</b>   | 13,4%          | <b>6,8%</b>    | 19,3%         |
| <b>2016</b>         | <b>7,3%</b>    | 14,3%          | <b>-7,0%</b>   | -3,0%         |
| <b>2017</b>         | <b>13,1%</b>   | 10,3%          | <b>2,9%</b>    | -6,6%         |
| <b>2018</b>         | <b>-0,6%</b>   | -1,4%          | <b>0,8%</b>    | 8,7%          |
| <b>2019</b>         | <b>25,6%</b>   | 22,3%          | <b>3,3%</b>    | -4,8%         |
| <b>2020</b>         | <b>12,9%</b>   | 15,1%          | <b>-2,2%</b>   | -2,0%         |
| <b>2021</b>         | <b>27,0%</b>   | 21,0%          | <b>5,9%</b>    | -0,4%         |
| <b>2022</b>         | <b>-15,2%</b>  | -12,3%         | <b>-2,9%</b>   | 6,8%          |
| <b>2023</b>         | <b>24,3%</b>   | 17,5%          | <b>6,8%</b>    | -2,3%         |
| <b>2024</b>         | <b>24,9%</b>   | 26,8%          | <b>-2,0%</b>   | 8,8%          |
| <b>Total</b>        | <b>8368,9%</b> | <b>1803,8%</b> | <b>6565,1%</b> | <b>12,3%</b>  |
| <b>Annualisé</b>    | <b>15,1%</b>   | <b>9,8%</b>    | <b>5,3%</b>    | <b>0,4%</b>   |

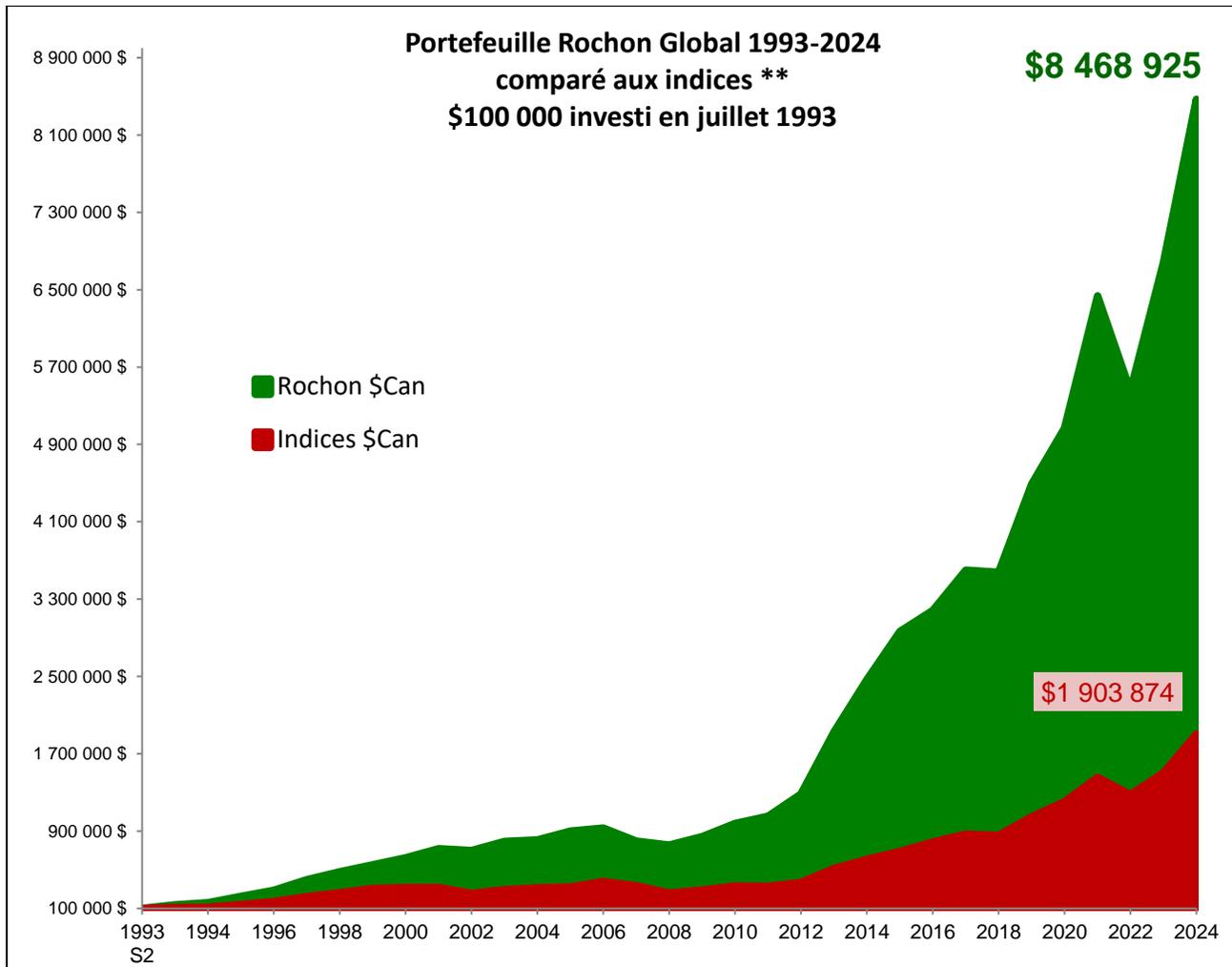
\* Tous les rendements sont exprimés en dollars canadiens.

\*\* 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.

Voici les mêmes résultats du portefeuille Rochon Global sous forme graphique :



\*\* 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.

Plus que tout, le graphique ci-dessus illustre une importante leçon du placement boursier : les bienfaits d'avoir un horizon à long terme. D'avoir persévéré, bec et ongles, dans le suivi rigoureux de nos principes d'investissement et en y ajoutant une bonne dose de patience, contre vents et marées, a permis d'obtenir des résultats satisfaisants. Les modes passent, les bons principes perdurent.

### **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 2024, le portefeuille Rochon US a réalisé 17,0% comparé à 25,0% pour le S&P 500. La valeur ajoutée a donc été de -8,0%. Depuis le début de ce portefeuille en 1993, le rendement total est de 6349% soit 14,1% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P 500 a réalisé 2286% soit 10,6% annualisé. La valeur ajoutée annuelle a donc été de 3,5%.

| Année            | Rochon US      | S&P 500        | +/-            |
|------------------|----------------|----------------|----------------|
| 1993 (Q3-Q4)     | 32,7%          | 5,0%           | 27,7%          |
| 1994             | 9,9%           | 1,3%           | 8,6%           |
| 1995             | 54,8%          | 37,6%          | 17,2%          |
| 1996             | 27,0%          | 23,0%          | 4,1%           |
| 1997             | 32,9%          | 33,4%          | -0,4%          |
| 1998             | 11,0%          | 28,6%          | -17,6%         |
| 1999             | 15,9%          | 21,0%          | -5,1%          |
| 2000             | 11,3%          | -9,1%          | 20,4%          |
| 2001             | 8,1%           | -11,9%         | 20,0%          |
| 2002             | -4,4%          | -22,1%         | 17,7%          |
| 2003             | 31,6%          | 28,7%          | 2,9%           |
| 2004             | 9,3%           | 10,9%          | -1,6%          |
| 2005             | 12,5%          | 4,9%           | 7,5%           |
| 2006             | 3,3%           | 15,8%          | -12,4%         |
| 2007             | -1,7%          | 5,5%           | -7,2%          |
| 2008             | -24,3%         | -37,0%         | 12,7%          |
| 2009             | 28,7%          | 26,5%          | 2,3%           |
| 2010             | 21,9%          | 15,1%          | 6,8%           |
| 2011             | 4,9%           | 2,1%           | 2,8%           |
| 2012             | 22,8%          | 16,0%          | 6,8%           |
| 2013             | 40,6%          | 32,4%          | 8,2%           |
| 2014             | 18,0%          | 13,7%          | 4,3%           |
| 2015             | 1,7%           | 1,4%           | 0,4%           |
| 2016             | 7,5%           | 12,0%          | -4,5%          |
| 2017             | 19,7%          | 21,8%          | -2,1%          |
| 2018             | -8,3%          | -4,4%          | -3,9%          |
| 2019             | 32,1%          | 31,5%          | 0,6%           |
| 2020             | 16,0%          | 18,4%          | -2,4%          |
| 2021             | 27,9%          | 28,7%          | -0,9%          |
| 2022             | -21,4%         | -18,1%         | -3,2%          |
| 2023             | 26,5%          | 26,3%          | 0,2%           |
| 2024             | 17,0%          | 25,0%          | -8,0%          |
| <b>Total</b>     | <b>6349,3%</b> | <b>2286,1%</b> | <b>4063,2%</b> |
| <b>Annualisé</b> | <b>14,1%</b>   | <b>10,6%</b>   | <b>3,5%</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 2024, le portefeuille Rochon Canada a réalisé un rendement de 22,7% comparé à 21,7% pour le S&P/TSX pour une valeur ajoutée de +1,0%.

Sur 18 années, le rendement total du portefeuille Rochon Canada est de 1595% soit 17,0% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P/TSX, principal indice canadien, a réalisé 228% soit 6,8% annualisé. La valeur ajoutée annuelle est donc de +10,2%.

| Année            | Rochon Canada  | S&P/TSX       | +/-            |
|------------------|----------------|---------------|----------------|
| 2007             | 19,7%          | 9,8%          | 9,9%           |
| 2008             | -24,6%         | -33,0%        | 8,4%           |
| 2009             | 28,2%          | 35,1%         | -6,9%          |
| 2010             | 26,7%          | 17,6%         | 9,1%           |
| 2011             | 13,5%          | -8,7%         | 22,2%          |
| 2012             | 24,1%          | 7,2%          | 16,9%          |
| 2013             | 49,4%          | 13,0%         | 36,5%          |
| 2014             | 20,3%          | 10,6%         | 9,6%           |
| 2015             | 16,0%          | -8,3%         | 24,4%          |
| 2016             | 11,0%          | 21,1%         | -10,1%         |
| 2017             | 27,4%          | 9,1%          | 18,3%          |
| 2018             | -7,6%          | -8,9%         | 1,3%           |
| 2019             | 29,0%          | 22,9%         | 6,1%           |
| 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%          |
| 2024             | 22,7%          | 21,7%         | 1,0%           |
| <b>Total</b>     | <b>1594,9%</b> | <b>227,7%</b> | <b>1367,2%</b> |
| <b>Annualisé</b> | <b>17,0%</b>   | <b>6,8%</b>   | <b>10,2%</b>   |

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 2024

Les marchés boursiers internationaux ont connu, en général, une bonne année. Pour mesurer la performance des bourses du monde excluant celle des États-Unis, on peut utiliser l'indice MSCI ACWI ex USA. Il couvre environ 85 % des actions mondiales sans celles des États-Unis. Son rendement a été de 5,5% en 2024 en dollar US (soit 13,0% sans le gain moyen de 7,1% du dollar US versus les autres devises).

Du côté du S&P 500, l'indice des grandes capitalisations américaines a réalisé un rendement parmi les plus élevés du monde avec 25,0%. Ce fut encore une fois l'année des mégas capitalisations du S&P 500 : les « 7 magnifiques » ont réalisé un rendement de 48% et représentent maintenant plus du tiers de l'indice. Ces sept compagnies ont contribué pour la moitié du gain du S&P 500 en 2024. En fait, l'ensemble des titres du S&P 500 sur une base de poids égaux (et non selon le niveau de capitalisation boursière) a réalisé 13,0% en 2024.

Nous tenons à souligner que cette concentration du S&P 500 dans quelques titres est inégalée dans l'histoire. Il faut évidemment prendre en considération que la capitalisation boursière est liée en partie à l'évaluation boursière. Par exemple, si Apple se transigeait à 16,5 fois les profits au lieu de 33 fois, son poids dans l'indice S&P 500 serait deux fois moindre.

Car qui dit popularité, dit souvent évaluation élevée. Ainsi, l'attrait des investisseurs pour ce petit groupe d'entreprises se traduit par une haute évaluation boursière pour leur titre. Le top 4 des compagnies du S&P 500 (Apple, Microsoft, NVIDIA et Amazon) se transigent en moyenne à 33 fois

les profits prévus en 2025 comparé à un cours-bénéfices moyen de 19 fois pour l'ensemble des 496 autres entreprises de l'indice. Les évaluations boursières élevées escomptent des années d'avance une forte croissance. Par exemple, si ces quatre entreprises à la tête du S&P 500 doublaient leurs profits par action d'ici 2030 (15% de croissance annuelle), mais que le cours-bénéfice moyen reculait à 20 fois en 2030, le rendement de ces quatre titres serait de 4% annuel.

## **Un nouveau président aux États-Unis**

L'année 2024 a été aussi celle de l'élection d'une nouvelle personne, Donald John Trump, à la présidence des États-Unis. Depuis les débuts de Giverny, nous nous sommes toujours abstenus d'émettre des commentaires de nature politique. Nous en avons discuté à maintes reprises par le passé, mais cela mérite d'être répété : nous croyons que c'est une erreur pour un investisseur de se laisser distraire par ce qui se passe en politique. Notre travail est de sélectionner judicieusement des entreprises avec un horizon à très long terme. Si ces compagnies augmentent leur valeur intrinsèque à des taux supérieurs à la moyenne, leurs actions en Bourse devraient éventuellement suivre la même trajectoire (à condition d'avoir été acquises à prix raisonnables bien entendu). Souvent, nous avons détenu des titres pendant plus de 10 ans, une période plus longue que la majorité des mandats des divers gouvernements occidentaux. C'est vital de toujours garder cela en tête.

Il est très difficile à ce stade-ci de mesurer l'impact futur des diverses politiques de commerce extérieur (droits de douane) que la nouvelle administration américaine a mises en place. Nous croyons que les entreprises que nous possédons ne seront pas trop affectées et – si nécessaire – trouveront des alternatives pour y faire face.

## **Nos compagnies en portefeuille en 2024**

Bien que le portefeuille ait réalisé un rendement moindre que celui de notre indice comparatif, il est difficile d'être déçus du rendement de plus de 16% (sans effet de devise) pour nos titres. Ce fut tout de même une année difficile pour quelques-unes de nos compagnies, principalement pour celles œuvrant dans le monde de la vente au détail.

## *Section réservée aux partenaires de Giverny Capital*

Nous y reviendrons plus en détail dans la section sur les compagnies.

La croissance des bénéfices propres pour l'ensemble des compagnies composant notre portefeuille a été d'environ 12,1% soit une croissance totale de leur valeur intrinsèque d'environ 12,7% en incluant le dividende moyen (voir plus loin dans la section « bénéfices propres » de cette lettre). Cela demeure un niveau d'accroissement de valeur intrinsèque, pour l'ensemble de nos compagnies, qui est très bon et en ligne avec notre moyenne historique (environ 13% annuelle). Nous comptons tout de même, dans les mois à venir, apporter des changements à la composition du portefeuille pour améliorer le taux de croissance à long terme combiné de nos entreprises.

## **Perspectives 2025**

Fidèles à nos habitudes, nous demeurons agnostiques quant aux perspectives économiques et boursières pour l'année à venir. Il y a – comme toujours – des sources d'inquiétudes, que ce soit au niveau des

relations commerciales particulièrement tendues entre les pays d'Occident, des dramatiques conflits en Ukraine et au Moyen-Orient jusqu'aux divers bouleversements technologiques et climatiques qui transforment nos vies. Comme disait l'écrivain Sydney J. Harris : « Quand j'entends quelqu'un soupirer que la vie est difficile, je suis tenté de lui demander : comparée à quoi? ».

Fort probablement, l'année en cours verra son lot d'incertitudes et de craintes de nature géopolitique. Nous sommes confiants, malgré tout, que nos entreprises réaliseront, dans leur ensemble, des profits records en 2025.

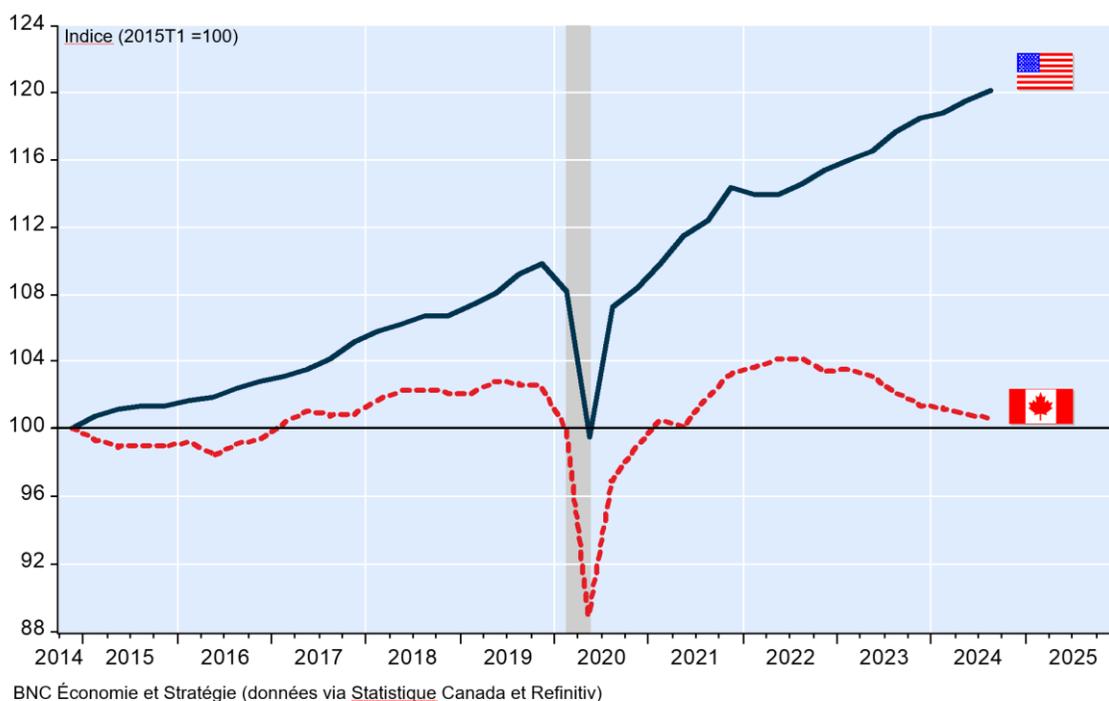
*\*\*\* AVERTISSEMENT : la section qui suit est de nature macro-économique (n'ajustez pas votre appareil!) et s'adresse principalement aux citoyens et citoyennes du Canada. Nous préférons vous en avertir. \*\*\**

## Une période difficile pour l'économie du Canada.

Peu de médias canadiens en parlent, mais depuis 10 ans un problème majeur affecte l'économie du Canada : le très faible accroissement de la productivité des Canadiens et Canadiennes.

### Canada: Un niveau de vie qui stagne

PIB réel par habitant. Indice pour le Canada et les États-Unis

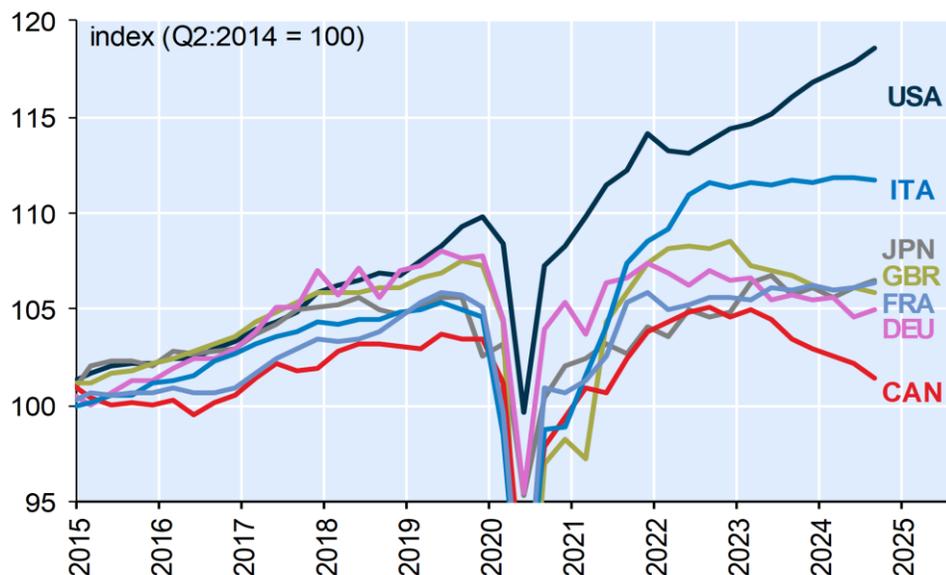


Comme le démontre le graphique ci-haut, depuis le début de 2015, les États-Unis ont accru leur Produit Intérieur Brut (PIB) par capita d'au moins 14% de plus que le Canada.

Et ce n'est pas seulement par rapport aux États-Unis que notre productivité a stagné comme l'illustre cet autre graphique de la croissance du PIB par capita pour les pays du G7. Le Canada est bon dernier.

## Monde: Évolution du niveau de vie depuis 10 ans

PIB réel per capita

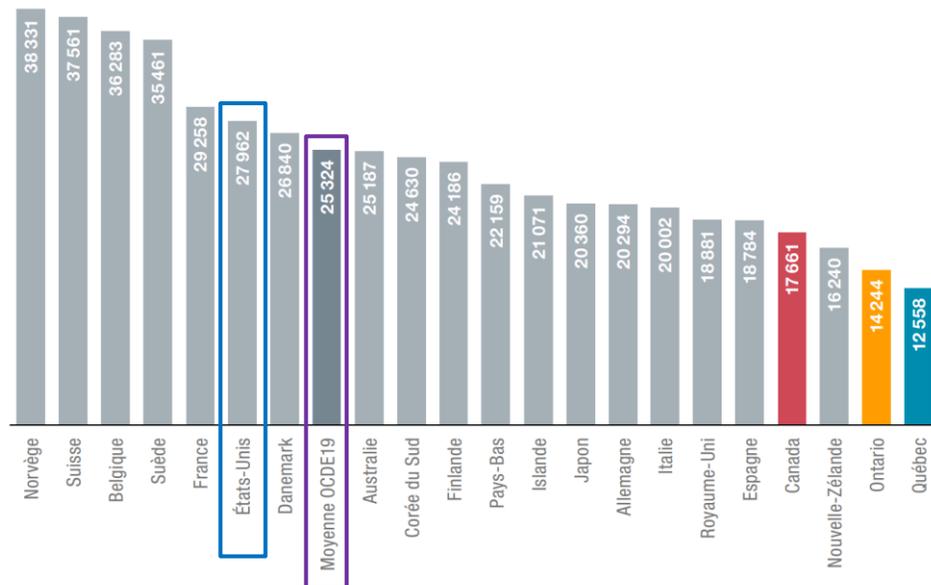


BNC Économie et Stratégie (données de Bloomberg)

Ces dernières années, il y a eu une augmentation importante des programmes d'immigration au Canada. Avec l'accroissement de la population qui s'en est suivi, le PIB en absolu a augmenté; mais pas le PIB par capita.

## INVESTISSEMENT PRIVÉ NON RÉSIDENTIEL PAR EMPLOI, 2019

En dollars canadiens par emploi à parité des pouvoirs d'achat



Source : Centre sur la productivité et la prospérité – Fondation Walter J. Somers, HEC Montréal

On peut trouver plusieurs causes à notre faible productivité. Par exemple, en tenant compte du taux d'imposition des sociétés et de l'impôt sur les dividendes de sociétés appliqué au revenu des particuliers, l'OCDE estime que l'impôt total sur les bénéfices distribués par les sociétés canadiennes est le plus élevé parmi les pays du G7<sup>1</sup>. Il y a, aussi, le faible niveau d'investissement du secteur privé. Comme le

<sup>1</sup> Source : RBC Économie (4 juin 2024)

montre le graphique ci-haut, l'entreprise privée au Canada n'investit que 17 661\$ par année par emploi comparé à 25 234\$ pour les pays de l'OCDE et 27 962\$ aux États-Unis. C'est plus de 10 000\$ de moins par emploi canadien soit 37% de moins qu'aux États-Unis.

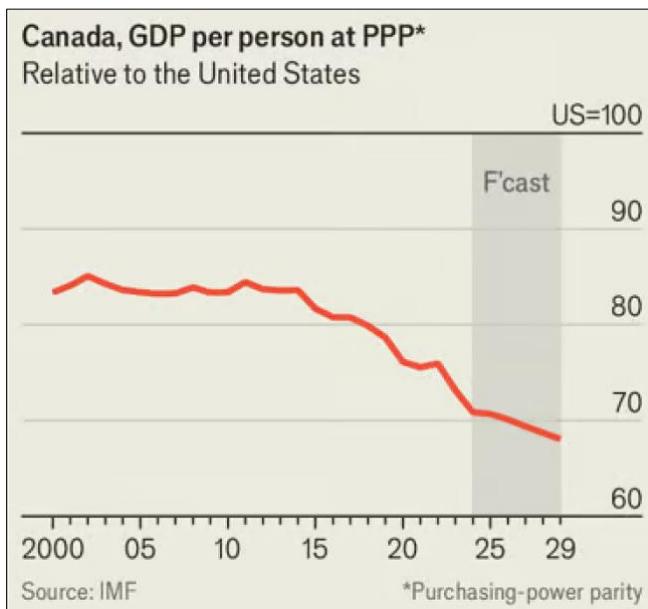
Ce recul de 14% du niveau de productivité relatif aux États-Unis en neuf ans est énorme et sera difficile à rattraper. Selon mes estimés, c'est une perte relative d'environ 7 400\$ US annuelle (le PIB par capita du Canada en parité de pouvoir d'achat étant de 53 300\$ US) soit environ 10 000\$ CAD par année. On multiplie ce 10 000\$ de manque à gagner en productivité par 41 millions de Canadiens et Canadiennes et cela donne un chiffre de plus de 400 milliards de dollars de moins de PIB à chaque année.

La solution pour le Canada se trouve, selon nous, dans un radical changement de vision: il faut beaucoup plus encourager l'entrepreneuriat et l'investissement privé.

### **La baisse du dollar canadien**

Comme nous l'avons énoncé au début de cette lettre, le dollar canadien a chuté en 2024 (par environ 9% versus le dollar américain). Un facteur important qui influe à long terme le niveau du dollar canadien relativement au dollar américain est le niveau relatif du PIB par capita sur une base de PPP (*Purchasing Price Parity* soit la parité du pouvoir d'achat). La baisse de la productivité décrite ci-haut a vraisemblablement entraîné des conséquences sur cette variable.

Depuis trois décennies, le niveau de PIB par capita au Canada relatif aux États-Unis tournait autour de 0,83x (voir le graphique publié par *The Economist* ci-bas). La situation s'est détériorée à partir de 2015 : le niveau de PIB par capita relatif a chuté à environ 0,71x.



Source : The Economist

### **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%        |
| 2023             | 11%                        | 27%          | 16%         | 2%           | 26%          | 24%         |
| 2024             | 13%                        | 16%          | 4%          | 10%          | 25%          | 15%         |
| <b>Total</b>     | <b>3266%</b>               | <b>3344%</b> | <b>78%</b>  | <b>1023%</b> | <b>1517%</b> | <b>495%</b> |
| <b>Annualisé</b> | <b>12,9%</b>               | <b>13,0%</b> | <b>0,1%</b> | <b>8,7%</b>  | <b>10,1%</b> | <b>1,4%</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 13% (dividendes inclus). Malgré les quelques changements effectués au portefeuille, nous croyons que cette estimation de la croissance des BPA de nos compagnies en 2024 est un reflet adéquat de leur réalité économique.

De leur côté, nos titres en Bourse ont réalisé un rendement d'environ 16% (estimé sans l'impact des devises). Nos titres ont ainsi réalisé une performance supérieure aux compagnies sous-jacentes.

Les compagnies composant le S&P 500 ont connu une hausse de leurs profits cette année de l'ordre de 8,7% (pour un total de 10,4%, en incluant un dividende d'environ 1,7%). L'indice a réalisé une performance totale de 25% (incluant les dividendes).

Depuis 1996, nos compagnies ont crû leur valeur intrinsèque par environ 3266% et leurs titres en Bourse ont réalisé un rendement total d'environ 3344%. Sur une base annualisée, nos compagnies ont réalisé une performance intrinsèque de 12,9% comparée à 13,0% pour leur performance boursière (dividendes inclus dans les deux cas, mais ajustées sans effet de devise). La 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.

Nous avons confiance 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 : 2019**

En 2019, nous avons acquis à nouveau des actions de Progressive, la compagnie d'assurance automobile d'Ohio. Nous avons, en effet, été actionnaires de 1999 à 2007. En 2019, les perspectives nous semblaient solides et avons décidé de racheter des actions. En 5 ans, les BPA ont augmenté de 5,65\$ à 14,04\$ et l'action a grimpé de 75\$ à 240\$. Ce fut donc un bon placement.

Un autre achat de 2019 fut Bank of America. Nous possédions alors déjà des actions de JP Morgan Chase en portefeuille. Les deux banques sont solides et gérées par un PDG de haut calibre. Nous avons vendu subséquemment JP Morgan, mais avons conservé Bank of America. Ce fut une erreur car JP Morgan a fait beaucoup mieux que Bank of America. Sur 5 ans, Bank of America n'a que modestement augmenté ses BPA et son action est passée de 29\$ à 44\$ soit une hausse de près de 50%. Durant la même période, JP Morgan a augmenté ses BPA de 60% et son action est passée de 139\$ à 240\$ soit une hausse de 73%.

Finalement, nous avons acquis des actions de Keysight Technologies en 2019. Après quelques années de bonne croissance, ce fut une année difficile en 2024 pour Keysight. Le titre a malgré tout terminé l'année à un niveau 92% plus élevé que lorsque nous l'avons acheté pour la première fois en 2019.

### **La saveur du jour**

Dans cette section, nous tentons de souligner à nos partenaires ce qui nous apparaît comme populaire dans le monde du placement. Il est rare qu'acheter ce qui est immensément populaire donne de bons résultats sur le long terme.

Nous observons souvent des titres se transiger en Bourse avec des valorisations laissant peu de marge de sécurité, pour reprendre l'expression de Benjamin Graham, le père de l'analyse fondamentale.

Ce qui nous apparaît encore plus dangereux, c'est lorsqu'un actif est évalué seulement sur l'espoir de le revendre plus cher à un autre boursicotier et non sur la base de résultats économiques tangibles. Warren Buffett décrit un tel actif comme « non productif » (relativement à un actif productif comme une entreprise, une ferme ou un édifice à revenus). Dans le vaste monde des actifs « non productifs », rien ne nous semble plus risqué que tout ce qui touche aux cryptomonnaies. Après une baisse de 77%

du haut de 2021 au creux de 2022, la *bitcoin* a rebondi fortement ces deux dernières années. À notre avis, rien de tangible ne permet de justifier même une fraction de son cours actuel.

Je sais que les fervents des cryptomonnaies ne seront pas d'accord. C'est la beauté du libre marché : tout le monde a droit à son opinion et est libre d'acheter ce qu'il veut au prix qu'il le désire. Je suis un fan de ce libre marché et le respecte. Mais le but de cette section est de soulever à nos partenaires ce qui nous semble risqué; la *bitcoin* et autres cryptomonnaies le sont à notre avis.

### 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 2024 (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 : Apollo Hospitals**

Voici un titre qui sort des sentiers battus : Apollo Hospitals, une entreprise de gestion d'hôpitaux basée à Chennai en Inde. J'avais vu un reportage à la télévision probablement en 2007 sur des Québécois qui allaient se faire soigner en Inde dans un des hôpitaux d'Apollo. On y montrait une entreprise de soins médicaux clairement à l'avant-garde et qui avait fait passer toutes ses activités au numérique. Et en plus, les coûts étaient bien plus bas qu'en Amérique du Nord. Bien entendu, ma première réaction a été de voir si la compagnie était listée en Bourse. Elle l'était.

Ce n'est pas une mince affaire d'investir dans un pays aussi éloigné (au niveau géographique et culturel). C'est aussi un obstacle d'acheter une action qui se transige en une devise faible comme l'est la Roupie indienne. J'ai cependant continué de suivre la compagnie de loin, mais sans jamais investir.

De 2007 à 2024, les revenus d'Apollo ont augmenté par un facteur de 20 fois. Et l'action est passée d'environ 250 roupies à 6267 roupies, au moment où j'écris ces lignes. Il faut considérer que la roupie s'est dépréciée d'environ 40% par rapport au dollar canadien. Malgré cela, nous aurions pu réaliser un rendement total d'environ 1400% en 17 ans.

#### **Médaille d'argent : Ameriprise Financial**

Pendant plusieurs années, nous avons été actionnaires d'American Express. En 2005, Amex a essaimé (spin-off) sa division de conseils financiers qu'elle a nommée Ameriprise Financial. Nous avons reçu

des actions avec un coût par action approximatif de \$34. Nous les avons conservées quelques années pour éventuellement les vendre par manque d'enthousiasme sur ses perspectives à long terme. J'avais de la difficulté à croire que l'entreprise avait un solide avantage compétitif. J'ai continué de suivre la compagnie depuis malgré tout.

En 2005, la compagnie réalisait environ 2,80\$ de BPA. En 2024, elle a réalisé plus de 35\$ de BPA soit un accroissement annuel de 14%. À part durant la crise financière de 2008-2009, les BPA ont crû quasi à chaque année. Et l'action se transige aujourd'hui à \$563. Nous aurions pu réaliser un rendement de plus de 1500% sur 19 ans.

Et j'ai répété cette erreur souvent car en 2019, j'avais regardé à nouveau en profondeur le titre. La compagnie réalisait alors 14\$ de BPA et le titre avait corrigé à \$125 en milieu d'année, soit à un niveau de 9 fois les profits. Cela me semblait attrayant, mais j'ai encore passé.

Le titre a alors quadruplé en 5 ans.

### **Médaille d'or : Cintas**

Cintas est une entreprise dont l'activité principale est la location d'uniformes pour un million de différentes entreprises. C'est une activité tout à fait mon genre : peu excitante, hyper stable et récurrente; et qui est aussi hautement profitable.

Et je connais bien cette industrie ayant passé un après-midi à Cincinnati il y a 22 ans avec Brad Kinstler, le PDG de Fechheimer Brothers, une entreprise du même secteur qui appartient à Berkshire Hathaway. M. Kinstler fut extrêmement généreux de son temps et avait pris le temps de me parler en long et en large de son entreprise et de l'industrie.

J'ai toujours suivi Cintas (qui se trouve aussi à Cincinnati) et ce depuis mes débuts. À l'été 2016, Cintas a annoncé l'acquisition d'un important concurrent : G&K Services pour la somme de 2,2G\$. L'action de Cintas se transigeait à \$26 à ce moment-là. Cela correspondait à 26 fois les profits de 1,02\$ de 2016. Malgré cette évaluation somme toute un peu élevée, je croyais que bien des synergies étaient possibles avec G&K et que possiblement les BPA pourraient augmenter à un taux plus élevé que les revenus dans les années qui allaient suivre. Le niveau de la dette de Cintas avait augmenté; cependant, cela me semblait être à un niveau acceptable.

Pour l'exercice financier 2025 (se terminant en mai prochain), les BPA devraient atteindre 4,35\$. C'est une augmentation de 326% en neuf ans soit une croissance annuelle de plus de 17%. Les revenus ont crû de 4,9G\$ à 10,3G\$; mon scénario d'amélioration des marges de profits s'est donc matérialisé.

Ce qui ne s'est pas malheureusement pas matérialisé, c'est de devenir actionnaire. Je trouvais l'action un peu chère et j'ai décidé d'attendre un meilleur prix.

L'action se transige à \$204 au moment où j'écris ces lignes, une hausse de 700% depuis 2016 soit 25% annualisé. Il est vrai que le titre a un cours-bénéfices élevé (dans les 40x), mais même si le titre n'avait fait que suivre la croissance des BPA, nous aurions pu quasi quintupler notre argent en neuf ans.

C'est une pire erreur qu'Apollo ou Ameriprise. Car, dans le cas de Cintas, je comprenais parfaitement l'entreprise et j'avais bien saisi ses avantages compétitifs. Pour prendre une analogie de baseball : c'était une balle en plein centre de ma zone des prises.

## **Conclusion: La complexe gestion du risque en Bourse**

S'il y a un sujet complexe et avec un grand nombre d'opinions variées, c'est celui du niveau de risque d'un portefeuille investi en actions. Il y a plus de 30 ans, j'ai tout lu ce que j'ai pu trouver sur les écrits de Warren Buffett. Ce qui était le plus fascinant de mes lectures était la combinaison de rendements élevés obtenus tout en maintenant un niveau de risque très faible. Cela venait briser un stéréotype que rendement élevé est nécessairement accompagné de risque plus élevé.

Depuis, fort de mes trois décennies d'investissement, j'en suis venu à la conclusion que le lien entre les rendements et le risque en Bourse se doit d'être réfléchi et nuancé. Une chose est certaine : ce n'est pas du côté des mathématiques que vous trouverez des réponses (ni des lettres grecques utilisées dans certains cours de finance). Le jugement et l'expérience peuvent plus contribuer à une analyse éclairée du risque qu'une panoplie d'algorithmes.

À mon avis, un portefeuille d'actions d'un investisseur comporte quatre niveaux de risque distincts : la diversification du portefeuille, la qualité des entreprises détenues, les évaluations boursières payées et le comportement propre à l'investisseur.

- 1) La diversification du portefeuille. Notre expérience et nos analyses démontrent qu'un portefeuille d'une vingtaine de titres réduit considérablement le risque d'une trop grande concentration dans quelques titres. C'est un chiffre qui représente un bon équilibre entre avoir assez peu de titres pour obtenir des probabilités de faire mieux que la moyenne tout en ayant une réduction du risque lié à une trop grande concentration. Évidemment, quelques grands investisseurs de l'histoire ont souvent possédé que cinq ou six titres et ont très bien réussi. Cependant, dans ces cas, les titres sélectionnés avaient un très faible niveau de risque quant aux autres paramètres ci-bas. D'un autre côté, d'avoir cinq ou six titres tous dans le même secteur (par exemple, en haute-technologie) ne représente pas, à notre avis, une diversification adéquate.
- 2) La qualité des entreprises. C'est le paramètre le plus important pour réduire le risque d'un portefeuille d'actions. Il y a plusieurs caractéristiques qui font qu'une entreprise est de qualité. D'abord, la compagnie réalise de forts rendements sur ses capitaux propres tout en maintenant un faible niveau de dettes et en utilisant une comptabilité conservatrice. Un fort niveau de dettes et/ou une comptabilité agressive augmente le niveau de risque inhérent d'une compagnie, surtout durant les périodes économiques plus difficiles. Une compagnie de qualité possède aussi un avantage compétitif durable qui lui permet de maintenir à long terme de meilleurs rendements sur les capitaux que ses compétiteurs. De plus, son modèle d'affaires n'est pas trop changeant et ainsi s'avérera à l'abri des diverses transformations, technologiques ou autres, propres à notre monde capitaliste. Plus le rythme de changement d'une industrie est élevé, plus grands sont les risques qu'une compagnie manque un tournant.
- 3) Les évaluations boursières. Il est normal qu'une compagnie de qualité se transige à prime sur la moyenne des entreprises tel que mesuré par son cours-bénéfices. Cependant, plus la prime est élevée, plus grand est le risque. Un titre qui se transige à 40 fois les profits – toute autre chose étant égale – est nécessairement plus risqué qu'un autre titre similaire qui se transige à 20 fois les profits. Plus grand est le nombre de titres en portefeuille qui se transigent à des ratios élevés, plus grand est le risque du dit portefeuille. Ben Graham stipulait que la clé d'un investissement intelligent est la « marge de sécurité ». D'être conservateur dans nos analyses du potentiel futur

d'une compagnie (et donc de sa valeur estimée) est ainsi un ingrédient important pour réduire le risque.

- 4) Le comportement propre à l'investisseur. Je l'ai écrit souvent, mais c'est vital : la meilleure stratégie d'investissement est futile si on tente de prévoir la Bourse. Le niveau de risque d'un portefeuille est ainsi lié à la période de détention de ses titres. Plus le temps de détention est grand, plus les probabilités qu'il y ait une corrélation entre la performance boursière et la performance intrinsèque des compagnies détenues sont grandes. Inversement, plus un investisseur transige, plus le risque du portefeuille augmente. Dans les années 1950, la période de détention moyenne d'une action à la Bourse de New York était de 8 années. Elle est de 8 mois aujourd'hui (note : à Giverny, notre période de détention moyenne est de 8 ans). C'est encore pire avec les FNB (ETF), ces titres mimiques de la gestion indicielle. La facilité de transiger les FNB pour les investisseurs d'aujourd'hui annule souvent tous les bienfaits de la gestion passive. En 2023, la durée de détention moyenne du FNB basé sur le S&P 500 (SPY) était de 17 jours! Ce qui faisait dire à John Bogle (l'inventeur des fonds indiciels) que d'avoir concocté les FNB est l'équivalent d'avoir donné des allumettes à des pyromanes. Ainsi, dans la quête d'une réduction du risque d'un portefeuille d'actions, le pire ennemi de bien des investisseurs, ce sont souvent eux-mêmes!

L'analyse du rendement – passé et potentiel – d'un portefeuille doit ainsi être prise en contexte du risque encouru et ce à ces quatre niveaux.

À Giverny Capital, dès le jour un, j'ai toujours mis l'accent sur la quête de rendements supérieurs à long terme tout en maintenant une gestion saine du risque. Investir en Bourse, c'est comme courir un marathon. Et pour gagner un marathon, la première règle est de courir d'une manière à le terminer.

### **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 2025.



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 2024 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 2024 :
  - Rochon Global : S&P/TSX 17% S&P 500 39,5% Russell 2000 39,5% MSCI EAFE 4%
  - 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.