

Lettre annuelle aux partenaires 2025



Guido Molinari
Triangulaire jaune-orange, 1974
Acrylique sur toile
Collection Giverny Capital

Historique

Il y a plus de 32 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 2025

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 Guido Molinari. Elle est intitulée "Triangulaire jaune-orange".

Giverny Capital Inc. – Lettre annuelle aux partenaires 2025 ©

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2025, le rendement du portefeuille Rochon Global a été de 2,7% par rapport à un rendement de 13,7% pour notre groupe indiciel comparatif. Cela correspond à une valeur ajoutée de -11,0%. Le rendement du portefeuille Rochon Global et celui du groupe d'indices incluent une perte approximative de 4,3% liée à la variation de la devise canadienne.

Depuis le début de la gestion du portefeuille Rochon Global, le 1^{er} juillet 1993, le rendement annuel composé est de 14,7% par rapport à 9,9% pour notre groupe indiciel comparatif. Sur ces 30 années, la valeur ajoutée annualisée a donc été de 4,8%. Notre ambitieux objectif est de maintenir à long terme un rendement annuel de 5% supérieur aux indices.

Portefeuille Rochon Global : rendements depuis le 1^{er} juillet 1993

Année *	Rochon	Indices **	+ / -	\$ US/Can ***
1993 (Q3-Q4)	37,0%	9,5%	27,6%	3,3%
1994	16,5%	3,7%	12,7%	6,0%
1995	41,2%	24,0%	17,2%	-2,7%
1996	28,0%	22,8%	5,2%	0,3%
1997	37,8%	28,6%	9,2%	4,3%
1998	20,6%	18,8%	1,8%	7,1%
1999	15,1%	16,3%	-1,2%	-5,7%
2000	13,4%	3,2%	10,2%	3,9%
2001	15,1%	-0,4%	15,5%	6,2%
2002	-2,8%	-18,3%	15,6%	-0,8%
2003	13,6%	14,0%	-0,4%	-17,7%
2004	1,6%	6,2%	-4,5%	-7,3%
2005	11,5%	3,6%	7,9%	-3,3%
2006	3,5%	17,0%	-13,5%	0,2%
2007	-14,4%	-11,6%	-2,8%	-14,9%
2008	-5,5%	-22,0%	16,5%	22,9%
2009	11,8%	12,2%	-0,4%	-13,7%
2010	16,1%	13,9%	2,2%	-5,4%
2011	7,8%	-1,0%	8,8%	2,3%
2012	21,5%	12,5%	9,0%	-2,2%
2013	50,2%	38,9%	11,3%	6,9%
2014	28,1%	17,8%	10,2%	9,1%
2015	20,2%	13,4%	6,8%	19,3%
2016	7,3%	14,3%	-7,0%	-3,0%
2017	13,1%	10,3%	2,9%	-6,6%
2018	-0,6%	-1,4%	0,8%	8,7%
2019	25,6%	22,3%	3,3%	-4,8%
2020	12,9%	15,1%	-2,2%	-2,0%
2021	27,0%	21,0%	5,9%	-0,4%
2022	-15,2%	-12,3%	-2,9%	6,8%
2023	24,3%	17,5%	6,8%	-2,3%
2024	24,9%	26,8%	-2,0%	8,8%
2025	2,7%	13,7%	-11,0%	-4,7%
Total	8595,9%	2064,0%	6531,9%	7,0%
Annualisé	14,7%	9,9%	4,8%	0,2%

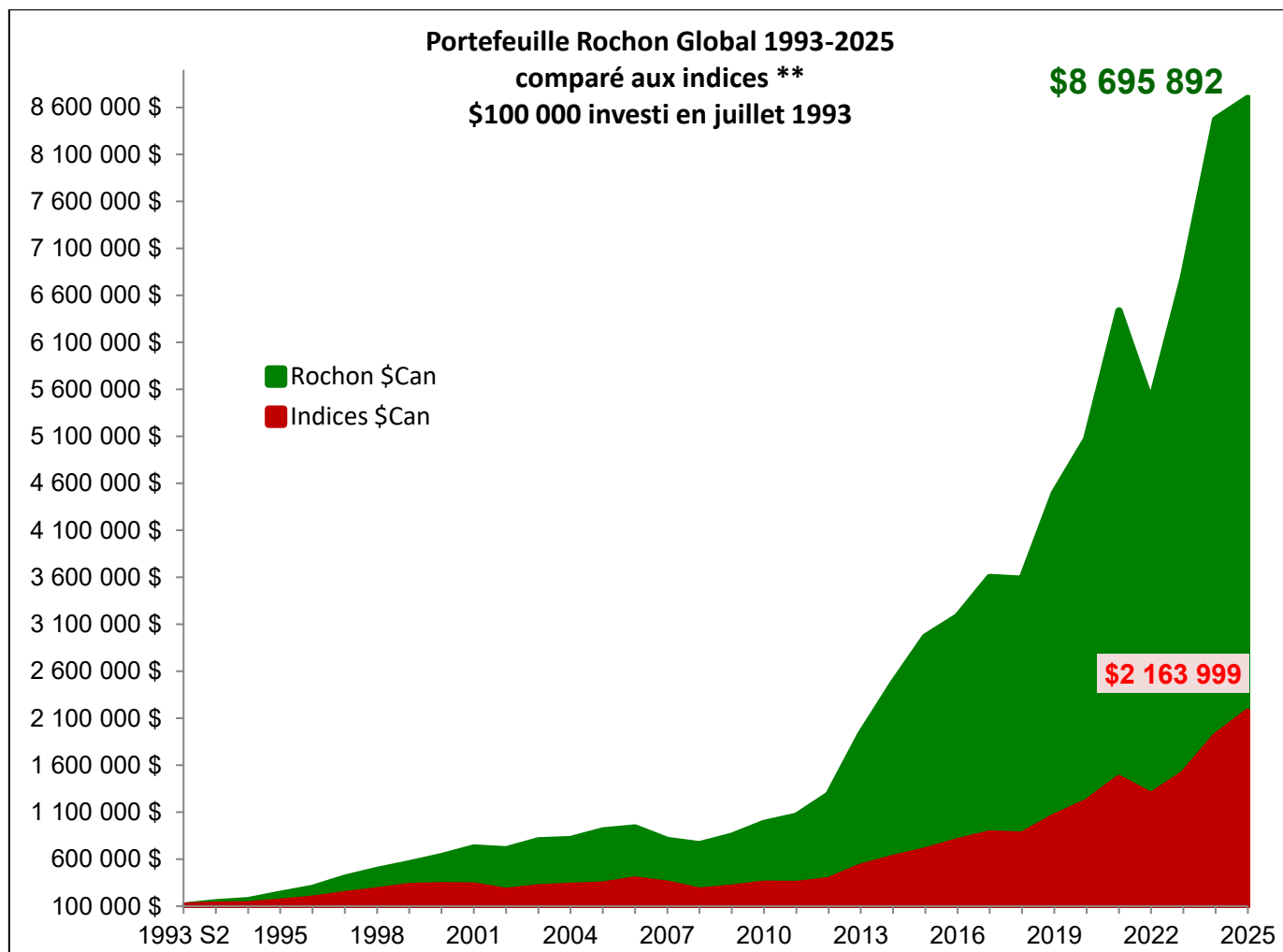
* Tous les rendements sont exprimés en dollars canadiens.

** Les "Indices" est un indice hybride (S&P/TSX, S&P 500, Russell 2000, MSCI EAFE) qui reflète la répartition d'actifs en début d'année.

*** Variation du dollar américain par rapport au dollar canadien.

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

Voici les mêmes résultats du portefeuille Rochon Global depuis 1993 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. 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 neuf reprises sur ces 33 années.

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.

Effet du dollar canadien vis-à-vis le dollar américain sur nos rendements

Il est instructif aussi d'observer au tableau de la page précédente 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 7,0% par rapport à la devise américaine. Cela correspond à un effet positif annualisé d'environ 0,2% sur nos rendements.

Portefeuille Rochon US

Depuis 2003, nous publions aussi les rendements du portefeuille Rochon US (en dollars américains). Il correspond grosso modo à la partie américaine du portefeuille Rochon Global.

En 2025, le portefeuille Rochon US a réalisé 7,6% comparé à 17,9% pour le S&P 500. La valeur ajoutée a donc été de -10,3%. Depuis le début de ce portefeuille en 1993, le rendement total est de 6839% soit 13,9% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P 500 a réalisé 2713% soit 10,8% annualisé. La valeur ajoutée annuelle a donc été de 3,1%.

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%
2025	7,6%	17,9%	-10,3%
Total	6838,8%	2712,7%	4126,1%
Annualisé	13,9%	10,8%	3,1%

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 2025, le portefeuille Rochon Canada a réalisé un rendement de 4,9% comparé à 31,7% pour le S&P/TSX pour une valeur ajoutée de -26,8%.

Sur 19 années, le rendement total du portefeuille Rochon Canada est de 1678% soit 16,4% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P/TSX, principal indice canadien, a réalisé 332% soit 8,0% annualisé. La valeur ajoutée annuelle est donc de +8,4%.

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%
2025	4,9%	31,7%	-26,8%
Total	1678,1%	331,5%	1346,5%
Annualisé	16,4%	8,0%	8,4%

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

Le titre de Constellation Software a reculé de 26% en 2025 (nous y reviendrons plus loin). Notre autre importante participation canadienne, Dollarama, a augmenté de 46%.

Depuis 2007, la performance de nos titres canadiens a été fortement supérieure à celle du S&P/TSX. Il faut bien entendu 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 (manifestement, ce fut le cas en 2025).

Le rendement insolite de 31,7% pour le S&P/TSX en 2025 s'explique principalement par trois raisons :

- 1) Les banques canadiennes – qui représentent de loin le plus important poids de l'indice canadien – ont très bien fait bénéficiant d'un anormal accroissement de leurs cours-bénéfices moyen de 11 fois à 15 fois (mine de rien, c'est 36% d'augmentation). J'utilise le mot « anormal » sciemment : historiquement le P/E (le cours-bénéfice ou *Price to earnings ratio*) moyen des banques canadiennes a fluctué entre des niveaux approximatifs de 9x et de 14x.
- 2) Shopify a très bien fait en Bourse et est devenue le second poids le plus important de l'indice après la Banque Royale. Il est à noter que le cours-bénéfice du titre dépasse les 100 fois!
- 3) Finalement, les titres aurifères ont aussi anormalement bien fait : les cinq plus importants poids du sous-indice aurifère du TSX ont grimpé de 140% cette année.

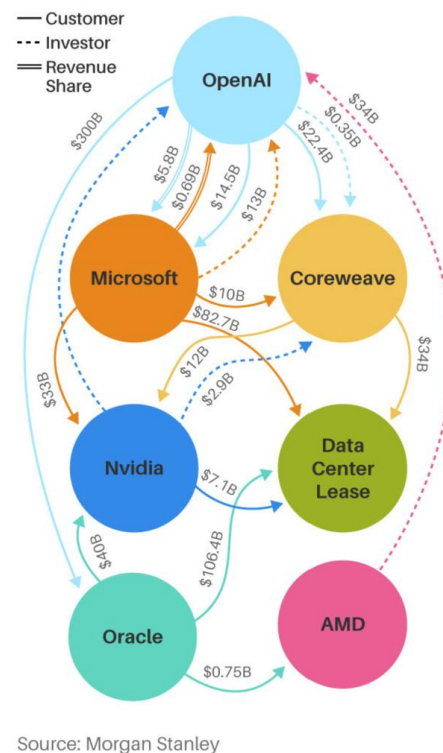
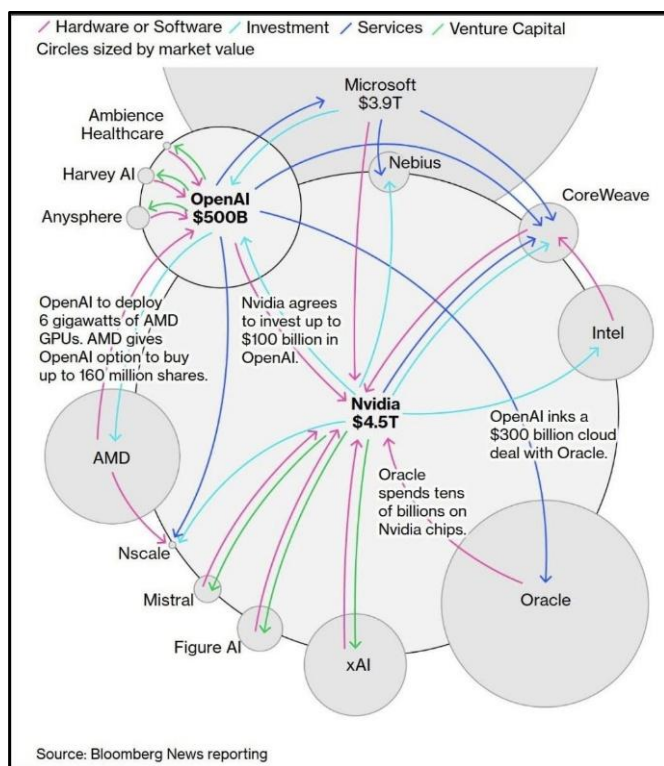
Ce fut pourtant une année économique modeste pour le Canada : en 2025, la croissance du PIB a été de 1,7% comparée à 2,2% aux États-Unis et la productivité n'a crû que d'environ 1,1% vs 2,2% aux É-U.

L'année 2025

Nous n'avons pas besoin de chercher midi à quatorze heures pour dénicher ce qui fut l'histoire de 2025 : l'Intelligence Artificielle (que nous allons abrégé par AI pour le reste de cette lettre). Un stratège de JP Morgan a estimé que depuis le lancement de ChatGPT par Open AI en novembre 2022, un panier de 41 actions liées à AI a généré 75% du rendement du S&P 500, 80% de la croissance des profits de l'indice et 90% de la croissance des dépenses en capital. Nous ne possédons que deux compagnies du groupe de 41 compagnies soit Alphabet (depuis 2011) et Meta Platforms (depuis 2018).

À Giverny, nous utilisons quotidiennement de nombreux outils AI pour accomplir diverses tâches de recherche et d'analyse. Bien conscients de ses impressionnants bienfaits, l'AI est, à nos yeux, une révolution que nous ne sous-estimons pas une seule seconde. Cela ne veut pas dire cependant que les prédictions économiques et valorisations financières qui en découlent s'avéreront toutes justifiées.

En 2025, on estime que les *hyperscalers* ont dépensé plus de 400 milliards de dollars (G\$) en centres de données AI et on prévoit un montant d'environ 700G\$ pour 2026. Tout l'écosystème AI est devenu très complexe en quelques années seulement et un « cercle d'investissement » s'est créé qui ressemble grossièrement à ceci (j'ai inclus deux versions différentes de croquis) :



Pour avoir une idée plus concrète de la situation, prenons un exemple à l'intérieur de ce cercle. D'abord, Nvidia investit un capital de 100G\$ dans OpenAI. Cette dernière – qui ne réalise qu'environ 20G\$ de revenus annuels et est déficitaire – signe un contrat de 300G\$ avec Oracle pour des systèmes infonuagiques. Avec ce contrat en main, Oracle signe une commande de 40G\$ pour l'achat de GPU (*Graphics Processing Units*) à Nvidia. Rien n'est nécessairement mauvais au niveau économique et tout cela est certainement légal (tant que tout est divulgué).

La question que les investisseurs devraient cependant se poser est la suivante : disons que le montant de GPU acheté par Oracle à Nvidia est de 40G\$ sur trois ans (un montant d'argent que Nvidia a elle-

même financé indirectement) et que cela se transforme en 7G\$ de profits après impôts par année étalés sur trois ans, comment valoriser ce profit? Si le titre de Nvidia se transige en Bourse à 25 fois les profits, les investisseurs paient ainsi 175G\$ pour ces 7G\$ de profits. Il y aurait une logique mathématique de capitaliser à 25 fois ces profits s'ils étaient récurrents pour quelques décennies. Mais ce n'est pas toujours le cas : dans cet exemple, c'est trois ans de ces profits qu'il faudrait capitaliser. Il me semble donc – présentée comme je l'ai fait – qu'il faut faire preuve de prudence quand on valorise ce genre de situation.

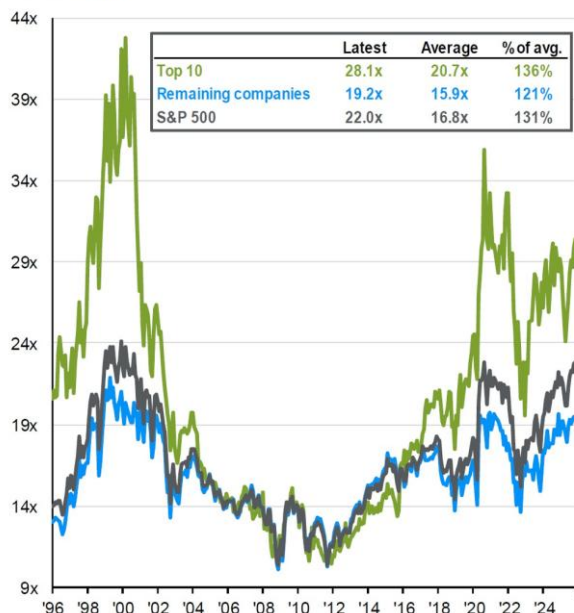
Plusieurs de ces entreprises sont probablement vouées à un grand avenir. Le problème qui se pose pour un investisseur est de comment mesurer de manière même approximative leurs réels potentiels de profits futurs à long terme et par ricochet leur juste valeur intrinsèque. Car – il ne faut jamais l'oublier – à long terme la Bourse finit toujours par refléter la valeur intrinsèque sous-jacente des compagnies.

Parallèlement à la popularité des titres liés à l'AI, Wall Street punit sévèrement des titres de compagnies dans divers domaines, comme les logiciels, les compagnies de divers services d'information et même les firmes d'ingénierie par peur que leur modèle d'affaires soit fortement perturbé par AI. Des compagnies en portefeuille comme Constellation Software, Booking.com et même Charles Schwab ont été punies en Bourse non pas à cause de mauvais résultats, mais pour la peur qu'AI pourrait les affecter dans le futur. L'approche typique de Wall Street est de vendre d'abord et d'étudier les faits plus tard. Cela affecte ainsi certaines de nos compagnies de manière disproportionnée par rapport à la réalité économique actuelle. Bien entendu, il nous faut demeurer totalement lucides et vigilants vis-à-vis d'AI; mais il faut aussi garder la tête froide et ne pas laisser des craintes hypothétiques tout assombrir. Savoir faire preuve de nuance est une qualité vitale en investissement.

La domination des 10 grandes compagnies américaines et leur valorisation par ricochet

P/E of top 10 and remaining companies in S&P 500

Next 12 months



Source : Factset, Standard & Poor's, J.P. Morgan Asset Management.

Les méga-capitalisation du S&P 500 ont continué de dominer la performance des indices en 2025. Les 10 plus importants poids du S&P 500 représentent maintenant 41% de la valeur de l'indice. Les autres 490 titres représentent donc seulement 59%. Si on regarde le graphique ci-haut, le S&P 10 (le top 10

des titres de l'indice) se transige en ce moment à environ 28x les profits prévus pour les 12 prochains mois (en vert). Ce qui amène l'indice S&P 500 à plus de 22x les profits prévus lors de la prochaine année (en gris). Ce qui signifie que le S&P 490 se transige à environ 19x, soit un ratio plus en ligne avec la moyenne historique (en bleu). Cela fait quelques années que cette disparité est présente comme vous pouvez le constater sur le graphique. On est loin du sommet de 2000, mais il faut observer que durant la période de 2002 à 2017, une normalité d'évaluation s'était rétablie. À long terme – est-ce que je me répète? – la Bourse finira vraisemblablement par normaliser les évaluations et adéquatement refléter la juste valeur intrinsèque des entreprises, peu importe leur grosseur.

Revue du portefeuille pour l'année 2025 : des explications et non des excuses.

Ce fut une année difficile pour notre portefeuille. Dès le premier jour où j'ai commencé à gérer l'argent de partenaires (les clients de Giverny), il était impératif pour moi de souscrire à des règles d'intendance fondamentale. D'abord, les partenaires et moi sommes dans le même bateau : j'achète pour vous ce que j'achète pour moi. Ça ne garantit pas les résultats, mais ça garantit que nos intérêts sont alignés. En second lieu, je traite les partenaires de la façon que je voudrais être traité si les rôles étaient inversés. La lettre annuelle a ainsi comme objectif de vous donner toutes les informations que je voudrais connaître si j'étais à votre place. Non seulement la lettre est exhaustive, mais elle est aussi transparente. Et quand les résultats sont moins bons que j'aimerais, je ne cherche pas à me dissimuler derrière des excuses : je vous énonce les explications les plus honnêtes et claires qu'il m'est possible de présenter.

Nous avons eu d'abord deux titres qui ont fortement baissé : Carmax et Fiserv. Tous deux représentaient environ 4% du portefeuille au début de 2025 et ont tous deux reculé de plus de 50% en cours d'année.

Carmax a été acquis la première fois en 2007. Au cours des années, nous avons parfois réduit et parfois augmenté notre participation (des décisions basées sur les évaluations boursières d'alors). De 2007 à 2021, les bénéfices par action (BPA) de Carmax ont crû de 0,92\$ à 6,97\$. Ce fut une exceptionnelle croissance annualisée de 16%. Un nouveau compétiteur est cependant arrivé en Bourse en 2017 : Carvana. La compagnie offrait l'achat de voitures usagées exclusivement par Internet. La compagnie était hautement déficitaire, mais son modèle d'affaires était populaire auprès d'une classe de consommateur. Carvana a failli ne pas passer à travers en 2022 (le titre en Bourse a reculé de 98%), mais a trouvé le moyen de survivre. Depuis 2018, Carmax s'est adaptée en investissement de grandes sommes dans une approche « Omnichannel » qui offrait une combinaison d'achat par le web et d'achat en personne. En même temps, la compagnie a dû aussi faire face à une plus grande compétition dans son industrie de la part de compagnies de vente de voitures neuves comme Autonation. Cette dernière accepte des marges de profits brutes plus basses que celles de Carmax et cela lui permet de prendre des parts de marché et d'utiliser ses services de réparation comme source de profitabilité indirecte (ce que Carmax n'offre pas). Nous avons rencontré la direction de Carmax à plusieurs reprises dont la dernière fois, au printemps dernier. Tout indiquait alors que les choses s'amélioreraient. Mais l'été et l'automne ont été difficiles et les ventes et profits ont baissé. Le conseil d'administration a décidé de remplacer le PDG. Force a été d'admettre que nous avons été assez patients et avons décidé de vendre. Au bout du compte, nous avons obtenu un rendement positif sur ce placement au cours des 18 années durant lesquelles nous avons été actionnaires; mais il a été très faible et bien en bas de nos objectifs.

Fiserv fut acquis en mars 2023. La compagnie avait une feuille de route phénoménale avec 37 années consécutives de croissance des BPA depuis sa venue en Bourse en 1987. Fiserv agit comme l'infrastructure invisible du système bancaire et des paiements. Pour simplifier, la compagnie fournit les "rails" sur lesquels l'argent circule entre les consommateurs, les commerçants et les banques. En 2019, elle a réalisé une importante acquisition : First Data. L'ancien PDG de First Data, Frank Bisignano, a alors pris les rênes de Fiserv. Avec First Data, Fiserv a acquis son produit phare : Clover, un système

de point de vente (POS) tout-en-un pour les petites entreprises qui gère les paiements, les stocks et les employés. Mais coup de théâtre : en mai 2025, M. Bisignano a quitté ses fonctions chez Fiserv pour diriger l'agence fédérale américaine Social Security Administration (SSA), puis l'Internal Revenue Service (IRS). Nous avons trouvé cette décision surprenante, mais avons décidé de demeurer actionnaires. Ce fut une erreur. La situation s'est dégradée avec la nouvelle direction : la compagnie avait été trop optimiste quant à ses perspectives de croissance en 2025. Nous n'avons pas apprécié la manière dont la nouvelle direction a abordé les difficultés. De plus, comme Fiserv a un certain niveau de dette, nous étions alors craintifs qu'une possible baisse des profits affecterait notre niveau de confort quant au bilan de la compagnie. Bien que le titre nous apparût grandement sous-évalué, le risque avait à notre avis augmenté à un niveau où nous n'étions plus confortables de demeurer actionnaires. Nous avons acquis nos premières actions à 118\$ en 2023 et avons vendu à 74\$ en octobre dernier.

L'autre composante de notre sous-performance a été la forte baisse du titre de Constellation Software, notre plus importante participation en début d'année. Wall Street est devenue très négative sur quasi toutes les compagnies de logiciels. Elle voit en AI un destructeur de cette industrie. Dans un avenir rapproché – ainsi va la rhétorique – les individus et les compagnies vont pouvoir faire écrire automatiquement les algorithmes et les codes des programmes informatiques. D'abord le marché des consommateurs n'est pas le même que celui des entreprises. Pour ses dernières, les logiciels utilisés ont été installés sur plusieurs décennies, sont souvent conçus pour des besoins spécifiques et jouent un rôle critique dans les activités quotidiennes. De plus, les données cumulées de leurs clients et fournisseurs ont une grande valeur, parfois plus que le logiciel lui-même. L'action de Constellation a reculé de 26% en 2025 (et d'un autre 12% à ce jour en 2026). Une telle baisse n'a aucune corrélation avec ce qui arrive en ce moment avec la compagnie. En effet, les revenus ont grimpé de 15% en 2025 et les BPA ajustés ont crû de 21%. Depuis notre premier achat en 2014, les BPA ajustés ont augmenté à un taux de croissance annualisée de 20%. Malgré la récente chute du titre, l'action a tout de même grimpé de plus de 1000% depuis notre premier achat il y a 12 ans.

À notre avis, Constellation Software n'est pas aussi menacée par AI que certains le croient. Et si elle l'est dans certaines facettes de son modèle d'affaires, elle peut s'adapter (elle utilise déjà AI dans plusieurs sphères de ses activités). Il faut comprendre que Constellation possède plus de 1000 compagnies différentes acquises depuis 30 ans qui occupent chacune d'entre elles une niche dans un marché. Constellation a toujours privilégié des logiciels qui pilotent les entreprises ou des aspects importants de celles-ci, pour lesquels une continuité des données sans faille, où les processus et les interfaces utilisateur sont primordiaux dans les opérations quotidiennes de leurs clients. Les logiciels sont souvent intégrés totalement dans les mailles des activités du client tout en représentant rarement un coût – relatif – important. Par exemple, cela nous semble irréaliste de croire qu'un opérateur d'une dizaine de terrains de mini-golf va commencer à coder lui-même son logiciel de réservation avec AI pour sauver quelque chose comme 5000\$ de frais par année!

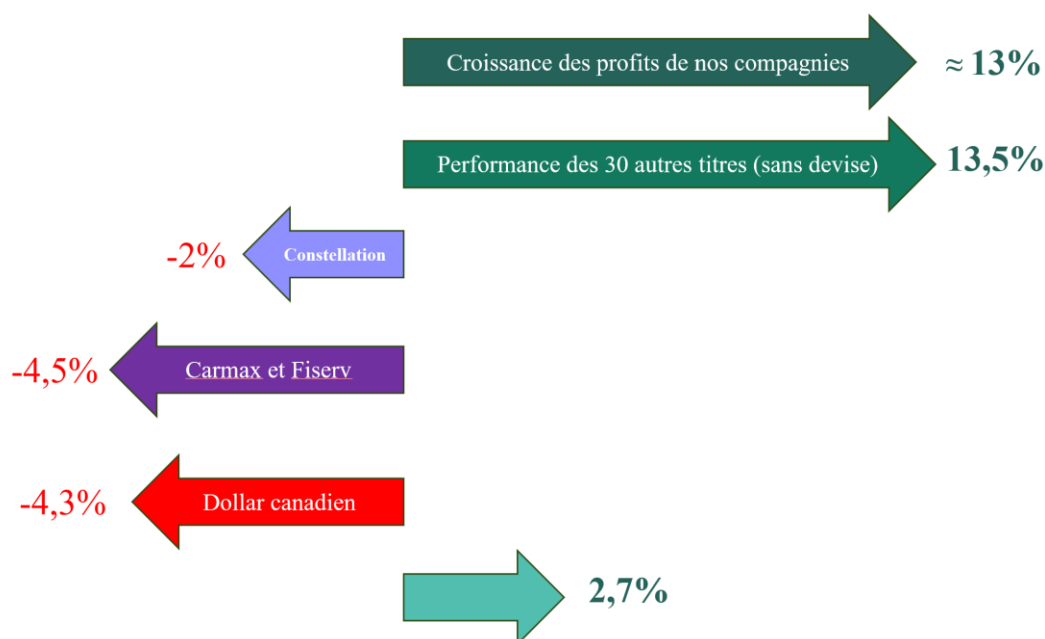
L'autre nouvelle qui a affecté – dans une moindre mesure – l'action de Constellation est le départ de Mark Leonard. Nous avons une immense admiration pour M. Leonard et il était mon PDG favori des entreprises que nous possédons. Mark a eu de sérieux ennuis de santé cet automne au point où sa vie était en jeu. Il a donc dû démissionner et se faire opérer d'urgence. La bonne nouvelle est que l'opération s'est bien déroulée et Mark serait hors de danger. Il va ainsi demeurer au conseil d'administration de l'entreprise. Son remplaçant comme PDG est Mark Miller, le bras droit de Mark Leonard depuis les débuts de Constellation en 1995. Il a été à ses côtés tout le long de la construction de Constellation. Il ne pourrait y avoir un meilleur remplaçant, selon nous. Mark Miller a déjà adressé la structure complète de l'entreprise afin de mieux comprendre et adopter l'AI. Les membres de la direction n'ont pas, à ce jour, constaté d'impact négatif de l'AI sur leurs activités, mais ils demeurent vigilants. Mark souhaite que les différentes entités de Constellation soient capables de se réinventer si nécessaire pour ne pas

devenir une victime d'AI. Il a donné pour objectif à toutes les diverses unités de Constellation de tenter de résoudre de nouveaux problèmes pour leurs clients grâce à l'AI et de générer de nouveaux revenus grâce à elle. Il se pourrait même qu'AI soit aussi une opportunité indirecte pour Constellation : la compagnie croît principalement par acquisitions et clairement, le coût des potentielles entreprises candidates vient de baisser drastiquement. Qui dit plus bas prix payé, dit de meilleur rendement sur les capitaux investis.

Nous avons déjà réduit à quelques reprises notre poids dans Constellation (quand il dépassait le niveau de 10% du portefeuille). Nous avons aussi vendu nos actions de Topicus et Lumine – des titres distribués gratuitement par Constellation – car elles nous semblaient se transiger à de hauts niveaux. Ces deux titres ont aussi reculé d'environ 50% depuis. Nous avons donc géré le risque de manière adéquate. Malgré tout, la baisse de l'action de Constellation a fait mal à notre portefeuille en 2025 et aussi en début d'année 2026. Nous avons évalué à un effet négatif de 2% la baisse du titre pour l'année 2025. Nous avons confiance autant dans le modèle d'affaires résilient de Constellation que dans les qualités de son nouveau PDG. Nous demeurons donc actionnaires tout en suivant de très près l'évolution des choses.

Finalement, le dernier élément qui a affecté notre portefeuille est la hausse d'environ 5% du dollar canadien. Comme nous avons environ 85% du portefeuille investi hors-Canada et 15% du portefeuille investi au Canada (le poids du marché canadien dans l'économie mondiale est de 2 à 3%), la hausse de la devise canadienne a affecté notre rendement une fois exprimé en dollars canadiens. Comme nous l'avons explicité plus haut, depuis 1993, les fluctuations de la devise canadienne ont eu comme effet total d'augmenter notre rendement total de 7% soit 0,2% d'effet annuel positif sur nos rendements. Il faut donc prendre avec un grain de sel les fluctuations de la devise sur une année ou deux.

La bonne nouvelle maintenant : nous estimons que nos compagnies dans leur ensemble ont augmenté approximativement leur valeur intrinsèque de 13% cette année. Cela inclut l'effet négatif de Carmax et Fiserv sur cette croissance (même si les deux titres ont été vendus cet automne). Et si on exclut les trois titres mentionnés ci-haut, la performance boursière de tous les autres titres du portefeuille a été totalement en ligne avec la croissance de leur valeur intrinsèque globale, soit un rendement approximatif de 13,5% (avant les effets de fluctuation de devise). Voici donc un graphique qui illustre les composantes qui ont mené au rendement décevant de 2,7% (exprimé en dollar canadien) en 2025 :



L’histoire ne se répète pas, mais elle rime : les leçons des titres de chemin de fer.

Les investissements massifs en infrastructures AI sont majeurs à un point tel qu’il nous apparaît pertinent de tenter d’avoir une perspective historique pour en sous peser les possibles conséquences.

On pourrait d’abord faire un parallèle entre les investissements en centres de données AI et la prolifération de la fibre optique au début de l’Internet dans les années 1990. Plusieurs des compagnies de télécom de l’époque qui ont dépensé des dizaines de milliards de dollars en réseau de fibre optique ont fait faillite, comme 360 Networks, Worldcom et William Communications. Une des meilleures entreprises de l’industrie, Level 3 Communications, avait une capitalisation boursière de 44G\$ en 2000; elle a été rachetée par CenturyLink en 2017 pour 34G\$, une baisse de valeur de 23% sur 17 ans.

De plus, plusieurs compagnies de télécoms traditionnelles comme AT&T et Verizon ont réalisé de bien faibles rendements sur leurs investissements massifs. L’erreur des investisseurs dans ces entreprises a été d’extrapoler la forte croissance du trafic Internet en ignorant le fait que la capacité de la fibre optique augmente de façon exponentielle avec l’amélioration des technologies optiques.

Si vous me laissez retourner encore plus loin dans l’histoire de notre civilisation, je trouve qu’il y a une autre analogie encore plus appropriée à faire : celle avec l’industrie du chemin de fer au XIX^e siècle. C’est une histoire fascinante qui fait l’objet de plusieurs bouquins historiques et qui dépasse bien sûr le cadre de cette lettre. Mais je vais tout de même tenter de synthétiser en quelques paragraphes les leçons de cette ère du capitalisme.¹

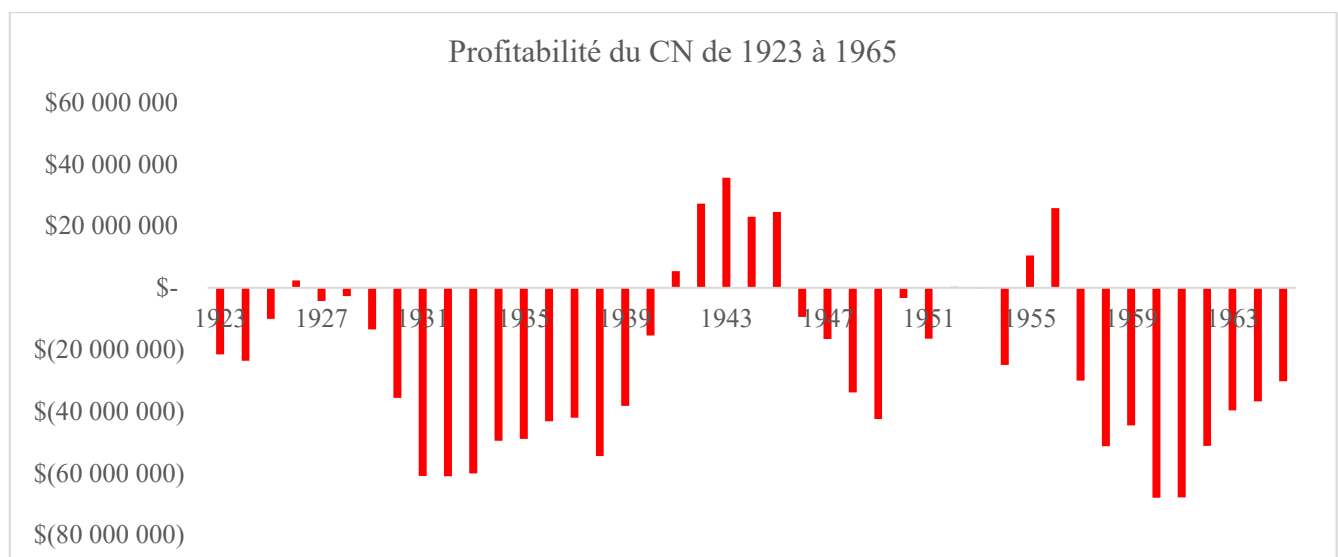
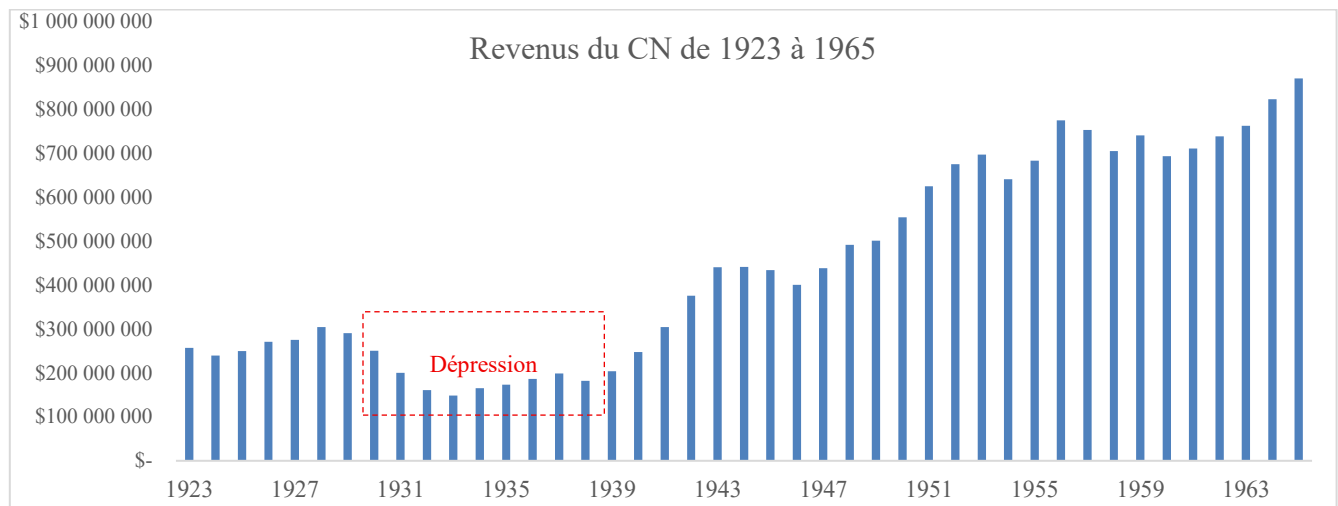
La guerre de Sécession aux États-Unis a clairement démontré l’utilité du chemin de fer. Durant les six années qui ont suivi, soit de 1865 à 1871, le nombre de nouvelles voies ferrées posées annuellement est passé de 1000 milles à 7000 milles. En 1873, 75% des titres ferroviaires étaient détenus par des investisseurs britanniques et néerlandais en quête d’une croissance inaccessible en Europe. En septembre 1873, la prestigieuse société Jay Cooke & Company fit faillite en tentant de financer la construction d’une seconde ligne transcontinentale aux États-Unis et a entraîné une réaction en cascade. De 1873 à 1879, tout près de la moitié des obligations des compagnies ferroviaires ont été en défaut de paiement (l’équivalent de 134G en dollars d’aujourd’hui).

Dans les années 1880, il y eut une autre phase d’investissement massive. Le problème qui fut créé est qu’il y eut trop de voies ferrées pour la demande de transport et les prix par transport ont alors fortement chuté. En 1893, il y eut une autre crise et l’effondrement fut encore plus massif : on passa de 12000 milles de voies posées en 1887 à moins de 2000 en 1893. Cette année-là, 74 compagnies de chemin de fer firent faillite. En 1897, 192 compagnies de chemins de fer américaines étaient en faillite, l’équivalent de 25% des voies ferrées du pays.

L’histoire du rail au Canada fut encore plus difficile. Il y eut environ 300 compagnies de chemin de fer créées au Canada. La plupart n’ont jamais réussi à être rentables : les charges d’intérêts des dettes contractées étaient trop importantes par rapport aux revenus générés. Le Canadian National Railway (CN) fut créé en 1918 par le gouvernement canadien pour nationaliser toutes les compagnies ferroviaires en difficulté financière. À part le Canadian Pacific Railway (CP), quasi toutes les autres compagnies ont dû être nationalisées à un point tel que les deux tiers des voies ferrées du Canada furent repris par le gouvernement pour assurer leur survie.

¹ Je me suis en partie inspiré de cet intéressant texte : “*Lessons from History: The Great Railroad Buildout; History doesn't rhyme, it just repeats itself with increasingly strained analogies*” par Doug O’Laughlin.

En situation de quasi-duopole avec le CP, le CN aurait dû être une entreprise somme toute rentable; surtout dans les années de forte croissance économique après la Seconde Guerre mondiale. Ce ne fut pas le cas. Voici un graphique résumant les chiffres de revenus et de rentabilité pour le CN pour la période de 1923 à 1965 (on trouve de tout sur les sites web du gouvernement du Canada!):



Pendant ses quatre premières décennies d'existence, le gouvernement a dû investir dans le CN tout près de 2,6G\$ en actifs ferroviaires, en émettant pour 1,6G\$ de dettes (la balance étant financée par des contributions du fédéral). Avec les charges d'intérêts ainsi engendrées, le CN a accumulé des pertes totales de 995 millions de dollars (M\$) de 1922 à 1965 et n'a été rentable qu'à quelques reprises. En 1992, le CN entama une importante restructuration et déclara une immense perte de 840M\$. Le gouvernement privatisa ensuite l'entreprise en 1995. Éventuellement, sous le leadership du québécois Paul Tellier, le CN est devenu une entreprise très profitable... huit décennies après sa création.

Il faut ajouter un autre point dans notre analogie. D'une certaine façon, les trains roulent encore sur les voies ferrées installées il y a 150 ans. La durée de vie des rails est d'environ 30 à 50 ans. Et, de la même manière, le trafic Internet utilise aujourd'hui la même fibre optique installée il y a 30 ans.

Pour les GPU utilisés par les serveurs AI (environ le tiers des investissements d'un centre de données), la durée de vie compétitive est estimée de 3 à 5 ans. Quand c'est une entreprise comme Google qui

dépense en serveurs AI avec les liquidités générées par les immenses activités de publicité, c'est une chose. Au pire des cas, elle prendra une radiation sur certains de ses investissements; sa survie ne sera pas en jeu. Quand c'est une entreprise qui n'a presque pas de revenu et qui s'endette à coûts de dizaines de milliards de dollars pour bâtir un réseau de serveurs AI dont les GPU seront caduques dans 5 ans, c'est une tout autre chose.

Évidemment, ces investissements massifs dans une nouvelle technologie – comme les chemins de fer, les ordinateurs, la fibre optique, les infrastructures AI, etc. – sont transformatifs pour notre civilisation. Ils apportent de grands bienfaits à la population et nous font avancer vers une amélioration de nos vies à pas de géants. C'est une bonne chose pour notre société que des investisseurs sont prêts à prendre des risques en allouant de forts niveaux de capitaux dans de nouvelles industries. Le problème pour un investisseur qui se donne comme mission d'obtenir de bons rendements tout en gérant bien le risque encouru est que l'histoire a démontré à maintes reprises que ce genre d'investissement est rarement enrichissant – dans l'ensemble – pour les premiers allocateurs de capital.

Ce sont souvent les entreprises qui arrivent plus tard dans le cycle qui reçoivent les récompenses une fois une certaine stabilité créée entre l'offre et la demande et une épuration du nombre de joueurs se disputant les parts de marché. Quand on y pense, Google n'était pas la première compagnie offrant des engins de recherche Internet. En fait, quand elle a été créée, la compagnie devait compétitionner avec 20 engins de recherche qui se battaient déjà sur le web (Yahoo!, Altavista, Lycos, Excite, Infoseek, Ask Jeeves, etc.). Mais c'est Google, arrivée quatre années après les autres, qui en est venue à totalement dominer cette industrie.

Post-scriptum.

Vous me connaissez : je ne manque jamais l'occasion de raconter une histoire à la gloire du capitalisme. Si la prolifération des chemins de fer aux États-Unis a été une grande source de pertes financières au XIX^e siècle, elle a aussi bénéficié certains gens d'affaires plus éclairés.

Je poserais cette question : qu'est-ce que l'apparition du chemin de fer a changé de fondamental dans la vie de 80% des Américains qui étaient cultivateurs à l'époque et a ainsi créé un tout nouveau besoin?

Réponse : pour livrer leurs récoltes, les cultivateurs avaient maintenant besoin de savoir l'heure pour se présenter à temps à la gare (au lieu de se fier au niveau du soleil pour gérer leur journée). Richard W. Sears, le cofondateur de Sears, Roebuck and Company, y a vu l'occasion de parcourir les États-Unis pour vendre des montres aux cultivateurs. Et avec les années, il leur a laissé un catalogue avec bien d'autres produits à pouvoir acheter (et livrés par trains!).

À Giverny, nous gardons toujours les yeux ouverts pour pouvoir dénicher des entreprises qui profiteront indirectement et de façon plus discrète d'un changement de paradigme économique.

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%	5%	10%	25%	15%
2025	13%	7%	-6%	13%	18%	5%
Total	3690%	3585%	-105%	1165%	1807%	642%
Annualisé	12,9%	12,8%	-0,1%	8,8%	10,3%	1,5%

* 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 2025 est un reflet adéquat de leur réalité économique. De leur côté, nos titres en Bourse ont réalisé un rendement d'environ 7% (estimé sans l'impact des devises). Comme nous l'avons expliqué précédemment, nos titres ont ainsi réalisé une performance inférieure à celle de nos compagnies sous-jacentes.

Les compagnies composant le S&P 500 ont connu une hausse de leurs profits cette année de l'ordre de 11,7% (pour un total de 13%, en incluant un dividende d'environ 1,3%). L'indice a réalisé une performance totale de 18% (incluant les dividendes).

Trois décennies de résultats des bénéfices propres

Depuis 1996 – soit sur exactement trente années – nos compagnies ont crû leur valeur intrinsèque par environ 3690% et leurs titres en Bourse ont réalisé un rendement total d'environ 3585%. Sur une base annualisée, nos compagnies ont réalisé une performance intrinsèque de 12,9% comparée à 12,8% pour leur performance boursière (dividendes inclus dans les deux cas, mais ajustées sans effet de devise). Sur trois décennies, la similitude entre ces deux chiffres ne relève pas du hasard et est significative. C'est inexorablement en ligne avec le principe fondamental qu'à long terme la performance des titres en Bourse finit par refléter l'accroissement de la valeur intrinsèque des compagnies sous-jacentes (si évidemment, un prix raisonnable a été payé pour lesdits titres au départ).

Il est instructif de séparer les trois décennies en trois périodes distinctes :

	Portefeuille Rochon Global			S&P 500		
Période	Valeur	Bourse	+/-	Valeur	Bourse	+/-
1996-2005	14,9%	15,7%	0,8%	8,8%	9,1%	0,3%
2005-2015	11,6%	11,2%	-0,4%	7,4%	7,3%	-0,1%
2015-2025	12,2%	11,5%	-0,7%	10,4%	14,8%	4,4%
1996-2025	12,9%	12,8%	-0,1%	8,8%	10,3%	1,5%

La seule période où nos titres ont fait moins bien que le S&P 500 est la dernière décennie. En effet, le S&P 500 a fait 4,4% annuel de mieux que la performance sous-jacente des entreprises qui le composent. Cela s'explique par un P/E anormalement élevé pour le S&P 500 en cette fin d'année 2025 : le niveau du P/E actuel du S&P 500 est de 25 fois les profits alors que la médiane depuis 1996 est de 18 fois. Si le S&P 500 se transigeait à un niveau de 18x, il serait 28% plus bas et l'écart depuis 2015 entre la performance intrinsèque et la performance boursière serait passablement réduit et plus cohérent.

Nous avons donc 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 : 2020

Nous avons fait quelques nouveaux achats en 2020, mais le principal est l'acquisition d'actions de Five Below lors de la rapide baisse boursière du début de la pandémie.

Nous suivions cette chaîne de magasins avec des items sous les 5 dollars (comme son nom l'indique) depuis quelques années. La compagnie maintenait un taux de croissance de 20-25% par année et son action se transigeait en Bourse à de hauts P/E. Au début de la pandémie, Five Below a dû fermer tous ses magasins et son action a baissé rapidement de 50%. Nous en avons profité pour acheter des actions à environ \$71.

L'action de Five Below a rebondi en 2021 et a continué de bien faire en 2022 et 2023. Cependant, la compagnie a passé par une période plus difficile en 2024 (voir la lettre annuelle de l'an dernier). La compagnie a éventuellement décidé de procéder à un changement à la direction, mais cela a pris quelques trimestres pour donner des résultats. En fait, au début d'avril 2025 – au zénith des menaces tarifaires du président américain – le titre avait reculé à \$55. Notre patience a alors été mise à rude épreuve. J'ai expliqué dans nos lettres trimestrielles de cette année que je croyais que le modèle d'affaire de Five Below demeurerait intact et j'appréciais grandement le fait que la compagnie ait un bilan hors pair (un atout quand ça va mal!). La nouvelle présidente Winnie Park a replacé le train sur les rails et les ventes et profits ont rebondi en fin d'exercice financier. Le titre se transige à \$222 au moment où

j'écris ces lignes. Nous avons donc réalisé un rendement total sur notre premier achat de 2020 d'environ 213% soit un rendement annualisé de près de 21% sur environ six ans. Notre patience a donc été récompensée même si après cinq ans, nous étions en zone de perte en capital.

La saveur du jour

Nous avons discuté à maintes reprises dans cette rubrique du bitcoin. Nous pouvons y ajouter l'or comme autre saveur du jour en 2025. Ces deux items ont quelque chose en commun : ce sont deux actifs impossibles à évaluer puisqu'ils n'ont aucune valeur intrinsèque. De plus, ils misent tous deux sur un chimérique scepticisme par rapport aux instances économiques gouvernementales, principalement l'utilité primordiale d'une devise et d'une banque centrale stable. La majorité des acheteurs d'or et/ou de bitcoin n'achète pas cet actif pour des raisons rationnelles, mais dans le tout simple objectif de le vendre plus cher à quelqu'un d'autre. Il y a un nom anglais pour cette stratégie : « *The greater fool theory* ». En résumé, c'est l'espoir derrière l'achat d'un actif à un prix sans base d'évaluation rationnelle dans l'objectif de le vendre dans un futur pas trop lointain (le moins lointain, le mieux) à une autre personne plus irrationnelle encore. L'histoire nous a enseigné que cette stratégie fait toujours plus de perdants que de gagnants.

Bien entendu, elle est loin de nous l'idée de dénigrer les millions d'investisseurs qui achètent de l'or et/ou des cryptomonnaies (les gens font bien ce qu'ils veulent de leur argent!). Nous vous expliquons tout simplement les logiques raisons pour lesquelles nous n'y participons pas.

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 2025.

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 2025 (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 : Fiserv

J'ai expliqué en détail ce qui est arrivé à Fiserv cette année plus haut. Je considère que j'ai fait deux erreurs avec ce placement. La première est que j'aurais dû vendre immédiatement lorsque le PDG a quitté la compagnie pour se lancer en politique. Nous aurions vendu environ au prix coûtant et nous aurions ainsi limité les conséquences de l'erreur plus fondamentale qui suit.

Je connais bien l'écosystème des transactions par cartes de crédit qui englobe les émetteurs (les banques), les processeurs des transactions (Fiserv) et les réseaux de paiement (Visa, Mastercard). Nous possédons des actions de Visa depuis 2010 et je sais pertinemment que c'est le réseau qui a le modèle d'affaires le plus solide de l'écosystème et surtout le fossé économique le plus large. Nous avons investi dans Fiserv, en plus de Visa, pour la principale raison que le titre était moins cher (environ 15x les profits versus 25x pour Visa). Ce fut une erreur, car j'aurais dû simplement allouer ce capital dans Visa. Nous aurions obtenu un meilleur rendement et aurions évité bien des maux de tête inutiles.

Médaille d'argent : Netflix

Je suis Netflix depuis des années. J'admire la qualité de leur plateforme « streaming » et la vision que leurs dirigeants ont su maintenir depuis une décennie. Malheureusement, pendant bien des années, l'évaluation du titre en Bourse était très élevée.

En 2022, le titre a reculé d'un haut de 69\$ (ajusté pour fractionnement) en 2021 à un bas de 18\$, soit une baisse de 74%. Le P/E avait ainsi reculé à environ 18x. J'ai alors étudié la compagnie plus en détail. Il est vrai que les BPA reculaient en 2022 d'environ 11% et le nombre d'abonnés semblait stagner. Il y avait donc des inquiétudes valides. Cependant, je croyais que la compagnie avait diverses avenues pour augmenter ses revenus et surtout ses marges de profit : d'abord en augmentant ses coûts d'abonnement et aussi en optimisant ses importants investissements en nouvelles séries et films.

La compagnie a rapidement amélioré les choses : elle a adopté une stratégie d'ajouter de la publicité et aussi de mieux protéger ses accès (des usagers qui se partageaient le même accès). Elle a aussi grandement amélioré ses marges d'exploitation en gérant mieux ses dépenses et ses investissements. Les BPA ont pu augmenter de 150% en trois ans et le titre est remonté à 77\$ (au moment où j'écris ces lignes) soit une hausse de 328% en un peu plus de trois années. Malheureusement, je n'ai pas converti mon enthousiasme d'alors en investissement.

Médaille d'or : Canadian National Railway

Dans ma courte (!) parenthèse historique sur les chemins de fer de cette lettre, vous avez pu noter que le CN fut privatisé par le gouvernement canadien en 1995. Ses actions furent alors listées en Bourse. Nous aurions donc pu y investir à ce moment-là. Dans le livre « *Beating the Street* » de Peter Lynch, publié en 1992, il y avait cette règle : "*Whatever the Queen is selling, buy it!*" (Tout ce que vend la Reine, achetez-le!). Mais j'ai malheureusement fait fi de cette règle de Peter et passé mon tour.

Les chiffres qui suivent vont vous glacer le sang : l'action est passée de 1,75\$ en décembre 1995 (ajusté pour fractionnements) à 136\$ en décembre 2025. Avec les dividendes reçus au cours des années, on parle d'un rendement annuel approximatif de 17% sur 30 ans. Le croiriez-vous si je vous disais que c'est un meilleur rendement que celui de Microsoft pour la même période?

Conclusion : C'était il y a vingt ans...

Il serait bon de revenir à la saveur du jour d'il y a deux décennies : le pétrole. Dans les années 2005 à 2007, le pétrole était très populaire (et les titres des producteurs par ricochet). Le scénario des enthousiastes de l'époque était qu'avec la demande grandissante de la Chine, dans quelques décennies, nous allions manquer de pétrole et donc que les cours allaient continuer de grimper *ad vitam aeternam*.

Les années 2006 et 2007 avaient été très difficiles pour les partenaires de Giverny puisque nous sous-performions les indices – alors enflammés par les titres pétroliers – et en plus, nous devions composer avec une très forte hausse du dollar canadien... qui s'est avérée pénible, mais temporaire. Manifestement, nous avons vu neiger bien avant aujourd'hui : nous avons traversé toutes sortes de marchés financiers au fil des années et avons eu notre lot de périodes durant lesquelles notre style d'investissement était peu prisé.

Le fonds indiciel le plus populaire au Canada à ce moment-là était le *iShares S&P/TSX Capped Energy Index ETF* (XEG). Je me souviens d'avoir parlé à plusieurs partenaires en 2007 qui voulaient mettre toutes leurs économies ou presque dans ce seul titre indiciel. Voici un graphique de la performance de ce ETF du début de 2005 à la fin de 2025 :



Comme vous pouvez le constater, en fin de 2025, le ETF XEG est revenu à son niveau de fin 2005. Il n'est même pas encore revenu à son sommet du début 2008. À part les dividendes versés (de l'ordre d'environ 2-3% par année), les détenteurs de ce ETF ont donc obtenu aucun rendement sur les deux dernières décennies.

Acheter ce qui est immensément populaire n'est pas nécessairement un gage de perte en capital (si on a la fortitude de ne pas vendre dans les creux). Cela peut cependant s'avérer un gage de rendement modeste pour quelques décennies.

Nous vous avons donné l'heure juste : nous passons à travers une période de sous-performance similaire à celle de 2006-2007. Une partie est liée à quelques erreurs de placement, comme nous l'avons expliqué. Mais une autre partie est simplement liée au fait que nous sommes prudents et évitons ce qui nous semble populaire, irrationnel et/ou risqué.

Nous maintenons exactement la même approche aujourd'hui qu'il y a 10 ans, 20 ans ou 30 ans (j'ose croire qu'elle s'est même peaufinée avec les années). Un des avantages de l'expérience en investissement est que le savoir est cumulatif : nous avons étudié des milliers de compagnies au cours des années, avons vécu les hauts et bas des marchés boursiers (incluant bien des modes passagères) et, surtout, nous tentons d'apprendre tous les jours sur les nouvelles compagnies et comment devenir constamment de meilleurs investisseurs.

Nous avons ciblé trois qualités essentielles pour réussir en Bourse: rationalité, humilité et patience. Nous tentons de toujours mieux les intégrer au quotidien. Et nous demeurons fidèles à notre processus de sélection de titres et ne dévions pas de notre discipline qui nous a tant récompensés depuis 1993.

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 depuis 32 ans), 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 2026.

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

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 2025 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 (principalement lié à l'accroissement des BPA).
- 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 2025 :
 - Rochon Global : S&P/TSX 16% S&P 500 41% Russell 2000 41% MSCI EAFE 2%
 - 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.