



## Lettre annuelle aux partenaires 2018



Gabor Szilasi  
Le jardin de Monet à Giverny; le jardin d'eau en été, Giverny, 1998  
Collection Giverny Capital

## **Historique**

Il y a plus de 25 ans, j'ai découvert les écrits de Warren Buffett, Benjamin Graham, John Templeton, Philip Fisher et Peter Lynch. J'ai alors décidé de débiter la gestion d'un portefeuille familial en adoptant une approche d'investissement synthétisée sur les idées de ces grands gestionnaires. Après cinq années de résultats satisfaisants, en fin 1998, j'ai décidé de mettre sur pied 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 activement 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. En 2009, nous avons ouvert un bureau aux États-Unis à Princeton (NJ). Le directeur du bureau de Princeton, Patrick Léger, partage la culture et l'horizon à très long terme propre à Giverny.

## **Nous sommes partenaires!**

Dès les premiers jours de Giverny, la pierre angulaire de la philosophie de gestion était de gérer les portefeuilles des clients de la même manière que je gérais mon propre argent. Ainsi, le portefeuille familial que je gère depuis 1993 (le "portefeuille Rochon Global") sert de modèle pour nos clients en gestion privée. Il est primordial à mes yeux que les clients de Giverny et ses gestionnaires soient dans le même bateau! C'est pour cela que nous qualifions nos clients de partenaires.

## **Le but de cette lettre annuelle**

L'objectif principal de cette lettre annuelle est de discuter des résultats des compagnies composant nos portefeuilles lors de l'année écoulée. Mais bien plus important encore est d'expliquer en détail la philosophie à long terme qui sous-tend notre processus de sélection de compagnies. Nous tenons à ce que nos partenaires comprennent parfaitement la nature de ce processus car les rendements à long terme en représentent le fruit. À court terme, la Bourse est irrationnelle et imprévisible (quoiqu'en pensent certains de nos confrères et consœurs). À long terme, par contre, 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 2018**

Depuis 2004, 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 œuvre de l'artiste québécois Gabor Szilasi. C'est une photographie prise à Giverny en 1998.

## Giverny Capital Inc. – Lettre annuelle aux partenaires 2018 ©

Pour l'année se terminant le 31 décembre 2018, le rendement du portefeuille Rochon Global a été de -0,6% par rapport à un rendement de -1,4% pour notre groupe indicier comparatif. Cela correspond à une valeur ajoutée de 0,8%. Le rendement du portefeuille Rochon Global et celui du groupe d'indices incluent un gain approximatif de 6,7% liée à la variation de la devise canadienne.

Depuis le début de la gestion du portefeuille Rochon Global, le 1<sup>er</sup> juillet 1993, le rendement annuel composé est de 15,1% par rapport à 8,8% pour notre groupe indicier comparatif. Sur ces 25 années, la valeur ajoutée annualisée a donc été de 6,3%. Il est à noter que la devise américaine n'a eu quasi aucun effet sur nos rendements : sur 25 ans, la devise américaine s'est appréciée de 6,5% par rapport à la devise canadienne. Cela correspond à un effet annualisé de 0,2% sur nos rendements annuels. Notre ambitieux objectif est de maintenir à long terme un rendement annuel de 5% supérieur aux indices.

### Portefeuille Rochon Global : rendements depuis le 1<sup>er</sup> juillet 1993

Année *	Rochon	Indices **	+ / -	\$ US/Can ***
1993 (Q3-Q4)	37,0%	9,5%	27,6%	3,3%
1994	16,5%	3,7%	12,7%	6,0%
1995	41,2%	24,0%	17,2%	-2,7%
1996	28,0%	22,8%	5,2%	0,3%
1997	37,8%	28,6%	9,2%	4,3%
1998	20,6%	18,8%	1,8%	7,1%
1999	15,1%	16,3%	-1,2%	-5,7%
2000	13,4%	3,2%	10,2%	3,9%
2001	15,1%	-0,4%	15,5%	6,2%
2002	-2,8%	-18,3%	15,6%	-0,8%
2003	13,6%	14,0%	-0,4%	-17,7%
2004	1,6%	6,2%	-4,5%	-7,3%
2005	11,5%	3,6%	7,9%	-3,3%
2006	3,5%	17,0%	-13,5%	0,2%
2007	-14,4%	-11,6%	-2,8%	-14,9%
2008	-5,5%	-22,0%	16,5%	22,9%
2009	11,8%	12,2%	-0,4%	-13,7%
2010	16,1%	13,9%	2,2%	-5,4%
2011	7,8%	-1,0%	8,8%	2,3%
2012	21,5%	12,5%	9,0%	-2,2%
2013	50,2%	38,9%	11,3%	6,9%
2014	28,1%	17,8%	10,2%	9,1%
2015	20,2%	13,4%	6,8%	19,3%
2016	7,3%	14,3%	-7,0%	-3,0%
2017	13,1%	10,3%	2,9%	-6,6%
2018	-0,6%	-1,4%	0,8%	8,7%
<b>Total</b>	<b>3477,1%</b>	<b>755,2%</b>	<b>2722,0%</b>	<b>6,5%</b>
<b>Annualisé</b>	<b>15,1%</b>	<b>8,8%</b>	<b>6,3%</b>	<b>0,2%</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.

## 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 2018, le portefeuille Rochon US a réalisé -8,3% versus -4,4% pour le S&P 500. La valeur ajoutée a donc été de -3,9%.

Depuis le début de ce portefeuille en 1993, le rendement total est de 2724% soit 14,0% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P 500 a réalisé 821% soit 9,1% annualisé. La valeur ajoutée annuelle a donc été de 4,9%.

Année	Rochon US	S&P 500	+/-
1993 (Q3-Q4)	32,7%	5,0%	27,7%
1994	9,9%	1,3%	8,6%
1995	54,8%	37,6%	17,2%
1996	27,0%	23,0%	4,1%
1997	32,9%	33,4%	-0,4%
1998	11,0%	28,6%	-17,6%
1999	15,9%	21,0%	-5,1%
2000	11,3%	-9,1%	20,4%
2001	8,1%	-11,9%	20,0%
2002	-4,4%	-22,1%	17,7%
2003	31,6%	28,7%	2,9%
2004	9,3%	10,9%	-1,6%
2005	12,5%	4,9%	7,5%
2006	3,3%	15,8%	-12,4%
2007	-1,7%	5,5%	-7,2%
2008	-24,3%	-37,0%	12,7%
2009	28,7%	26,5%	2,3%
2010	21,9%	15,1%	6,8%
2011	4,9%	2,1%	2,8%
2012	22,8%	16,0%	6,8%
2013	40,6%	32,4%	8,2%
2014	18,0%	13,7%	4,3%
2015	1,7%	1,4%	0,4%
2016	7,5%	12,0%	-4,5%
2017	19,7%	21,8%	-2,1%
2018	-8,3%	-4,4%	-3,9%
<b>Total</b>	<b>2724,2%</b>	<b>821,0%</b>	<b>1903,2%</b>
<b>Annualisé</b>	<b>14,0%</b>	<b>9,1%</b>	<b>4,9%</b>

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

Après huit années de surperformance consécutive (un évènement statistique peu apte à se reproduire), cela fait trois ans de suite que le portefeuille Rochon US fait moins bien que le S&P 500. Encore une fois cette année, quelques titres vedettes du S&P 500 ont contribué pour une importante part de la performance de l'indice. Relativement au Russell 2000 (un indice de titres de plus petites

capitalisations), le S&P 500 a fait 6,6% de mieux en 2018. En fait, lors des cinq dernières années, le S&P 500 a réalisé un rendement annuel de 8,5% contre 4,4% pour le Russell 2000.

Sur une longue période, les rendements du S&P 500 et du Russell 2000 ont tendance à être similaires. Depuis 1993, le S&P 500 a réalisé 9,1% annuel comparativement à 8,7% pour le Russell 2000. La Bourse tend éventuellement à refléter la juste valeur intrinsèque des entreprises, qu'elles soient petites ou grosses.

Nous acceptons d'avance que nous allons parfois sous-performer le S&P 500 à court terme lorsque notre style et/ou nos compagnies sont en défaveur (et parfois, c'est sans raison). Quoique ce n'est pas toujours facile, nous tentons de rester impassibles aux résultats à court terme, tant dans les bons moments que dans les moins bons.

### **Portefeuille Rochon Canada**

En début 2007, nous avons débuté un portefeuille 100% canadien. Il correspond grosso modo à la partie canadienne du portefeuille Rochon Global. En 2018, le portefeuille Rochon Canada a réalisé un rendement de -7,6% comparé à -8,9% pour le S&P/TSX pour une valeur ajoutée de +1,3%.

Depuis 2007, le rendement total est de +462% soit +15,5% sur une base annualisée. Durant la même période, le S&P/TSX, principal indice canadien, a réalisé +58% soit +3,9% annualisé. La valeur ajoutée annuelle est donc de +11,6%.

<b>Année</b>	<b>Rochon Canada</b>	<b>S&amp;P/TSX</b>	<b>+/-</b>
<b>2007</b>	<b>19,7%</b>	9,8%	<b>9,9%</b>
<b>2008</b>	<b>-24,6%</b>	-33,0%	<b>8,4%</b>
<b>2009</b>	<b>28,2%</b>	35,1%	<b>-6,9%</b>
<b>2010</b>	<b>26,7%</b>	17,6%	<b>9,1%</b>
<b>2011</b>	<b>13,5%</b>	-8,7%	<b>22,2%</b>
<b>2012</b>	<b>24,1%</b>	7,2%	<b>16,9%</b>
<b>2013</b>	<b>49,4%</b>	13,0%	<b>36,5%</b>
<b>2014</b>	<b>20,3%</b>	10,6%	<b>9,6%</b>
<b>2015</b>	<b>16,0%</b>	-8,3%	<b>24,4%</b>
<b>2016</b>	<b>11,0%</b>	21,1%	<b>-10,1%</b>
<b>2017</b>	<b>27,4%</b>	9,1%	<b>18,3%</b>
<b>2018</b>	<b>-7,6%</b>	-8,9%	<b>1,3%</b>
<b>Total</b>	<b>462,4%</b>	<b>57,7%</b>	<b>404,6%</b>
<b>Annualisé</b>	<b>15,5%</b>	<b>3,9%</b>	<b>11,6%</b>

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

Le titre qui a le plus contribué à notre résultat négatif en 2018 a été Dollarama. Malgré sa forte baisse en 2018, nous avons tout même un gain cumulatif de plus de 700% sur ce titre depuis notre achat initial en 2010. Nous reviendrons sur Dollarama dans la section sur les compagnies.

Sur 12 ans, la performance de nos titres canadiens a été fortement supérieure à celle du S&P/TSX. Il faut souligner qu'un portefeuille concentré, comme l'est celui-ci, peut excéder drastiquement la performance des indices. Par contre, à notre avis, le risque inhérent à une forte concentration n'est pas

approprié pour un portefeuille qui se veut géré de manière prudente. Nous considérons qu'une vingtaine de titres est un juste équilibre entre une concentration suffisante pour avoir des chances de faire mieux que les indices et une diversification minimale pour réduire le risque inhérent à la détention de quelques compagnies. Comme ce portefeuille ne représente qu'une partie (environ 15%) du portefeuille global, nos principes de diversification sont respectés.

## L'année boursière 2018

L'année 2018 a été une année en deux temps. Lors des deux premiers trimestres, la Bourse américaine a très bien fait reflétant une forte augmentation des profits des entreprises, galvanisée par une importante baisse du taux d'impôts corporatifs. Le reste du monde ne suivait pas et démontrait une nette stagnation, que ce soit au Canada, en Europe et en Asie.

Puis à l'automne, le sentiment des investisseurs américains a fait un 180 degrés et le S&P 500 et le Russell 2000 ont reculé de 20% et 27% respectivement depuis leur haut de septembre jusqu'au creux du 24 décembre. La baisse de décembre a donc résulté en un "bear market" (une baisse de 20%), le cinquième depuis mes débuts en 1993, il y a de cela 25 ans.

Nous en avons vu d'autres!

Nous savons depuis belle lurette que la Bourse, à court-terme, se comporte comme une entité maniaco-dépressive. Et aucun médicament ne peut l'en guérir ou à tout le moins la stabiliser. La Bourse est un complexe réseau de millions d'êtres humains émotifs qui interagissent entre eux (plusieurs millions d'émotifs tentant de prévoir ce que les autres millions d'émotifs vont faire et vice-versa). Une plus grande efficacité de transactions et une rapidité quasi instantanée d'accès à l'information a dramatiquement changé la manière d'investir en Bourse depuis 1993 (juste avant l'implémentation à grande échelle de l'Internet). Mais ce qui n'a pas changé c'est la nature humaine. Encore et toujours, avec l'argent, les humains virevoltent de la peur à l'avidité au gré des vents telles des girouettes armées de téléphones cellulaires.

Voici un tableau des rendements de 2018 et annualisés sur 5 ans pour différents indices du monde :

Rendement (en \$US)	2018	2018 \$Can	5 ans
Russell 2000	-11,0%	-3,2%	4,4%
S&P 500	-4,4%	4,0%	8,5%
MSCI EAFE	-13,8%	-6,3%	0,5%
MSCI Europe	-14,9%	-7,5%	-0,6%
MSCI Chine + HK + Taiwan	-22,4%	-15,6%	2,9%
MSCI AC Asie	-13,7%	-6,2%	3,6%
<b>Moyenne</b>	<b>-13,4%</b>	<b>-5,8%</b>	<b>3,2%</b>

S&P/TSX (en \$Can)	-8,9%	-8,9%	4,1%
--------------------	-------	-------	------

En 2018, avec une baisse de 4%, le S&P 500 est l'indice qui a le mieux fait parmi les principaux indices dans le Monde. En fait, depuis trois ans, le rendement du S&P 500 est extrêmement polarisé : les titres liés aux secteurs des logiciels et du web ont augmenté d'environ 60% et ceux liés aux industries plus traditionnelles ont augmenté d'environ 20%. En d'autres mots, si vous aviez sous-pondéré le segment logiciel/web dans les dernières années, il s'avérait être très difficile d'obtenir le rendement du S&P 500. Certaines des compagnies de ces secteurs sont exceptionnelles et ont changé

drastiquement, en quelques années seulement, le monde dans lequel nous vivons. Par contre, il faut garder en tête que toute compagnie a une valeur intrinsèque et il peut s'avérer risqué de payer un prix trop élevé même pour la meilleure des entreprises.

### **Quelques mots sur les grandes banques américaines**

Beaucoup d'entreprises ont lentement augmenté leur niveau d'endettement durant ce cycle économique. La raison est bien simple : le très faible niveau du coût de capital (de faibles taux d'intérêt). Cette prépondérance pour la dette est très présente aussi dans le monde des fonds privés (*private equity*). Ces derniers ont un modèle d'affaires avec très souvent passablement d'effet de levier.

Nous croyons que ce ne sont pas les grandes banques américaines qui financent le niveau actuel de prêts levier. En fait, si on retourne il y a 25 ans, environ 30% des prêts levier étaient possédés par les banques américaines et 40% par les investisseurs institutionnels. Récemment, ce ratio est d'environ 5% pour les banques américaines et de plus de 85% pour les investisseurs institutionnels (Source : S&P, Goldman Sachs)

La plupart des grandes banques américaines – échaudées par la crise financière de 2008 – sont plus solides que jamais. Et leurs évaluations boursières nous semblent très attrayantes. C'est la raison pour laquelle nous possédons des actions de quatre banques américaines au moment où j'écris ces lignes.

### **Perspectives 2019**

Les perspectives de croissance des profits pourraient certainement s'avérer beaucoup plus faibles en 2019 qu'en 2018. Nous croyons que les compagnies américaines pourraient augmenter leurs bénéfices par action (BPA) en moyenne d'environ 4% cette année.

Même advenant un ralentissement plus prononcé, la croissance des profits des entreprises reprendra éventuellement une pente ascendante. Les actions, à long terme, demeurent la meilleure catégorie d'actif à posséder pour la simple raison que les profits des entreprises sont toujours en croissance (quoique pas de manière linéaire).

Si la Bourse, à court terme, continue de se comporter comme une entité maniaco-dépressive (et 2018 a été éloquent de ce côté), à long terme, elle finit toujours par refléter avec justesse la valeur intrinsèque des entreprises. N'est-ce pas une bonne prémisse pour investir ses économies?

### **La popularité des fonds indiciels**

*« ...L'idée sous-jacente à l'achat d'un fonds indiciel est que la moyenne des gestionnaires – par définition – obtient une performance moyenne. Mais à cause des frais de gestion et de transactions, leur résultat collectif ne peut être qu'inférieur aux indices (qui eux n'encourent que peu de frais). ...Plusieurs épargnants ont conclu qu'investir dans un fonds indiciel est statistiquement la meilleure option pour quelqu'un qui ne peut distinguer un bon placement d'un autre ou un bon gestionnaire d'un autre. .... Ainsi, lors des dernières années, le capital s'est graduellement déplacé de la gestion active vers la gestion passive. L'effet secondaire de cela est que l'argent se déplace vers les plus importantes entreprises qui ont le plus de poids dans l'indice (le S&P 500). Ce mouvement de capital a eu comme effet de faire grimper le S&P 500 davantage ce qui a pour effet de faire encore plus mal paraître la gestion active ce qui a pour effet de transférer l'argent de l'actif au passif encore une fois. Certains gestionnaires*

*voient la menace de ne pas posséder les grands titres pour leur performance. Ils s'assurent donc d'avoir ces titres avec au moins la pondération du S&P 500 dans leurs portefeuilles (ce qui a pour effet de faire grimper encore ces quelques titres). Comme disait un gestionnaire réputé récemment: " Plusieurs ont capitulé". »*

Cela vous semble un bon résumé de l'année 2018? Et pourtant, j'ai écrit ces mots il y a 20 ans pour la lettre annuelle 1998. J'expliquais alors en détails la grande différence d'évaluation entre les titres de très grandes capitalisations (achetés massivement par les fonds indiciels) et tous les autres. J'ai ajouté ensuite ces phrases :

*« ... À long terme, la bourse reflète la valeur des entreprises – grosses ou petites – et ainsi ce déséquilibre entre les grands titres et les plus petits devrait se rectifier par lui-même dans le futur. .... À la bourse - comme dans la vie - le bon sens finit par triompher même s'il teste la patience de l'homme sage. »*

Que s'est-il passé dans les deux décennies qui ont suivi ce texte?

De 1999 à 2018, le S&P 500 a réalisé un rendement annuel de 5,6%. Pendant ce temps le Russell 2000 a réalisé un rendement annuel de 7,4%. Donc, comme je l'avais écrit, le S&P 500 a en effet connu un retour à la normale et les titres de plus petites capitalisations ont mieux fait que les plus grands (soit un rendement total de 317% pour le Russell 2000 vs 197% pour le S&P 500).

En 1998, beaucoup de gestionnaires (et de leurs clients) avaient lancé la serviette et s'étaient rabattus sur les fonds indiciels. Bien des observateurs affirmaient alors qu'il était quasi impossible de battre le S&P 500 sur une longue période. Dans cette optique, que fut la performance du portefeuille Rochon Global pour la même période de 20 ans? Voici un tableau résumant le tout :

Rendements en \$Can	S&P 500	Russell 2000	S&P / TSX	Rochon Global	Valeur ajoutée
1999-2018	5,0%	6,8%	6,6%	10,6%	4,6%

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

Vous noterez que le dollar canadien s'est apprécié de 1998 à 2018 et a eu l'effet de réduire de 0,6% le rendement annuel des indices américains lorsqu'exprimés en devise canadienne. Quant à eux, les résultats du portefeuille Rochon Global sont calculés en dollars canadiens. Comme vous pouvez l'observer, notre rendement annuel de 10,6% a dépassé de 5,6% annuellement le rendement du S&P 500, de 3,8% annuel celui du Russell 2000 et de 4,0% celui du TSX. Cela donne une valeur ajoutée annuelle pondérée de 4,6% en combinant les trois indices (avec 43%-43%-14% de poids respectifs).

Tout comme en 1998, je ne veux surtout pas dénigrer l'approche indicielle. Pour la grande majorité des investisseurs, c'est une solution gagnante puisque la plupart des gestionnaires (amateurs et professionnels) ne font pas mieux que les indices sur une longue période.

D'un autre côté, dès mes débuts, j'ai pu observer que quelques investisseurs avaient réalisé des rendements fortement supérieurs aux indices et ce sur de longues périodes (comme Ben Graham, Peter Lynch, Lou Simpson, Warren Buffett, Charlie Munger, Bill Ruane, John Neff, Philip Carret, John Templeton, etc.). J'ai donc pris le temps d'étudier la source de leur surperformance. Ils avaient tous un point commun: ils considéraient l'achat d'une action comme l'achat d'une entreprise et tentaient

de l'acheter en bas de sa valeur intrinsèque. Dès 1993, j'ai adopté cette approche. À ce jour, nous avons été validés (et récompensés) par cette philosophie du *Value Investing*.

### Une grande citation de Ben Graham en 1958

En fin 1992, j'ai lu "L'investisseur intelligent" de Ben Graham. C'est le livre qui avait marqué le jeune Warren Buffett en 1949 et qui l'a converti au *Value Investing*. Ce fut le point de départ de son immense succès comme investisseur. J'avais aussi lu à l'époque les appendices du livre (la 4<sup>ème</sup> édition) qui comportent, entre autres, une transcription d'un discours de Ben Graham de 1958 intitulé « The new Speculation in common stocks ». J'avais alors trouvé ce texte aride et peu intéressant.

Si j'ai relu régulièrement des passages de "L'investisseur intelligent" aux cours des années, je n'avais jamais relu l'annexe du discours de 1958. Jusqu'à ce que je tombe sur une citation latine de Ben Graham et que j'en cherche (longuement) l'origine. J'ai finalement retrouvé la citation et le contexte dans ce discours de 1958. À sa relecture – et armé de 25 ans de nouvelles perspectives – j'ai réalisé à quel point ce texte est profond et pris conscience de la grande capacité d'écriture nuancée de Ben Graham (une qualité qui semble être rarissime dans les nuages du cybermonde social du XXI<sup>ème</sup> siècle).

Cette fameuse citation provient des Métamorphoses d'Ovide (un auteur romain d'il y a 2000 ans). Phaéton était le fils du dieu Soleil Phébus. Ce dernier conduisait un chariot solaire à travers le ciel. Un jour, Phaéton demanda à son père la permission de conduire lui-même le fameux quadrigé solaire. Phébus le mit en garde de bien demeurer au milieu du parcours; trop bas, il enflammerait la Terre; trop haut, il enflammerait les cieux. Phaéton fit preuve de peu de prudence : il perdit le contrôle de ses chevaux et s'écrasa sur la Terre; dans un enfer de feu, il faillit embraser le monde.



Peter Paul Rubens, La chute de Phaéton (c 1636)  
Musées royaux des Beaux-Arts de Belgique, Bruxelles / photo : F. Maes (MRBAB)

Les paroles de prudence qu'avait adressées Phébus à Phaéton étaient :

*medius tutissimus ibis*  
la voie du milieu est la plus sécuritaire

En cette année où je célèbre les 25 ans du début de la gestion de mon portefeuille et les 20 ans de la fondation de Giverny Capital, je trouve qu'il est bon de repenser à ce sage conseil, qui a survécu des millénaires. Consciemment ou non, je réalise que nous avons constamment suivi la voie du milieu en investissement et ainsi assimilé les enseignements de Ben Graham. À Giverny Capital, nous avons une approche qu'on pourrait synthétiser ainsi :

- Nous avons l'esprit ouvert mais en même temps une indépendance de pensée. Nous tentons ainsi de maintenir en équilibre l'humilité et la confiance en son jugement.
- Nous aimons investir dans des compagnies en croissance mais pas nécessairement en très forte croissance (connaissant les dangers de croître trop vite et/ou des modes passagères).
- Nous comprenons les bienfaits économiques d'utiliser un peu de dette mais nous nous tenons loin des entreprises qui y ont recours trop agressivement.
- Nous sommes prêts à investir dans des compagnies liées aux nouvelles technologies mais pas trop au début (nous voulons nous assurer que le modèle économique est solide et durable).
- Nous sommes prêts à payer un cours-bénéfices<sup>1</sup> (P/E) légèrement élevé mais il y a une limite que nous ne sommes pas prêts à traverser.
- Nous sommes patients mais savons aussi qu'il y a une différence entre être patient et obstiné.

Nous avons de très ambitieux objectifs de rendements à long terme qui à ce jour ont été atteints. Mais nous avons toujours voulu les atteindre sans prendre de risque inapproprié. Nous voulons faire preuve d'intendance avec notre capital et celui de nos partenaires. Et de constamment garder en tête le sage conseil de Phébus est l'équivalent de préserver un phare allumé éclairant le chemin vers l'enrichissement en Bourse tout en demeurant prudent.

### **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 bénéfices par action (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.

Cette année, la valeur intrinsèque de l'ensemble de nos compagnies a grimpé d'environ 22% (21% de par la croissance des profits par action et 1% de dividende moyen). Malgré les quelques changements effectués au portefeuille, nous croyons que cet estimé de la croissance des BPA de nos compagnies en 2018 est un reflet adéquat de leur réalité économique. De leurs côtés, nos titres en Bourse ont baissé d'environ 7% (sans l'impact des devises). Nos titres ont ainsi réalisé une performance grandement inférieure aux compagnies sous-jacentes.

---

<sup>1</sup> En anglais Price Earnings Ratio que nous simplifierons pour le reste de la lettre à P/E

En fait, en 23 ans de suivi des bénéfices propres, c'est le niveau de disparité le plus important entre l'accroissement estimé de la valeur intrinsèque et la valeur marchande boursière que nous ayons vécu. Il y a deux possibilités : soit que nos titres étaient surévalués au début de 2018 (et donc escomptaient d'avance la croissance à venir de leur valeur intrinsèque) ou soit que nos titres sont en fin d'année plus sous-évalués qu'en début d'année. Nous croyons que c'est la seconde réponse.

Les compagnies composant l'indice S&P 500 ont aussi connu une bonne croissance de leurs profits cette année soit de l'ordre de 21% (un accroissement total de 23% en ajoutant le dividende). L'indice a réalisé une performance totale de -4% (en dollars US).

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%	-1%	29%	30%
1999	16%	12%	-4%	17%	21%	4%
2000	19%	10%	-9%	9%	-9%	-18%
2001	-9%	10%	19%	-18%	-12%	6%
2002	19%	-2%	-21%	11%	-22%	-33%
2003	31%	34%	3%	15%	29%	14%
2004	21%	8%	-12%	21%	11%	-10%
2005	14%	15%	0%	13%	5%	-8%
2006	14%	3%	-11%	15%	16%	1%
2007	10%	0%	-10%	-4%	5%	9%
2008	-3%	-22%	-19%	-30%	-37%	-7%
2009	0%	28%	28%	3%	26%	23%
2010	22%	22%	0%	45%	15%	-30%
2011	17%	6%	-11%	17%	2%	-15%
2012	19%	23%	4%	7%	16%	9%
2013	16%	42%	26%	9%	32%	23%
2014	13%	19%	6%	9%	14%	5%
2015	11%	4%	-7%	1%	1%	0%
2016	9%	10%	1%	3%	12%	9%
2017	14%	20%	7%	14%	22%	8%
2018	22%	-7%	-29%	23%	-4%	-27%
<b>Total</b>	<b>1723%</b>	<b>1424%</b>	<b>-298%</b>	<b>474%</b>	<b>524%</b>	<b>50%</b>
<b>Annualisé</b>	<b>13,5%</b>	<b>12,6%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,3%</b>	<b>0,4%</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

Depuis 1996, nos compagnies ont crû leur valeur intrinsèque par environ 1723% et leur titre en Bourse ont réalisé un rendement total d'environ 1424%. Sur une base annualisée, nos compagnies ont réalisé une performance intrinsèque de 13,5% versus 12,6% pour leur performance boursière (dividende inclus dans les deux cas). La corrélation entre les deux chiffres – sur une longue période – n'est pas le fruit du hasard : À long terme la Bourse finit toujours par refléter la juste valeur des entreprises.

Nos titres ont réalisé 4,3% annuellement de mieux que le S&P 500 depuis 23 ans pour la simple raison que nos compagnies ont crû leur valeur intrinsèque d'environ 5% par année de plus que les compagnies composant le S&P 500.

## Post-mortem quinquennal: 2013

Comme à chaque année, nous effectuons un post-mortem cinq ans. Nous croyons qu'étudier nos décisions avec un recul significatif nous permet d'apprendre de nos bons coups et aussi de nos erreurs. Nous avons apporté peu de changements au portefeuille en 2013. Voici tout de même quelques remarques à la relecture de la lettre annuelle de cette année-là.

- En 2013, nous avons acquis des actions de Cabela's, une chaîne de magasins d'articles de plein air, de chasse et de pêche. Ce fut un placement décevant. Nous avons écrit en 2013 : « La compagnie a récemment adopté un modèle d'affaire plus performant ce qui a attiré notre attention. ». Au bout du compte, la performance financière des magasins n'a pas été à la hauteur de nos espérances et nous nous sommes résignés à vendre à perte notre placement.
- En 2013, nous avons investi dans la compagnie Precision Castparts. Nous aimions la direction de l'entreprise et les avantages compétitifs de ses produits. Berkshire Hathaway a fait l'acquisition de l'entreprise en 2015 et nous avons donc réalisé un bon rendement sur ce placement sur une assez courte période.
- En 2013, j'avais donné une médaille d'or à l'erreur de ne pas avoir acheté d'actions de Church & Dwight. J'expliquais que j'avais étudié le titre en 2003 et qu'il avait grimpé de 455% durant ces dix ans. Le taux de croissance a ralenti par après mais, dans les cinq années qui ont suivi, le titre a réalisé un rendement de 93% comparé à 34% pour le S&P 500 (avant dividendes).

## OPA sur Frutarom

Nous avons acquis des actions de la compagnie israélienne Frutarom en 2017. Cette entreprise est spécialisée dans la fabrication d'essences et de saveurs avec un focus sur les saveurs à bases naturelles. C'est une industrie que nous avons toujours apprécié à cause de sa très grande stabilité. Et Frutarom a une feuille de route exceptionnelle : elle a maintenu un taux de croissance de plus de 20% lors de la dernière décennie. En cours d'année, Frutarom a été acquise par la compagnie américaine International Flavors & Fragrances, un des leaders de ce secteur. Nous avons ainsi réalisé un gain d'environ 45% sur une période d'un peu plus d'une année.

## Nos compagnies

*« Les arbres aux racines profondes sont ceux qui montent haut. »*

- Frédéric Mistral (Les îles d'or)

**Section réservée aux  
partenaires**

## Le podium des erreurs

*« Comment devenir meilleur demain? En s'améliorant. Oubliez vos erreurs mais souvenez-vous des leçons qu'elles vous ont appris. »*

- Benjamin Franklin

Comme le veut la tradition "gouvernementale", voici nos trois médailles annuelles pour les "meilleures" erreurs de 2018 (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 : Lululemon**

Je suis la compagnie canadienne Lululemon depuis ses débuts en Bourse en 2007. J'admire la qualité de leurs produits, leurs stratégies de mise en marché et la fidélité de leur clientèle. Lululemon adresse, entre autres, le marché des vêtements de yoga. Je ne suis pas un adepte de cette activité (je préfère de loin aller dans les musées pour me ressourcer) mais je suis à même de pouvoir constater que Lululemon est dominante dans ce segment de marché. L'action en Bourse a souvent été à de hauts P/E et donc j'ai suivi la performance de l'entreprise de loin.

La compagnie a eu des mésaventures avec certains de ses produits il y a quelques années. Et elle a aussi procédé à des changements à sa direction. En 2017, les problèmes me semblaient avoir été adressés et les perspectives de croissance et de rentabilité s'étaient grandement améliorées. Le titre en Bourse ne reflétait pas – selon nous – ces meilleures perspectives.

En début 2018, nous avons alors décidé de devenir actionnaires. Mais la journée où nous allions acheter, le PDG de la compagnie a dû démissionner pour des raisons de "manque de leadership". J'ai alors préféré attendre de voir qui serait la nouvelle personne nommée. Et, entretemps, les résultats financiers sont sortis et étaient très solides. L'action en Bourse a alors grimpé rapidement et nous avons décidé d'attendre un meilleur prix. Au moment où j'écris ces lignes, le titre est 88% plus élevé.

## Médaille d'argent : Boyd Group

Nous avons regardé pour la première fois le titre de la compagnie canadienne Boyd Group en juillet 2011 alors que le titre se transigeait aux alentours de 14\$. Boyd Group possède un réseau de 575 ateliers de réparation de carrosserie. Ses bannières sont situées au Canada et aux États-Unis principalement sous les noms respectifs de Boyd et Gerber. La belle feuille de route de Boyd ainsi que ses perspectives de croissance attrayantes ont attiré notre attention.

Nous avons également été attiré par les caractéristiques inhérentes de l'industrie dans laquelle Boyd évolue. Il s'agit d'une industrie très fragmentée avec beaucoup de petits joueurs indépendants locaux, ce qui offrait un potentiel de consolidation pour Boyd. Et le titre se transigeait à un multiple raisonnable, soit environ 14-15 fois les profits estimés pour 2011.

À peu près au même moment, nous étudions aussi la compagnie LKQ, un distributeur de pièces de carrosseries réusinées. LKQ nous semblait posséder des avantages compétitifs plus importants que Boyd et avons décidé éventuellement d'investir dans LKQ en 2012.

Nous avons choisi également de passer sur Boyd car nous trouvions étrange le fait qu'elle ait choisi une structure corporative de fiducie de revenus (une excuse manifestement simpliste). De 2012 à 2018, LKQ a crû ses BPA par 17% annuel mais le titre n'a pas suivi au même taux (à tort ou à raison, le P/E a diminué). De son côté, Boyd a crû ses BPA par 32% annuellement et le titre en Bourse se transige maintenant aux alentours de 125\$. Il a donc été multiplié par un facteur de neuf fois.

## Médaille d'or : Bright Horizons Family

Nous avons découvert l'entreprise Bright Horizons Family il y a une quinzaine d'années. La compagnie exploite des garderies privées dans des entreprises. Elle répond donc à un vital besoin de notre ère. Bright Horizons avait une forte croissance (dans les 25%) et nous semblait posséder de solides avantages compétitifs. À cause de son évaluation élevée (souvent dans les 25 à 30 fois les profits), nous ne sommes jamais devenus actionnaires. Au début 2008, la compagnie a été privatisée par un fond *private equity* à environ trois fois le prix que j'avais considéré investir cinq ans auparavant.

Mais il faut toujours garder les yeux ouverts: La compagnie est revenue en Bourse en 2013. À ce moment-là, malheureusement, la compagnie avait passablement de dettes. L'action avait été émise à environ 28\$ et la compagnie ne réalisait que des BPA de 0,80\$. Je savais, par contre, qu'elle pouvait augmenter ses marges de profits et éventuellement améliorer son bilan. Je me suis dit que je ne manquerais pas ma chance une deuxième fois et j'ai suivi la compagnie de très près depuis.

Le titre n'a jamais vraiment corrigé en Bourse (même en fin d'année dernière). Et en 2018, la compagnie a réalisé des BPA de 3,15\$. L'action se transigeait en fin d'année à 111\$ soit à un P/E de 31x les BPA prévus pour 2019. C'est une évaluation élevée mais justifiée par leur feuille de route impressionnante. Nous aurions pu faire quatre fois notre argent en cinq ans (en plus du premier triplé de 2003 à 2008).

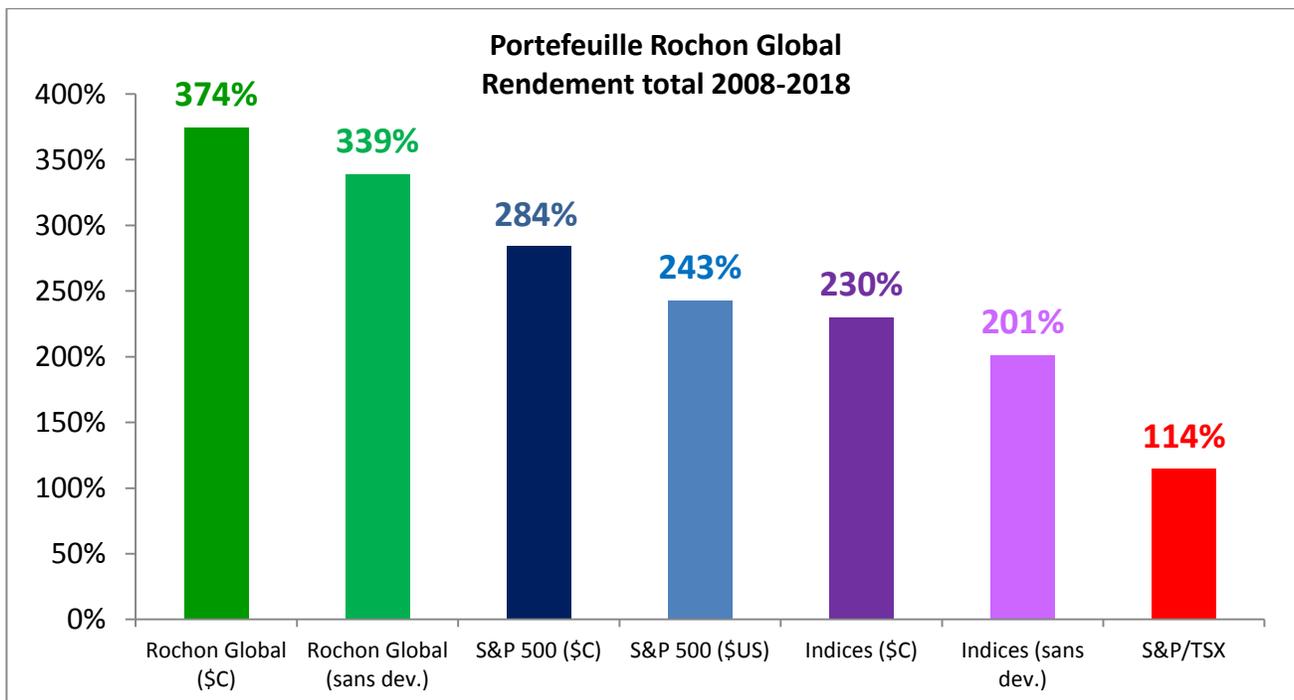
Comme nous l'avons énoncé régulièrement, nous voulons faire preuve de prudence lorsque nous attendons un prix en Bourse qui nous semble ruisseler une marge de sécurité suffisante. Mais la sagesse est de savoir discerner quand un haut prix est réellement justifié. Et dans ce cas-ci, nous aurions dû faire preuve de plus de sagesse. Nous avons eu deux chances en plus!

**Conclusion: Les 10 ans de « L’occasion d’une génération »**

Il y a une décennie, j’avais écrit la lettre annuelle en y ajoutant une page spéciale au début qui expliquait que nous croyions que la forte baisse des bourses en 2008 et du début de 2009 représentait « L’occasion d’une génération » (la rime poétique était voulue).

Il est vrai que la situation économique en fin 2008 était préoccupante. Il fallait avoir un horizon temporel de quelques années pour arriver à voir au-delà des nuages gris d’alors. Ainsi, malgré que bien des investisseurs étaient paralysés devant la débâcle des marchés financiers, nous y voyions plutôt une fantastique opportunité. Nous avons tout fait pour passer le message. J’ai été à la télévision de Radio-Canada. J’ai aussi été interviewé dans le journal La Presse (le 14 février 2009). Et nous avons même créé un site web (il existe encore d’ailleurs : [www.occasiongeneration.com](http://www.occasiongeneration.com)). Nous avons alors organisé une série de conférences à la grandeur du Québec en début 2009. Nous avons dû en annuler plusieurs, faute de participant.

Finalement, le monde capitaliste ne s’est pas écroulé. Et notre portefeuille a très bien fait. Voici les rendements du portefeuille Rochon Global pour les 10 ans du 1<sup>er</sup> janvier 2009 au 31 décembre 2018 :



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

Ainsi, sur 10 ans, le portefeuille Rochon Global a réalisé un rendement total de 374% (16,8% sur une base annualisée). Notre groupe d’indices comparatifs a réalisé 230%, ajusté en devise canadienne, pendant la même période (12,7% annualisé).

Il fallait faire preuve d’optimisme vis-à-vis le système capitaliste en fin 2008 pour investir en Bourse (ou même simplement y demeurer investi). Mais cet optimisme a été récompensé.

## **Message à nos partenaires**

Nous croyons que les compagnies dont nous sommes propriétaires sont exceptionnelles, dirigées par des gens de haut niveau et vouées à un grand avenir. Elles devraient continuer de naviguer avec prouesse dans les eaux parfois troubles de l'économie mondiale. Les évaluations boursières de nos entreprises sont similaires à celle du S&P 500 et ce malgré de meilleures perspectives de croissance que la moyenne. Le potentiel d'appréciation de notre portefeuille, pour les années à venir, nous semble donc élevé. Et surtout, les alternatives – comme les obligations – sont très peu attrayantes.

Nous tenons à vous redire que nous sommes conscients du vote de confiance que vous nous avez donné. Il est impératif pour nous de non seulement sélectionner des entreprises de haute qualité pour nos portefeuilles mais aussi d'être des intendants hors pair de votre capital. Ainsi, nous aimons certainement réaliser de bons rendements (et y avons pris goût) mais cela ne doit pas être au prix d'un risque élevé. Par conséquent, notre approche est de favoriser des compagnies au bilan solide et au modèle d'affaires dominant conjugués avec des évaluations boursières raisonnables.

Toute l'équipe de Giverny Capital vous remercie et vous souhaite une bonne année 2019.

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

François Rochon et l'équipe Giverny Capital

## ANNEXE 1

### Philosophie de placement et de gestion des portefeuilles

*Note : Cette section est une répétition des rapports annuels antérieurs destinée aux nouveaux partenaires.*

L'année 2018 a été marquée par l'arrivée de plusieurs nouveaux partenaires (le terme que nous utilisons à Giverny pour désigner nos clients). Pour les nombreux nouveaux venus, voici en résumé les paramètres de notre philosophie de placement:

- À très long terme, les actions représentent la meilleure classe d'investissement.
- Il est futile de prédire quand sera le meilleur temps pour entrer (ou sortir) en Bourse.
- Le rendement d'une action sur une longue période fait écho à l'accroissement de la valeur intrinsèque de la compagnie sous-jacente (souvent liée au rendement de l'avoir des actionnaires).
- Nous choisissons des entreprises possédant un haut niveau de rentabilité, de bonnes perspectives de croissance à long terme et des dirigeants honnêtes, compétents et dédiés au bien des actionnaires.
- Nous évitons les compagnies risquées : non rentables, trop endettées, cycliques et/ou dirigées par des êtres motivés par l'ego au lieu d'un authentique sentiment d'intendance.
- Une fois qu'une entreprise est sélectionnée pour ses qualités exceptionnelles, une évaluation réaliste de la valeur intrinsèque de la compagnie doit être approximativement effectuée.
- Le marché boursier est dominé par des participants qui perçoivent les actions comme des jetons dans un gigantesque casino mondial. Cette attitude généralisée crée des opportunités d'acquérir nos compagnies ciblées souvent bien en deçà de leur valeur.
- Il peut se passer de longues périodes de temps entre le moment où l'on achète un titre et le moment où le marché boursier reconnaît sa juste valeur. Mais, lorsqu'on a raison sur l'entreprise, on finit toujours par avoir raison sur l'action sous-jacente.

L'expérience et le bon sens nous enseignent qu'une philosophie de placement basée sur l'acquisition de parts de quelques entreprises sous-évaluées, conservées pendant plusieurs années, ne génère pas des rendements linéaires. Ainsi, certaines années notre portefeuille aura un rendement inférieur à la moyenne. C'est une certitude qu'il faut accepter.

Autre point important : la grande volatilité des bourses est perçue par la plupart des investisseurs comme un élément négatif. C'est pourtant le contraire. Quand on réussit à voir les cotes boursières comme « *ce que les autres croient que la compagnie vaut* » et non la valeur réelle (à tout le moins à court terme), les fluctuations deviennent nos alliées dans notre noble quête de richesse. Au lieu de les craindre, nous pouvons en profiter pour acquérir nos superbes entreprises à prix attrayant. Plus les marchés (les autres participants) seront irrationnels, plus grandes seront nos chances d'atteindre nos ambitieux objectifs de rendement.

Benjamin Graham aimait dire que l'irrationalité de la Bourse est un avantage extraordinaire pour les investisseurs intelligents. Par contre, celui qui est affecté par les fluctuations des marchés des valeurs à court terme (moins de 5 ans) et qui prend des décisions en se basant sur ces dernières transforme cet avantage inhérent en désavantage. Sa propre perception de la nature des cotes boursières devient alors son pire ennemi. L'approche de Giverny Capital est donc de juger la qualité d'un placement sur une longue période de temps.

Ainsi, la patience – la nôtre ET celle de nos partenaires – devient la pierre angulaire de la réussite.

## ANNEXE 2

### Notes sur les rendements des portefeuilles Rochon

- Les portefeuilles Rochon représentent des portefeuilles familiaux privés gérés par François Rochon depuis 1993. La première partie de la période (1993-1999) est antérieure à l'inscription de Giverny Capital Inc. à l'AMF (juin 2000).
- Les rendements pour les trois portefeuilles comprennent les frais de transaction, les dividendes (incluant les retenus d'impôts étrangers) et autres revenus de placement mais n'incluent pas de frais de gestion.
- Malgré que le portefeuille Rochon Global serve de modèle pour les clients de Giverny Capital, les rendements des portefeuilles des clients gérés par Giverny Capital peuvent être différents. Les rendements du portefeuille Rochon Global ont été réalisés dans un environnement différent de ceux des clients de Giverny Capital et cet environnement est considéré comme contrôlé. Par exemple, les apports et retraits d'encaisse peuvent améliorer les rendements réalisés par le portefeuille Rochon Global. Ainsi, les rendements du portefeuille Rochon Global sont souvent supérieurs aux rendements réalisés par les clients chez Giverny Capital. De plus, dépendamment de leur moment d'arrivée chez Giverny Capital, les rendements peuvent varier d'un client à l'autre.
- Les rendements antérieurs ne garantissent pas les résultats futurs.
- Le choix des indices de référence est établi une fois l'an, en début d'année, selon la composition géographique approximative des portefeuilles. La pondération des indices présentée peut ne pas être une indication de la composition des portefeuilles. Pour 2018 :
  - Rochon Global: S&P/TSX 16% Russell 2000 40% S&P 500 40% 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.