

Commentaires

La Bourse n'a pas connu un aussi bon trimestre lors des trois derniers mois que lors des trois premiers mois de l'année. En effet, pour une 23^{ème} fois en 37 ans, la Bourse a baissé de 10%. La correction a été plus marquée du côté des indices qui étaient à des niveaux plus dangereux en fin mars comme l'indice des actions canadiennes, le S&P/TSX (-12%) et les petites capitalisations américaines soit le Russell 2000 (-14%).

Il y a trois ans, je vous ai présenté un graphique montrant le niveau du S&P 500 versus sa valeur estimée depuis mes débuts en Bourse, il y a presque 15 ans maintenant. La valeur est calculée en prenant les profits de l'année divisés par le rendement des obligations 30 ans aux États-Unis (à l'heure actuelle 78 capitalisé à 5.1% soit 1539).

À son niveau actuel de 1240, le S&P 500 me paraît donc sous-évalué de 24%. La hausse des taux d'intérêt des derniers mois a bien sûr fait baisser la valeur de tous les actifs financiers mais à son niveau actuel, le S&P 500 escompte des taux dépassant les 6.25%. Depuis le haut atteint en début 2000, l'indice a baissé de 18% alors que la valeur intrinsèque a augmenté d'environ 75%. Nous sommes dans la situation inverse qui prévalait à la fin des années 90 (voir figure 1). Ainsi, si les taux d'intérêt restent grosso-modo à leur niveau actuel, il y a tout lieu d'être grandement optimiste quant au rendement potentiel du S&P 500 lors des années à venir.

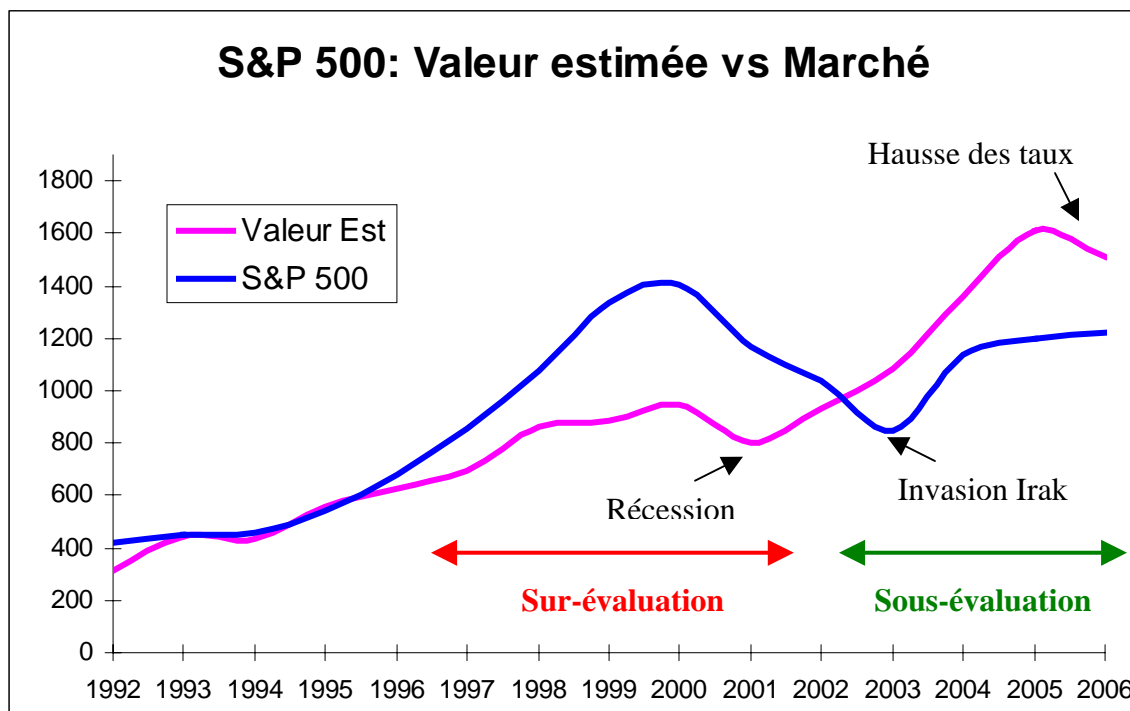


figure 1 : niveau du S&P 500 sur 15 années versus sa valeur estimée

Nos entreprises

Malgré ce constat de sous-évaluation du S&P 500, notre philosophie depuis 1993 est de ne pas jouer au jeu de prédire le niveau des marchés financiers, un jeu pratiqué à grande échelle dans notre industrie.

Warren Buffett l'a répété encore une fois à l'assemblée de Berkshire cette année : la qualité nécessaire pour réussir en Bourse n'est pas un haut QI ni un talent divinatoire mais plutôt un « bon tempérament ». Comme il le répète souvent, l'activité d'investir est de posséder des parts d'entreprises. Dans cette optique, le « bon tempérament » est de ne pas être affecté par les cotes boursières, qui souvent fluctuent de manière irrationnelle à court-terme. Si achetées à un prix raisonnable, des actions d'entreprises de grande qualité, possédées plusieurs années, seront aptes à récompenser leurs actionnaires adéquatement.

Il ne faut pas se le cacher, l'année 2006 est une année difficile pour plusieurs entités du monde corporatif. Lors de périodes d'inflation et de hausse du coût des matières premières, les marges bénéficiaires ont tendance à se contracter. L'augmentation du coût du pétrole affecte directement ou indirectement presque toutes les entreprises. Posséder des compagnies qui ont un avantage compétitif et qui peuvent augmenter leurs prix prend toute son importance dans de telles périodes. Par contre, il peut y avoir un délai entre la hausse des prix des produits vendus et la hausse des coûts.

Ce qui augmente la pression sur les marges cette année est l'obligation de passer à la dépense les *stocks options*. Je n'ai jamais été un adepte d'un haut niveau d'octroi d'options comme vous le savez. J'en ai toujours tenu compte dans mes calculs d'évaluations de valeur intrinsèque.

La nouvelle manière de comptabiliser ces options est discutable selon moi. Les compagnies utilisent la formule *Black & Scholes*. Cette formule donne une valeur plus élevée aux options de compagnies dont le titre est plus volatil en Bourse. Ainsi, des compagnies comme *Cognex* ou *Resmed* peuvent voir leur profit comptable baisser de quelques millions de dollars à cause que leur titre est très volatil en Bourse. Il n'y a pas de formule parfaite, mais force est d'admettre qu'il faut continuer d'user de circonspection lors de l'analyse de la profitabilité des entreprises.

Aussi, nos titres bancaires ont à composer avec une pression sur les marges des revenus de frais d'intérêt à cause de l'aplanissement de la courbe des taux (la différence entre les taux à court terme et à long terme est quasi nulle ces jours-ci). Malgré cela, les profits de *Wells-Fargo* et *M&T Bank* devraient grimper de plus de 10% encore une fois cette année.

En dépit des pressions sur les marges, la grande majorité de nos entreprises déclareront des profits records cette année. J'estime ainsi que les profits propres de notre portefeuille (voir la définition dans la section qui y est dédiée dans le rapport annuel) seront en hausse d'environ 12% cette année, près de notre moyenne historique de 14%. Même si plusieurs de nos titres semblent faire du surplace en Bourse, leurs valeurs intrinsèques continuent de grimper à un niveau satisfaisant. Nous anticipons un retour à une plus forte croissance en 2007.

Vos questions

Nous avons reçu plusieurs questions de votre part. Nous avons des partenaires qui, manifestement, suivent de près leur finance! Nous n'avons pas pu y répondre à toutes. Vous remarquerez que certaines questions portent sur des sujets qui ont été déjà abordés dans nos derniers rapports annuels et trimestriels ainsi qu'à l'assemblée annuelle. Malgré tout, je prends vos préoccupations au sérieux et je vais reprendre des commentaires émis lors de discussions précédentes.

Q : La récente correction laisse-t-elle présager un essoufflement des marchés boursiers?

Personne (souligné douze fois) ne peut prévoir ce que va faire la Bourse à court terme. Malheureusement, cela m'inclut. Comme j'ai énoncé précédemment, selon moi, les actions canadiennes et les actions de petites capitalisations aux États-Unis ne sont pas sous-évaluées dans leur ensemble contrairement aux titres américains de grande capitalisation. Ce qui est cher est plus sujet à un réajustement boursier vers le bas. Ce qui est sous-évalué est plus sujet à une hausse. Le "quand" est impossible à prévoir.

Nous croyons que nos titres dans leur ensemble se transigent sous leur valeur intrinsèque, dans plusieurs cas par une grande marge.

Q : Maintenez-vous toujours votre objectif d'augmentation annuelle moyenne de 5% sur la durée du cycle?

Q : Je prends ma retraite dans 20 ans, devrais-je m'attendre à ce que la valeur de mon REER, investit par Giverny Capital, soit multipliée par 16, soit un rendement de 15% par année ?

Notre objectif est clair et précis : réaliser un rendement annuel de 5% de mieux que les indices sur une période de plus de 5 ans. Nous voulons y arriver en possédant des entreprises dont la valeur intrinsèque croîtra à un taux deux fois supérieur à la moyenne.

Un objectif de 15% à très long terme me semble optimiste. Car, si la croissance des profits des entreprises est en général de l'ordre de 5 à 7% par année, en y ajoutant un dividende moyen de 2%, on arriverait à un rendement total de 7 à 9% pour l'ensemble des compagnies publiques. Dans un tel environnement, notre objectif serait de réaliser 12 à 14% par année. C'est une grosse commande – moins de 1% des gestionnaires y arrivent sur une longue période – mais nous croyons que notre philosophie de sélection de compagnies, notre discipline à tenter de ne pas être affecté par les cotes boursières et notre patience sont orientées pour arriver à cet ambitieux objectif.

Q : Le niveau de la dette aux États-Unis ne vous inquiète-t-il pas?

L'an dernier, mon bon ami Bernard Mooney a écrit un excellent article sur le sujet dans le journal Les Affaires intitulé « Les États-Unis sont sur le point de faire faillite ? Loufoque ! ». Je suis d'accord avec les grandes lignes de cet article.

Vous me connaissez, je n'aime pas la dette en général. Mais il faut savoir prendre les choses dans leur contexte. Si un médecin qui gagne \$250 000 par année et qui a accumulé des actifs qui valent \$1 million contracte une dette de \$100 000, il n'y a rien de bien inquiétant. Pour un pays, il faut faire un exercice semblable soit prendre les déficits et dettes en contexte du Produit Intérieur Brut (PIB) et de la valeur des actifs totaux.

La dette des Etats-Unis est de 8,4 trillions de dollars. En comparaison, le PIB annuel est de \$13 trillions. En plus, il faut considérer que \$3,5 trillions de ce \$8,4 est de la dette intra gouvernementale. Il reste donc un montant de \$4,9 trillions dû au public. Par rapport au PIB c'est un niveau de 38% soit sous la moyenne des 60 dernières années. Les citoyens américains sont endettés aussi à un niveau d'environ \$45 trillions. Par contre, l'actif des américains dépasse les \$100 trillions pour un avoir net d'environ \$55 trillions. Ainsi, la dette publique est moins de 10% de la valeur nette des américains. Ainsi, la valeur nette des citoyens en soustrayant des actifs tous les passifs – incluant la dette publique – est de grosso-modo \$50 trillions.

Plusieurs parlent ensuite du déficit commercial qui est de \$600 milliards par année. C'est le montant des actifs que les Américains transfèrent à chaque année aux étrangers en échange de biens et de services. Il est vrai qu'à long terme, ce n'est pas une bonne idée de maintenir un fort déficit commercial. Par contre, disons que les Américains réalisent un rendement de 5% sur leurs actifs nets de \$50 trillions. Leur valeur s'accroît donc de \$2,5 trillions par année. Même s'ils en dépensent \$0,6 trillion par année en important plus qu'ils exportent, il reste tout de même un accroissement net de richesse de près de \$2 trillions par année. J'aimerais beaucoup que le problème du déficit commercial se résorbe mais il ne me semble pas catastrophique.

Du côté positif, les compagnies n'ont jamais été en si bonne santé financière. Les liquidités totales des particuliers et des corporations sont de \$5 trillions (5% des actifs totaux). Avec ce montant, les États-Unis pourraient acheter l'ensemble des compagnies publiques canadiennes cinq fois. Microsoft et Berkshire Hathaway à elles seules ont presque \$100 milliards en liquidités (assez pour acheter presque toutes les entreprises québécoises listées en Bourse!).

Ainsi, malgré le niveau spectaculaire des chiffres des dettes et déficits (qui accrochent l'œil dans des titres de journaux), je crois que vous pouvez dormir en paix : les États-Unis restent de loin la plus grosse et la plus solide économie de la planète.

Évidemment, je m'en voudrais de ne pas ajouter que nous tentons de sélectionner des entreprises de qualité supérieure qui n'ont peu ou pas de dette. Le processus menant à leur choix n'est que très peu lié à des analyses macro-économiques.

Q : Considérant que le passé n'est pas nécessairement garant de l'avenir, n'est-ce pas risqué de mettre presque tous les investissements dans des entreprises américaines?

En premier lieu, nous avons environ 10% du portefeuille investi au Canada. En second lieu, Resmed est une compagnie australienne. Cognex génère plus de 60% de ses revenus du Japon et de l'Europe. Aussi, des multinationales comme American Express ou Microsoft génèrent des revenus de partout dans le monde. Ainsi, nous ne considérons pas que « presque tous nos investissements dépendent de l'économie américaine ».

Nous recherchons des entreprises qui cadrent avec nos critères de sélection. De plus, nous aimons les acheter lorsqu'elles sont sous-évaluées en Bourse. La nationalité des compagnies n'est pas un critère tant que nous considérons que les règles comptables sont saines, que la situation politique est stable et la devise solide (je n'investirais pas en Russie ou en Iran).

À une époque, pas si lointaine, les deux plus importants titres du portefeuille étaient canadiens (Bombardier et Liquidation World). En 1995, on pouvait acheter de superbes entreprises québécoises comme BMTC et Uni-Sélect à 6-8 fois les profits. En 1995, personne ne voulait investir au Québec à cause du référendum. Nous en avons profité!

Microsoft, par exemple, est la meilleure compagnie de logiciels au monde. Si la compagnie était domiciliée à Paris au lieu de Seattle, cela ne changerait pas mon opinion. Regardons cela sous un autre angle : Ubisoft est une entreprise française spécialisée dans les jeux vidéo. Si je voulais investir dans le secteur, est-ce que je devrais favoriser Ubisoft au lieu du leader de l'industrie, Electronic Arts, seulement à cause du pays d'origine? Je ne crois pas que ce serait rationnel.

Ainsi, contrairement à ce que plusieurs croient (on aime nous catégoriser), nous n'avons pas de plan stratégique d'investir aux États-Unis plus qu'ailleurs, mais il reste que c'est là où nous trouvons le plus de compagnies qui satisfont nos critères à l'heure actuelle.

C'est drôle parce qu'à mes débuts, c'était le Canada qui croulait sous les déficits. Le dollar canadien baissait de manière régulière. Et je me souviens que j'avais des clients qui voulaient même que je dépasse la limite en contenu étranger de leur RÉER (à l'époque qui était de 20%) quitte à payer les pénalités.

C'est vrai que les temps changent! Et ils vont continuer de changer.

Q : Pourquoi persister chez Giverny à vouloir conserver un titre comme W.P. Stewart qui est en descente continue depuis plusieurs mois.

Wall Street n'est pas toujours tendre pour certains titres. Notre placement dans W.P. Stewart (WPS) est à ce jour décevant. WPS est une firme de gestion de portefeuilles comme la nôtre, qui a une philosophie saine et à long terme dans la sélection de titres. Son problème principal - que nous n'avons pas - est qu'elle gère \$9 milliards: WPS peut donc difficilement acquérir des participations dans des plus petites entreprises.

Les gros *blue chips* américains n'ont rien fait depuis des années. Mais cela devrait changer dans le futur. WPS devrait alors croître sa valeur intrinsèque à un taux d'environ 10-12% par année. En plus, le dividende de \$1.20 correspondait à un rendement de 6% au moment de l'achat. Mon scénario initial était donc qu'avec le dividende, notre rendement sur cet investissement devait être d'au moins 15% par année.

Je suis surpris de voir le titre à \$15. Il y a deux raisons probablement. La première est que deux gestionnaires ont récemment quitté la firme. En second lieu, leur portefeuille sous-performe le S&P 500 par 6% cette année. Leur style d'investissement n'est pas à la mode ces temps-ci.

Il y a deux choses importantes. D'abord, la compagnie n'a pas de dette et génère beaucoup de liquidités. Avec \$1.20 de dividende, cela correspond à 8% au cours actuel (un niveau 3% de plus que les obligations à long terme). Trouver un titre solide qui donne 8% en ce moment est vraiment rare. Ensuite, les employés et dirigeants possèdent environ 65% des actions en circulation. Cela rend le titre peu liquide et les analystes peu intéressés à suivre la compagnie. Mais d'un autre côté, les employés et dirigeants sont vraiment dans le même bateau que nous et devraient agir dans nos intérêts.

En conclusion, je sais que c'est frustrant de voir le titre baisser ainsi. Je crois par contre qu'il faut continuer d'être patients.

Q : Étant donné que je suis plus jeune que le président de Giverny Capital (j'ai 28 ans) et que possiblement je ne toucherai pas mes RÉER avant 40 ans. Combien d'années est-ce que Monsieur Giverny a l'intention d'exercer son métier? Êtes-vous comme Warren Buffet dans le désir de rester à votre poste aussi longtemps que la santé vous le permettra ?

J'ai souvent dit que j'adore mon travail et Giverny Capital est mon projet de vie. J'ai donc la ferme intention d'être encore avec vous dans 40 ans.

Q : Parlant de M. Buffett, j'aimerais bien connaître l'évaluation de la valeur intrinsèque que vous accordez à Berkshire Hathaway.

Dans le rapport annuel, j'ai avancé le chiffre de \$4500 pour la valeur intrinsèque de chaque action B de Berkshire Hathaway. En effet, mon calcul de la valeur intrinsèque en fin 2005 était de près de \$208 milliards soit \$4530 par action B. Comme je crois que la valeur intrinsèque va augmenter de 12% cette année, cette valeur est de 6% de plus aujourd'hui qu'en fin 2005 soit environ \$4800. Nous avons toutes les raisons d'être enthousiastes quant au potentiel de rendement à long terme de ce titre.

Q: Le secteur de la "sécurité" est en plein essor. Même si les événements du 11 septembre 2001 ont contribué à cet essor, plusieurs entreprises faisaient bien, même avant cette date (e.g. Garda). Il est sage d'affirmer que ce secteur va continuer à "avoir de l'avenir". N'y a-t-il donc pas de belles opportunités d'investissements dans ce créneau?

C'est drôle que vous parliez de Garda. On a rencontré la direction il y a deux ans et demi. Le titre était alors à \$4. Il y avait un point lié à la compagnie qui ne satisfaisait pas nos critères de sélection. Pour cette raison - que je considère encore présente - nous avons préféré passer notre tour. Nous aurions quintuplé notre argent en deux ans si nous étions allés de l'avant. Mais bon c'est la vie et le point est que nous suivons de près ce secteur, Garda en particulier.

Q: Plusieurs observateurs scientifiques parle de la nano-technologie comme étant une prochaine "révolution industrielle". Ces propos sont peut-être exagérés, et peut-être pas. Ici encore, n'y a-t-il pas des opportunités d'investissements envisageables? Est-ce que la bulle technologique de 1997-2000 se compare à ce secteur?

Nous investissons dans des entreprises qui sont profitables. À ma connaissance, aucune compagnie de ce secteur émergent n'est encore profitable. En fait, la meilleure analogie

à faire serait avec la bulle des biotechnologies en 1991. Plusieurs compagnies sont venues en Bourse et ont eu rapidement des capitalisations boursières approchant le milliard de dollars alors qu'elles n'avaient même pas de revenu.

Au bout de 15 années, à part Amgen et quelques rares autres compagnies, la plupart de ces entreprises se sont avérées des placements médiocres. L'industrie biotechnologique dans son ensemble a accumulé des pertes de plus de \$45 milliards depuis ses débuts.

Q : Suite à votre message de ce matin au sujet de la préparation du rapport du 2ème trimestre, il y a un facteur qui me préoccupe beaucoup car il affecte beaucoup le rendement de mes placements : le taux de change. Que penser de ce facteur?

S'il y a une question qui revient souvent c'est bien celle de la devise. Je tiens à le redire : je partage avec vous tous une grande frustration d'avoir vu le dollar canadien grimper de 35% sur la devise américaine en trois ans. Je trouve ça presque injuste que nous soyons tous punis pour quelque chose qui est tout à fait hors de notre contrôle.

Je reviens à l'essentiel. Selon ce que j'ai cru comprendre des rencontres que j'ai eu avec vous initialement, vous m'avez choisi comme gestionnaire pour deux raisons principales. La première : vous aimez mon approche à très long terme de choisir des compagnies de grande qualité et des les acquérir sous leur valeur intrinsèque (donc à des moments où elles sont en défaveur). La seconde : vous aimez le fait que j'ai tout mon argent dans les mêmes titres que vous.

Avec mon argent, j'ai décidé de manière tout à fait conscientisée de vivre avec les fluctuations du taux de change sachant quatre choses très importantes.

1. Quoiqu'en disent les devins boursiers, prédire le niveau de la devise est impossible.
2. À long terme, le niveau de la devise va osciller autour de la PPP (*Price Purchasing Parity*) et n'aura pas un effet si important que ça.
3. Se "hedger" coûte très cher (dans les 4-5% par année) surtout pour les comptes en bas d'un million de dollars.
4. Il est plus important de posséder de superbes entreprises en portefeuille que de se limiter au Canada. Nos bons placements comme Fastenal (+600%), Bed Bath & Beyond (+350%) ou Progressive (+300%) effectués en 1998 et 1999 n'auraient jamais eu lieu si nous avions décidé d'éviter les Etats-Unis à cause de sa devise.

Il est vrai que le taux de change a affecté vos rendements. Je vous comprends mais je me dois de souligner que cet effet n'est important que sur une courte période de temps. Sur une longue période, l'effet tendra à s'estomper.

Prenons simplement les rendements du portefeuille Giverny depuis 1993. Nos titres ont fait 19,4% par année. Nous avons perdu 13% sur la devise au total ce qui a fait baisser le rendement à 18,2% par année. Si dans les prochains 10 ans, nous atteignons notre objectif de réaliser 12-14% de rendement annuel et que nous perdons un autre 13% au total sur la devise (ce qui impliquerait un dollar à \$1,02 un scénario qui me paraît peu probable), il nous restera tout de même un rendement annuel de 11-13% une fois ramené en devise canadienne.

Lors du plus récent rapport trimestriel, j'ai inclus un graphique de la PPP depuis 1960. En ce moment, on estime la valeur intrinsèque du dollar canadien à environ \$0.80 dollar américain. La devise canadienne semble donc surévaluée de 12% à son cours actuel de \$0.90. Encore une fois cette année, la croissance économique sera plus forte aux Etats-Unis (3.3%) qu'au Canada (2.5%), il n'y a pas de raison de croire que la PPP a augmenté significativement depuis 12 mois.

Q : Pourquoi avez-vous vendu HMA, un titre qu'il y a un an à peine, à l'assemblée, vous considérez comme un de vos titres favoris?

Ce fut une décision très difficile à prendre. Depuis deux ans, la compagnie a dû augmenter ses charges pour mauvaises créances, principalement des patients incapables de payer leurs soins. Cette tendance s'est accentuée depuis un an et ne donne pas de signe de se renverser. Les marges de HMA sont donc en baisse. Ainsi, il est un peu plus difficile qu'avant de voir à moyen terme comment la compagnie va croître sa valeur intrinsèque à 15% par année. Dans cette optique, j'ai préféré vendre pour acheter (ou augmenter) des titres avec lesquels je suis plus confiant sur le potentiel de croissance.

Q : Pourquoi avoir vendu les actions Alimentation Couche-Tard? Il me semble qu'il s'agit d'une compagnie très bien gérée qui possède encore un excellent potentiel de croissance.

C'est une question appropriée considérant combien la performance passée de Couche Tard est exceptionnelle. Nous avons acheté des actions de la compagnie - dans les comptes enregistrés - en 2004 à environ 14-15 fois les profits (avant l'abolition de la limite de contenu étranger). Il me semblait alors que le titre était légèrement sous-évalué et que les perspectives de croissance étaient encore bonnes (dans les 12-14%).

Les derniers trimestres tendent à montrer que la compagnie connaît un ralentissement de son taux de croissance des bénéfices bruts à environ 10%. Malgré cela, le cours-bénéfices du titre en Bourse a augmenté à 20 fois (au moment où nous avons vendu). Il est possible, bien sûr, que ce ralentissement ne soit que temporaire. Mais si je crois que les perspectives de croissance sont moins bonnes qu'avant et qu'en plus l'évaluation du titre ne me paraît pas refléter un tel constat, il est préférable de vendre et d'investir le capital dans un titre avec plus de potentiel et moins de risque.

Q : J'aimerais savoir pourquoi Berkshire Hathaway ne paie pas de dividende à ses actionnaires? Il me semble qu'elle en a les moyens sans remettre en cause son expansion future.

Warren Buffett a souvent répondu à cette question aux assemblées annuelles. Il a dit qu'une entreprise qui conserve les bénéfices non répartis (non versés en dividende) doit au moins créer un dollar de valeur intrinsèque pour chaque dollar retenu. Tant qu'il croit qu'il pourra continuer à le faire, il ne versera pas de dividende.

Q : "Actionnaires des grosses technos, révoltez-vous!" écrivait Bernard Mooney dans le journal les Affaires. Il critiquait les gestionnaires de Microsoft. Pourquoi investir encore dans cette compagnie... est-ce que la correction des dernières semaines et le départ annoncé de Bill Gates justifient d'acheter des actions de Microsoft?

On en a discuté Bernard et moi avant son article. J'étais d'accord avec lui sur certaines parties de son article, sur d'autres, moins. Microsoft a tout de même donné \$30 milliards en dividende spécial en fin 2004 (\$3 par action). Elle est à une étape importante de son histoire et juge qu'elle doit conserver ses liquidités pour le moment. La compagnie va sortir Vista en début de 2007 et affronte Google dans certains segments de ses produits. De plus, la division de jeux vidéos Xbox semble à une étape cruciale et la compagnie veut s'assurer qu'elle a tout le capital nécessaire pour gagner cette guerre.

Personnellement, j'opterais pour un autre dividende (\$3 sur \$22 serait un dividende de 14%). Mais ce n'est pas moi qui gère la compagnie et je crois qu'ils savent mieux que moi la meilleure voie à prendre. Je crois que le titre en Bourse est grandement sous-évalué et je profite du pessimisme actuel pour continuer à acheter.

Q : Comment voyez-vous Giverny Capital dans 10 ans, 20 ans et dans 30 ans ?

Honnêtement, je serai heureux à ce moment-là si nos partenaires ont réalisé de bons rendements avec nous et sont heureux de nous avoir fait confiance. Rien ne me fait plus plaisir que de recevoir des lettres de partenaires qui sont contents de faire partie du groupe de Giverny Capital. Je les garde précieusement dans un album souvenir.

Si nous avons réalisé nos objectifs de rendements, nous serons fort probablement plusieurs fois notre taille en terme d'actifs sous gestion. Je tiens à ce que la culture de Giverny perdure et même me survive. Avec l'équipe que nous avons en place et que nous continuons de lentement faire grossir, je sais que peux dormir en paix.

Q : Pensez-vous un jour imiter Warren Buffet et acheter pour Giverny Capital des compagnies privées ?

C'est une question intéressante. J'aimerais beaucoup un jour aller plus loin que seulement les valeurs mobilières. J'ai regardé en détails les chiffres de Laura Secord quand la compagnie a changé de main il y a deux ans. J'ai rencontré au cours des années plusieurs dirigeants de compagnies privées qui certainement rencontreraient mes critères de sélection. Par contre, pour pouvoir acheter des participations de compagnies privées pour les partenaires de Giverny, il faudrait changer de structure pour les comptes (le capital étant dans des comptes de courtages limités aux placements en valeurs mobilières listées en Amérique du Nord). Mais je garde l'esprit ouvert...

Je tiens à vous remercier de votre confiance.

Bon trimestre.



François Rochon
Président
Giverny Capital Inc.