

## Lettre aux partenaires – 2<sup>ème</sup> trimestre 2008 (tous droits réservés)

*Une correction boursière est aussi normale qu'une tempête de neige au Colorado. Si vous êtes préparé psychologiquement, elle ne vous fera pas de mal. Une baisse de la Bourse est simplement une belle opportunité de ramasser à prix d'aubaines les titres que laissent traîner les investisseurs qui fuient la tempête en panique.*

- Peter Lynch

### Commentaires

Les bourses mondiales ont chuté de manière assez importante depuis quelques mois. Et cette baisse n'est pas limitée aux Etats-Unis. L'indice de Shanghai (Chine) a baissé de 57%, celui de Bombay (Inde) de 40%, celui de Dublin (Irlande) de 50%, celui de Séoul (Corée du Sud) de 25%, le Nikkei (Japon) de 30%, le FTSE (UK) de 20% et le DAX (Allemagne) de 25%.

Quoiqu'en début août les marchés ont repris un peu, nous trouvons des aubaines partout dans le monde. La difficulté est de choisir laquelle acheter et/ou de quel titre se départir pour l'acheter.

Comme le veut la tradition à Giverny Capital, nous utilisons le rapport de mi-année pour répondre aux questions de nos partenaires par écrit.

### Vos questions

**Nous avons reçu plusieurs questions de votre part. Nous avons des partenaires qui, manifestement, suivent de près leurs finances! Il serait impensable de répondre à toutes. Vous remarquerez sans doute 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, nous prenons vos préoccupations au sérieux et allons donc parfois répéter certains des commentaires émis lors de discussions précédentes.**

**Q : Je profite de votre invitation pour vous demander comment s'explique l'effondrement du titre de Bank of the Ozarks? Au cours de la seule séance d'aujourd'hui, par exemple, le titre a dévissé de 10 %.**

R : Le titre de Bank of the Ozarks a été hyper volatil ces derniers mois. J'ai regardé le cours du titre la journée de votre courriel (7 juillet). Cette journée là, le haut du titre était de \$16,39 et le bas de la journée \$13,81 soit une différence de près de 18% entre le haut et le bas (de la journée). Au moment où j'écris ces lignes, le titre est à \$21. Il a donc grimpé de 50% depuis cette journée. Souvent, à court terme, la Bourse est irrationnelle.

Les derniers résultats ont été – encore une fois – très bons. Les revenus d'intérêts ont grimpé de 22% mais la compagnie a voulu faire preuve de grande prudence et a augmenté de 220% ses provisions pour mauvaise créance. Malgré cela, les profits étaient en hausse de 6%. À ma connaissance, très très peu de banques ont réalisé une croissance de leurs profits au second trimestre de l'année 2008. Bank of the Ozarks s'est historiquement transigé à 15 fois les profits. Actuellement, le titre est à 10 fois. Le 16 et 17 juillet dernier, deux initiés ont acquis des actions. Il est difficile de ne pas partager leur enthousiasme.

**Q : J'aimerais savoir l'état de la situation financière de nos banques américaines soit Wells-Fargo et Bank of the Ozarks?**

R : Nos deux banques sont en très bonne santé financière. Les deux ont évité la folie des "sub-prime" et ont donc réussi à maintenir une bonne profitabilité. Par contre, elles ne sont pas immunisées aux mauvais prêts propres à une récession. Les deux ont donc passablement augmenté leurs réserves au dernier trimestre. Cela ne devrait pas empêcher Bank of the Ozarks d'atteindre des profits records en 2008 mais dans le cas de Wells-Fargo, ce sera plus difficile. Nous anticipons une baisse des profits de 17% pour WFC. Dans les circonstances, c'est très acceptable.

**Q : Selon vous lequel de nos titres a le plus de potentiel à long terme?**

R : Ce n'est pas une question facile à répondre car la réponse dépend de plusieurs facteurs. Nous possédons environ 25 titres justement parce qu'il est difficile de savoir d'avance quel titre fera le mieux à long terme (sinon, nous n'achèterions que ce seul titre). Nous tentons de prédire les probabilités de succès d'un placement selon ses perspectives de compétitivité, les qualités des dirigeants et l'évaluation du titre en Bourse. Donc j'imagine que votre question serait « quel titre à notre avis a les plus fortes probabilités de haut rendement.? »

Une compagnie comme Johnson & Johnson comporte peu de risque mais son potentiel de croissance n'est pas non plus astronomique. Réaliser 10-15% par année avec un placement assez peu risqué, ce n'est pas une mauvaise chose. Mais, idéalement, on aimerait trouver des titres avec lesquelles on pense réaliser 20% par année. Nous aimons donc trouver des compagnies qui évoluent dans un immense marché et qui ont le meilleur plan de match pour gagner des parts de marché pendant des années. Souvent même, les superbes entreprises créent leur marché !

Par exemple, nous possédons Fastenal depuis 10 ans et la compagnie a maintenu un taux de croissance de 18% composé depuis (et le titre a grimpé de 700%). Au dernier trimestre, les bénéfiques par action (BPA) ont cru de 26%. Donc, Fastenal résiste bien, à date, à la morosité actuelle. Nous continuons d'être enthousiaste sur ses perspectives à long terme.

**Q : Tous ceux qui ont investi quand la devise US était très forte, vont-ils prendre beaucoup de temps avant de récupérer leurs mise?**

R : La hausse du dollar canadien a en effet affecté la valeur ajustée pour devise de nos placements à l'extérieur du pays. Nous croyons qu'éventuellement, la hausse de nos entreprises étrangères va contrecarrer la perte de la devise. Si, par exemple, O'Reilly Automotive grimpe de 200% sur les prochains 5 ans, il aura – bien des fois – compenser les effets de devise.

Nous osons croire aussi que la devise canadienne est probablement surévaluée à son cours actuel et qu'une correction de son niveau annulerait en partie les pertes de devises (sur papier) des récentes années. Nous ne croyons pas avoir l'expertise de prédire le niveau des devises en général. Nous avons ainsi toujours adopté une vision agnostique dans ce domaine. Comme nous l'avons indiqué dans le passé, l'OCDE évalue approximativement le niveau de PPP (*Price Purchasing Parity*) du dollar canadien à \$0,82, soit 16% sous le niveau actuel.

**Q : Croyez-vous vraiment que le dollar canadien va un jour rebaisser? Le Canada va pourtant tellement mieux que les États-Unis...**

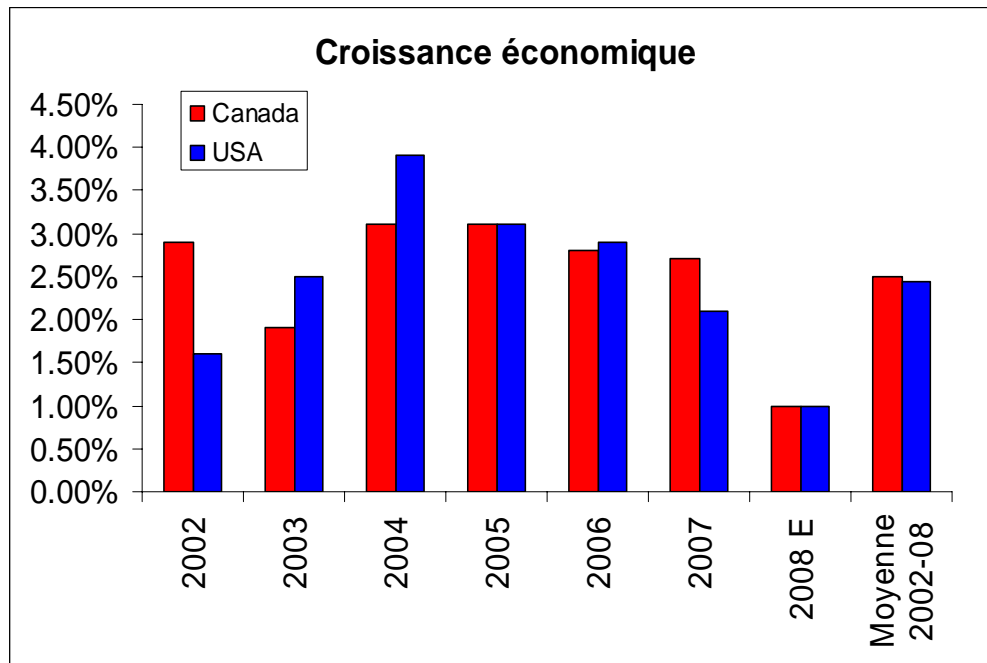
R : Je crois que la valeur finit toujours par l'emporter dans les marchés financiers. Et cette valeur estimée de \$0,82 (voir question précédente) n'est pas une prédiction de notre part mais nous

croyons qu'elle fait un certain sens. En effet, le produit intérieur brut par habitant est de 17% inférieur au Canada qu'aux Etats-Unis selon l'OCDE. De plus, dans une étude sur la productivité, Statistique Canada arrive indirectement à un chiffre similaire en utilisant deux données :

- 1) Le nombre d'heures travaillées par habitant au Canada est de 90% de celui aux USA
- 2) La productivité par travailleur canadien est de 92% de celle du travailleur américain.

Donc :  $90\% \times 92\% = 83\%$

Et si on regarde la croissance économique au Canada comparée à celle aux Etats-Unis, on réalise que c'est un mythe que le Canada va beaucoup mieux que les Etats-Unis ces dernières années :



La hausse du pétrole de 2002 à 2008 de 1000% n'a pas fait que la Canada a eu une meilleure croissance économique que celle des Etats-Unis durant cette période. Personne ne connaît le futur mais, à ce jour, il semble bien que le paramètre qui influence le plus la croissance canadienne est simplement celle prévalente aux États-Unis.

La situation fiscale est bien sûr différente mais il faut garder en tête que si aux Etats-Unis on taxait les citoyens comme au Canada, il n'y aurait plus de déficit budgétaire.

**Q : J'aimerais vos commentaires sur des compagnies comme Zenn, les voitures électriques ou toutes autres qui touchent les moyens de transport écolos, le sideway ou autres.**

R : Voilà une question intéressante. Le message d'Al Gore sur les dangers réels des gaz à effet de serre rejoint de plus en plus de citoyens de la planète. Le haut prix de l'essence aide aussi ceux que l'environnement n'avait pas réussi à émouvoir à chercher des alternatives. Comme disait un grand économiste : « La solution au haut prix du pétrole est le haut prix du pétrole ». Les voitures électriques pourraient arriver en grand nombre sur le marché vers 2010 (comme la Mitsubishi i MiEV). Une voiture encore plus fascinante est celle fonctionnant à l'hydrogène (gaz comprimé) qui est expérimentée sur les routes de la Californie ces jours-ci.

Par contre, la difficulté pour des investisseurs comme nous est de trouver des compagnies qui ont non seulement un grand avenir mais aussi un bon présent. Ainsi, nous évitons des entreprises qui ne sont pas profitables, ce qui élimine plusieurs entreprises prometteuses. Une compagnie qui semble bien positionnée est Tata Motors, la très dynamique compagnie indienne. Sa micro-voiture Nano à faible consommation (à \$2500) semble vouée à un bel avenir et Tata travaille aussi sur une voiture électrique ainsi que sur une voiture à air comprimé (The Air Car). Les derniers résultats sont décevants mais nous suivons la compagnie de près quand même.

Dans le cas de Zenn, la compagnie est de faible taille et malheureusement hautement déficitaire (elle a accumulé \$19 millions de perte sur son capital initial de \$27 millions).

Une industrie naissante et en pleine ébullition est difficile à prédire et les gagnants quasi impossibles à cerner. Si on prend l'Internet en exemple, pensez aux premières entreprises possédant un engin de recherche : eXcite, Altavista, Looksmart, Lycos, Alltheweb, Galaxy (Gopher), WebCrawler, etc. Finalement, qui aurait prédit que ces compagnies auraient plus ou moins disparu et que ce serait le dernier arrivé, Google, qui serait devenu roi et maître de cette industrie 10 ans après l'arrivée des premiers engins de recherche du web ?

**Q : Maintenez-vous votre orientation essentiellement nord-américaine?**

R : Comme nous l'avons indiqué dans les récents rapports à nos partenaires, nous cherchons de plus en plus à globaliser nos portefeuilles. Déjà, nous avons acquis ces dernières années, des parts dans une compagnie japonaise et dans une compagnie australienne. Aussi, plusieurs de nos entreprises américaines ont une importante partie de leurs revenus provenant de l'international (comme Johnson & Johnson, Microsoft, Procter & Gamble ou American Express).

Les marchés européens ont connu une baisse considérable en 2008. Les banques irlandaises, par exemple, se transige à 6 fois les profits. Nous trouvons d'autres opportunités en Grande-Bretagne, en Suède et aussi en Suisse. Plusieurs titres – qui l'an dernier nous paraissaient inabordables – ont baissé de 50% et 60% en quelques mois et sont à des niveaux très attrayants.

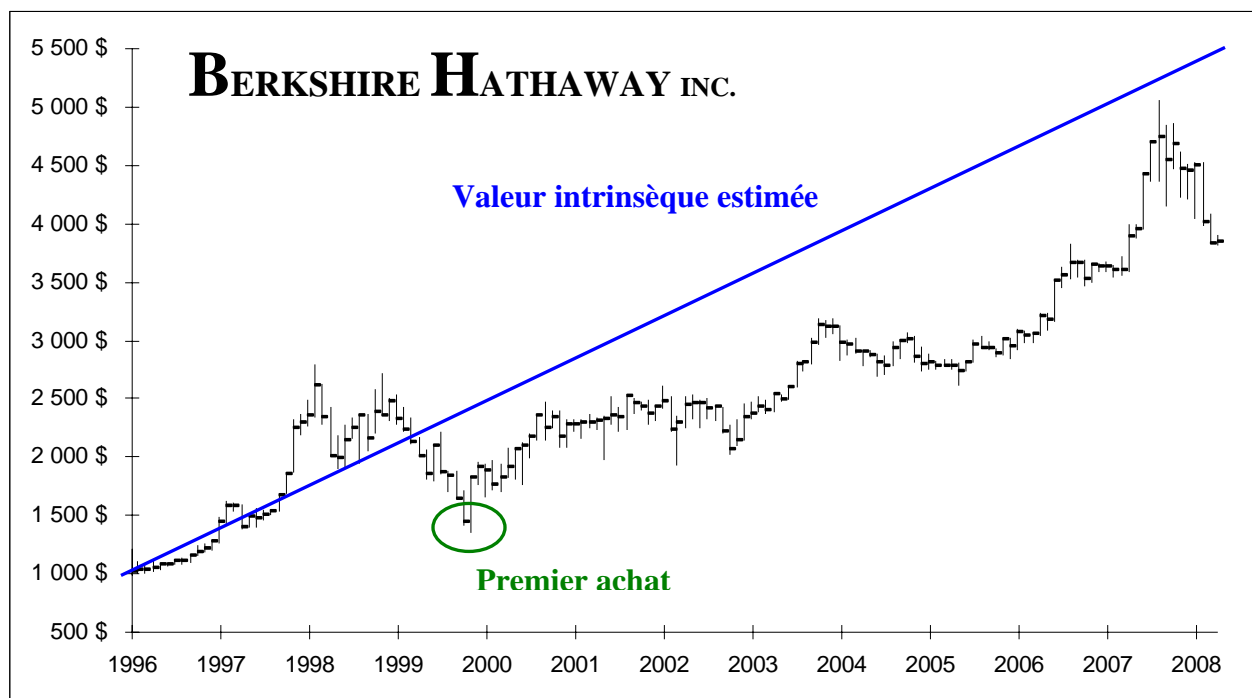
Nous regardons aussi beaucoup de candidates indiennes. J'aime suivre ce que fait Tata Motor (dont nous avons discuté plus haut). Aussi, Infosys Technologies, une compagnie que j'admire depuis de nombreuses années, commence à atteindre un niveau intéressant.

Nous regardons aussi le marché sud-coréen qui est à des P/E plus modestes que ceux qu'on retrouve en Chine. La récente faiblesse du Won rend les exportateurs sud-coréens plus compétitifs et leurs actions disponibles à meilleur prix.

Nous réitérons donc qu'il est dans notre objectif d'ici quelques années, d'atteindre une répartition plus importante dans des compagnies situées hors de l'Amérique du Nord et ce à mesure que les opportunités d'achats (et de ventes d'une partie de nos titres actuels) se présenteront.

**Q : Notre plus importante participation est Berkshire Hathaway. Le titre avait bien fait l'an dernier mais a reculé récemment. Est-ce que le marché craint l'âge avancé de M. Buffett? Croyez-vous l'action encore sous-évaluée et qu'advierait-il au titre si M. Buffett mourrait?**

Dans le rapport annuel 2005, nous avons inclus un graphique du cours de Berkshire Hathaway comparé avec notre estimé de sa valeur intrinsèque. Il y a 30 mois, le cours du titre de l'action B était de \$2900 et sa valeur intrinsèque estimée à \$4200. Aujourd'hui, le titre est à \$3800 et mon estimé de la valeur intrinsèque est \$5500 (12% annuel). Le titre me paraît donc encore sous-évalué.



Il est certain que M. Buffett va mourir un jour. Pour le moment, il est en excellente santé et il a bien planifié sa succession. Il y a plusieurs successeurs potentiels pour la partie de gestion de l'entreprise et tout autant pour la partie de la gestion des portefeuilles.

Pour la partie « entreprise » de Berkshire, les dizaines de différentes divisions sont déjà gérées par des présidents autonomes. Plusieurs de ces présidents seraient d'excellents candidats comme PDG de Berkshire. Par exemple, j'ai passé un après-midi avec Brad Kinstler, président de See's Candy, et – selon moi – il serait un excellent choix. Le départ de M. Buffett n'affecterait donc pas la valeur intrinsèque des nombreuses entreprises acquises au cours des années.

Pour la partie gestion de portefeuille, il y aurait quatre candidats en liste qui pourrait se séparer la gestion du portefeuille actuel de \$75 milliards. J'ai une idée (très spéculative) de trois de ces quatre gestionnaires et ce serait d'excellents candidats qui pourraient très bien continuer de générer de bons rendements.

Donc, non seulement le titre est sous-évalué actuellement mais le « départ » éventuel de M. Buffett – qui pourrait être dans plus de 10 ans – ne devrait pas être une raison suffisante pour se priver d'acheter des actions. Et quand le titre baissera, nous n'aurons qu'à suivre le conseil de M. Buffett sur le sujet : « Le jour de ma mort, achetez l'action de Berkshire! »

**Q : Avec l'effondrement du marché immobilier américain, ne devrait-on pas se tenir loin de la compagnie de tapis Mohawk Industries ?**

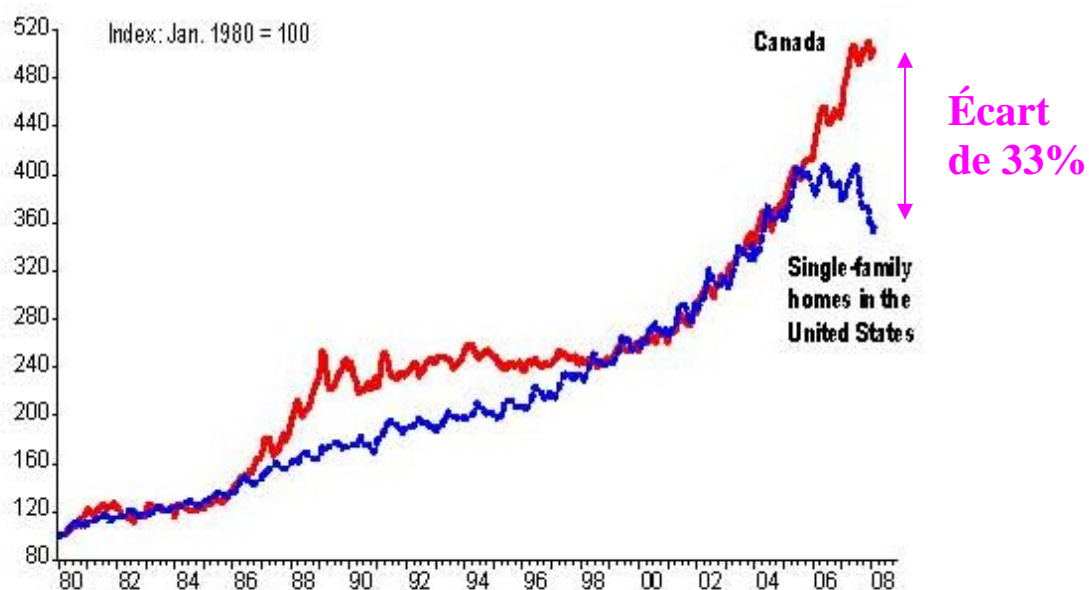
Le marché immobilier américain résidentiel a connu sa pire correction depuis probablement la dépression des années 1930. Cela a affecté Mohawk car environ 15% de ses revenus provenait de la construction de maisons neuves (évidemment en 2008, cette pondération est plus faible). Je crois que Mohawk est une excellente entreprise dirigée par un brillant homme d'affaire en Jeff Lorberbaum.

Le titre me semble une aubaine. Le titre se transige à \$60 alors que la compagnie a réalisé \$7 de BPA en 2007. Lors de la reprise, je crois que Mohawk réalisera \$10 de BPA au début de la prochaine décennie. À un modeste P/E de 12-14x, le titre pourrait alors plus que doubler. De plus, la division belge Unilin, qui fabrique des planchers flottants, va extrêmement bien et permet une certaine stabilité des profits cette année.

Puisque le prix des maisons a déjà baissé d'environ 15% aux États-Unis, le pire semble passé (quoique nous ne possédions pas de titres de constructeurs résidentiels ou directement liés à l'immobilier). En fait, le meilleur temps pour investir dans un secteur, un pays ou un titre est lorsque personne ne veut y mettre le bout d'un orteil. Et la morosité du secteur a fait baisser le titre de Mohawk. Donc c'est une façon indirecte d'en profiter.

Le réel danger n'est pas quand un marché ou un secteur a beaucoup baissé. Il se situe plutôt dans des segments des marchés financiers où les investisseurs n'ont aucune crainte, leur prudence devenue engourdie par des années de hausse.

Je vous propose le graphique suivant et vous pourriez conclure que c'est peut-être plus au Canada que le réel risque se trouve. Le prix moyen d'une maison à Vancouver est de \$575 000 et à Calgary de \$450 000. Je me tiendrais loin de ces régions, ainsi que des titres qui pourraient écopier advenant une baisse.



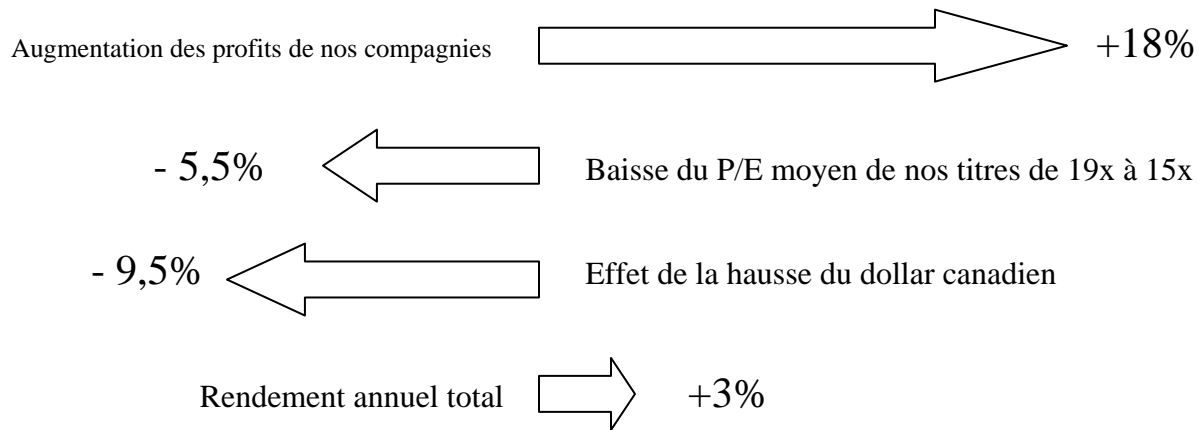
Sources: Canadian Real Estate Association, U.S. National Association of Realtors

Graphique du prix comparé des maisons au Canada vs Etats-Unis (Source : FBN)

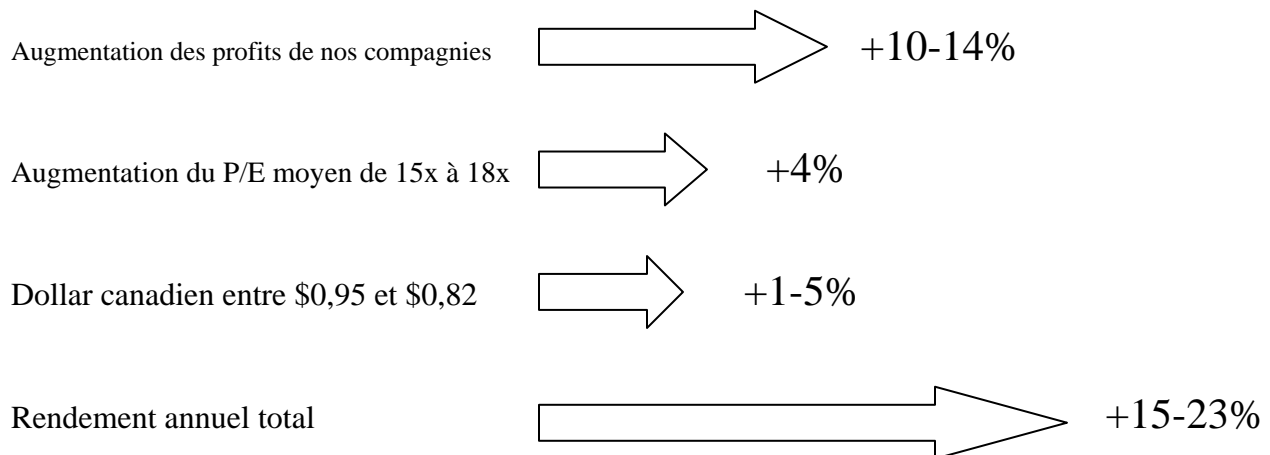
**Q : Quels sont vos pronostics pour les prochaines années, relativement à nos portefeuilles?**

R : Nous ne faisons pas de prédiction de nature boursière mais nous avons tout de même des objectifs de rendements. Ces objectifs sont énoncés en maintenant en tête la logique suprême qu'à long terme, la Bourse reflète la valeur intrinsèque des entreprises.

Si on regarde ce qui est arrivé à nos rendements de 2003 à 2007 (5 années), on arrive à cette conclusion que je vais illustrer un peu comme je l'ai fait à l'assemblée annuelle de novembre dernier. Les chiffres sont des rendements annualisés sur 5 ans.



Alors, si on fait le même raisonnement pour tenter de prévoir ce que les années de 2008 à 2013 pourraient nous réserver, nous arrivons à ce groupe d'estimés :



Nous croyons donc que nos portefeuilles ont le potentiel de réaliser d'excellents rendements dans les cinq prochaines années, peut-être même dans les 20% annuel si le P/E de nos titres retourne à leur niveau historique et le dollar canadien au niveau qu'il était il y a deux ans à peine. Et même sans ce dernier élément, nous croyons que nos titres peuvent réaliser 14-18% par année.

Souvent, sans trop généraliser, plus les actions ont mal fait dans les années précédentes plus leur potentiel d'appréciation est élevé. Plus elles ont bien fait, plus leur potentiel d'appréciation est faible. C'est le bon sens même.

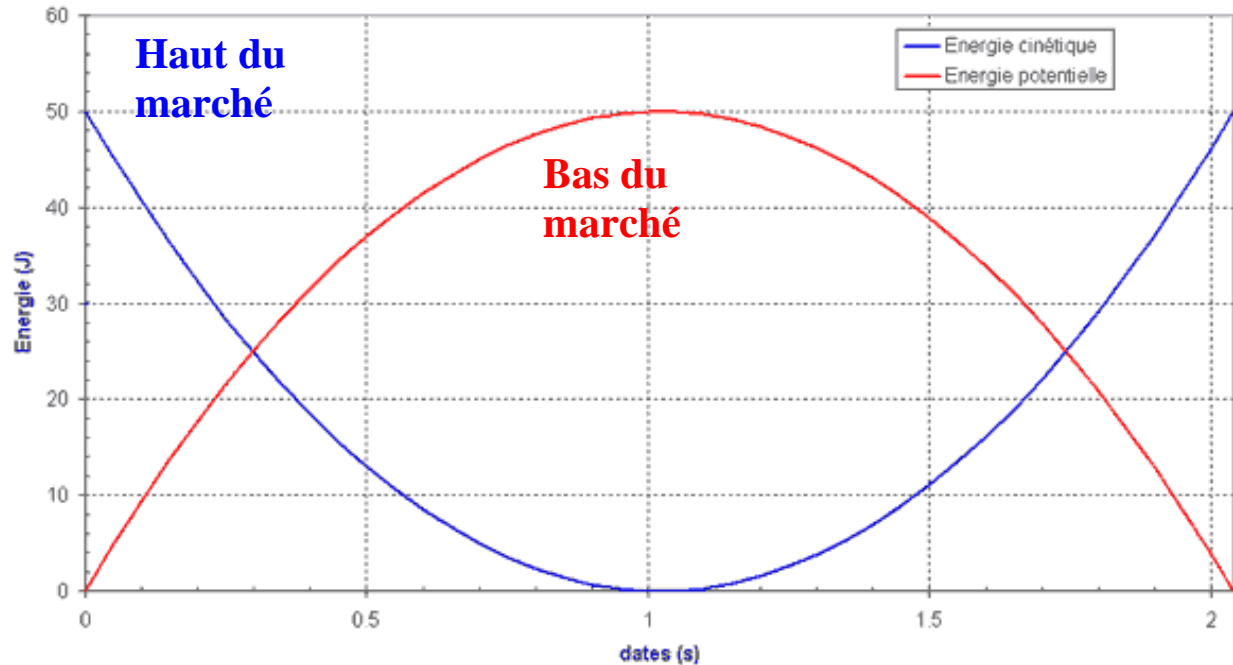
Mais la majorité des investisseurs veulent vendre après des années de mauvais rendements et aiment acheter après plusieurs années de bons rendements. L'extrapolation simpliste des rendements à court terme devient alors le pire ennemi des investisseurs qui ne prennent pas le temps d'étudier la valeur intrinsèque des actions.

**Q : Est-ce que vous croyez que le « bear market » actuel est similaire aux autres ou est-ce qu'on est dans une nouvelle ère économique différente de celle qui prévalait auparavant?**

Le légendaire John Templeton aimait dire que la phrase la plus dangereuse à la Bourse est « cette fois-ci, c'est différent ». Je crois que les hauts et bas économiques font partie du système capitaliste. Elles sont imprévisibles et souvent suprenantes mais de manière très générale, les

crises ont des similitudes. Le caractère maniaco-dépressive de la Bourse (décrit en 1949 dans le livre de Benjamin Graham « L'investisseur intelligent ») est tout autant intrinsèque aux marchés financiers. La clé pour réussir est de ne pas tomber sous l'emprise de la maniaco-dépression de la Bourse (et sa maladie est très contagieuse).

Ayant une formation d'ingénieur, j'aimerais prendre une analogie du monde de la physique pour aider nos partenaires à comprendre ce concept boursier si important. Quand la Bourse a beaucoup monté, elle a beaucoup d'énergie cinétique (ou du « momentum » si vous préférez un terme plus boursier) et peu d'énergie potentielle. Puis quand la Bourse a beaucoup baissé, l'énergie cinétique devient presque nulle mais c'est à ce moment là que l'énergie potentielle est à son paroxysme. Les actions ont donc alors un fort potentiel d'appréciation.



Et ces cycles de hauts et bas boursiers (hautement imprévisibles) s'inscrivent dans une tendance foncièrement haussière à long terme en ligne avec la croissance des profits des compagnies (+6-7% par année) et le dividende annuel moyen qu'elles versent (2-3%). C'est la raison pourquoi qu'à long terme les actions réalisent environ 10% par année à leurs détenteurs (à tout le moins pour ceux qui les gardent assez longtemps!).

**Q : Comptez-vous investir dans les entreprises liées au renouvellement des infrastructures de toutes sortes (aqueduc, égouts, routes, ponts, etc.) car la demande sera grande dans les années à venir, et ce, à l'échelle de la planète ?**

R : Nous partageons votre enthousiasme pour cette tendance (nous en parlons dans le rapport annuel 2007). Notre premier investissement dans ce secteur est l'acquisition de parts dans Martin Marietta Materials, un leader dans le monde de l'agrégat. Nous croyons qu'elle est la compagnie qui a les meilleurs avantages compétitifs (un fossé protégeant son château économique) de toutes les compagnies que nous avons regardées, incluant Vulcan Materials et CRH en Irlande.

Nous avons aussi observé l'excellent travail des dernières années de la direction de Martin Marietta pour améliorer ses marges d'exploitation et aussi récompenser les actionnaires par des rachats d'actions.



Nous admirons aussi les firmes d'ingénierie comme SNC Lavalin, Genivar ou Stantec au Canada. Notre « admiration » se convertit en investissement quand nous croyons que le prix est attrayant.

**Q : Ne serait-il pas possible d'utiliser les dividendes pour acheter des actions additionnelles sans frais de courtage, à tous les mois où les dividendes sont payés et dépassent le prix d'une action?**

R : Oui, ce serait possible pour certains titres. Mais nous préférons acheter avec les liquidités générées (si le montant est suffisant) la meilleure opportunité disponible à ce moment-là. De cette manière, on peut profiter de manière optimale des écarts de fluctuations des titres en portefeuille.

**Q : Trouvez-vous des opportunités au Canada en ce moment?**

R : Le rendement du marché canadien, tel que mesuré par l'indice S&P/TSX, est hautement trompeur. L'indice masque le profond *bear market* qui a touché un grand nombre de titres canadiens. En fait, si vous me permettez un calembour, le Canada boursier actuel en est un des deux solitudes. D'un côté, les titres de ressources continuent à grimper. D'un autre côté, les titres des autres secteurs ont chuté considérablement.

Voici un tableau illustratif d'une douzaine de compagnies canadiennes:

<b>Compagnies</b>	<b>2008</b>
<b>Alimentation Couche-Tard</b>	<b>-41,1%</b>
<b>Astral Media Inc.</b>	<b>-34,4%</b>
<b>Banque de Montreal</b>	<b>-16,7%</b>
<b>Canadian Tire Corp</b>	<b>-28,6%</b>
<b>Gildan</b>	<b>-38,3%</b>
<b>Jean Coutu</b>	<b>-29,7%</b>
<b>Power Corp of Canada</b>	<b>-25,1%</b>
<b>Quebecor</b>	<b>-31,8%</b>
<b>RONA Inc.</b>	<b>-34,4%</b>
<b>Sun Life</b>	<b>-26,1%</b>
<b>Tim Hortons Inc.</b>	<b>-25,4%</b>
<b>Transat</b>	<b>-43,8%</b>
<b>Pages jaunes</b>	<b>-33,1%</b>
<b>Moyenne</b>	<b>-31,4%</b>

Source : Factset Research

Si on prenait un groupe de plusieurs dizaines de compagnies canadiennes qui oeuvrent hors des secteurs des ressources, les baisses sont de l'ordre de 25 à 30% cette année alors qu'un groupe de titres de ressources a des rendements dans les +20% ce qui fait que le TSX n'a baissé que de 5% (le TSX est composé à 40% de titres de ressources).

Alors que nous trouvons peu d'opportunité au Canada dans les années 2004-2007, la situation a changé considérablement ces derniers mois. Nous comptons en profiter.

**Q : Maintenant que vous êtes un "habitué" du Woodstock des capitalistes à Omaha, y allez-vous pour:**

- a) le social ?**
- b) les affaires ?**
- c) ré-entendre messieurs Buffet et Munger ?**
- d) planter Bill Gates au bridge ?**
- e) aucune de ces réponses ?**

R : J'ai gardé cette question plus humoristique pour la fin. Je crois que la clé pour réussir dans toute activité est d'aimer passionnément cette activité. Ainsi, notre plus belle fin de semaine de l'année – à Nicolas, Jean-Philippe et moi – c'est d'aller à l'assemblée de Berkshire à Omaha.

J'aurais répondu **f) toutes ces réponses**. Aller à l'assemblée de Berkshire Hathaway est très instructif pour nous. Non seulement, Messieurs Buffett et Munger sont les meilleurs investisseurs de l'histoire, ils sont aussi de grands sages. Il s'agit pour nous d'un ressourcement fort important quant à notre philosophie de placement. Surtout à une période où l'approche que nous préconisons est en défaveur. Donc c) est une bonne réponse.

Comme cela fait 10 ans que je vais à l'assemblée de Berkshire, j'ai eu la chance d'établir des liens avec plusieurs confrères du monde du placement, devenus avec le temps des amis. Ces liens ne sont pas sans importance pour les partenaires de Giverny. Les échanges d'idées sont très constructifs. Récemment, je suis devenu ami avec un investisseur qui réside en Suisse et qui m'a parlé de compagnies locales que je n'aurais probablement jamais entendu parler sans lui. Ainsi, à chaque année à Omaha, nous organisons des soupers entre amis de tous les coins du globe et échangeons des idées (et des cartes d'affaires). Donc je répondrais a) et b) aussi.

Quant à d), nous avons eu plusieurs questions à savoir si Nicolas et moi avions battu Bill Gates au Bridge. Malheureusement, nous n'avons pas compté les points. Il faut dire qu'en Bridge contrat (contrairement au Bridge duplicata), sur une courte période de temps, les points n'ont pas vraiment de signification. Mais nous avons beaucoup aimé notre expérience de jouer avec un homme de la trempe de M. Gates et tenterons de la répéter en 2009.

Bon trimestre à tous nos partenaires.

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

François Rochon et toute l'équipe de Giverny Capital