

L'INVESTISSEUR FRANÇAIS

© L'Investisseur Français, 2014. Réserve à un usage strictement privé. Toute diffusion ou reproduction est interdite. <http://linvestisseurfrancais.com>

Le Sens des Affaires

Octobre 2014

Une fois n'est pas coutume, le format de cet Aparté sera original : plutôt que de cuisiner Serge, nos cobayes du jour seront ces Messieurs de Barrage Capital.

Patrick : Votre réputation vous précède ! Bienvenue à toi et à Serge. Nous avons adoré vos précédents Apartés, et nous sommes très fiers d'être aujourd'hui invités dans ce nouveau numéro.

Prêts à passer sur le grill ? Vous connaissez le genre de la maison, et vous savez que ce ne sera pas une interview de complaisance...

Patrick : Ça nous va. Nous sommes prêts.

Nous voici donc dans vos bureaux : Barrage Capital, 4398 rue St-Laurent, suite 304, à Montréal.

Rémy : Bienvenue chez nous !

Mathieu : Nous sommes installés là depuis deux mois.

J'observe les lieux et une première question me vient : c'est un fonds d'investissement ou une colonie de vacances ici ?

Patrick : Pourquoi, nos bureaux te plaisent ?

Plutôt oui. On se croirait dans un loft tout droit sorti d'un magazine d'art moderne ou de design...

Rémy : C'est un peu comme chez vous autres en France : personne ne travaille (rires).

L'espace, la déco, les canapés confortables... Serge, il y a même un bar !

Mathieu : As-tu vu le jacuzzi dans la pièce d'à côté ? (rires)

Et vous passez vos journées ici, à parler de value investing ?

Maxime : En fait, entre les rapports annuels et l'actualité des entreprises que nous suivons, chacun de nous lit plusieurs centaines de pages par jour. Du coup, on préfère travailler dans un cadre agréable, propice à la concentration. C'est un bon moyen de réfléchir et d'échanger les idées entre nous.

Patrick : On fait ce qu'on aime, comme on aime, avec qui on aime. C'est un privilège, mais on a travaillé dur pour en arriver là. Et ce n'est que le début : Barrage a été lancé il y a un an et demi.

Avec votre permission, chacun va se présenter. A ma gauche, Patrick [NDLR : Thénère]. Qui es-tu, d'où sors-tu ?

Patrick : Je suis un des quatre associés et fondateurs de Barrage Capital. J'ai quarante ans et j'ai commencé à investir à l'âge de quinze ans. Je viens d'une famille modeste : ma chance a été de comprendre jeune que pour sortir du lot il allait falloir prendre mes affaires financières en main, sortir du parcours tout tracé... Ce qui ne m'a pas empêché de commettre toutes les erreurs possibles et imaginables durant mes premières années de pratique. J'ai tout essayé : les options, la vente à découvert, l'analyse technique, les penny stocks... S'il y avait quelque chose de stupide à faire avec son argent, tu peux être certain que j'y étais (rires). C'était une bonne école de la vie.

A fool and his money are always invited everywhere...

Patrick : C'est vrai, j'étais très populaire à l'époque.

Je te vois aujourd'hui, et je devine que tu t'es plutôt bien rattrapé depuis...

Patrick : Le value investing est passé par là.

On y reviendra. Assis à tes côtés, Rémy [NDLR : Morel]. Camarade, c'est à toi.

Rémy : J'ai commencé ma carrière dans la compagnie familiale. Nous étions dans le courtage d'assurance, structurés en holding : il y avait deux portefeuilles d'investissements, l'un en immobilier et l'autre en actions. De fil en aiguille, je me suis de plus en plus intéressé à ce dernier : c'était clair qu'avec la bonne méthode, on était susceptible d'y obtenir les meilleurs rendements. J'ai tout appris sur le tas : la comptabilité en travaillant avec mon père, la gestion d'une affaire au contact des clients et des partenaires, et l'investissement en lisant tout de Warren Buffett. Finalement, j'ai développé une passion pour la bourse, et décidé de m'y consacrer à plein temps. C'est à cette époque que j'ai rencontré Patrick, et que nous avons commencé à échanger nos idées...

Tu es un vrai self-made man...

Rémy : Je dirais plutôt un autodidacte.

En face de toi, Maxime [NDLR : Lauzière], le troisième partenaire...

Maxime : J'ai commencé ma carrière dans l'audit et la banque. Puis je me suis intéressé à l'investissement, et j'ai décidé de changer de voie. Avant de lancer Barrage, je travaillais avec Mathieu [NDLR : le quatrième partenaire] chez Duncan Ross, un fond

d'investissement canadien déjà spécialisé sur le value investing. Ross était un excellent mentor. C'est chez lui que Mathieu et moi avons fait nos premières armes.

Mathieu [NDLR : Beaudry], j'imagine que tu vas nous en dire de même ?

Mathieu : Clairement. Nous avons beaucoup appris là-bas, et pas seulement au sujet de l'investissement, mais aussi sur le business, et même la vie en général. C'était une très bonne école. Sinon, mon parcours et celui de Maxime se ressemblent trait pour trait.

Physiquement aussi, vous vous ressemblez trait pour trait...

Mathieu : Max, C'est un sacré compliment qu'il te fait là (*rires*) !

Je vous entendais hier soir recommander la lecture des lettres de Duncan Ross. Qu'ont-elles de spécial ?

Mathieu : Elles sont très bien, dans la même veine que celles de Buffett chez Berkshire. Hélas, elles sont difficilement disponibles.

Si je comprends bien, Barrage c'est quatre amis qui partagent une même passion pour le value investing, et qui s'unissent pour lancer un fonds ?

Mathieu : On investit ensemble depuis des années. On partage la même philosophie de gestion, comme tu l'as dit, et surtout la même aversion au risque. On a toujours si parfaitement fonctionné à quatre que c'était naturel de nous associer ainsi.

Nous préparons le lancement d'un fonds nous aussi. Par curiosité, combien de temps le processus prend-il au Québec ?

Patrick : C'est assez long. Nous avons fait nos premières demandes à l'AMF en 2011, et reçu nos licences et agréments définitifs au printemps 2013.

Vous affichez une performance hors-du-commun... [NDLR : +46% en dix-huit mois]

Mathieu : C'est un bon début, mais on se garde bien de tout triomphalisme. Une performance sur un an ne veut rien dire : un bon gérant se juge plutôt sur dix ou quinze ans. Et puis en 2013, il fallait vraiment se donner du mal pour ne pas gagner d'argent en bourse. Le contexte était exceptionnel : on part du postulat qu'il ne le restera pas.

Patrick : De toute façon, on est tout sauf du genre à se reposer sur nos lauriers. « *Never believe your own body odor is perfume. And stay humble, humble, humble.* » Comme je sais que tu admires beaucoup Ace Greenberg

[NDLR : l'ancien Président de Bear Stearns], je le cite, parce que cette conception du travail résonne bien avec qui nous sommes et comment nous pensons.

Quelqu'un qui cite Ace Greenberg ne peut pas être complètement mauvais. Patrick, nous avons sous les yeux ton track record audité [NDLR : par KPMG] depuis 1998. Nonobstant les débuts difficiles dont tu nous as parlé, ça a l'air de te connaître de faire des rendements supérieurs à 40% par an...

Patrick : Merci de le signaler, mais un track record c'est du passé. Ce qui compte à présent, c'est Barrage et le capital de nos clients.

Tes trois camarades ici présents ont-ils réalisé une performance comparable ?

Patrick : Depuis que l'on se connaît [NDLR : 2005], le track record de Rémy doit pas mal ressembler au mien...

Rémy : A peu près. Je me suis beaucoup amélioré à tes côtés, c'est un fait.

Messieurs du canapé de droite ?

Maxime : Ma performance se situe dans le même ordre de grandeur oui, mais j'ai commencé à investir plus tard, en 2008, à mon arrivée chez Duncan Ross.

Mathieu : Pareil pour moi.

On reviendra sur la méthode d'ici quelques instants mais, en deux mots, comment expliquer une telle performance ?

Rémy : La plupart des investisseurs sont concentrés sur le gain plutôt que sur le risque. Nous c'est l'inverse.

Maxime : Comme on disait tout le temps chez Duncan Ross, "Watch the downside and the upside will take care of itself."

Patrick : Nous sommes très concentrés sur la marge de sécurité. On ne veut surtout pas perdre d'argent, et encore moins maintenant que nous gérons celui de nos clients.

Comment vous partagez-vous les rôles au sein de l'équipe?

Mathieu : Ce qui nous caractérise, c'est l'absence de structure. C'est très libre ici, chacun apporte ses idées et on les discute à quatre. On préfère une ambiance informelle, qu'on puisse laisser les idées flotter, les rechercher et les tester au fil du temps. Une fois qu'on estime bien maîtriser le dossier, si toutes les conditions sont réunies et

que nous sommes tous les quatre d'accord, on commence à mettre en place un programme d'achat.

Pourtant, on sait bien qu'en matière d'investissement, le consensus sert rarement les décisions intelligentes, a fortiori contrariennes...

Mathieu : Dans la pratique, nous avons toujours procédé ainsi, et la méthode nous a plutôt réussi.

Rémy : « Consensus » n'est pas non plus le terme adapté. Disons qu'on discute beaucoup, on s'interroge les uns les autres, on se teste. On n'hésite pas à se rentrer dedans s'il faut. A la fin du processus, et comme on recherche tous les quatre la même chose - une marge de sécurité tangible et confortable - on arrive naturellement à une conclusion commune.

Avez-vous chacun un cercle de compétence bien défini ? Ou êtes-vous du genre touche-à-tout ?

Patrick : Rémy s'intéresse beaucoup aux financières, notamment aux banques et aux assurances.

Rémy : Mais rien n'est défini par avance, aucun mandat n'est préétabli. On recherche les opportunités du moment, et on les étudie à fond.

Patrick : De toute façon, quand un titre décote largement par rapport à sa valeur intrinsèque, chacun de nous quatre doit être capable de le voir. Nous ne sommes pas des experts de l'industrie du soda, mais si Coca-Cola est à vendre à six fois les profits, ça ne prendra pas longtemps pour nous convaincre d'en acheter (*rires*)!

Serge, c'est quelque chose que tu dis souvent, que la connaissance minutieuse d'une entreprise ou d'une industrie n'est pas nécessairement un prérequis à une bonne décision d'investissement...

Serge : Je ne comprends pas grand-chose à l'activité de PSX [NDLR : Phillips 66, l'une des positions historiques du portefeuille de l'Investisseur Français], mais je suis très content d'en être actionnaire !

Rémy : C'est à ça que sert la marge de sécurité : à pallier les insuffisances dans la compréhension de l'activité.

Mathieu : Tu observes parfois l'inverse : des opérateurs ou des investisseurs qui connaissent leur activité sur le bout des doigts, ce qui pourtant ne les empêche pas de prendre des décisions catastrophiques avec leur capital.

Bref, pour dire les choses simplement, chez Barrage vous êtes d'authentiques value guys ?

Patrick : Des hardcore value guys (*rires*) !

Vous faites dans quoi ? Le deep value, du genre décotes sur actifs à la Benjamin Graham ?

Mathieu : On est plutôt friands de belles franchises, mais on est très flexibles. Comme disait Rémy, tout dépend de l'opportunité du moment. Tant que la marge de sécurité est là, on ne se fixe aucune barrière. Si on peut acheter une entreprise à une fraction de sa valeur intrinsèque, qu'on parle valeur sur le marché privé ou valeur liquidative, on ne se prive pas : on prend.

Le pitch idéal selon Barrage ?

Patrick : Un business avec une faible intensité capitalistique [NDLR : dont les investissements nécessaires au maintien de l'activité sont faibles], qui génère des tonnes de free cash flow qu'il peut réinvestir à un rendement satisfaisant, qui dispose d'un avantage concurrentiel impossible à répliquer dans l'activité où il opère, qui s'échange à une fraction de sa valeur comptable ou un multiple dérisoire de ses profits, qui rachète ses actions et qui est géré par une équipe compétente et intègre. Le fat pitch à la Barrage, le voilà.

Le Père Noël quoi ?

Patrick : Il passe plus souvent que tu ne le crois (*rires*).

Corrige-moi si je me trompe, mais ton fat pitch c'est du Warren Buffett tout craché non ?

Patrick : On n'a aucun problème à copier les meilleurs. Au contraire. Notre objectif n'est pas d'être génial, c'est d'être efficace.

Saluons tant de pragmatisme. Maintenant que les présentations sont faites et que les mondanités d'usage sont échangées, rentrons dans le vif du sujet : donnez-moi un exemple concret de « fat pitch » à la Barrage ?

Patrick : En 2010, MasterCard à douze fois les profits forward, quinze fois les profits courants.

Quinze fois les profits courants, tu appelles ça du hardcore value ?

Maxime : Ce que Patrick a oublié de te dire, c'est que chez MasterCard il y a 25% de croissance par an.

Si je comprends bien, c'est du GARP [NDLR : Growth At Reasonable Price] plutôt que du deep value...

Maxime : On laisse ce genre de classifications aux théoriciens du value investing. Que tu te concentres sur les

actifs ou sur les cash-flows, ce que tu veux c'est payer largement moins que la valeur intrinsèque. A douze fois les profits forward, la croissance était quasiment gratuite. Et 25% de croissance chez une entreprise extraordinaire comme MasterCard, en position de duopole dans son industrie, c'est le genre de chose qui nous plaît beaucoup chez Barrage.

Rémy : Pour moi, le GARP c'est l'idée selon laquelle tu achètes une entreprise à un prix raisonnable, tu la gardes un certain temps et tu obtiens un rendement à peu près égal à celui de l'entreprise. Si ses retours sur capitaux sont de 15% par an, en payant le prix équitable tu feras du 15% par an toi aussi : disons que c'est le rendement de l'entreprise. A ce dernier, nous voulons ajouter le rendement d'escompte. Pour schématiser, si on achète l'entreprise à quinze fois les profits, c'est parce que nous estimons qu'elle vaut vingt-cinq fois ces profits. On fera alors un rendement lorsque l'écart prix/valeur se refermera. Ainsi ton rendement est double : les 15% du rendement de l'entreprise, et les 40% du rendement d'escompte.

Mathieu : On aime bien compter le cash. Ce genre de situations nous attire davantage que les dossiers comme Sears [NDLR : une des principales positions du portefeuille de L'Investisseur Français], où il faut quantifier des décotes sur actifs.

Bref, vous êtes concentrés sur les cash-flows, et vous misez sur une expansion du multiple de valorisation lorsque ce dernier est injustement déprimé...

Patrick : Nous essayons de rester intuitifs, et nous allons où se trouve la plus confortable marge de sécurité.

Qu'est-ce qui justifiait la décote de l'action MasterCard ?

Patrick : Une nouvelle réglementation concernant les cartes de débit. Comme en plus nous étions dans un contexte post-crise financière encore douloureux, l'anxiété était démesurée.

Et qu'est-ce qui te faisait dire que l'entreprise valait davantage que vingt fois ses profits ?

Patrick : La position concurrentielle, la croissance et la qualité des cash-flows. Chaque fois qu'il y a un paiement par carte, c'est soit Visa soit Mastercard qui encaisse une commission. C'est comme une autoroute à péage : le genre de business que tout investisseur rêve de posséder.

Rachetaient-ils leurs actions pendant la crise ?

Patrick : Non. Ils ne payaient pas non

plus de dividende, et les cash-flows s'accumulaient au bilan. C'était la seule chose qui me déplaisait, mais rien n'est jamais parfait partout.

Serge : Rien, à part Sears (*rires*) !

Rémy : Le management a commencé un programme de rachat d'actions en 2011 cela dit.

D'accord. Pourquoi MasterCard et pas Visa ?

Patrick : En fait, j'ai acheté les deux (*rires*). Mais j'ai mis bien davantage sur MasterCard. Visa est plus gros, il y a moins de potentiel de croissance.

Combien cette position représentait-elle dans ton portefeuille ?

Patrick : Plus de 50%.

Tu concentrais à l'extrême, comme Buffett à l'époque avec American Express ?

Patrick : A vrai dire, j'ai rarement eu plus de cinq positions en portefeuille. Pour moi ce qui fait sens, c'est de concentrer mes investissements dans mes meilleures idées. Pourquoi diluer sa performance avec sa dixième ou sa quinzième meilleure idée ?

Tu prêches un converti. Serge, qu'en penses-tu ? Mastercard à douze fois les profits forward, il y a de la marge de sécurité ou non ?

Serge : Oui, d'ailleurs j'avais l'action sur mon radar. Mais j'ai préféré d'autres opportunités sur lesquelles les décotes sur actifs me semblaient plus prononcées, et où accessoirement je payais un très faible multiple des bénéfices, comme Bank Of America en 2011.

Cet épisode, c'était en 2010, pré-Barrage si je comprends bien ?

Patrick : Oui, même si on investissait déjà ensemble à l'époque.

Maxime : Nous étions aussi sur Google.

Intéressant. Tu peux nous faire le pitch ?

Maxime : C'était exactement le même concept que MasterCard : position compétitive inattaquable, modèle d'affaires peu capitalistique, retours sur capitaux prodigieux et du free cash flow à ne plus savoir quoi en faire. Au prix auquel cotait l'action, les 35% de croissance étaient gratuits.

Mathieu : C'était de l'argent facile, comme le titre de votre précédent Aparté.

Maxime : On était très impressionnés

par le modèle d'affaires de Google. Ils pourraient ne pas avoir de capital et malgré tout générer les mêmes cash-flows. C'est incroyable.

Mathieu : A côté de l'advertising, il y a un wide moat au niveau de la recherche web et de l'indexation, et une croissance phénoménale des autres services. Google fait partie de notre quotidien à tous maintenant. C'est très dur de les concurrencer.

Rémy : Comme MasterCard. Une fois le réseau en place, c'est impossible de les déloger.

Combien avez-vous payé ?

Maxime : Un peu moins de quinze fois les profits.

Mathieu : Si tu te souviens bien, à l'époque le marché était obsédé par Apple. La réputation de Google était d'être un « one trick pony ».

On dit parfois que Google est une sorte de hedge fund en technologies, avec beaucoup de venture capital dans des entreprises à fort potentiel mais sans capacité bénéficiaire prouvée, comme Google Cars ou Google Glass. Vous partagez cette conception ?

Maxime : Ces projets représentent peanuts à côté du business de l'advertising. On ne les a même pas comptés dans nos estimés de valorisation.

Pourtant ils engloutissent une part substantielle des budgets R&D... Suppose qu'ils capotent, et ce seront des milliards engloutis à fonds perdus...

Maxime : La majorité du R&D de Google est consacrée aux algorithmes. Google Cars ou Google Glass, ce n'est rien de significatif pour l'instant. Je vois davantage cela comme de prometteuses call-options.

Et au niveau du moteur de recherche, vous êtes confiants sur le maintien de la position compétitive ?

Mathieu : Ils n'ont plus qu'un concurrent sérieux : Bing, de Microsoft. Or ce dernier n'est même pas rentable. Pire, ils brûlent des milliards.

Maxime : Il faudrait vérifier, mais de mémoire ils ont brûlé deux milliards et demi en 2011, huit milliards en 2012, et pas loin d'un milliard et demi en 2013.

Pourquoi Bing brûle-t-il du cash, et pas Google ?

Mathieu : Google a une échelle bien supérieure, ainsi que la franche faveur des annonceurs dont l'objectif est

d'atteindre le plus large public possible. Leurs dollars vont chez eux, pas chez Bing.

Maxime : C'est fondamentalement une question d'échelle. Comme chez MasterCard ! Et plus le temps passe, plus l'écart se creuse, plus l'avantage concurrentiel s'agrandit. It's a sweet spot to be.

C'est d'une simplicité biblique. Sans vous offenser, j'ai l'impression que n'importe qui pourrait faire ce que vous faites.

Patrick : C'est tout à fait ça. Comme on dit ici au Québec, c'est du gros bon sens.

Rémy : Du sens des affaires...

La simplicité serait-elle l'ultime sophistication ?

Patrick : Un *fat pitch*, tu le vois tout de suite. Si tu as besoin de poser des calculs compliqués, ce n'est pas un *fat pitch*. Nous avons fait nôtre de la célèbre citation de Benjamin Graham : « *Investing is more intelligent when it is most businesslike* ». Google ou MasterCard à moins de quinze fois les profits, ce n'est pas la science de haute volée, c'est juste du bon business.

Serge ?

Serge : Rien à ajouter. J'applaudis.

On reprend dans l'ordre chronologique si vous voulez bien. On est en 2010, vous investissez dans MasterCard et Google. Arrive la crise de l'euro. Chez nous, en France, la fin du monde et l'écroulement du système étaient annoncés comme imminents. Comment avez-vous vécu cette actualité ?

Maxime : Plutôt bien. Nous étions concentrés sur les Etats-Unis, et l'actualité en Europe eût le mérite de déprimer la valorisation des financières américaines.

Rémy : On suivait leurs expositions aux dettes souveraines européennes, et on ne voyait rien de franchement inquiétant. Le verdict du marché à leur égard nous semblait beaucoup trop sévère.

Goldman Sachs était en plein cœur du cyclone. En plus de leur exposition, ils étaient la cible d'une polémique selon laquelle ils avaient maquillé les comptes grecs.

Rémy : Peut-être. De mon côté j'étais surtout concentré sur les petites banques communautaires américaines. Parmi elles, plusieurs n'avaient pas été affectées par la crise. Mieux encore, elles réalisaient d'excellents profits. Les managements avaient su rester

prudents les années précédentes... Ils faisaient du prêt-emprunt classique et étaient conservateurs dans l'attribution de leurs crédits. Les retours sur actifs étaient bons, mais l'actualité apocalyptique déteignait sur les valorisations, indistinctement de la qualité individuelle des institutions. Il y avait beaucoup d'opportunités !

Comment estimais-tu le risque à l'époque ?

Rémy : En moyenne, les banques que je suivais produisaient des retours sur capitaux propres de l'ordre de 15%. En les achetant à la moitié ou même aux deux tiers de leur valeur au livre [NDLR : book value], je ne m'attendais pas à multiplier mon capital par cinq ou six, mais je savais que je ne courrais pas un grand risque. La marge de sécurité était plus que confortable.

Le community banking est une industrie très fragmentée aux USA.

Rémy : C'était justement une source d'opportunités. Les établissements bien capitalisés étaient en mesure de racheter leurs concurrents en détresse, et ainsi de croître à bas prix. D'ailleurs, depuis le temps, les plus vulnérables ont été rachetés les uns après les autres...

Quels noms préférerais-tu ?

Rémy : J'aimais bien Access National, Horizon Bancorp ou Bank of the Ozarks en particulier.

Je connais un peu cette dernière. George Gleason est un excellent CEO.

Rémy : Oui, il est efficace et décisif. Il a profité de la crise pour racheter des portefeuilles de prêts, avec un rabais et l'aide de la FDIC. Quand les autres banques en difficulté étaient prêtes à brader leurs actifs pour obtenir un peu de liquidités, lui en fournissait. Son opportunisme a été remarquable. Parallèlement, sa banque a traversé la crise sans encombre. Il n'y avait pas de prêts subprimes au bilan, et la capitalisation a toujours été adéquate. Il y a une forte croissance et une excellente structure de coûts, l'une des plus compétitives de l'industrie. Toutes ces qualités font que Bank of the Ozarks a toujours coté avec un premium comparé à ses pairs.

Que regardes-tu en premier quand tu étudies une banque ?

Rémy : Mon premier réflexe est de calculer le levier. Je prends les prêts, je soustrais les provisions, et je compare aux capitaux propres.

Est-ce que tu dissèques les loan books ?

Rémy : Disséquer, c'est peut-être un

peu ambitieux comme terme... A moins d'être dans la banque, voire même d'octroyer soi-même les crédits, c'est très difficile de juger de leur qualité. Je m'assure plutôt que le management est conservateur; sur plusieurs exercices, je regarde comment ils provisionnent, puis je compare aux prêts défectueux. On peut faire des moyennes, et en déduire le caractère prudent ou agressif de leur gestion. Inutile de te dire que je n'aime que le premier type (*rires*) !

On dit souvent du banking que c'est comme l'assurance : un pari sur le management. Tu confirmes ?

Rémy : Absolument. C'est pour ça que j'aimais bien suivre les community banks après la crise : c'était facile de voir qui avait été prudent, et qui l'avait moins été. Tu connais le bon mot, c'est quand la marée se retire qu'on voit qui se baigne nu.

Parmi les grandes banques américaines dont nous autres chez L'investisseur Français parlons souvent, y en a-t-il une en particulier que tu préfères ?

Rémy : J'avais songé à investir dans Bank of America, mais la complexité du bilan m'a finalement dissuadé. A l'inverse, les community banks sont concentrées sur un seul métier, et très faciles à comprendre.

Patrick : C'est vrai que le dossier Bank of America était séduisant. Ils sont tellement énormes que tu ne vois pas comment l'Amérique pourrait tourner sans eux, c'est incroyable. Y investir est aussi un excellent moyen de se couvrir contre la hausse des taux d'intérêts, puisqu'ils en seraient les premiers bénéficiaires.

Rémy : En plus de l'option sur la remontée des taux, au prix où l'action BofA s'échangeait à l'époque [NDLR : entre \$5 et \$7], il y avait une marge de sécurité incroyable. A partir de leur exposition aux dettes souveraines européennes, j'avais calculé qu'avec leur levier ils n'auraient pas perdu plus d'un cinquième de leurs capitaux propres. Et comme on payait moins que la moitié de la valeur de ces derniers...

Tu n'as malgré tout pas franchi le cap...

Rémy : Enlève tous les intangibles au bilan d'une institution comme Bank of America ou Citigroup, et subitement la décote apparaît moins évidente. Personnellement, je préfère les décotes sur les valeurs comptables tangibles : c'est le meilleur moyen que je connaisse de minimiser le risque d'erreur, qu'on parle d'une banque ou d'une compagnie d'assurance. Bon, avec BofA elle y était, mais je jugeais le dossier trop nébuleux.

Justement, dans l'assurance, as-tu une compagnie favorite ?

Rémy : J'aime bien Berkley [NDLR : W.R Berkley Corporation]. Ils sont bien diversifiés, et font la part belle aux *specialty lines* [NDLR : des polices d'assurance au profil de risque inhabituel]. Le modèle d'affaires est intéressant : la compagnie est divisée en cinquante unités indépendantes les unes des autres ; chaque gestionnaire prend ses propres décisions, et rend des comptes en fonction.

Maxime : Le fondateur et CEO [NDLR : William Berkley] est un très bon allocateur de capital, comme son fils [NDLR : Robert, actuellement COO] : les capitaux propres composent à 12 ou 13% en moyenne annualisée. Entre 2001 et 2006, ils faisaient du 20% annualisé, mais c'est parce qu'il y avait un *hard market* dans l'assurance : les primes montaient sans cesse. Les compagnies avec beaucoup de capital disponible - comme Berkley - étaient idéalement positionnées. Le contexte est plus difficile actuellement. Le marché est moins bon et le portefeuille d'investissement souffre des taux d'intérêts maintenus au plancher.

Patrick : On aime bien Berkley mais attention, au prix actuel il n'y a plus la même marge de sécurité.

Mathieu : Je conseille vivement la lecture des lettres aux actionnaires écrites par Berkley. Elles permettent de bien s'imprégner de la culture d'entreprise. Ils sont très conservateurs à la souscription, très transparents sur les opérations et leurs erreurs. Par exemple, ils ont acheté des actions préférentielles de Fannie Mae pendant la crise. L'investissement a mal tourné, et ils ont l'ont immédiatement admis.

Rémy : Ils sont humbles et ils apprennent de leurs erreurs. Un management qui travaille ainsi marque des points chez moi.

J'en profite pour rebondir : à part pour les financières, la qualité du management est-il un critère déterminant dans les décisions d'investissement de Barrage ?

Patrick : Oui, parfaitement essentiel.

Maxime : Comme en plus on est davantage concentrés sur les cash-flows, le rôle du management est déterminant : c'est leur boulot de les maintenir et de les faire croître. Ce n'est pas comme un *asset-play* où tu attends que le marché reconnaisse la juste valeur de ton actif, et revalorise le titre en fonction...

Patrick : Notre grille d'évaluation d'un management comprend deux catégories : l'opérationnel et l'allocation du capital.

Les deux ne vont-ils pas de pair chez un bon CEO ?

Patrick : Idéalement si, mais ce n'est pas toujours le cas. Regarde Steve Jobs : c'est un opérateur d'exception mais un allocateur de capital sans mérite. Chez Warren Buffett, c'est l'inverse : hors-pair avec l'allocation du capital, il confesse sans honte être inapte à diriger les équipes au niveau opérationnel. Il préfère laisser ce soin à ses managers.

Si tu avais à choisir entre un bon opérateur et un bon allocateur, quel profil retiendrais-tu ?

Patrick : Je vais plutôt pencher pour le second.

Maxime : Mais cela dépend vraiment des circonstances. Chez Best Buy, par exemple, ce qui est essentiel pour le moment c'est d'avoir un bon opérateur aux commandes [NDLR : l'entreprise est en redressement].

Rémy : J'aime vraiment bien William Berkley. Il est un peu trop gourmand sur les compensations à mon goût, mais c'est un maître en acquisitions relatives. Quand il ne voit pas d'opportunités en assurance, il rachète ses actions à bon prix. Je me souviens qu'il y a quelques années, les primes remontaient notablement, mais lui préférerait racheter ses actions alors qu'elles cotaient autour de leur book value. Avec le recul, c'était un arbitrage très intelligent.

Mathieu : Un point intéressant avec Berkley, c'est de suivre sa progression dans le temps. Quand tu lis ses lettres [NDLR : depuis 1967] tu réalises qu'il s'est beaucoup amélioré et que, comme le disait Rémy précédemment, il n'a jamais craint de faire amende honorable au sujet de ses erreurs.

Pourquoi y a-t-il autant de bons allocateurs de capital dans l'assurance ? Est-ce un hasard ou une coïncidence ?

Rémy : C'est vraiment central dans l'industrie : il faut être discipliné dans la souscription et astucieux avec les investissements. Déjà que la plupart des assureurs perdent de l'argent à la souscription, et ne se rattrapent qu'avec leurs activités d'investissement...

Mathieu : En revanche, je ne crois pas qu'il y ait davantage de bons allocateurs de capital dans l'assurance que dans les autres industries...

Idéalement, il te faut une dream team à la GEICO [NDLR : l'assureur fétiche de Berkshire Hathaway], avec Jack Byrne aux opérations et Lou Simpson à l'investissement.

Rémy : Par exemple. Mais ce que j'ai

observé, c'est qu'au-delà de la structure, c'est la culture d'entreprise qui prévaut. C'est important de bien la cerner.

J'aime bien White Mountains [NDLR: fondé par Jack Byrne en 1985].

Rémy : Ils sont très bons. Comment résister à une compagnie d'assurance qui écrit dans sa charte : « *We applaud owners who reward executives on premium growth. This often provides fine opportunities for us later* »?

Mathieu : On aime bien suivre Assurant aussi. Eux ont carrément triplé leur book value en dix ans.

Pas loin d'ici, il y a une compagnie d'assurance mondialement connue, avec à sa tête un remarquable allocateur de capital, que d'aucuns ont déjà renommé le Warren Buffett canadien...

Patrick : Fairfax Holdings? On ne le suit pas trop. Sous la book on s'y intéresserait peut-être.

Rémy : Elle est principalement composée d'intangibles Pat. Même sous la book, ce n'est pas nécessairement le deal que tu crois.

Maxime : Prem Watsa a un très bon historique mais on a vraiment du mal à comprendre ce qu'il fait. Ses grandes anticipations macro-économiques [NDLR : sa stratégie de couverture] lui ont déjà coûté très cher. Avec le recul, on regarde et on se demande ce qui lui est passé par la tête.

Mathieu : Il y avait aussi BlackBerry, qu'il a acheté très en avance. Ou Brick [NDLR : un fabricant de meubles], qui selon nous était un business vraiment mal géré... Il fait parfois des acquisitions franchement étranges : c'est dur de comprendre, mais c'est vrai qu'à long-terme il produit de bons résultats. On ne sait pas si c'est reproductible. Tout dépend du prix.

Maxime : Dans le genre outsider [NDLR : en référence au livre de William Thorndike, «*The Outsiders : Eight Unconventional CEOs and Their Radically Rational Blueprint for Success*»], on préfère pour le moment John Malone, dont vous avez très bien parlé dans un de vos précédents Apartés.

Patrick : Liberty Global a dix fois ses free cash flows, avec de la croissance et du rachat d'actions, voilà qui nous parle davantage que les schémas compliqués de Watsa chez Fairfax.

Qu'est-ce qui vous plaît chez Malone ?

Maxime : Son track record est meilleur que celui de Watsa. J'aime bien son

business aussi. C'est toujours le même deal-making : acquérir à cinq ou six fois l'EBITDA, restructurer, intégrer, optimiser la taxation, gagner de l'échelle et racheter des actions. On n'est pas des pros de Malone comme vous l'êtes à l'Investisseur Français, mais on aime bien la logique.

Comme CEO, qui d'autre aimez-vous bien ?

Mathieu : Hubert Joly chez Best Buy. Pour l'instant il a surtout fait ses preuves au niveau de l'opérationnel ; on attend de voir la suite des développements.

Maxime : C'est un Français en plus!

Justement, je vous entendais hier soir nous raconter comment l'un des quatre Dalton de la bande Barrage était arrivé un matin au bureau, enthousiaste et survolté, expliquant qu'il fallait sans tarder investir dans Best Buy...

Patrick : C'est lui (*rires*)! [NDLR: Maxime]

Quand tu entends le nom Best Buy, tu penses retail, brick and mortar, électronique grand public... Ce n'est pas très plaisant au départ, surtout avec la montée en puissance d'Amazon...

Maxime : Quand une idée n'est pas plaisante au départ, c'est bon signe (*rires*). C'est le genre de choses qu'on aime étudier. Nous sommes toujours curieux de voir si on peut tirer avantage d'une actualité défavorable. C'est rarement le cas, mais avec Best Buy ça l'était.

Présente-nous le pitch.

Maxime : C'est le plus grand détaillant en électronique grand public au Canada et aux Etats-Unis. Hubert Joly est arrivé en 2012, à la fin de l'été. Les choses allaient mal : la chaîne ne s'était manifestement pas remise de la crise, les résultats se détérioraient, il y avait la menace d'Amazon, et le management semblait englué dans la complaisance et l'inaction.

Mathieu : Circuit City [NDLR : un concurrent] venait de faire faillite.

Maxime : Pour couronner le temps, le CEO a été pris la main dans le sac pour une histoire de mœurs avec l'une de ses assistantes. Le Chairman et fondateur, Richard Schulze, était au courant de l'affaire mais a tenté de la cacher au conseil d'administration. Quand le scandale a éclaté, la direction s'est délitée et lui s'est engagé dans une offre agressive de rachat du groupe... Bref, c'était le capharnaüm complet.

Tu voudrais vendre du rêve que tu ne

t'y prendrais pas autrement...

Maxime : Hubert Joly m'a beaucoup impressionné. Il est arrivé, il a préparé son plan de restructuration, l'a clairement expliqué, et l'a de suite appliqué. Dix-huit mois plus tard, tous les objectifs étaient dépassés.

Mathieu : Ce qui est bien avec Joly, c'est que ses présentations sont toujours très claires. Il te dit quel est le problème et comment il va le régler. Il n'y va pas par quatre chemins. En l'occurrence, l'entreprise était tellement mal gérée que ce qu'il fallait faire était évident. Joly avait prévu \$750 millions d'économies dans son plan de restructuration : comme l'a dit Maxime, cet objectif est déjà dépassé.

Tout ça c'est très gentil, mais comment un retailer à l'ancienne du genre de Best Buy peut-il encore concurrencer Amazon ?

Mathieu : Sur le prix déjà. Leur engagement est clair : si le client trouve mieux ailleurs, qu'il le dise et il l'emporte au prix en question. Sur le trafic ensuite : Best Buy a un très bon concept de showroom, leur merchandising a toujours été un cas d'école. Même quand les résultats reculaient, les gens continuaient d'aller visiter les magasins dans les mêmes proportions qu'avant. Toi je ne sais pas, mais moi si j'achète une télé à plusieurs milliers de dollars, j'aime bien aller la voir avant, et j'aime bien la comparer visuellement avec les autres modèles, soit autant de choses que je ne peux pas faire chez Amazon.

Maxime : Autrefois, c'est vrai qu'Amazon avait l'avantage du prix ; mais aujourd'hui cela s'estompe. Ils étaient dispensés de taxes dans les Etats où ils n'avaient pas de présence physique. C'est en train de changer, car le régulateur considère que c'est une entrave à la compétition équitable.

Patrick : Best Buy s'occupe aussi de la livraison. Début 2013, leur délai moyen était de sept jours. A la fin de l'année, c'était trois jours, comme Amazon. Ils ont mis beaucoup d'argent là-dedans, et c'était effectivement la bonne chose à faire. Sur le prix comme sur la logistique, ils offrent aujourd'hui un service équivalent voire supérieur à Amazon.

Une amélioration si rapide, c'est inhabituel, surtout en retail...

Maxime : C'est à mettre au crédit d'Hubert Joly. Maintenant tu comprends pourquoi on l'admire autant.

Mathieu : Autrefois, l'inventaire des différents magasins n'était même pas mis en commun. Il y avait beaucoup d'inefficiences ; les systèmes ont été

bien optimisés depuis. Les magasins deviennent des centres de distribution et, comme le maillage national est tentaculaire, Best Buy a maintenant un avantage logistique et territorial.

Serge : Comme Sears ! Le coût de la livraison au dernier kilomètre, c'est justement ce qui handicape Amazon. C'est sur ce point que des retailers comme Sears ou Best Buy peuvent faire la différence.

Best Buy est une position de Barrage ?

Maxime : Oui. On a acheté en début d'année, après qu'ils aient annoncé des ventes déplorables lors des fêtes de Noël. L'action avait chuté de \$45 à \$25 en quelques jours !

Je ne comprends pas. Je croyais que le plan de restructuration avait porté ses fruits ?

Maxime : C'est le cas. Toute l'industrie est en recul, mais Best Buy gagne des parts de marché et améliore sa rentabilité.

Tu sous-entends que, pour eux, la décroissance est une chance ?

Mathieu : Pas nécessairement une chance, mais leurs mauvais résultats sont liés au contexte, et ne les empêchent pas d'améliorer leur situation. L'activité est notoirement cyclique, on le sait, et en tant qu'investisseurs on cherche donc à profiter des bas de cycle. Si tu as un bon opérateur aux commandes, et avec Joly on est servi, ce n'est qu'une question de temps avant que les choses ne s'améliorent.

A combien était valorisée l'action quand vous avez commencé à acheter ?

Maxime : A environ huit fois les free cash flows.

Et là, vous continuez d'acheter ?

Patrick : Non, en fait on a même commencé à vendre. Pas grand-chose, mais on a commencé. On avait 20% du portefeuille dans Best Buy, maintenant on est à 18%. C'est toujours une position majeure du portefeuille de Barrage.

Laisse-moi deviner : il fallait dégager un peu de cash pour renouveler votre abonnement à l'Investisseur Français ?

Patrick : (rires) On attend un meilleur retour sur investissement avec vous qu'avec Best Buy.

Mathieu : On commence à acheter à moins de dix fois les profits, et on commence à vendre à plus de quinze

fois les profits. On est en plein dans le processus de Barrage, pas de surprise. Mais on garde quand même une bonne partie de notre capital dans Best Buy.

Maxime : D'autant que Joly compte doubler les marges et qu'il y a \$1,5 milliards en net cash. On est vraiment dans notre zone de confort, c'est le genre de situations qu'on affectionne.

Corrigez-moi si je me trompe, mais cet investissement dans Best Buy est essentiellement un pari sur le management ?

Patrick : Oui, clairement. Mais tu sais, à long-terme, si tu confies ton capital à une entreprise, c'est toujours plus ou moins un pari sur le management...

Maxime : Sur la force économique de l'entreprise aussi. On pense qu'ils ont vraiment la meilleure échelle pour dominer leur industrie [NDLR : l'électronique grand public]. Best Buy est une excellente franchise. Ajoutez-y un manager talentueux et une belle marge de sécurité, et pour nous tous les feux sont au vert.

Mathieu : Le plan de restructuration avait déjà fait ses preuves. Ce n'est pas comme BlackBerry par exemple, où pour l'instant il y a des intentions mais pas de résultat.

Question : pourquoi le turnaround fonctionne chez Best Buy mais pas chez Radioshack ?

Rémy : Radioshack est beaucoup plus petit, c'est incomparable en termes d'échelle. Ils sont au bord de la faillite présentement. Ils sont finis, à moins d'être refinancés d'ici six mois [NDLR : alors que cet Aparté est mis sous presse, Radioshack annonce avoir levé \$590 millions via une émission de dettes]. Leur spécialité, ce sont les gadgets et petits produits à forte marge : c'est l'exemple parfait d'une activité qui n'a pas les moyens de faire face à Amazon, où les clients ont plus de choix et de meilleurs prix.

Patrick : Chez Best Buy, les marges brutes sont à 20%. C'est difficile de vendre plus bas !

Mathieu : Quand comme Radioshack tu as beaucoup de petites boutiques, tu as les mains liées, car tu ne peux pas réduire les coûts d'approvisionnement. C'est beaucoup plus facile d'optimiser quand tu as de gros centres comme Best Buy, ou les magasins full-line de Sears.

Laissons un peu Best Buy de côté et revenons-en à la formation de Barrage. Nous sommes en 2012 : vous avez du MasterCard, du Google et des banques régionales américaines. Les marchés boursiers ne cessent de monter, malgré un consensus

exceptionnellement négatif. On dit des bourses qu'elles sont manipulées par les banques centrales, des monnaies qu'elles ne vaudront bientôt plus rien, du système financier global qu'il n'est qu'un Ponzi au bord de l'effondrement. Question : prêtez-vous une quelconque attention à ces polémiques ?

Patrick : Absolument pas. On les ignore complètement. Comme je te le disais en début d'entretien, on ne s'intéresse pas à la macro. On sait que c'est un jeu où toutes les probabilités sont contre toi. On préfère concentrer notre énergie là où on a une chance de maîtriser les paramètres. Je ne peux pas prédire ce que va faire le PIB mondial l'année prochaine, mais je peux raisonnablement projeter la génération de cash-flows de MasterCard sur les cinq années à venir. La seule chose qui nous intéresse en macro-économie, ce sont les extrêmes.

Quel extrême macro-économique vois-tu en 2014 ?

Patrick : La situation au Canada par exemple.

Maxime : On n'est pas optimiste sur la situation du pays.

Voilà qui va surprendre nombre de nos compatriotes... En France, le Canada est perçu tel un véritable Eldorado.

Patrick : Nous, on préfère quand un marché ou un pays est perçu comme une zone sinistrée (rires), comme par exemple les Etats-Unis en 2009.

Maxime : On est dans une situation extrême ici. L'endettement des ménages est à un record : en moyenne, on parle de 170% du revenu brut. Ce n'est pas tenable. C'est même pire que ce que l'on observait aux Etats-Unis en 2007 !

Rémy : Il n'y a pas eu de crise au Canada. Ou du moins était-ce bénin. Les Etats-Unis ont purgé leurs excès, pas nous. Nos banques ont plus ou moins bien traversé la période, si bien que le marché croit en la force de leur modèle, mais selon nous sa perception est trop optimiste.

Tu penses qu'elles ont beaucoup de crédits douteux inscrits dans leurs livres ?

Rémy : On peut encore acheter une maison avec zéro cash au Canada. La SCHL [NDLR : Société Canadienne d'Hypothèque et de Logement] sponsorise l'acquisition de propriétés par des ménages sans capitaux propres.

C'est connu comme musique ça... A la Fannie Mae, Freddie Mac pré-crise des subprimes ?

Rémy : C'est exactement le même mécanisme qui se met en place. Le gouvernement garanti du crédit de médiocre qualité : ce n'est pas tenable !

Patrick : Le prix d'une maison est deux fois supérieur ici qu'aux Etats-Unis. Pourquoi ?

Je vous le demande.

Rémy : On ne sait pas non plus (*rires*).

Vous êtes peut-être deux fois plus riches ?

Patrick : Je ne crois pas non (*rires*).

La situation canadienne que vous évoquez, on la retrouve également en Australie. Là-bas c'est pire, un particulier peut même sécuriser un crédit malgré une valeur personnelle nette négative ! Et quand on sait qu'à Sydney la moindre bicoque en ruine se négocie à plusieurs millions de dollars...

Rémy : Et leurs banques s'échangent à plusieurs fois la book, malgré un levier excessif. Comme au Canada.

Mathieu : C'est comme la thèse sur le gaz naturel que vous aviez développée dans votre précédent Aparté [NDLR : *L'Argent Facile*, publié en septembre]. Quand une régulation se met en place pour stimuler artificiellement la demande, les résultats à long-terme promettent d'être désastreux. Le même schéma se répète dans toutes les industries, à toutes les époques et dans tous les pays.

Patrick : Tout marche toujours par cycle...

Merci Patrick : c'est l'enseignement révolutionnaire de cet Aparté.

Patrick : Rappeler les fondamentaux ne nuit jamais (*rires*). Disons que les probabilités que nous soyons en haut de cycle au Canada sont écrasantes. Et si jamais les taux d'intérêt remontent un peu trop brusquement, c'est un vrai carnage auquel nous allons assister.

Maxime : L'immobilier canadien était déjà cher avant la crise de 2009. On pensait qu'il allait baisser, mais il n'a fait que monter depuis. Les prix sont décorrélés des fondamentaux, c'est criant.

A propos d'immobilier canadien, Cominar est une foncière québécoise très populaire en France. Avez-vous un avis sur le dossier ?

Patrick : Pourquoi est-elle populaire ?

Parce qu'elle paye un juteux dividende pardi !

Patrick : Neuf fois sur dix, c'est une

erreur d'investir dans une action pour son seul dividende.

Maxime : Je ne connais pas le dossier, mais je sais qu'à priori c'est une foncière plutôt bien gérée.

Patrick : Ces Français qui achètent des foncières canadiennes en 2014 achetaient-ils des foncières américaines en 2007 ?

Pour quelqu'un qui ne fait pas de macro, je te trouve plutôt véhément...

Patrick : Comme nous le disions tout à l'heure, nous ne nous intéressons qu'aux extrêmes. Je ne prédis rien : je dis juste que les probabilités sont contre l'immobilier canadien.

Rémy : Ceci étant dit, il se peut très bien qu'il ne se passe rien de majeur au Canada. Parfois les excès sont absorbés au fil du temps : la croissance est anémique, voire négative, mais on n'assiste pas à un grand crash type 2008 aux Etats-Unis. Le désendettement des ménages, des entreprises et des institutions financières peut prendre des années, sans que le système ne s'écroule forcément.

C'est ce à quoi nous assistons en Europe...

Maxime : Oui, enfin chez vous ce sont surtout les gouvernements qui sont endettés. En tout cas, on ne veut pas donner l'impression de prédire une débâcle boursière au Canada. On dit simplement qu'il n'y a pas de marge de sécurité. Et s'il n'y a pas de marge de sécurité, Barrage n'y investit pas.

Puisque vous ne faites pas de macro, dites-moi l'impact qu'aurait une remontée des taux US sur le dollar canadien ?

Mathieu : Il baisserait par rapport au dollar américain. Si tu peux mieux rémunérer ton cash en USD, tu auras intérêt à convertir tes CAD.

Mais une baisse du CAD serait favorable à l'économie canadienne n'est-ce pas ?

Patrick : Oui, mais pas aux Français qui y investissent (*rires*) !

Maxime : Juste une remarque : je me démarque un peu de Patrick sur l'attention à accorder aux questions macro. Je sais que beaucoup de value investors aiment à dire que passer deux minutes sur la macro, c'est déjà trop ; mais moi j'aime bien m'imprégner du contexte. L'expérience m'a appris que comprendre son environnement peut aider à dénicher des opportunités ou, à l'inverse, à se méfier de dossiers en apparence séduisants. Je ne base pas mes décisions d'investissement dessus,

mais c'est un soutien intellectuel utile.

Si je vous sors un super dossier value au Canada, vous y allez ou pas ?

Patrick : Tout dépend du prix. Si la marge de sécurité est là, on y va, macro ou pas.

D'accord. On reprend la période pré-Barrage. 2012, 2013 : vous achetez quoi ?

Rémy : En 2012, J.P. Morgan.

Pardon ? Il n'y a pas vingt minutes, tu m'expliquais bouder les grandes banques car trop complexes à comprendre.

Rémy : Là, les circonstances étaient exceptionnelles. On était en plein scandale de la London Whale.

Et comme d'habitude, le parfum du scandale fait rappliquer Barrage...

Rémy : Exactement ! Si tu te souviens bien, à l'époque les médias ne parlaient que de ça ! J.P. Morgan ceci, J.P. Morgan cela, les vilains spéculateurs, la perte record... C'était du délire complet : l'action s'est effondrée en seulement quelques jours.

Enfin ce n'était pas complètement donné non plus... De l'ordre de 0.8 fois la book si je me souviens bien...

Rémy : Peut-être, mais pour une banque d'une telle qualité, un multiple équitable serait plutôt de une fois et demi la book.

C'est ce que tu paierais toi ?

Rémy : Non, mais je sais que c'est ce que les autres sont prêts à payer (*rires*) !

Pourquoi parles-tu de banque d'une telle « qualité » ? Deux pertes exceptionnelles qui se chiffrent en milliards en moins d'un an, ce n'est pas vraiment ma définition de « qualité ».

Rémy : L'actualité peut être si violente que les gens en oublient l'essentiel. Et l'essentiel, c'est qu'une banque qui fait entre vingt et vingt-cinq milliards de profits par an peut tout à fait se remettre d'une perte de six milliards, même si je n'aimerais pas que ça arrive tous les jours. Accessoirement, que valent ces six milliards face aux deux cent milliards de capitaux propres de la J.P. Morgan ? Où est la logique quand une perte opérationnelle de six milliards entraîne une fonte de la capitalisation boursière de presque cinquante milliards ? Comme on dit ici, ça n'a pas de bon sens !

Intéressant. On sait que la J.P. Morgan contemporaine a été façonnée

par Jamie Dimon. Maintenant qu'il est parti [NDLR : pour raisons médicales], penses-tu qu'y investir est devenu plus risqué ?

Rémy : Personne ne peut dire. De toute façon, le prix est remonté quelques semaines après notre achat, et nous avons vendu la position. Au prix actuel [NDLR : 1.2x la book], que Jamie Dimon y soit ou pas, je ne suis plus intéressé.

Patrick : JPM reste une excellente banque. La rentabilité de leurs capitaux propres est excellente, une performance d'autant plus remarquable que le contexte de taux est difficile. Ils se sont débarrassés du business des matières premières qui devenait de moins en moins intéressant ; ils optimisent le portefeuille, c'est appréciable. Au bon prix, on en reprend sans hésiter.

Vous avez complètement liquidé la position ?

Patrick : Il en reste un tout petit peu dans le fond, quelque chose comme 1 ou 2%. On est en train de s'en débarrasser.

En tout cas, voici un exemple illustratif de la folie des marchés et de la tyrannie du court-termisme...

Rémy : En effet. Sur le coup, tout le monde s'affolait. Mais trois ou quatre mois plus tard, plus personne n'en parlait.

Maxime : Un peu comme BP durant la catastrophe dans le Golfe du Mexique.

Ou comme récemment avec Sears, et le fameux prêt accordé par Lampert à la holding qu'il contrôle...

Maxime : Là, c'est vous les spécialistes (rires) !

On est sur la deuxième moitié de 2012... A part J.P. Morgan, où investissez-vous ?

Mathieu : Dans Harley-Davidson. C'est une idée qu'on suivait depuis longtemps chez Duncan Ross. Il y a avait des problèmes, un plan de restructuration, un bon management... La situation se rapprochait de ce qu'on a fait dernièrement avec Best Buy.

Une compagnie dont les clients se tatouent la marque sur le corps ne peut pas être complètement mauvaise...

Mathieu : Dixit Warren Buffett ! Tu connais bien tes classiques...

Maxime : Ils avaient été très affectés par la crise. Buffett et Davis [NDLR : Chris Davis, gérant du Davis Fund et célèbre value investor] étaient arrivés à la rescousse, afin de refinancer la

division crédit de l'entreprise.

Mathieu : On a commencé à acheter fin 2011. L'action est montée sans cesse, et on s'est renforcé tout au long de 2012. Le plan de restructuration de Keith Wandell nous plaisait bien. Un peu comme avec Best Buy, on le voyait se matérialiser en direct : les opérations s'amélioraient, c'était évident.

Si je comprends bien, Best Buy en 2014 est un remake parfait de Harley en 2012...

Mathieu : Deux franchises de qualité, des profits déprimés par la crise, de l'échelle, deux nouveaux CEO compétents et déterminés, deux plans de restructuration convaincants... Il y a beaucoup de similitudes, c'est vrai.

Maxime : Harley-Davidson a la moitié du marché de la moto en Amérique du Nord. C'est encore mieux que Best Buy...

Tout à l'heure Patrick nous vantait les mérites d'un portefeuille concentré. Vous, à l'époque, quelle proportion de vos actifs aviez-vous investi dans Harley ?

Mathieu : Pas grand-chose, quelque chose de l'ordre de 10%.

Pourquoi si peu ?

Mathieu : On avait tous les deux fait un quasi all-in dans Google, comme Patrick avec Mastercard.

Comment était valorisée Harley à l'époque ?

Mathieu : A moins de dix fois les cash-flows.

Maxime : Le précédent management avait commis des erreurs : ils avaient racheté des actions au plus haut et payé des acquisitions trop cher, juste avant la crise. Ces maladroites puis un concours de circonstances malheureux ont produit une excellente opportunité d'achat pour nous. Même concentrés dans Google, on ne s'est pas privés d'investir.

Mathieu : Il y a tellement de choses formidables chez Harley... Le mindshare, le pricing power... Savais-tu que 90% des motards qui achètent une Harley rachètent une Harley lorsqu'ils changent de moto ?

Maxime : Le nouveau CEO a été décisif. Il s'est concentré sur l'expansion de la marque à l'étranger, précisément là où se trouve le principal relais de croissance. Il a aussi cessé les opérations chez Buell [NDLR : un constructeur de motos sportives acquis par Harley en 1994], qui étaient déficitaires ou à peine profitables. La décision demandait du courage.

Toujours dans cette période post-crise, pré-formation de Barrage Capital, trouve-t-on d'autres investissements notables, ou bien a-t-on fait le tour de la question ?

Patrick : On avait acheté AIG. On en a même racheté pour Barrage, l'année dernière à \$37.

Rémy : On était aussi sur Assurant. Ils font beaucoup d'assurance garantie, on les avait découverts en étudiant Best Buy justement. C'était bien géré, ça cotait à 0.8 fois la book, ça composait à 10-15% par an, et le management rachetait les actions. C'était un autre no-brainer.

10-15% à 0.8 fois la book, c'est moins bien que AIG qui fait 15% à 0.5 la book...

Rémy : AIG ne fait pas 15% de rendement sur ses capitaux propres. C'est l'objectif annoncé par Benmosche, mais ils n'y sont pas encore. Chez Assurant, ils y sont déjà.

Patrick : Ce qu'on adorait chez Assurant, c'est qu'à peine leurs actions cotaient-elles sous la book qu'ils les rachetaient comme des fous. Ils ont quasiment racheté la moitié de leur capitalisation en dix ans.

AIG aussi rachetait ses actions...

Rémy : Pas dans les mêmes proportions. Et Assurant n'est pas soumis aux draconiennes contraintes juridiques qui pénalisent AIG. Ils sont beaucoup plus petits, donc plus agiles.

Sauf votre respect Messieurs, quand je vous écoute j'ai l'impression que tout le monde pourrait faire ce que vous faites... C'est moi qui interprète mal, ou l'investissement façon Barrage Capital est d'une simplicité confondante ?

Patrick : Tu interprètes bien. Pour moi, les meilleures idées sont celles que tu peux résumer en deux ou trois phrases. Plus c'est facile, plus ça nous intéresse. C'est le meilleur moyen qu'on connaisse de réduire le risque d'erreur.

Maxime : Buffett disait : « Il y a trois niveaux d'intelligence : brillant, génial, simple. » Comme nous ne sommes ni brillants ni géniaux, nous faisons simple (rires).

On est ambitieux chez Barrage...

Patrick : On s'interdit de risquer le capital de nos clients. Ça ne va pas plus loin.

Rémy : Pour revenir à ce que tu disais Thomz, pour Assurant tout le monde aurait pu voir l'opportunité : il suffisait de regarder. Les chiffres étaient là, et ils étaient incroyables.

Je confirme : ils mettent tout le monde d'accord.

Patrick : Tout le monde pouvait le voir...

Mathieu : Mais tout le monde n'avait pas le tempérament.

Quelle chose à ajouter Rémy ?

Rémy : Je ne suis pas d'accord Pat. Beaucoup de gens n'arrivent pas à saisir que le prix d'une entreprise en bourse n'ait pas nécessairement de rapport avec sa valeur intrinsèque.

Quid de vos clients ? Ils sont déjà familiers de la logique et de la méthode ? Ou bien êtes-vous contraints de fournir un effort pédagogique permanent ?

Mathieu : La plupart d'entre eux sont déjà familiers du concept. C'est d'ailleurs pour ça qu'ils viennent chez nous.

Patrick : Parfois on doit passer du temps à leur défricher la méthode. Si rien n'y fait et qu'ils ne comprennent pas, on ne les prend pas. C'est un service qu'on leur rend à eux, comme un service qu'on se rend à nous.

Vous avez déjà refusé des clients ?

Patrick : Oui, plusieurs fois.

Mathieu : On pourrait avoir des montants bien supérieurs sous gestion. Mais on sait aussi que la qualité d'une firme d'investissement repose sur la qualité de ses clients.

Patrick : S'ils te retirent leur capital en période de crise, ils font l'inverse de ce que le bon sens des affaires commande. Nous, on veut des gens prêts à investir au son du canon.

Serge, quelle chose à ajouter ?

Serge : Rien du tout. Amen à tout ce qui a été dit.

Tu leur confierais ton argent aux quatre Dalton de Barrage ?

Serge : Sans hésitation.

Messieurs, ce n'est pas souvent que je l'entends dire ça...

Patrick : Venant de Serge, c'est un compliment vraiment touchant!

Passons du coq à l'âne, cessons de nous envoyer des fleurs, et discutons un peu de vos erreurs.

Patrick : Combien de temps as-tu (rires) ?

Rémy : Il va falloir réserver ta soirée !

Ce qui tombe à pic, je suis parfaitement installé dans votre merveilleux canapé.

Patrick : Qui commence ?

Mathieu : Je me dévoue : la grande erreur de ma carrière, c'était d'investir dans First Marblehead [NDLR : un fournisseur de prêts étudiants] durant la crise. C'était une idée complexe et je m'étais principalement reposé sur le travail fourni par d'autres analystes. Moralité : je me suis fait essayer. La mésaventure m'a rappelé qu'en matière d'investissement, on ne pouvait se fier qu'à soi-même.

Maxime : C'était une erreur commune. On s'était tous les deux laissés embarquer. L'idée se situait bien au-delà de notre cercle de compétence : on ne savait pas qu'on ne savait pas.

Classique... Il m'est arrivé la même chose avec Weight Watchers. C'était à vendre à cinq fois les cash-flows, et plutôt que de disséquer moi-même le dossier je me suis reposé sur le travail d'un autre...

Maxime : Et ça a donné quoi comme résultat ?

C'est moi qui pose les questions ici (rires).

Patrick : De mon côté, c'était aussi une erreur commune entre Rémy et moi : BCB Holdings, au Belize.

Je vois que vous donnez dans l'exotisme ?

Patrick : C'était en 2006, 2007. Les marchés américains et européens étaient outrageusement survalorisés, et on ne trouvait rien à se mettre sous la dent. Du coup, on s'était mis en tête d'aller fouiller là où personne d'autre n'allait.

Pas une mauvaise idée à priori...

Rémy : Et là on trouve BCB, une banque au Belize à vendre pour la moitié de sa book. L'actionnaire majoritaire était Lord Ashcroft, un Britannique.

Attends une seconde, le nom me dit quelque chose...

Rémy : Il a fait fortune avec ADT Corporation, l'une des grandes multinationales de la sécurité privée.

Patrick : Il l'avait acquise après un LBO [NDLR : Leveraged Buy-Out], l'avait restructuré puis revendu une fortune. Devenu milliardaire, il s'est installé au Belize [NDLR : un paradis fiscal] et a créé BCB qui, de fil en aiguille, est devenue la deuxième banque du pays. On aimait bien son

sens des affaires. On s'était vraiment fié au personnage.

Qu'est-ce qui a cloché ?

Rémy : Il a ouvert une banque aux Iles Turquoises, et placé son fils Andrew à la tête de cette dernière. Le problème, c'est que le Andrew en question n'avait même pas vingt-cinq ans...

Patrick : Et voilà qu'il décide de financer des dizaines de projets hôteliers dans les Iles Turquoise... Quelques mois avant la crise...

Rémy : Mais ça, on ne pouvait pas le voir dans les états financiers.

D'où l'importance du management quand on étudie une financière...

Rémy : Tu ne crois pas si bien dire. Arrive la crise, l'effondrement du tourisme... Les hôtels ferment les uns après les autres, les centaines de millions de prêts accordés par la banque ne sont pas remboursés, et la perte remonte jusqu'à la holding au Belize.

Patrick : Ashcroft a été contraint de refinancer. Les actionnaires ont été dilués, puis ruinés.

Rémy : On a perdu les deux tiers de notre investissement... On est sorti et l'action a continué à beaucoup baisser. Ce qui était le plus décevant dans cette histoire, c'est qu'Ashcroft ne disait rien. Comme l'action était un pink sheet [NDLR : coté en OTC, « Over The Counter », de gré-à-gré], il n'y avait qu'un minimum syndical de transparence requise.

Comme Maxime et Mathieu s'étaient fiés à des analystes qu'ils jugeaient compétents, vous vous êtes fiés à un management que vous jugiez talentueux...

Rémy : Oui, et on s'est bien fait avoir (rires). Dans le genre vacances au Belize, c'était une réussite !

Vous aviez mis 50% sur l'idée ?

Patrick : Non, heureusement ! On concentre sans problèmes sur Google ou MasterCard, mais on est naturellement plus prudents avec une banque au Belize, même si à première vue l'investissement nous plaît.

Rémy : Les taux d'intérêts étaient très hauts à l'époque [NDLR : au Belize]. Les probabilités d'un retournement de cycle étaient élevées : clairement, ce n'était pas un moment idéal pour concentrer sur une institution financière.

Patrick : C'est d'ailleurs ce qui s'est passé...

Sur notre site, nous venons de publier une note au sujet des taux d'intérêt et leur impact sur la valorisation des actifs [NDLR : « Arbitrage 101 »]. Ces mêmes taux sont-ils une variable décisive des décisions d'investissement chez Barrage, comme par exemple ils le sont chez nous ?

Patrick : On en tient compte, surtout quand on valorise une financière. Dans le contexte actuel, par exemple, on n'aimerait pas détenir des compagnies trop endettées. On préfère se positionner favorablement par rapport à une remontée des taux.

C'est vrai, j'avais oublié que vous ne faisiez pas de macro...

Patrick : (rires) Comme je te l'ai déjà dit, nous tenons compte des situations extrêmes. Le niveau actuel des taux est extrême, donc intenable.

Et pourquoi serait-ce intenable ?

Patrick : L'argent gratuit n'existe pas. Ce qui ne peut durer doit s'arrêter un jour.

Et le Japon ? Cela va bientôt faire trente ans que leurs taux sont au plancher...

Mathieu : C'est incomparable. Le Japon est un cas particulier. Il y a une vraie croissance économique aux Etats-Unis, alors qu'au Japon il n'y en a pas. Tôt ou tard, les taux vont se réaligner avec la croissance.

Rémy : Avec ses programmes de « Quantitative Easings », le gouvernement américain a pris des mesures exceptionnelles. Tout le monde les copie à présent, le Japon comme l'Europe. Mais on ne peut pas défier les lois de la logique éternellement. Si tu distribues autant d'argent dans le système, un jour tu devras relever les taux, ou bien dès qu'elle se mettra à circuler ta monnaie ne vaudra plus rien. Mais ça, c'est de la discussion pour un cinq à sept [NDLR : l'apéritif en Québécois] autour d'une bière. Nous, c'est simple : nous nous bornons à regarder combien d'obligations avec des maturités à long-terme comptent les sociétés que nous étudions. S'il y en a beaucoup, on préfère passer. C'est juste un principe de précaution, pas une anticipation macro-économique.

Maxime : Les taux à dix ans sont à 2,6%. Dès que l'inflation et la croissance vont revenir, ils vont bondir.

Pourquoi les taux sont-ils aussi bas depuis si longtemps selon toi ? Si il y a de la demande sur les produits de taux malgré une rémunération aussi faible, c'est parce que les gens ont peur et ne croient pas à la croissance du secteur privé ?

Maxime : Sans doute. Nous sommes encore en train d'absorber le choc de la crise. Il suffit de lire la presse ou de parler à nos pairs pour s'en rendre compte. Bien que les marchés soient remontés, la défiance est généralisée.

Puisque Barrage ne fait toujours pas de macro, et puisque vous en parlez, que pensez-vous de la valorisation actuelle du marché ?

Patrick : On est tous d'accord pour dire qu'il est assez chèrement valorisé. Mais si la marge de sécurité est là, on ne s'interdit pas d'investir pour autant.

Rémy : Tant qu'on trouve des deals, on prend. On ne va pas refuser une bonne affaire parce que le marché est monté.

Maxime : Selon moi, le marché est cher mais nous ne sommes pas un extrême. La situation n'a rien à voir avec 1999 ou 2007 par exemple.

Avec des taux à long-terme à 2,6%, un marché actions valorisé à vingt fois les profits moyens [NDLR : soit 5% de rendement « locatif » avec option de croissance] fait sens.

Maxime : En tout cas, une chose que j'ai apprise, notamment en observant l'immobilier au Canada, c'est qu'une situation irrationnelle peut durer longtemps...

« Le marché peut rester irrationnel plus longtemps que vous ne pouvez rester solvable »...

Maxime : On retrouve cette extension de la folie au-delà de l'imagination dans toutes les bulles... Beaucoup de spéculateurs ont commencé à shorter la bulle technologique en 1996...

La bulle éclate en 2001... Cinq ans, ce n'est pas si long que ça.

Patrick : Quand tu es short, c'est une éternité (rires) !

Vous shortez parfois ?

Patrick : Non. On ne croit pas avoir besoin de ça pour faire de bons rendements.

Rémy : On ne le fait pas, même si on est parfois tentés. Regarde GoPro : il y a neuf milliards de capitalisation, mais pas plus de trente millions de profits. La valorisation est complètement déconnectée de la capacité bénéficiaire de l'entreprise. En plus, ils auront d'ici peu à affronter des dizaines de concurrents : HTC, Samsung et Polaroid préparent déjà des produits équivalents. A mon avis, GoPro est un bon short.

Alors pourquoi ne pas le faire ?

Rémy : Nous n'avons aucun contrôle

avec un short... L'entreprise peut refinancer jusqu'à la déraison, et le marché n'y voit que du feu. Une action qui cote à cinquante fois les profits peut tout à fait coter à cent fois les profits. Si tu es prudent, tu ne veux rien avoir à faire avec cette folie. Beaucoup ont shorté Yahoo à cent fois les profits durant la bulle internet ; mais en décembre 99, l'action cotait à plus de trois mille fois les profits ! [NDLR : 3264x pour être exact].

Patrick : Quand tu shortes, ton downside est illimité. Tu peux avoir raison et malgré tout faire faillite. L'exercice est vraiment très délicat.

Message reçu. Dans ce cas, revenons-en à ce que vous faites. Où investit Barrage ces temps-ci ?

Patrick : Dans IBM par exemple. On a 18% du fonds investis chez eux.

Parlez de conviction ! C'est Buffett qui a amené l'idée à Barrage ?

Patrick : On l'a acheté moins cher que Buffett. Mais on pense la même chose que lui de la position compétitive d'IBM.

Rémy : Il est aux premières loges pour la comprendre. Tu imagines le nombre de compagnies chez Berkshire dont l'infrastructure IT repose sur IBM ? Wells, Amex, Geico, Burlington...

Parlez-nous de cette position compétitive.

Mathieu : Une fois IBM installés, ils sont indétrônables. Les switching costs et le risque qu'implique un changement de fournisseur sont bien trop dissuasifs. Mettre en place les systèmes prend déjà des années... Les optimiser aussi... Les clients d'IBM sont complètement captifs. La simple formation du personnel à utiliser les systèmes prend déjà des mois.

Rémy : Il y a peu de temps, je discutais avec le directeur de l'IT d'une grande banque canadienne [NDLR : nom modéré à l'édition]. Il se plaignait des dysfonctionnements de son infrastructure IBM, mais il excluait parfaitement de changer de fournisseur.

Maxime : J'ai aussi vu ça de mes propres yeux chez une autre grande banque canadienne [NDLR : nom modéré à l'édition].

Serge : J'ai été témoin de la même chose dans une grande banque européenne [NDLR : nom modéré à l'édition].

Intéressant...

Mathieu : Les solutions IBM sont indébouillonnables. Les services de consulting peuvent tout à fait aller à la

compétition, c'est vrai, mais a priori l'entreprise qui possède une infrastructure IBM préférera naturellement solliciter les consultants de la maison en premier.

Mathieu : Ils ont aussi une échelle inégale.

On entend souvent dire que la qualité des services fournis devenait déplorable. Il apparaît que la délocalisation massive des compétences d'IBM vers l'Inde ne s'est pas faite sans dommages collatéraux...

Patrick : Il y aura toujours des gens pour se plaindre dans une multinationale de cette taille. Berkshire compose à 15% depuis des années, pourtant je suis sûr que si tu cherches, tu trouveras parmi les trois cent mille employés des mécontents et des déçus...

Rémy : C'est comme la J.P. Morgan durant le scandale de la London Whale : il peut y avoir des dysfonctionnements et des critiques particulièrement violentes, mais il ne faut pas perdre de vue la big picture.

Je te prends au mot : la big picture chez IBM, c'est que le chiffre d'affaires est en baisse ininterrompue depuis dix trimestres...

Patrick : En top line peut-être, mais en bottom-line le profit par action ne cesse d'augmenter. IBM se sépare du hardware et des serveurs, activité où les marges sont moindres que le software et le consulting. Ils sacrifient du chiffre d'affaire pour optimiser les marges. Comme un bon assureur (*rires*).

Maxime : Le chiffre d'affaires n'a quasiment pas bougé depuis dix ans : c'est toujours de l'ordre de cent milliards, mais on est passé de 38% à 50% de marge brute ; les marges opérationnelles ont doublé et atteignent maintenant 20%.

Patrick : Le profit par action a été multiplié par trois sur la période. En tant qu'investisseur, ce qui nous intéresse c'est le profit par action, ce qui tombe dans notre poche.

La question, c'est vaut-il mieux \$1 de profit sur \$100 de ventes, ou \$2 de profit sur \$50 de ventes ?

Patrick : Exactement ! Le marché est myope : il est obnubilé par le top-line d'IBM, et il oublie que l'action cote à moins de dix fois les profits.

On est en plein dans le processus de Barrage si je ne m'abuse... Franchise mondiale, avantage compétitif, free cash flows monstrueux, management opportuniste, rachats d'actions, marge de sécurité...

Rémy : Les gens ne nous croient pas quand on leur dit que le value investing, c'est toujours la même chose.

Patrick : Tu vois que le Père Noël existe (*rires*) !

A vrai dire, je n'ai pas vraiment besoin d'être convaincu des mérites de Big Blue. En revanche, si je comprends bien que pour quelqu'un comme Buffett ce soit un investissement optimal pour faire travailler ses dizaines de milliards, je m'interroge de la pertinence du choix concernant Barrage. Ne devriez-vous pas plutôt chercher à profiter de votre petite taille pour saisir de meilleures opportunités, du genre de celles où un institutionnel ou un gros de la taille de Berkshire ne peut pas aller ?

Patrick : Si tu peux faire du 25% par année sans prendre de risques, pourquoi t'embêter avec des situations spéciales ou exotiques ?

Présenté comme ça, c'est convainquant... Tu penses faire 25% par an avec IBM ?

Patrick : Oui. Je ne vois pas pourquoi IBM ne reviendrait pas coter à quinze fois ses profits, surtout avec le programme de rachats d'actions en cours. L'asymétrie risque/récompense est frappante.

Mathieu : Ils en ont racheté pour huit milliards au premier trimestre. 4% de la compagnie... En un trimestre !

Y a-t-il une chance qu'IBM renoue avec la croissance top-line ?

Mathieu : Possible. Nous, on n'a pas besoin de ça. On a déjà nos quinze milliards de free cash flow par an, et on sait qu'IBM compte en redistribuer plus des quatre cinquièmes aux actionnaires.

Maxime : Pour répondre à ta question, oui c'est possible. Les meilleures divisions d'IBM sont en croissance. C'est léger, mais ça croit bel et bien.

Patrick : Si vraiment ils veulent faire de la croissance, ils augmentent le prix des licences et voilà, le tour est joué. Mais ça ne change rien à notre thèse.

Vous nous avez dit qu'IBM occupait déjà 18% du portfolio. Question : vous êtes rentrés d'un coup, ou progressivement ?

Rémy : Progressivement. On a acquis nos premières actions il y a un an. Le prix n'a pas bougé depuis, mais nos autres idées sont bien montées. Donc on vend ces dernières, et on réalloue vers IBM.

Que pensez-vous du management ?

Mathieu : Je pense qu'ils sont très compétents. Je me souviens du livre de Lou Gerstner [NDLR : *Who Says Elephants Can't Dance*]. Les cellulaires, l'internet, les serveurs : ils avaient tout vu ! Aujourd'hui ils voient d'autres choses, à commencer par le big data. Je pense qu'ils sont idéalement positionnés pour comprendre et anticiper les tendances qui se dessinent.

Maxime : Le big data, tout le monde a le mot à la bouche aujourd'hui, mais eux cela fait des années qu'ils en parlent... Ils ont été les premiers.

Mathieu : A côté de ça, j'apprécie qu'ils t'annoncent clairement ce qu'ils vont rendre de cash-flow aux actionnaires. Il n'y a pas de surprise avec IBM : c'est comme une machine.

Vous utilisez des spreadsheets chez Barrage ? Comment vous y prenez-vous pour valoriser les sociétés ?

Patrick : On utilise une technique secrète : on prend le free cash flow et on multiplie par dix. Si le prix est inférieur au résultat, on achète.

Rémy : Patrick plaisante.

Patrick : Je plaisante à moitié.

Rémy : Non, nous n'utilisons pas de spreadsheets. Comme disait Buffett, les bons deals sont reconnaissables en deux minutes.

Avec un tel raisonnement, on achète tout et n'importe quoi, pour autant que ça cote à un multiple raisonnable des cash-flows...

Patrick : MasterCard, Google ou IBM, c'est n'importe quoi (*rires*) ?

Mathieu : Généralement, la première chose qu'on fait c'est de comprendre pourquoi le prix est déprimé. La plupart du temps il y a un risque, ou trop de variables inconnues.

Rémy : Comme Herbalife pas exemple : l'action cote à un multiple très raisonnable de ses cash-flows, mais on est incapable d'estimer le risque juridique. Est-ce vraiment un Ponzi, comme l'assure Ackman ?

Y a-t-il quelque chose dans le portefeuille de Barrage qui sort un peu des sentiers battus ?

Rémy : AIG. Même si à long-terme je ne m'attends pas à ce qu'ils fassent du 15% par an comme Berkley.

Et pourquoi ils ne le feraient pas ?

Rémy : Ils sont trop gros. Benmosche peut promettre ce qu'il veut, mais moi je n'ai rien vu. Dans l'assurance il y a toujours des lignes qui fonctionnent,

d'autres moins : l'activité est cyclique, et le talent d'un opérateur repose sur la discipline, une judicieuse allocation du capital et une permanente optimisation du portefeuille de polices. Il y a trente-quatre milliards de primes chez AIG : comment veux-tu optimiser un tel portefeuille ? Ils n'ont pas la flexibilité d'un petit ; ils ne peuvent pas laisser tomber leurs lignes moins profitables.

Malgré ça, vous y avez investi ?

Patrick : Oui, parce qu'il y a une vraie décote. Mais nous comptons vendre dès que le prix rejoint la valeur de la book, alors qu'avec Berkley ça ne me dérangerait pas de la garder en portefeuille à 1.2 ou 1.3 fois la book.

Quelle proportion du portefeuille occupe la position AIG ?

Patrick : Une proportion comparable à IBM ou Best Buy.

20% IBM, 20% Best Buy, 20% AIG...

Mathieu : Et 20% Apple.

Apple ? Il ne manquait plus que ça !

Patrick : Une franchise en or massif à vendre à six fois ses profits ex-cash, avec un bilan-forteresse et un rachat d'actions, comment tu appelles ça toi ?

Le Père Noël ?

Patrick : Oui ! C'est du bon business.

Ca y est, j'ai trouvé le titre à donner cet Aparté.

Patrick : Ah ?

« Le Sens des Affaires ».

Patrick : (rires) C'est pas terrible.

Je trouve que ça résume bien Barrage. J'ai davantage l'impression de parler à des businessmen qu'à des investisseurs typiques.

Patrick : C'est un vrai compliment que tu nous fais là.

Maxime : « Investing is most intelligent when it is most businesslike... »

Tout à l'heure Mathieu parlait de Google, que le marché jugeait un peu hâtivement comme un « one trick pony ». Mais Apple n'est-il pas un authentique « one trick pony », trop dépendant de l'iPhone ?

Maxime : A six fois les profits, le risque est plus que pricé. On parle d'Apple là : ils sont tellement dominants, c'est incroyable.

Fût un temps où Nokia l'était aussi.

Maxime : Non, ce n'était pas pareil. Il

n'y avait pas le même mindshare, ni le même écosystème, ni la même gamme de produits.

Rémy : Pas le même bilan non plus.

Que pensez-vous de Tim Cook ?

Maxime : Du bien a priori. Il a profité de la déprime du cours pour souscrire de la dette et racheter ses actions.

Que l'action Apple soit ainsi bradée, c'est à peine imaginable...

Maxime : Le prix est bien remonté depuis. Plusieurs activistes ont pris des participations importantes, comme Carl Icahn ou David Einhorn. On les comprend : à six fois les profits ex-cash, l'action Apple était moins chère qu'IBM aujourd'hui.

Je ne suis pas expert en ingénierie financière, mais quel est l'intérêt de souscrire de la dette pour procéder à du rachat d'actions ?

Maxime : 80% du cash est situé outre-mer. Le rapatrier implique de supporter 35% de taxation dessus. Donc ils préfèrent émettre de la dette à faible taux d'intérêt. C'est un arbitrage assez basique.

Combien leur coûte la dette en question ?

Maxime : Il y a plusieurs tranches, mais en moyenne c'est de l'ordre de 3%.

Bref, pour en revenir au portefeuille de Barrage, il est archi-concentré sur quatre méga capitalisations sous-valorisées et faciles à comprendre...

Mathieu : C'est ça. Les 20% restants sont placés sur des positions mineures qui pourraient grossir en fonction des opportunités.

Patrick : On se tient prêt à vendre ce qui monte et racheter ce qui baisse.

Il y a quoi dans ces 20% ?

Maxime : Il y a du Berkley. On n'a pas eu de chance, à peine avons-nous commencé à acheter que l'action est montée au flèche.

Mathieu : Il y a aussi encore un peu J.P. Morgan, mais c'est sur la voie de sortie comme l'expliquait précédemment Patrick.

Maxime : On a un peu de Bed Bath & Beyond.

Je me souviens que ça ressortait sur tous les screeners value...

Maxime : Là, c'est vraiment du one-shot : on achète à dix fois les free cash flows, on vend à quinze fois. Ce n'est

pas une position à la Best Buy. Le marché de Bed Bath est beaucoup plus concurrentiel.

Avec cette méthode, si d'aventure le marché continuait de monter, Barrage finirait pas se retrouver avec plus rien à acheter...

Mathieu : On fait avec ce qu'on a. Si on trouve des cash-flows de bonne qualité pas chers, on prend. Si ce sont des décotes sur actif qu'il faudra ensuite chercher, on le fera. On est très flexibles. Ce qui compte, c'est la marge de sécurité. Le reste, ce ne sont que quelques ajustements.

Pas de cash dans le portefeuille donc ?

Patrick : Pas tant qu'on trouve des idées. Cependant, si d'ici trois, cinq ou dix ans nous n'avons plus d'idées, ça ne nous gênera pas d'être à moitié cash. Voire complètement cash.

Combien avez-vous sous gestion pour l'instant ?

Patrick : Douze millions. Soit environ une cinquantaine de clients.

Tout à l'heure, vous parliez de votre défiance vis-à-vis du marché canadien. Si demain il s'effondrait, en profiteriez-vous pour y investir dans une société en particulier ?

Rémy : C'est difficile de répondre à cette question. D'expérience, les opportunités apparaissent toujours là où tu t'y attends le moins.

Mathieu : On aime bien BMTG, un détaillant en meubles, électroménager et fournitures de maison. C'est une institution au Québec, ils sont établis depuis longtemps. Ils ont d'excellentes marges, des retours sur capitaux supérieurs à toute la compétition, et ils rachètent leurs actions comme des fous.

Rémy : Ils ont doublé le profit par action et triplé la book en dix ans. C'est remarquable pour une entreprise aussi mature. Ils ont aussi une excellente allocation du capital : dès que leurs actions décotent, ils entreprennent systématiquement de racheter ces dernières. C'est un peu comme IBM : le top-line peut décroître, mais le profit par action augmente sans cesse.

Patrick : C'est notre Nebraska Furniture Mart à nous (rires) [NDLR : le magasin de meubles d'Omaha acquis par Warren Buffett en 1983]. Un business bien ancré localement, avec à sa tête un opérateur exceptionnel.

Je regarde les chiffres : des marges opérationnelles de 10% et des retours sur capitaux propres d'environ 30% malgré un levier inférieur à deux... Extraordinaire pour un détaillant !

Maxime : Le turnover de leurs inventaires est incroyable. Leur merchandising est supérieur. Ce business est avant tout une question d'opérateur. Buffett disait déjà cela de Nebraska Furniture Mart à l'époque où c'était géré par Rose Blumkin, et ça se vérifie ici aussi.

Mathieu : C'est le deuxième plus gros annonceur au Québec. Ce qui est intéressant avec BMTC, c'est qu'ils restent sur leur territoire : ils ne s'aventurent pas là où ils n'ont pas l'avantage compétitif. Pour nous c'est une sage décision.

Corrigez-moi si je me trompe, mais si demain le marché canadien de l'immobilier s'effondre, comme vous semblez plus ou moins l'anticiper, les détaillants de meubles seront les premiers à souffrir...

Maxime : C'est justement ce qui créerait l'opportunité.

Mathieu : BMTC a le bilan le plus solide. Je suis plus inquiet pour leurs concurrents que pour eux (*rires*). Ce serait au contraire une occasion parfaite de consolider.

Que pensez-vous d'Alimentation Couche-Tard ? C'est une société québécoise plutôt connue en France.

Patrick : Ils sont plus gros aux Etats-Unis qu'au Canada. C'est très bien géré, mais l'action est chère.

Maxime : Et puis le fondateur s'en va. C'était un opérateur incroyable : il rachetait un concurrent, il le restructurait, puis il l'intégrait à la chaîne avec maestria. Son successeur n'a pas un mandat aisé : il faudra être à la hauteur, et ce n'est pas gagné.

Banque Nationale ?

Rémy : A un dixième de la book et après le refinancement, on prend (*rires*).

BlackBerry ?

Maxime : On sait qu'il y a un plan de restructuration en cours, mais pour l'instant il n'y a pas de cash-flows. Potentiellement intéressant mais, en l'état, c'est hors de notre process.

Vous n'avez rien d'autre dans le viseur ces temps-ci ?

Patrick : On s'intéresse à l'automobile aux Etats-Unis. Ally Financial par exemple.

L'ancienne division finance et crédit de General Motors ?

Patrick : Oui, l'ancienne GMAC. C'était une situation spéciale. GM avait fait une IPO du business après sa

banqueroute en 2009.

Rémy : L'action cote sous la book. Ils auront bientôt du 10% de rendement sur les capitaux propres. Pour l'instant leur dette leur coûte très cher, quelque chose de l'ordre de 10% justement. Ils ont été refinancés après la crise à un taux usurier, mais les choses sont en train de changer. Entre temps, ils sont devenus une banque : ils ont cinquante-six milliards de dépôts maintenant, rémunérés à 1,2%. Il y a une optimisation du financement qui leur permet de rembourser leur dette et d'augmenter leur marge d'intérêt nette de trimestre en trimestre.

N'est-ce pas dangereusement cyclique comme business, puisque directement lié aux ventes de véhicules neufs ?

Patrick : Si, bien sûr. Les ventes ont chuté avec la crise, mais se redressent depuis.

Sans vouloir te vexer, ça fait déjà six ans qu'il dure ce redressement...

Patrick : Peut-être, mais il y a encore de la marge de progression. On en est toujours à moins de dix-sept millions de véhicules vendus par an.

Rémy : De toute façon, ce n'est qu'une idée... On regardait ça récemment, mais c'est juste parce qu'on s'intéresse à l'automobile aux Etats-Unis.

Maxime : Une autre idée : s'il y a davantage de voitures vendues, il y aura davantage de système LoJack vendus.

LoJack ? Jamais entendu parler...

Maxime : C'est un système d'antivol préinstallé de série par tous les constructeurs américains. Ils ont quelque chose comme 92% du marché. Ils sont aussi présents en Argentine où, bien sûr, ils ont connu quelques problèmes (*rires*). Il y a peu c'était une net-net [NDLR : une société à vendre pour moins que la valeur de son actif courant net de toutes les dettes], mais c'est bien remonté depuis. C'est aussi une idée que l'on suit.

Intéressant...

Patrick : Puisqu'on se dit tout, je t'annonce que nous venons d'ouvrir une position dans AutoNation.

Enfin un scoop !

Patrick : Eddie Lampert - que vous aimez bien à l'Investisseur Français (*rires*) - possède 40% du capital. Ils sont bien gérés et comptent 273 franchises sur le territoire américain. Le marché est très fragmenté ; il y a quelque chose comme 16,000 distributeurs, dont ils ont moins de 2% du gâteau. Il y a encore beaucoup

d'espace pour la croissance [NDLR : à peine cet Aparté est-il mis sous presse que Berkshire Hathaway annonce le rachat de Van Tuyl Group, le plus grand concessionnaire privé aux Etats-Unis], et ça nous plait bien.

Mathieu : La qualité de ce business [NDLR : AutoNation], c'est son management. Ils sont vraiment pointus dans l'opérationnel et l'allocation du capital. Le gros des profits se fait sur l'after-market et la vente de pièces détachées. De mémoire, je crois que c'est 25% du chiffre d'affaires mais presque la moitié des profits. L'after-market est le point à suivre pour comparer les différents concurrents entre eux.

Bon, je crois que nous avons fait le tour de la question...

Patrick : C'est déjà fini ?

Rémy : Au final, c'était pas si terrible cette interview... On s'attendait à plus sportif (*rires*) !

Tiens, puisque tu aimes souffrir : que penses-tu Sears Holdings ?

Rémy : Je n'en pense rien. Je trouve qu'on manque de visibilité sur ce dossier. Mais a priori, si je peux en dire quelque chose de positif, c'est qu'à partir de ses \$20 milliards d'actifs quelque'un comme Eddie Lampert peut très bien faire du 5% par an. On est donc plutôt bien servis au prix qu'on paie présentement. Mais Serge a un avis plus avancé sur la question.

Serge : Rien de nouveau. Le marché voit un distributeur moribond qui perd des millions de dollars chaque jour, alors que je vois des filiales hors distribution avec \$28 milliards de book value et plus de \$600 millions de capacité bénéficiaire sous-exploitée, et même plus si j'enlève Sears Canada qui draine une partie du free cash flow. Nous ne contemplons simplement pas le même tableau que le marché.

Maxime : Présentement, il n'est pas en train de perdre du capital ton Lampert ?

Serge : Je ne pense pas. Je pense plutôt qu'il est comme nous autres à l'Investisseur Français : il investit du capital. Nous aussi, nous investissons dans notre plate-forme [NDLR : le Club de l'Investisseur Français] et apparaissions déficitaires, mais la réalité est plus subtile.

Maxime : C'est ça. En tout cas, je suis confiant que beaucoup de gens vont s'abonner à l'Investisseur Français, alors que pour Shop Your Way je n'en ai aucune idée.

Patrick : Un commentaire qui me fait rire et qu'on entend souvent au sujet de Sears, c'est qu'ils sont trop longs à

monétiser leur immobilier. Apparemment, les gens croient qu'un redéveloppement immobilier peut se faire du jour au lendemain, alors qu'en réalité ça prend facilement cinq ou dix ans.

L'année dernière, J.C. Penney a émis de la dette senior sécurisée par l'intégralité de son parc immobilier. Ce dernier a été valorisé par une tierce partie à \$11 milliards. Je ne suis pas un expert de l'immobilier commercial, mais j'ai la certitude que le parc immobilier de Sears ne vaut pas moins que celui de JCP...

Serge : C'est encore une façon d'approcher le problème Sears en effet. Il y en a tellement que j'en suis presque embarrassé.

Calme-toi Serge, c'est un Aparté Barrage Capital, pas un Aparté Investisseur Français.

Serge : Pardon (*rires*), mais tu me connais, quand on commence à me brancher sur Sears Holdings...

A qui le dis-tu ? Des mois que je te travaille avec toi, et je dois supporter ça au quotidien...

Patrick : Vous êtes de plus en plus suivis ici au Québec, vous le saviez ?

Nous avons en effet remarqué comme ces jours-ci plusieurs nouveaux membres du Club étaient originaires de la Belle Province ...

Patrick : Votre succès est plus que mérité. Un abonnement chez vous est un investissement à très haut rendement (*rires*)! Tiens, tu vois, il y a ValueLine sur la table : l'abonnement coûte \$1500 par an ; vous êtes moins chers mais, selon moi, vous valez mille fois plus !

Dis donc Serge, tu entends ça ? Nous n'avons pas traversé l'Atlantique pour rien !

Serge : Je suis ravi d'être ici, avec toi et les quatre de Barrage. « Le Sens des Affaires », c'est un très bon titre : ça leur correspond parfaitement.

Patrick, tu ne veux pas laisser tomber Barrage ? Tu as l'air dans d'excellentes dispositions pour t'occuper de notre marketing !

Patrick : Non, je reste ici (*rires*)! Mais c'est toujours un plaisir de vous accueillir. Vous revenez quand vous voulez, et le plus tôt sera le mieux.

C'est vrai qu'on est bien chez vous... Et le café est délicieux... Alors, si vraiment vous insistez...

Patrick : C'est parce que nous avons un barista professionnel dans l'équipe.

[NDLR : Mathieu]

Maxime : Savais-tu que moi et Mathieu avions lancé une franchise de coffee shops [NDLR : *La Distributrice*] au Québec ? Nous avons même été copiés en Chine !

Le sens des affaires disions-nous...

Patrick : J'ai changé d'avis : c'est un bon titre en fait (*rires*) !

Messieurs, c'était formidable de vous rencontrer. Vraiment formidable !

Maxime : Le plaisir était partagé.

Patrick : Entre Barrage et l'Investisseur Français, ce qui est sûr, c'est que c'est le début d'une longue aventure.

Tant que vous aurez de cet excellent café, je suis d'accord.

Patrick : J'en profite pour saluer tous les membres du Club. On se retrouve là-bas.

Rendez-vous est pris. A bientôt.

Rémy : Salut à tous vos lecteurs, en France, au Québec ou ailleurs.

RETROUVEZ BARRAGE CAPITAL

(/barragecapital.com)

ET L'INVESTISSEUR FRANÇAIS

(/investisseurfrancais.com)
