

Lettre annuelle 2014

Fonds Barrage

Rapport de gestion

Pour la période du 1^{er} janvier au 31 décembre 2014, l'indice SPX/TSX a procuré un rendement de 10,55% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a produit un rendement de 23,81% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 31,54% avant frais et de 24,38% après frais.

La majorité des compagnies détenues en portefeuille ont toujours résidence aux États-Unis. Le taux de change a ainsi bonifié nos rendements d'environ 9% pour l'année.

Le fonds est composé maintenant de onze titres. Notons la variation de notre encaisse, qui avait atteint plus de 20% cet automne. Peu après, une petite correction est survenue en octobre, suivie de l'importante chute du cours du pétrole. Cette situation nous a permis de déployer tout le capital.

Commentaire sur les marchés

Comme nous le mentionnions plus tôt, la correction créa des opportunités d'achats. Traduction : nous affectionnons les baisses boursières. L'expression populaire « après la pluie, le beau temps » s'applique bien dans ce cas. Toutefois, tout dépend de ce qui est fait durant la pluie. Comme le dit le célèbre investisseur Warren Buffett : « Soyez craintif quand les autres sont avides. Soyez avide quand les autres sont craintifs ».

Dans l'ensemble, 2014 constitua une année prospère pour les investisseurs. La Bourse américaine s'est avérée particulièrement lucrative. Au moment d'écrire ces lignes, le S&P 500 affiche un ratio cours / bénéfice de 19. La moyenne historique se situe à 15. La valeur plus élevée à laquelle nous assistons présentement peut être facilement justifiée par le niveau des taux d'intérêts, qui sont historiquement très bas. Les investisseurs en général devront donc modérer leurs attentes, en ne se fiant pas sur le rendement des cinq dernières années.

En tant que chercheurs d'aubaines, nous nous positionnons pour obtenir un portefeuille composé de titres sous-évalués. Nous augmentons donc significativement notre gain potentiel, alors que nous minimisons les risques. L'indice S&P 500 affiche un ratio cours /bénéfice de 19, alors que le ratio moyen de nos titres en portefeuille n'est que de 11.

La chute du pétrole

Sans contredit, le grand événement de l'année fut la chute du cours du pétrole. L'effondrement se poursuit en 2015. En peu de temps, le cours est passé de 110\$ à 50\$ au moment d'écrire ces lignes. L'accélération de la chute s'est amorcée lorsque l'Arabie Saoudite annonça qu'elle ne réduirait pas sa production quotidienne afin de faire grimper les prix. Elle tient à maintenir ses parts de marché, tout en étouffant la compétition, qui s'est intensifiée ces dernières années.

En effet, les États-Unis produisent de plus en plus de pétrole, grâce notamment à la fracturation hydraulique. L'Agence Internationale de l'Énergie prévoyait en début de 2014 que les Américains supplanteraient les Saoudiens en 2016, et deviendraient ainsi un des plus importants producteurs mondiaux. La réponse du Moyen-Orient face aux possibilités de réduire la production constitua un geste défensif pour protéger ses parts de marché en tentant de freiner l'envolée américaine, qui se poursuivait à un rythme effréné.

Au Canada, la chute exercera un impact particulièrement important sur les investissements et les profits des producteurs de sables bitumineux. Jusqu'à maintenant, l'influence s'est surtout fait sentir sur notre devise. Le huard canadien perd des plumes, ce qui exerce un impact positif sur notre fonds puisque la majorité de nos investissements est libellée en dollars américains.

Il s'avère encore trop tôt pour estimer si le cours du pétrole engendrera des répercussions négatives sur l'économie canadienne. D'un côté, les sociétés pétrolières voient leurs revenus dégringoler, ce qui pourrait conduire à des mises à pied si cette tendance persiste. D'un autre côté, les consommateurs dépensent moins à la pompe, sans compter toutes les économies engendrées dans le secteur du transport des marchandises.

Quant à notre dollar, sa faiblesse améliore les perspectives des exportateurs autres que les entreprises pétrolières. Donc, au final, il nous est difficile de nous prononcer sur l'impact à court ou long terme. Entre temps, nous dénichons des opportunités dans les entreprises de ressources naturelles, alors que nous avons longtemps boudé ce secteur.

Nous devons souligner que l'endettement des ménages canadiens demeure élevé, et que l'immobilier n'a pas encore démontré de signes de faiblesses. Notre opinion négative sur l'économie canadienne n'a point changé.

Un prix à la pompe qui aide certains titres

General Motors

Nous avons acquis des actions de General Motors (GM-N) cet automne. Cette société a subi une profonde transformation durant la crise. Dans la première moitié de 2009, les états financiers font mention d'un gain de restructuration de 128G\$. Malgré cette cure de santé, la valeur nette tangible demeurait dans le rouge puisque le gain en question créa l'apparition d'une importante valeur intangible au bilan. Malgré tout, la société procéda à sa nouvelle sortie en Bourse à 33\$ l'action en novembre 2010.

Quatre ans plus tard, le même titre nous était offert à un prix inférieur à cette valeur, soit 31\$ par action. Durant cette période, le bilan s'est nettement amélioré. Au 30 septembre 2010, les passifs reliés aux fonds de pension affichaient une valeur de près de 38G\$. Ceux-ci diminuèrent à 24G\$. Quant à l'équité nette tangible, elle revint en territoire positif, grâce aux profits cumulés que l'on constate avec l'importante augmentation des bénéfices non répartis.

Certes, General Motors a été frappée par un scandale lié aux rappels tardifs. La publicité négative découlant de cette situation exerce fort probablement une pression à la baisse sur le titre. Heureusement, la nouvelle dirigeante, Mary Barra, s'est attaquée de front à ce problème. Depuis son arrivée en poste en janvier 2014, elle multiplie les apparitions publiques dans lesquelles elle déclare prendre le problème au sérieux.

GM a établi des objectifs de rentabilités à long terme. Elle prévoit une marge d'opération de 9% à 10% d'ici le début de la prochaine décennie. Ce chiffre correspond à des profits d'au moins 10G\$ après impôts si les ventes ne connaissent aucune progression. Par rapport à l'objectif visé, nous obtenions un ratio cours / bénéfices de 5 fois.

Or, les perspectives s'avèrent favorables à une augmentation des ventes à court et moyen terme. L'âge des véhicules sur les routes américaines se situait en moyenne à 11 ans au cours de l'été 2014. Lors des 20 dernières années, elle a progressé graduellement de 8 ans à 11 ans. Cela augure bien pour la vente de nouveaux véhicules, alors que le marché nord-américain représente plus de 80% des profits d'opérations de la société.

En outre, comme on peut s'en douter, la chute du prix du pétrole constitue un élément positif supplémentaire pour les constructeurs automobiles. Au moment de l'achat de nos premières actions, nous ne nous doutions pas que l'or noir ferait les manchettes de façon aussi spectaculaire. L'attrait pour le titre provenait de son évaluation, de l'élan positif exercé par les objectifs du chef de la direction ainsi que de la solidité du bilan. Le bas prix à la pompe s'est donc ajouté aux aspects attrayants du titre.

D'ailleurs, nous croyons déjà en observer les effets. En décembre dernier, GM annonça des ventes record aux États-Unis pour le mois, avec une augmentation de 19% de véhicules vendus. La société put donc clôturer sa meilleure année depuis 2006.

AutoNation

Cette société dont le siège social réside en Floride constitue le plus gros réseau de concessionnaires aux États-Unis. En septembre dernier, le titre corrigea, et offrit un point d'entrée intéressant à 48\$. Nous aimons beaucoup le chef de la direction, Michael Jackson, et nous pensons que la société bénéficie d'un vent de dos avec la croissance constante du nombre de véhicules neufs vendus aux États-Unis depuis la crise.

Le prix à la pompe stimule davantage les ventes, et nous en avons déjà constaté les effets alors que la société annonça des résultats particulièrement bons. Les ventes au quatrième trimestre de 2014 ont crû de 24%, et celles de janvier de cette année, 20%.

Notons que notre achat d'AutoNation précéda de très peu l'acquisition du réseau de concessionnaires Van Tuyl Group par Berkshire Hathaway au mois d'octobre. M. Buffett démontra de l'intérêt pour ce secteur, et souhaite y devenir un joueur important.

Best Buy

Un autre de nos titres profitera très certainement du bas prix de l'essence. Lorsque les consommateurs disposent davantage d'argent, tôt ou tard ils dépensent plus. Il s'agit d'une excellente nouvelle pour les commerces de détails, dont Best Buy (BBY-N).

Nous rapportions dans notre lettre précédente que la société subissait un plan de restructuration de quelques années, établi par M. Joly lorsqu'il arriva en poste en 2012. Comme prévu, nous assistons à une amélioration de la rentabilité et le titre connut une belle progression en Bourse depuis nos premiers achats à environ 25\$. Durant la saison des Fêtes, alors que le marché de l'électronique aurait subi une contraction des ventes, Best Buy enregistra une hausse de ses propres ventes comparables.

Toutefois, les investisseurs démontrèrent quelques signes d'impatience lors de cette annonce. Le 15 janvier dernier, le titre plongea, passant de près de 40\$ à 34\$. La direction envisageait la possibilité de résultats légèrement négatifs pour l'annonce officielle qui aura lieu en mars prochain. Connaissant l'attitude conservatrice des dirigeants, nous avons saisi l'occasion de racheter des actions à un prix que nous jugions fort attrayant étant donné l'évolution de la valeur de l'entreprise.

Un « rachat » au sens propre du terme

Nous avons omis de mentionner un détail dans le paragraphe précédent : nous avons déjà réduit notre position dans Best Buy au préalable. Nous avons donc racheté des actions dont nous nous étions départis. Nous allons discuter de ce genre de transactions qui arrive à l'occasion afin de mieux comprendre l'application de notre philosophie.

Nous cherchons à acquérir des titres se transigeant à escompte par rapport à la valeur de l'entreprise. Par exemple, nous avons l'opportunité de rafler des parts de Best Buy (BBY-

N) à 25\$ durant la première moitié de l'année 2014, suite à une sévère correction en janvier. Nous estimions que le titre valait environ 46\$, nous procurant ainsi un gain potentiel de 84%.

Quelques mois plus tard, cette valeur a été presque atteinte en surpassant les 39\$. Comme on peut le constater, notre gain potentiel avait considérablement diminué. Par exemple, à 39\$, les 7\$ de gains espérés représentaient un rendement futur de 18% seulement. Nous avons donc réduit notre position à quelques reprises afin de réinvestir dans d'autres titres plus prometteurs.

Le 15 janvier dernier, les investisseurs réagirent négativement à une annonce de la direction. Le titre s'écroula à 34\$. Quant à nous, nous étions davantage confiants en notre valeur estimée. Le plan de redressement de la direction se poursuivait comme prévu. La récente chute ramena le gain potentiel à 41%. Nous avons donc réellement « racheté » des actions que nous avions vendues au préalable.

Il s'avère impératif ici de saisir l'importance de l'évolution de la société dans un tel scénario. Le titre en Bourse plongea, alors que notre valeur estimée demeura inchangée, mais plus sûre. Comme nous avons suivi l'évolution de l'entreprise pendant un certain temps, nous comprenions davantage les enjeux auxquels elle faisait face.

Une erreur typique chez l'investisseur consiste à racheter des actions d'une société uniquement en fonction du comportement en Bourse. Or, pour obtenir un escompte et un rendement potentiel sur lequel baser nos décisions, un nouvel estimé de la valeur des actions s'avère incontournable.

Le titre aurait pu chuter à 34\$ pour des raisons valables si notre estimé avait été affecté par la nouvelle information publiée. Nous aurions alors considéré la vente des actions que nous possédions encore, plutôt qu'un rachat.

Notre but premier ne repose point dans l'achat et la vente à répétition d'un même titre. Il s'agirait de pure spéculation à notre avis. Toutefois, si le comportement irrationnel des investisseurs nous offre la possibilité d'exploiter leurs mauvaises décisions, nous serons toujours désireux d'en être les bénéficiaires.

Vente partielle d'AIG

Nous avons réduit considérablement notre position. L'évolution des résultats se produit de façon beaucoup plus lente que nous le voudrions. Toutefois, un autre élément d'envergure nous a refroidis cet automne. Un important procès sans jury opposant Starr International et le gouvernement américain s'y est déroulé. Celui-ci est maintenant terminé, mais le juge qui y siègea, l'honorable Thomas Wheeler, doit signifier sa décision dans les prochains mois.

Selon les différents faits étayés par l'avocat de Starr International en Cour, le gouvernement aurait agi illégalement en devenant un actionnaire majeur d'AIG. Il aurait également forcé la société à accepter des termes peu avantageux sur plusieurs facettes du sauvetage, comme les taux d'intérêts sur les emprunts.

Nous pensons que leurs motifs ne sont pas valables étant donné la faillite imminente de la société à l'époque. La somme exigée par le plaignant s'élève à 40 milliards de dollars. Soulignons que la capitalisation d'AIG se situe actuellement à 75G\$! Cette somme servirait à compenser les actionnaires pour l'importante dilution de 90% et plus qu'ils ont subie lors de la restructuration en automne 2008.

Starr International détenait environ 11% des actions, et elle a été fondée par M. Maurice Hank Greenberg. Ce dernier a dirigé AIG pendant longtemps avant de démissionner en 2005, suite aux accusations d'irrégularités comptables par le procureur général de New-York de l'époque, Eliot Spitzer. M. Greenberg était donc indirectement le plus important actionnaire d'AIG. Bien que nous jugions la cause sans mérite, le simple fait que le juge Wheeler ait acquiescé à l'entendre en Cour nous porte à croire que tout résultat s'avère possible.

Or, le sauvetage offert par le gouvernement en 2008 comportait une condition : s'il y avait poursuite en relation avec ce sauvetage, la société AIG pouvait potentiellement avoir à dédommager le gouvernement. Suite aux résultats de la poursuite, le parti perdant entamera sans doute des procédures d'appel, traînant ainsi la cause sur une longue période de temps. Nous y voyons donc une certaine incertitude chez les investisseurs, et par ricochet, une pression constante sur l'évaluation du titre.

Voici une anecdote intéressante au sujet de M. Greenberg. Selon l'écrivain John Rothchild, celui-ci aurait déjà participé à une réunion visant à accepter un plan de sauvetage impliquant Warren Buffett. Ce dernier était prêt à injecter de l'argent dans l'assureur GEICO, qui risqua la faillite en 1976 – notez qu'aujourd'hui, la société Berkshire Hathaway détient GEICO en entier. Ironiquement, M. Greenberg ne remettait point en cause la dilution des actionnaires de GEICO à l'époque. Alors que certains actionnaires se plaignaient de la dilution qu'ils devaient accepter, il déclara quant à lui qu'il était futile de porter attention aux détails du sauvetage alors qu'on risquait de tout perdre. Aujourd'hui, il se bat corps et âme pour justement souligner l'importance de ces « détails » pour les actionnaires d'AIG dont il faisait partie!

À tous les égards, nonobstant le procès, AIG demeure l'un des assureurs les plus attrayants en termes d'évaluation. Nous suivrons donc la situation de près, et pourrions en faire à nouveau un investissement important dans notre portefeuille.

Un titre et son catalyseur

Vers le mois d'octobre, nous avons acquis quelques actions de Nicholas Financial (NICK-Q) autour de 12\$. Cette entreprise offre des prêts auto aux personnes dont le crédit est entaché. En anglais, on réfère à ce type de prêt par le terme « subprime ».

Nicholas Financial devait être achetée par Prospect Financial au cours de l'année 2014, à un prix de 16\$ par action. Cependant, la société était aux prises avec la Securities and Exchange Commission. Elle ne put rencontrer leurs exigences concernant la façon de comptabiliser leurs achats de sociétés. Le projet d'acquisition fut donc abandonné par Nicholas, ce qui causa la chute du titre.

La société avait démontré clairement son intention de rehausser la valeur des actionnaires. L'acquisition par Prospect, même si avortée, en était la preuve. Or, le 21 octobre, la direction communiqua à nouveau son désir de réaliser ses plans. Elle annonça qu'elle considérerait différentes stratégies financières. Il pouvait s'agir d'un rachat d'action, d'un versement de dividende spécial ou le recours à l'emprunt pour effectuer une acquisition (ou expansion) de l'entreprise. Nous savions donc qu'un catalyseur était sur le point d'apparaître, et que le titre en bénéficierait.

Notons que le rendement de l'avoir net de la société s'est effrité au cours des quinze dernières années, suite à une réduction graduelle de l'effet levier. Nous calculons ce ratio en divisant les prêts détenus au bilan par l'avoir net tangible. Celui-ci a fondu graduellement, passant de plus de 5 en 1999 à moins de 2 aujourd'hui. Autrement dit, la croissance des prêts n'a pas suivi la croissance de l'équité. Par conséquent, la direction devait sentir de plus en plus l'urgence de mettre en place un plan pour augmenter la rentabilité de la société.

Le 22 décembre 2014, le catalyseur attendu survint. Nicholas annonça qu'elle procéderait à une enchère hollandaise (de l'anglais, *dutch auction*). Elle prévoyait consacrer jusqu'à 70M\$ afin de racheter des actions. Il s'agit de près de 40% de la valeur boursière! La fourchette envisagée se situait entre 14,60\$ et 15,60\$. En supposant un montant de 70M\$ pour le rachat à un prix de 15,00\$ par action, la réduction de l'équité propulserait le ratio des prêts à 3,7. Il retournerait donc au niveau de 2004, et améliorerait considérablement le rendement de l'avoir. Après un tel rachat, le profit par action grimperait à plus de 2\$, précipitant le ratio cours / bénéfice à 7 fois.

La nouvelle fit grimper le titre à près de 15\$. Malgré la faible évaluation qui résultera suite à l'enchère si elle s'avère un succès, nous avons préféré liquidé le titre récemment, nous procurant un rendement de 17%. Nous avons opté pour d'autres opportunités.

Soulignons également que le marché du prêt auto "subprime" est devenu très compétitif et représentait plus de risque à moyen terme pour nous. Ce secteur a été peu affecté durant la crise, et les bons résultats ne sont pas passés inaperçus par les

sociétés financières. Cette compétition accrue a amené les joueurs à acquérir ou à maintenir des prêts de qualité moindre. Nous le voyons notamment dans l'augmentation des provisions pour pertes, qui se sont avérées passablement significatives au dernier trimestre pour Nicholas. Le catalyseur s'avérait donc intéressant à court terme, mais les perspectives de la société à long terme nous rendaient moins enthousiastes.

Apple

Nous sommes heureux du dénouement concernant ce titre. À l'époque, les analystes démontraient une attitude sceptique à l'égard de la société, alors que le titre se transigeait à 62\$. Au moment d'écrire ces lignes, le titre a doublé, et les analystes s'emballent de plus en plus. Voilà un bel exemple de l'exploitation du pessimisme à la Bourse. Vous assisterez régulièrement à ce type de scénario dans le choix de nos titres, car les opportunités sont souvent créées par les sautes d'humeur des gens, autant de la part des investisseurs que des professionnels de l'industrie comme les analystes financiers.

Administratif

Le 31 décembre 2014, le Fonds Barrage a fait une distribution de gain en capital de 2.62\$ par unité. Cette distribution correspond aux gains en capital, dividendes et intérêts réalisés et gagnés au cours de l'année, auxquels nous soustrayons les frais d'honoraires de gestion. Pour ceux qui détiennent des unités du Fonds Barrage dans un compte non-enregistré, vous recevrez dans les prochaines semaines les feuillets d'impôts T3.

Le Fonds Barrage est désormais disponible sur la plate-forme FundSERV. Celle-ci permet à l'ensemble des conseillers détenant les permis requis d'avoir accès à notre Fonds. Ainsi, un investisseur peut demander à son conseiller d'inclure le Fonds Barrage dans son plan d'investissement et ce, en gardant ses actifs auprès de son institution financière actuelle.

KPMG procède actuellement à la vérification des états financiers du Fonds Barrage au 31 décembre 2014. Ceux-ci vous seront envoyés vers la fin mars.

Nous tiendrons notre assemblée annuelle le 14 mai, au même endroit que l'an passé, c'est-à-dire à la Tour de la Bourse. Vous recevrez une convocation à cet effet prochainement.

barrage/capital

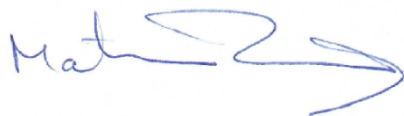
Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière