

Lettre annuelle 2015

Fonds Barrage

Rapport de gestion

Pour la période du 1^{er} janvier au 31 décembre 2015, l'indice S&P/TSX a procuré un rendement de -8,37% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a produit un rendement de 21,65% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 4,69% avant frais et de 0,79% après frais.

Soulignons que nous avons démarré un programme de couverture de devise le 31 août 2015. Cette couverture a été exécutée à un taux de conversion de 75.2 cents, à raison de 70% du portefeuille. Comme le dollar canadien a poursuivi sa dévaluation par rapport au dollar américain, nous accusons un manque à gagner d'environ 4%.

Le fonds est composé maintenant de 12 titres. Quant à l'encaisse, elle se situe à un niveau négligeable, puisque le fonds est totalement investi en actions.

Commentaire sur les marchés

La 2^e moitié de l'année 2015 s'avéra particulièrement frustrante pour les investisseurs recherchant des aubaines. Ces dernières pullulaient, à un point tel que nous aurions pu en faire une indigestion. Toutefois, la majorité de nos titres ont connu une baisse en Bourse, nous empêchant de saisir les nouvelles opportunités au fur et à mesure qu'elles apparaissaient. Nous pourrions établir une analogie avec la chasse. Un chasseur en vient à capturer un chevreuil, après avoir épuisé ses munitions. Il s'estime très satisfait de sa prise. Or, voilà qu'un orignal se pointe exactement dans sa mire, mais il ne peut pas en profiter.

L'ironie de la situation fut exacerbée par la direction contraire que certains titres ont empruntée. Ce qui était cher est devenu nettement plus cher, pendant que l'escompte de nos aubaines s'est accru.

Le cas de la société Amazon.com (AMZN-Q) est éloquent. Malgré une évaluation que nous jugions déjà généreuse au début de l'année 2015, le titre s'est envolé de 120%. Les résultats du dernier trimestre ont certes contribué à sa belle performance annuelle. Néanmoins, il semble que les investisseurs anticipent constamment de bons résultats, laissant peu de place aux déceptions.

Le titre Netflix (NFLX-Q) récompensa également ses actionnaires sur la même période, avec un gain similaire à celui d'Amazon, alors que Facebook (FB-Q) procura 33%.

Toujours sur la même période, General Motors (GM-N) connut une légère baisse, et ce, malgré des profits ajustés nettement en hausse. Au 3^e trimestre de 2015, le bénéfice par action ajusté a crû de 55%. Il semble que l'attention des investisseurs ait été davantage portée sur la croissance des ventes. Celle-ci atteignit un respectable 6% si l'on écarte l'effet des variations de devises, mais pâlisait en comparaison avec les quelque 70% d'Amazon.com ou les 23% engrangés par Netflix et Facebook.

Toutefois, lors d'une année, nous pouvons assister à d'importantes variations, et ainsi des écarts notables entre les valeurs boursières et les valeurs estimées. La célèbre citation de Warren Buffett que nous avons relevée dans notre lettre annuelle précédente « Soyez craintif quand les autres sont avides. Soyez avide quand les autres sont craintifs » demeure d'actualité. Toutefois, nous ajouterions qu'après avoir cédé à notre avidité, nous devons démontrer de la patience et de la discipline. Ultimement, le vent changera invariablement de direction. Étant donné la faible évaluation de nos titres, nous sommes tout particulièrement optimistes.

Faire preuve d'optimisme après une année que nous pourrions qualifier d'au mieux « médiocre » suit une logique chez les chercheurs d'aubaines que nous sommes. Si nous aimions plusieurs de nos titres à des prix plus élevés qu'au moment d'écrire ces lignes, nous les aimons encore davantage alors que la marge de sécurité s'est agrandie. Nous estimons que les cours actuels sont plus attrayants qu'ils ne l'ont été depuis la crise.

Nous dénichons beaucoup d'idées d'investissement depuis ces derniers mois. Malgré cette pluie d'opportunités, nous n'avons pas fait subir d'énormes transformations à notre portefeuille. Étant donné l'attrait des titres à leur cours présent, nous sommes devenus plus sélectifs. Sans grandes surprises, notre encaisse a été peu élevée durant les 6 derniers mois.

Le climat financier au Canada

Depuis longtemps nous affichons une attitude prudente envers notre économie. En juillet dernier, nous expliquions que le Canada pourrait entrer en récession si la chute du produit intérieur brut se poursuivait. Techniquement, le pays a connu 2 trimestres de croissance négative, mais il s'est vite repris. Cependant, dans le quotidien des gens en général, rien de perceptible n'a vraiment changé.

Si le cours du pétrole demeure en deçà d'un certain prix assez longtemps, les conséquences devraient s'avérer importantes. Notre économie repose en grande partie sur la bonne tenue de ce secteur.

Grâce en majeure partie à des taux d'intérêt encore plus bas, le secteur immobilier tient toujours le coup. Quant à l'endettement des ménages, nous n'avons pas assisté à des changements de ce côté. Par conséquent, nous conservons une attitude prudente envers le Canada, mais l'affaiblissement de la devise par rapport à celle de nos voisins a rendu les titres domestiques un peu plus intéressants qu'auparavant.

Programme de couverture sur la devise

Comme nous l'avons mentionné un peu plus haut, nous avons mis en place une protection contre un retour en force possible de la devise canadienne vis-à-vis de celle des États-Unis. Comme presque tous nos titres sont cotés sur la Bourse américaine, nous avons jugé plus prudent de nous prémunir contre ce risque.

Nous devons admettre toutefois que nous avons agi un peu trop tôt, malgré le fait que le taux de change avait atteint ce que nous estimons être une valeur raisonnable. Comme dans bien des scénarios, une tendance poursuivra fréquemment sa course avant d'amorcer un virage. C'est le cas actuellement, alors que le taux de change a bondi de 0,75 à 0,71 depuis l'établissement du programme.

Nous demeurons toutefois confiants que cette protection apporte un avantage appréciable à nos investisseurs, advenant un revirement de ce côté. Nous pouvons continuer de profiter des nombreuses aubaines que nous dénichons en territoire américain, sans avoir à nous soucier du taux de change.

La chute du pétrole

Le cours du brut ainsi que celui du gaz naturel ont poursuivi leur dégringolade durant l'année 2015, cédant environ 25% de leur valeur. Malgré cette baisse, nous n'avons pas assisté à la disparition de beaucoup de sociétés endettées dans le secteur. Certaines ont eu recours à des restructurations de capital, leur permettant ainsi de poursuivre la production. Nous assistons bien à une baisse de la production totale aux États-Unis, mais elle fut compensée en partie par une hausse du côté de l'OPEC.

Nos 2 titres principaux du secteur, Chesapeake Energy et WPX Energy, ont souffert largement de la situation, plongeant chacun de plus de 50% au cours des 6 derniers mois. Or, nous avons été en mesure de solidifier notre position dans l'un des 2, en remplaçant les actions ordinaires de Chesapeake par l'une de ses séries d'actions privilégiées (CHK.PRD). Ces dernières versent des dividendes de 4,5% annuellement, et se transigent sur la Bourse de New-York. Elles ont été émises en 2005, avec une valeur

nominale de 100\$ par action ainsi qu'un prix de conversion en actions ordinaires revenant à 40.71\$.

Étant donné les craintes liées à l'effondrement du prix des commodités ainsi que la solvabilité à moyen ou long terme de l'entreprise, ces actions privilégiées ont chuté considérablement, passant de 90\$ au printemps de 2015 à 19\$ aujourd'hui. Nous avons acquis la majorité de ces actions entre 15\$ et 20\$, et le rendement du dividende versé procure 23%. Celui-ci est cumulatif. Par conséquent, advenant une suspension temporaire des versements, tout devra être payé rétroactivement avant de réinstaurer un dividende pour les actionnaires ordinaires. Notons qu'en cas de liquidation des actifs de la société, les actionnaires privilégiés passent en priorité, juste après les créanciers et détenteurs d'obligations.

Nous n'envisageons pas un scénario de liquidation. Nous pensons que les réserves et autres actifs de la société devraient suffire pour lui assurer de traverser la tempête. En attendant, à moins qu'il ne soit coupé, nous récoltons un dividende supérieur à 20% par année. Comme ces actions ont subi une chute comparable à celle des actions ordinaires, le gain potentiel s'avère fort intéressant. Si le prix retourne à 90\$, nous récoltons de 3,5 fois à 4 fois la mise, ce qui compensera amplement pour la chute que nous avons subie avec les actions ordinaires en plus de nous procurer un gain.

Un autre risque est écarté en ayant procédé à ce changement : la dilution. En effet, si la direction décide d'émettre une bonne quantité d'actions ordinaires afin de renflouer les coffres de la compagnie au lieu de vendre des actifs, les actions privilégiées ne seront pas affectées. Finalement, soulignons qu'un rebond de ces actions nécessite uniquement une certaine certitude quant à la survie de la société. Il suffit que les analystes et investisseurs deviennent plus optimistes pour assurer un retour du prix du titre vers sa valeur nominale, qui rappelons-le, s'élève à 100\$.

Force est d'admettre que nous aurions préféré investir plus tard dans cette industrie, et ainsi profiter pleinement de la débâcle actuelle. Nous demeurons toutefois confiants que nos titres sauront résister à la tempête. Un grand nombre de sociétés du même secteur possèdent des bilans nettement plus endettés, ce qui augure bien pour favoriser une baisse de la production aux États-Unis, et ce, malgré les restructurations financières qui en découleront.

General Motors

Voilà plus d'un an que nous détenons ce titre. Comme nous l'avons mentionné un peu plus haut, le titre a stagné durant l'année, et a même été entraîné par la peur contagieuse au sujet du ralentissement de la Chine. Si ce n'était des bons résultats du 3^e

trimestre, le titre n'aurait probablement pas rebondi à son cours actuel, après avoir touché un creux de 27\$ en août dernier.

Qu'en est-il de la Chine? Est-ce un risque important? À n'en point douter, les investisseurs attachent une grande importance à cette économie. Sa taille et le fait qu'elle figure parmi les seules qui affichent une réelle croissance économique amènent les analystes du monde entier à se fier sur elle pour assurer une économie mondiale florissante. Donc, si la Chine va mal, sur quoi reposeront nos espoirs pour alimenter notre enthousiasme en tant qu'investisseurs?

Nous n'entretenons aucun pronostic quant à la santé financière future de ce pays. Trop de variables sont en jeu, nous empêchant d'entrevoir, même à court terme, comment évolueront les choses. Toutefois, nous n'avons pas à nous improviser experts en la matière. Dans le cas de GM, les profits provenant de l'économie chinoise s'élèvent à environ 2 milliards de dollars. Même si nous réduisions à zéro ces bénéfices de nos estimations, le titre représenterait une proposition intéressante.

La société génère, par le biais de ses coentreprises chinoises, environ 2 milliards de dollars de profits annuellement. Même en l'absence de ceux-ci, un profit par action supérieur à 4\$ est envisageable, plaçant l'évaluation du titre à 8 fois les bénéfices. Notons que selon les commentaires de la direction lors de l'annonce des résultats du 3^e trimestre, le marché de la Chine se porte bien, et on s'attend à dégager de bonnes marges sur les ventes étant donné les nouveaux modèles qui ont été introduits ces 2 dernières années.

Nous constatons donc que beaucoup trop d'attention est portée à ce segment. Ironiquement, au moment d'écrire ces lignes, la société divulgua ses ventes en Chine pour le mois de décembre : une augmentation de 14% par rapport à la même période l'an passé, accompagnée d'une hausse des parts de marché. Il s'agit d'un record de tous les temps pour GM. Considérons également le fait que ces ventes sont au détail, et non les livraisons effectuées aux concessionnaires, laissant peu de place à une manipulation des chiffres en fin d'année.

En outre, un important catalyseur favorise actuellement l'accroissement des profits de GM. Le bas prix de l'essence exerce de plus en plus d'influence sur ses résultats, alors que la société vend un nombre plus grand de véhicules utilitaires sportifs. Ceux-ci comportent des marges généralement plus élevées. Quant aux ventes de véhicules en général, la tendance aux États-Unis penche vers des ventes record atteignant 18 millions de véhicules pour l'année.

Mentionnons également que l'âge des véhicules sur les routes américaines a augmenté depuis un an, s'étirant de 6 mois pour atteindre 11,5 ans. Comme nous le disions 12 mois plus tôt, la moyenne sur les 20 dernières années a crû progressivement de 8 ans à 11 ans. Par conséquent, ce catalyseur est devenu encore plus fort qu'auparavant.

Quant au virage technologique, GM semble prendre les devants. Tout récemment, elle a procédé à un investissement de 500M\$ dans la société Lyft, un concurrent d'Uber. Ces 2 entreprises oeuvrent dans le service de taxi assuré par les particuliers à travers le développement d'applications mobiles entre utilisateurs et conducteurs.

GM s'intéresse également à l'électrification des véhicules, et a développé la « Bolt » qui devrait être disponible à moyen terme. Cette tendance s'avère bien partie et sera difficilement arrêtable, selon nous. De plus en plus, les grands joueurs du secteur de la technologie se lancent dans la course à la voiture électrique, qui offrira de nombreux avantages à leurs clients.

À moyen ou long terme, les véhicules de la route deviendront de vrais ordinateurs mobiles permettant à leurs usagers de se déplacer tout en travaillant ou se divertissant. L'électrification des voitures amène des sociétés telles que Google et Apple à concentrer leurs efforts pour participer à cet essor significatif.

En ce qui concerne le rachat d'actions, soulignons que la société a tiré avantage du bas prix de son action alors que les inquiétudes concernant la Chine battaient leur plein. Durant les mois d'août et septembre 2015, plus de 750M\$ ont été déboursés pour racheter des actions à environ 30\$ l'unité. Fait intéressant : chaque action achetée et retirée élimine l'obligation de verser un dividende. Par conséquent, le montant total de dividendes versés diminue au fil du temps, à moins que la direction n'annonce une augmentation de celui-ci. Le cas échéant, cela augurerait bien pour l'appréciation du titre.

En résumé, nous estimons que GM roule sur la bonne voie afin d'atteindre les objectifs qu'elle s'est fixés. Rappelons que la direction prévoit des marges d'opération de 9% à 10% d'ici le début de la prochaine décennie, ce qui se traduit par des profits avant impôts de plus de 10G\$US selon les ventes actuelles, contre une évaluation boursière de 52G\$US. Nous devons admettre que, comme pour plusieurs autres de nos titres, la période de sous-évaluation dure plus longtemps que nous l'envisagions. Nous nous armons donc de patience, et demeurons conscients que durant ce temps, les rachats d'actions s'effectuent à des prix avantageux.

Best Buy

Après avoir atteint un sommet de presque 39\$ en septembre dernier, le titre plongea de nouveau pour atteindre 30\$ en fin d'année. Nous avons eu l'occasion d'en vendre un peu près du sommet, mais avons préféré conserver la majorité de notre position. Face à de bons résultats publiés vers la fin du mois d'août, nous étions résolus à demeurer actionnaires.

Au 3^e trimestre, nous avons été satisfaits des résultats, mais la direction a jugé bon d'effectuer des prévisions prudentes pour le temps des fêtes, étant donné les chiffres publiés par le « NPD Group ». La direction de la société réfère souvent à cette institution. Il s'agit d'une entreprise de recherche de marchés fondée en 1966, sondant environ 12 millions de consommateurs chaque année dans une vingtaine de pays. Elle couvre plus de 165 000 magasins, dans un univers de catégories de marchandises variées.

En ce qui concerne le secteur de l'électronique dans son ensemble, le NPD Group a publié une contraction des ventes de 4,3% au dernier trimestre. Selon la direction de Best Buy, ce comparable correspond aux 2/3 de ses ventes. Par conséquent, l'augmentation des ventes de 1,2% aux États-Unis augure bien. Quant aux ventes comparables sur les magasins ouverts depuis au moins un an, elles ont crû de 0,8%.

Étant donné les chiffres publiés par le NPD Group, les dirigeants ont jugé bon de demeurer prudents dans l'expectative des résultats pour le 4^e trimestre. Nous voyons cette attitude d'un bon oeil, puisque nous connaissons leur côté conservateur. Toutefois, cela semble avoir déplu aux investisseurs puisque le titre est boudé depuis. Comme vous vous en doutez, nous en avons profité pour augmenter notre position.

L'entreprise jouit toujours d'un excellent bilan, avec une encaisse nette de 1,7G\$. Elle continue de racheter son titre. Nous réitérons notre confiance envers cet investissement.

IBM

Nous n'avons pas beaucoup discuté de cette société dans nos lettres précédentes. Nous le ferons dans cette lettre-ci, afin d'aider nos lecteurs à mieux comprendre notre raisonnement face à cet investissement.

Nous détenons ce titre depuis au moins 2 ans, et avons été témoins de résultats quelque peu décevants. Nous aimons particulièrement la faible évaluation en Bourse, ainsi que la force compétitive de la société. En discutant avec des gens connaissant bien le domaine, nous avons appris qu'il s'avérait fort difficile pour un client de se départir de IBM comme fournisseur. Ses programmes et ses systèmes, une fois implantés, requièrent des coûts importants en cas de changement.

Cette réalité nous rassurait quant à la récurrence des revenus d'IBM, qui s'élève à plus de 50%. Toutefois, l'industrie subit une importante migration vers le « nuage ». Plutôt que d'acheter des logiciels et des systèmes requérant une certaine installation au départ, l'industrie se tourne vers l'utilisation à distance de ces mêmes logiciels et systèmes du fournisseur. La performance grandissante du transfert de données internet permet de plus en plus cette façon de procéder. Par conséquent, il ne s'agissait pas d'un phénomène passager; nous en étions conscients.

Heureusement, IBM avait entrepris ce long virage. Lorsque nous avons acheté nos premières actions, la société investissait de fortes sommes dans ce qu'elle appelait « les impératifs stratégiques », composés de 3 piliers : l'utilisation des données, le nuage et le système d'engagement (téléphones mobiles et réseaux sociaux). En 2014, 27% des revenus découlaient de ce segment stratégique, contre 13% seulement 5 ans auparavant.

Dans son rapport annuel de 2013, IBM mentionnait que 85% des nouveaux logiciels étaient conçus pour le nuage, soulignant ainsi le sérieux apporté à ces changements pour construire le futur de la société.

Notons également les efforts fournis par la société pour améliorer ses marges de profits. Elle s'est adonnée à la vente d'entreprises aux marges moins intéressantes. Par exemple, en 2014, la filiale des serveurs Intel x86 a été vendue à Lenovo. Elle s'était également départie d'entreprises reliées aux ordinateurs personnels, aux disques durs ainsi que les magasins de détail, dont ces derniers furent acquis par Toshiba TEC en 2012.

Leur rachat d'actions avait de quoi impressionner, ce que Warren Buffett, un important actionnaire, n'a pas manqué de souligner publiquement. En 10 ans, le nombre d'actions a été réduit de 40%. En 2013, nous avons constaté la stabilité avec laquelle les profits avaient crû. Avec le rachat d'actions, l'actionnaire bénéficiait d'une très belle hausse des profits.

Le principal inconvénient provenait de la stagnation des ventes. En 10 ans, elles n'avaient pas bougé. La hausse des profits a donc été possible grâce à une amélioration progressive des marges.

Malgré les importantes initiatives amorcées par la société, nous constatons l'absence de progrès dans les résultats, du moins à court et moyen terme. Par exemple, le segment du nuage connaît une excellente croissance, mais a démarré avec une base bien petite par rapport aux revenus totaux de la société. En 2012, les revenus s'élevaient à 2,6G\$. Au 3^e trimestre de 2015, soit les derniers états financiers disponibles, nous avons 9,4G\$ annualisés. Certes, on peut applaudir cette belle croissance, mais il s'avère bien difficile d'évaluer le temps nécessaire pour que ce segment devienne suffisamment significatif afin de compenser pour la faiblesse des revenus dans les segments plus traditionnels.

Nous avons donc une société en transformation, qui doit se tourner vers de nouvelles technologies, afin d'assurer une certaine croissance dans le futur. Avec un programme de rachat d'actions assez agressif, un investisseur pouvait espérer une hausse des revenus par actions satisfaisante. Comme l'évaluation du titre nous paraissait faible, nous bénéficions d'un escompte intéressant par rapport à la valeur estimée. En outre, la direction espérait un profit par action ajusté de 20\$ en 2015. Nous pouvions donc attribuer un ratio raisonnable, et ainsi connaître l'étendue de notre marge de sécurité.

Voilà qu'en octobre 2014, face à des résultats décevants, la direction annonce qu'elle abandonne cet objectif. Rajoutons à cela la variation de la devise, qui affecta fortement les résultats de 2015, alors que le dollar américain s'apprécia contre la plupart des devises dans le monde. Juste au dernier trimestre disponible, les revenus ont cédé 8% de plus uniquement par le biais de la devise. Finalement, lors de l'appel conférence du 19 octobre dernier, le chef des finances Martin Schroeter avoua que la migration de la société vers les « impératifs stratégiques » ne s'opérait pas à la vitesse qu'ils le désiraient.

Qu'en est-il de Warren Buffett, le plus important actionnaire de IBM à travers sa société Berkshire Hathaway? M. Buffett a réitéré sa confiance, en mentionnant que le titre allait ultimement rebondir. Toutefois, nous aimerions préciser en quoi la présence de cet illustre investisseur a influencé notre décision d'investir dans ce titre.

IBM oeuvre dans un secteur que nous maîtrisons moins. Nous ne sommes pas des experts en informatique et dans l'opération de systèmes de réseaux complexes. Nous ne pensons pas que ce soit nécessairement le cas pour Warren Buffett. Néanmoins, ce dernier jouissait d'une position particulièrement avantageuse afin de prendre une décision éclairée. Sa société, Berkshire Hathaway, comporte des filiales dans toutes sortes de domaines, que ce soit dans la vente au détail, dans la vente de maisons, l'assurance et la production d'électricité, pour n'en nommer que quelques-uns. Comme il reçoit un rapport mensuel de chacune de ses filiales, et qu'il a accès à chacun de ses dirigeants comme il le désire, nous imaginons facilement les informations qu'il a pu obtenir par rapport aux systèmes informatiques utilisés par chacune d'elles.

Par conséquent, notre principal intérêt envers le choix de M. Buffett pour IBM ne provenait pas de son investissement directement, mais plutôt de la supposition que celui-ci a bénéficié d'un « sondage » étendu par le biais de ses filiales, lui permettant d'acquérir une certaine confiance qu'il aurait été ardu d'obtenir autrement. Cela rajouta davantage de poids à nos propres observations. Les personnes avec qui nous avons discuté de la société nous confirmaient ce que nous pensions. IBM constituait un fournisseur difficile à déloger. La haute barrière à l'entrée a grandement influencé notre opinion face au titre.

Les 2 dernières années se sont avérées fort difficiles, au fur et à mesure que les résultats nous décevaient. Nous trouverons toujours ardu de vendre un titre dans un tel scénario, lorsque celui-ci baisse suffisamment pour nous faire hésiter.

Toutefois, la variation de plusieurs titres sur le marché récemment a facilité notre décision. Pendant que IBM chutait en Bourse, certains titres tout aussi intéressants ont accusé une plongée de plus grande envergure. Nous avons donc profité de l'occasion pour réduire notre position dans IBM, afin de saisir une autre opportunité. Soulignons que cette dernière constitue une entreprise oeuvrant dans la même industrie que nous, avec un bilan particulièrement solide.

Nous n'avons pas tourné la page concernant IBM, mais notre déception ainsi que les nouvelles opportunités nous ont amenés à revoir notre pondération à la baisse. Soulignons qu'au prix actuel, prise isolément, IBM constitue une proposition fort alléchante.

AIG : suite des événements

Nous avons vendu nos actions de l'assureur American International Group en 2014, en bonne partie suite au risque que représentait la poursuite de l'ancien dirigeant, M. Greenberg, à l'endroit de la société. Nous en discutons dans notre lettre annuelle de 2014. Or, ce procès s'est déroulé sans grandes surprises. Certains arguments de M. Greenberg ont été reconnus, mais le juge précisa que sans l'intervention du gouvernement, l'ancien dirigeant aurait perdu la totalité de son investissement dans AIG de toute façon. Il s'agit d'un dénouement qui confirme un peu ce que nous pensions : ce procès ne servait à rien. Toutefois, le seul fait qu'un juge ait accepté qu'il ait eu lieu nous a fait craindre la possibilité qu'une décision dénuée de sens en résulte.

De nouveaux éléments se sont déroulés dans le cas d'AIG. Elle est maintenant la cible de l'activiste Carl Icahn. Celui-ci souhaite la séparation de la société en 3 compagnies publiques distinctes. Il fait référence aux divisions d'assurance de dommage, d'assurance-vie et d'assurance hypothécaire.

Nous aimons cette initiative de M. Icahn, puisqu'elle correspond à un catalyseur dont nous aurions apprécié bénéficier lorsque nous détenions le titre. Nous pensons que le faible rendement sur l'équité reflète un manque d'action importante de la part de la direction. Le statu quo semblait avoir été adopté.

Beaucoup d'analystes et investisseurs ont discuté de AIG au sujet de sa valeur au livre, pour souligner que celle-ci surpassait par une forte marge la valeur en Bourse. Or, une part importante des actifs est constituée d'impôts différés sur le bilan de la société. Dans l'élaboration de ses objectifs, la direction utilise fréquemment la valeur au livre à laquelle ont été retranchés ces impôts différés. Une raison plausible face à l'utilisation de cette référence résiderait dans leur volonté d'abaisser la barre pour atteindre leurs objectifs. On réussira plus facilement à produire 10% de rendement ou tout autre objectif sur cette valeur si celle-ci s'élève à 61,91\$ plutôt qu'à 79,40\$.

Donc, d'une part, les investisseurs aimeraient croire que le titre se transige nettement sous sa valeur au livre, alors que la direction préférerait peut-être se référer à une valeur plus petite. Nous ne pensons pas que ce soit par souci d'être conservateur.

Plusieurs actions ont déjà été entreprises, comme un rachat d'actions et la vente de plusieurs actifs, mais nous estimons qu'avec l'influence de M. Icahn, l'amélioration de la

rentabilité deviendra la priorité plutôt que la taille de l'entreprise. Nous n'avons pas racheté d'actions d'AIG récemment, mais ce titre demeure dans notre mire.

Apple

Ce titre représente encore un poids important dans notre fonds. Un autre changement de perception semble se produire concernant Apple. Le marché est redevenu sceptique. Comme le titre était déjà sous-évalué selon nos calculs, l'escompte s'est agrandi. Les inquiétudes des analystes reposent principalement sur les résultats des fournisseurs de la société.

Ce n'est pas la première fois que nous lisons et entendons des commentaires négatifs sur Apple. Toutefois, le titre a chuté considérablement depuis son sommet, passant de 130\$ à 97\$ sur 6 mois.

Apple domine toujours les marchés dans lesquels elle évolue, ce qui rend la tâche très difficile pour les autres compétiteurs. Par exemple, la société collecte plus de 90% des profits de l'industrie des téléphones intelligents selon Canaccord Genuity, une firme de courtage. L'industrie du PC quant à elle est en baisse depuis plusieurs trimestres, ce qui n'a pas empêché Apple d'augmenter ses ventes tout comme ses parts de marché. Les perspectives de croissance de la compagnie demeurent bonnes et ce malgré sa taille gigantesque actuelle.

Le bilan nous plait toujours, et la société continue de racheter son titre. Lors du dernier trimestre seulement, ce rachat a atteint 13G\$ de dollars américains. Au cours actuel, nous pensons que les actionnaires bénéficieront grandement de ce programme.

Distribution

Le 31 décembre 2015, le Fonds Barrage a fait une distribution de gain en capital de 11,66\$ par unité. Cette distribution correspond aux gains en capital, dividendes et intérêts réalisés et gagnés au cours de l'année, déduction faite des frais de gestion.

Nous pouvons expliquer la hausse de la distribution par rapport à celle de l'année dernière par le fait que plusieurs titres ont atteint leur plein potentiel en 2015 et que nous avons réalisé des gains en les vendant. Le prix des nouveaux titres achetés n'est pas encore remonté.

Quant à la différence entre la distribution de 20\$ annoncée en décembre et la distribution réelle au 31 décembre, elle s'explique par le fait qu'une opportunité s'est présentée en fin d'année et que nous avons réalisé une perte sur un titre pour en profiter.

Les porteurs de parts qui détiennent des unités dans des comptes non-enregistrés paient chaque année de l'impôt sur la valeur de la distribution. La valeur des parts étant diminuée de ce montant, le gain en capital sera d'autant réduit lors du rachat des parts. La facture fiscale arrive ainsi de façon annuelle plutôt qu'à la toute fin de l'investissement. Cet inconvénient est inhérent à la structure fiscale de tous les fonds d'investissement.

Nous comprenons que la réception d'une facture fiscale est d'autant plus désagréable lorsque survient une baisse des rendements du fonds!

Frais de gestion

Plusieurs porteurs de parts se sont demandé comment le fonds a pu produire un rendement de 4,69% avant frais et de 0,79% après frais en 2015, alors que les frais de performance sont perçus seulement lorsqu'un seuil de rendement de 5% est atteint.

Cette différence s'explique par le fait que frais de performance ont été chargés lors du premier trimestre alors que les rendements ont atteint 14,9%. Seuls les frais de bases de 1% ont été chargés au cours des 3 derniers trimestres. Ce sont donc les résultats du premier trimestre qui créent cet écart sur les rendements avant et après frais de l'année prise dans son ensemble.

En mars 2015, l'unité a atteint une valeur de 176,20\$ (l'équivalent à 164,54\$ après distribution aujourd'hui). Puisque les frais de performance sont assujettis à la règle du montant maximal atteint (high water mark), aucun frais de performance ne sera perçu si la valeur de l'unité est inférieure à un niveau où des frais ont déjà été appliqués. Ce niveau est majoré de 5% annuellement (de façon mensuelle) de sorte que le seuil de performance est aujourd'hui de 171,80\$. Par ailleurs, le rendement minimum de 5% pour générer des frais de performance est cumulatif d'une année à l'autre.

Nous avons ajouté à notre site web les données sur le seuil de performance ainsi que les gains réalisés et non réalisés afin que les porteurs de parts aient en tout temps accès à ces informations à jour.

Nous souhaitons vous rappeler que c'est dans une perspective à long terme que nous gérons le Fonds Barrage et qu'il s'agit d'un élément à toujours considérer lorsqu'il est question de rendement, de distribution et de frais.

En terminant, voici une citation de Warren Buffett à propos de la patience en Bourse :
« Si une entreprise va bien, éventuellement le titre suit ».

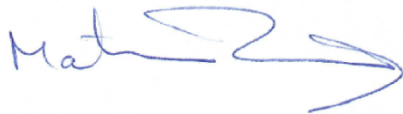
Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière