

Lettre semi-annuelle 2014

Fonds Barrage

Rapport de gestion du 1^{er} semestre

Pour la période du 1er janvier au 30 juin 2014, l'indice SPX/TSX a procuré un rendement de 12,34% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a produit un rendement de 7,47% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 10,05% avant frais et de 7,87% après frais.

La totalité des compagnies détenues en portefeuilles ont toujours résidence aux États-Unis. Le taux de change a ainsi bonifié nos rendements d'environ 2% pour les six derniers mois.

Le fonds est composé maintenant de neuf titres. Nous avons vendu quatre positions et acheté trois nouveaux titres. Nous avons également investi davantage dans quelques titres déjà existants. Comme nous n'éprouvons aucune difficulté à dénicher des sociétés attrayantes, nous avons continué de maintenir l'encaisse à un niveau peu significatif durant le semestre.

Commentaire sur les marchés

Malgré nos anticipations négatives face à l'économie du Canada, les dernières données disponibles par rapport au produit interne brut n'indiquent aucun ralentissement. Au premier trimestre de cette année, le PIB mesuré en termes des dépenses de consommation a crû de 1,9% sur un an. Quant à la performance de son marché boursier, elle brilla durant ce semestre, en s'élevant à 12,3% incluant les dividendes pour le S&P / TSX.

Notre position concernant le Canada

Nonobstant ces éléments positifs, notre position par rapport à l'économie canadienne demeure inchangée. Notre principal souci provient de l'immobilier, que nous considérons toujours dispendieux. De toute évidence, le prix des habitations a été fortement soutenu par les bas taux d'intérêts. Pour visualiser l'impact qu'une baisse des taux hypothécaires exerce sur les frais d'emprunt, il suffit de faire un peu d'arithmétique. Lorsque le taux passe de 9% à 8%, la facture d'intérêts diminue de 11%. Toutefois, une simple baisse d'un pourcent à partir d'un chiffre très bas produit un effet beaucoup plus considérable. Par exemple, le fait de diminuer de 4% à 3% correspond à une fonte de 25% de la facture d'intérêts totale.

À chaque refinancement d'hypothèque, les propriétaires de maison bénéficient d'une hausse de leur budget mensuel. Comme on peut s'y attendre, ce soulagement financier sera rarement utilisé pour diminuer sagement le capital de l'hypothèque. Nous assistons plutôt au phénomène contraire. Un taux d'intérêt moindre signifie que l'on peut maintenant acquérir une propriété plus dispendieuse. Reprenons l'exemple du taux passant de 4% à 3% plus haut, sans tenir compte de la mise de fonds ou du remboursement du capital. Un emprunteur pourrait en théorie s'offrir un domaine coûtant 33% plus cher comparativement à 12,5% lorsque le taux glisse de 9% à 8%. Appliquez cet exemple à tout ce qui touche le crédit, et vous comprendrez pourquoi la population a été fortement tentée de s'endetter ces dernières années.

Notez que nous n'estimons pas que le marché canadien connaîtra un sort aussi sordide que celui auquel nous avons assisté du côté américain lors de la crise. Toutefois, il s'avère facile de sous-estimer l'ampleur que pourrait prendre l'amorce d'une cascade de problèmes dans notre pays. Par exemple, lorsque les gens n'arrivent plus à payer leurs dettes, les institutions financières deviennent nerveuses. Les pertes qu'elles encourent les amènent à devenir plus conservatrices dans l'établissement des provisions pour pertes futures. Dans le but de préserver leur capital, elles resserrent les conditions à l'octroi du crédit. Les emprunts diminuent, et il s'ensuit alors une baisse de la consommation. Cela produit un impact négatif sur l'ensemble des commerces qui dépendent directement du budget des ménages, comme les restaurants, les concessionnaires automobiles et les détaillants de meubles. En réponse à ce ralentissement, ces commerces s'ajustent à la diminution de la demande, normalement en procédant à des mises à pied. Voilà un beau cercle vicieux. Plus de gens sur le chômage, moins de dépenses dans les commerces, encore plus de gens sans emploi.

Lorsque la cascade des problèmes est bien enclenchée, l'humeur générale devient très pessimiste, poussant ceux qui détiennent encore leur emploi à épargner plutôt qu'à dépenser. Sensibilisé à la nouvelle réalité, on se met soudainement à prévoir pour les mauvais jours. Dans un tel contexte, comment nos gouvernements arriveront-ils à renverser la tendance alors que leurs outils pour stimuler l'économie auront déjà été épuisés? Les taux d'intérêts ont pratiquement atteint le plancher, et les déficits publics sont déjà importants!

Un choix auquel nous ne sommes point contraints

Notre opinion face au futur de l'économie canadienne peut sembler quelque peu apocalyptique. Or, il ne s'agit nullement d'une prédiction. Nous acceptons d'emblée que la fameuse cascade de problèmes décrite plus haut pourrait être inexistante ou de courte durée. Autrement dit, l'atterrissage en douceur souhaité par plusieurs économistes constitue une possibilité que nous envisageons.

Heureusement, en tant que gestionnaires de votre capital, nous ne sommes point contraints de jouer à la roulette avec vos actifs. Nous avons des doutes? Nous ignorons simplement les titres que nous jugeons exposés à ce risque. Warren Buffett avait jadis édicté une dizaine de règles à respecter en investissement. Les deux premières

stipulaient d'éviter de perdre de l'argent, et comportaient une signification évidente. Chaque opportunité d'investissement comprend deux volets distincts et fondamentaux : le risque et le rendement. L'essentiel consiste à d'abord minimiser le risque, et ensuite considérer le rendement.

De toute évidence, un investisseur recherche le rendement tout en essayant d'éviter le risque. Il doit toutefois se concentrer à vraiment minimiser ce dernier, et ne pas se laisser aveugler par des gains potentiels. C'est pourquoi nous affichons une attitude prudente vis-à-vis certains titres canadiens, malgré leur grande rentabilité actuelle.

Nous bénéficions du luxe du choix. Nous privilégions donc les titres qui nous offrent le meilleur des deux mondes : peu de risques et beaucoup de rendements potentiels. La baisse du titre de Best Buy au début de cette année nous permit de réunir ces deux éléments.

Best Buy

Ce détaillant de quelque 1400 magasins subit actuellement une profonde transformation. Celle-ci fut enclenchée par l'arrivée d'un nouveau chef de la direction en août 2012, Hubert Joly. À l'époque, Best Buy souffrait fortement de la compétition provenant des ventes en ligne, principalement de son grand compétiteur, Amazon. Les magasins de la société étaient fréquemment utilisés comme salles de démonstration par ses clients. En anglais, cette pratique porte le nom de "showrooming". Elle consiste pour le client à regarder et essayer les différents produits disponibles dans les magasins de Best Buy, pour ensuite rechercher le produit en ligne dans l'espoir de payer un prix inférieur.

Les vendeurs en ligne disposaient d'un avantage évident : ils n'avaient pas à supporter les coûts des commerces physiques, dont l'inventaire de démonstration, les salaires des employés ainsi que les frais locatifs. En outre, les détaillants en ligne jouissaient d'un avantage particulier grâce à une certaine faille dans la loi concernant la perception des taxes de vente. C'est pourquoi il s'avérait difficile pour Best Buy de rivaliser sur le plan des prix. Nous assistions donc à l'amorce d'une lente et longue agonie d'un grand détaillant.

Le prix du titre en Bourse reflétait ces difficultés. D'un sommet de 58\$ en mai 2006, le titre fluctua pour atteindre 11\$ en décembre 2012. L'arrivée de M. Joly redonna vite espoir aux investisseurs, alors que le titre quadrupla en moins d'un an. Toutefois, une restructuration ne s'effectue pas nécessairement en douceur et crée donc des incertitudes chez les investisseurs.

La panique s'empara de ceux-ci lorsque la société annonça ses résultats en janvier de cette année. Les ventes comparables ont fléchi légèrement, alors que la période des fêtes s'est avérée peu fructueuse pour les détaillants en général. La direction procéda à une révision de la marge de profit prévue à la baisse pour le reste de l'année, ce qui fit chuter le titre d'environ 40%.

Hubert Joly indiqua en entrevue qu'il ne comptait point changer de stratégie. Il recommanda à ses hauts dirigeants de ne pas porter attention aux variations de l'action, et de se concentrer sur ce qu'ils peuvent contrôler. La stratégie mise en place requiert un certain temps avant de porter fruit, et la progression ne se concrétise pas toujours de façon linéaire comme le souhaiterait bien des investisseurs. Les perspectives annoncées en janvier ont donc semé des doutes chez ces derniers, et la réaction s'est vite fait sentir sur le titre. En peu de temps, nous nous retrouvions avec une entreprise dont le potentiel à moyen et long terme n'avait point changé à nos yeux, mais dont l'action nous était offerte à 40% moins cher.

Ce genre de baisse nous permet d'obtenir notre marge de sécurité. En payant un prix moins élevé, la moindre bonne nouvelle tend à propulser le titre à la hausse, tout en réduisant les pertes potentielles si d'autres inquiétudes venaient hanter les investisseurs. Quant au potentiel à long terme, un petit calcul arithmétique nous met devant l'évidence : une chute de 40% correspond à une hausse de 67% si le titre revient simplement à son prix de départ.

Mentionnons que nous avons été plus que satisfaits par les derniers résultats trimestriels de la société. La restructuration suit son cours malgré un environnement qui a été particulièrement difficile pour les détaillants en général pendant cette période.

Un haut degré de certitude requis pour obtenir la marge de sécurité

Sachant que le prix de l'action de Best Buy se transigeait à un prix bien inférieur à 25\$ au début de l'année 2013, on pourrait avoir le réflexe de penser qu'il s'avérait trop tard pour l'acheter. Notons que notre coût moyen correspond à plus du double du creux atteint à l'époque. Donc, en l'espace d'une seule année, le titre avait grimpé de plus de 100%.

Or, un exemple de calcul de probabilités constitue une illustration intéressante de ce que nous entendons par "marge de sécurité". Dans la majorité des cas, tout étant égal par ailleurs, nous préférerons une situation offrant 80% de chances d'engendrer un gain de 150%, plutôt que 10% de chances d'obtenir 500%. D'un point de vue mathématique, une simple multiplication des probabilités par l'espérance de gains nous indique que 120% est supérieur à 50%.

Comment arrivons-nous à fixer le taux de probabilité? Il ne s'agit pas d'une mesure scientifique savamment calculée. Elle correspond plutôt à notre degré de compréhension et de confiance envers le titre convoité. Lorsqu'une compagnie subit de profonds changements, l'évolution et la complétion de ceux-ci nous fournissent de précieux indices sur l'efficacité du plan dicté par les dirigeants. Nous sommes témoins du travail accompli, et il nous devient nettement plus facile d'apprécier le potentiel et le risque du titre de la société en question.

La Bourse regorge d'entreprises traversant des crises et subissant d'importantes mutations. La difficulté consiste à déceler celles qui réussiront à retrouver la voie du succès, tout en obtenant à la fois un prix attrayant sur les actions. Les gestes qui ont été

entrepris pour amorcer le redressement de Best Buy depuis l'arrivée du nouveau chef de la direction, l'approfondissement de nos connaissances à son sujet ainsi que l'étude des différentes forces dynamiques qui caractérisent cette industrie contribuèrent à augmenter notre degré de confiance. C'est pourquoi il arrivera parfois que nous préférerons investir dans un titre à un moment précis, malgré sa forte appréciation sur une période plus ou moins longue.

Une situation à éviter

Une erreur commune en investissement consiste à systématiquement compenser un manque de confiance envers un titre par une pondération réduite. Ainsi, si l'on déniche une société au potentiel intéressant, mais pour laquelle l'on affiche un certain scepticisme à l'égard du modèle d'affaires ou de la solidité des profits, on tentera simplement de bénéficier maladroitement du meilleur des deux mondes : on saisit l'opportunité, mais on allège le risque en achetant moins d'actions.

Nous cherchons à éviter ce genre de compromis, à moins que les probabilités soient clairement en notre faveur. De façon générale, si nous exprimons des doutes à l'égard d'une société récemment étudiée, nous préférerons souvent ne pas l'inclure dans le fonds plutôt que de conclure que nous devrions consacrer 5% du portefeuille plutôt que 10%. Autrement, si nous sautions sur l'occasion chaque fois que nous dénichons une idée intéressante, nous serions appelés à recourir fréquemment à ce compromis. Quel serait le résultat? Nous nous retrouverions rapidement avec un portefeuille très diversifié, pour lequel nous peinerions à allouer le temps nécessaire pour bien suivre et analyser chacun des titres. Cela explique en grande partie la raison pour laquelle nous avons vendu Western Union tout récemment.

Western Union

Cette société de transferts d'argent fait affaire avec plus de 500 000 agents dans environ 200 pays. Le grand avantage de leur modèle d'entreprise réside dans la possibilité pour toute personne ne détenant pas de compte de banque de percevoir l'argent d'un tiers, en argent comptant. Ainsi, si vous vivez dans un pays pauvre et que votre frère travaille aux États-Unis, il peut vous aider en vous faisant parvenir un certain montant par le biais d'un des agents situé dans votre pays.

Or, nous percevons une nouvelle tendance qui pourrait anéantir en grande partie ce précieux avantage compétitif. En Afrique, on compterait actuellement au moins neuf pays pour lesquels les comptes de paiements par téléphone s'avèrent plus nombreux que les comptes en banque. Qu'est-ce que cela signifie?

Notre intérêt pour Western Union ne provenait pas principalement de sa capacité à offrir des paiements en lignes, mais plutôt de la possibilité de transférer de l'argent liquide à travers le monde. Or, ce système de transfert constituait un réseau difficile à répliquer. Il serait laborieux pour un compétiteur de conclure des ententes avec 500 000 agents dans différents pays. S'il s'avère réellement possible et facile pour un américain de

transférer 400\$ à un citoyen de la Tanzanie qui ne possède pas de compte bancaire, l'avantage compétitif de Western Union s'en trouve diminué.

Nous savons que plusieurs sociétés, dont Apple entre autres, cherchent à s'implanter dans cette industrie. Tout succès à cet égard entraînera certainement d'autres entreprises à offrir ce service. Nous ne connaissons pas le dénouement cette nouvelle tendance, mais pourquoi prendre le risque? La Bourse nous offre ce merveilleux avantage qui consiste à acquérir ou à disposer de parts d'entreprise pour un coût modique. Nous avons donc préféré liquider notre position. Un gain a été engendré lors de la vente, mais il s'avère important de souligner que la liquidation de notre position n'a pas été motivée par ce gain.

Administratif

C'est avec beaucoup de plaisir que nous avons pu rencontrer les porteurs de parts le 8 mai dernier lors de l'assemblée annuelle du Fonds Barrage. L'intérêt pour nous était de faire le point sur la dernière année ainsi que de discuter de la philosophie d'investissement de Barrage. Comme vous avez pu le constater lors de la présentation de chacun de nos titres en portefeuille, nous attachons une importance particulière à leur escompte par rapport à la valeur d'entreprise estimée pour chacun d'entre eux, car il représente notre marge de sécurité.

Nous avons déménagé nos bureaux tout récemment. Nous bénéficions d'un plus grand espace et nous comptons vous inviter à un cocktail cet automne. Ceux qui connaissent l'ancien emplacement ne seront pas dépaysés : notre nouvelle porte se situe à peine deux mètres plus loin, et nous avons conservé la même adresse!

Le site de Barrage Capital subira une transformation profonde. Nous vous invitons à le consulter dans les prochains mois.

Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière