

Lettre annuelle 2016

Fonds Barrage

Rapport de gestion

Pour la période du 1^{er} janvier au 31 décembre 2016, l'indice S&P/TSX a procuré un rendement de 21,17% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a produit un rendement de 8,21% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 49,56 % avant frais et de 42,03% après frais.

Le fonds est maintenant composé de 14 titres. Quant à l'encaisse, elle demeure à un niveau négligeable, puisque le fonds est pleinement investi.

Commentaire sur les marchés

Les trois grands événements marquant l'année 2016 ont été la Chine, le Brexit et les élections américaines. Pour tout investisseur ayant vécu la bulle technologique et la crise financière de 2008-2009, 2016 correspond probablement à une année plus ou moins ordinaire. Pour ceux dont l'expérience boursière ne comprend point ces deux événements d'envergure, la première moitié de l'année s'est peut-être avérée plutôt inquiétante.

La peur crée les opportunités pour certains, et fait fuir les autres.

Nous nous rappelons d'une discussion avec un épargnant bien discipliné, mais n'ayant jamais encore expérimenté les merveilles de l'effet composé des rendements qu'offre la Bourse à long terme. C'était en automne 2015. Malgré ses faibles connaissances en matière de finances, il démontrait beaucoup d'intérêt pour l'actualité économique. Il partagea ses prévisions par rapport à l'impact du cours du pétrole sur l'économie. Selon lui, les experts en finances et les analystes avaient sous-estimé les dommages que causerait l'effondrement du brut. Par conséquent, il adopta un vieux réflexe que nous retrouvons constamment chez les gens éduqués et instruits qui lisent les médias avec assiduité: «attendons que les choses se calment avant d'investir».

Ce réflexe occasionna un coût d'opportunité qui le priva de 30% de rendement, du mois d'octobre 2015 à décembre 2016. En demeurant sur les lignes de côté au pire moment, certains investisseurs laissent passer de superbes occasions de s'enrichir.

Soulignons que notre épargnant avait raison à court terme: quelques mois après son refus d'investir, notre fonds plongeait de 17% (février 2016). Néanmoins, peu après cette perte temporaire, le manque à gagner s'éleva à plus de 30% rendu à la fin de l'année.

Après avoir «évitée» la perte temporaire, n'y avait-il pas un indice quelconque pour lui indiquer que le point d'entrée idéal s'était dessiné? Il aurait profité d'un rendement de 56% à partir de ce point!

Nous croyons que même s'il avait eu accès à une boule de cristal indiquant l'avenir, et donc, le point d'entrée idéal, ses doutes auraient persisté. Devant tant de tapage médiatique, dans lequel entre autres, on discutait d'un risque de récession mondiale, il aurait probablement conclu que sa boule était devenue tout simplement défectueuse.

Le Canada: peu de changements

Depuis plusieurs années, nous exprimons des craintes face à l'économie canadienne. Malgré l'absence de récession, ainsi qu'une belle performance du marché boursier canadien en 2016, notre opinion n'a point changé. Certes, nous pouvons y trouver des aubaines intéressantes de temps à autre, mais celles que nous dénichons au sud de la frontière nous attirent davantage.

Les éléments négatifs qui nous agacent concernant ce marché constituent toujours l'endettement des ménages et le long cycle haussier en immobilier. Les taux d'intérêt stimulent les dépenses des ménages, en abaissant considérablement le coût de la dette. Par ricochet, le faible coût des emprunts favorise une demande soutenue pour certains actifs, particulièrement ceux qui nécessitent du financement important comme l'immobilier.

Tout comme dans les années passées, nous ne pouvons prévoir si une hausse significative des taux surviendra à court ou moyen terme. Nous ne pouvons pas non plus prédire quelle serait l'ampleur de l'impact qui en découlerait.

Notre bassin d'idées comprend le monde entier. Nous trouvons de plus en plus de titres intéressants dans d'autres pays, comme au Royaume-Uni. Néanmoins, les États-Unis constituent toujours, pour le moment, l'endroit où le nombre de titres correspondant à nos critères rigoureux est le plus élevé.

Les États-Unis et les élections

L'apparition de M. Trump au pouvoir a passablement changé les perspectives de plusieurs secteurs aux États-Unis. Notre attention porte principalement sur trois des idées ou intentions du nouveau président :

- 1) la baisse du taux d'impôt corporatif
- 2) le congé de taxe pour inciter les entreprises à rapatrier les liquidités détenues à l'étranger
- 3) la déréglementation de plusieurs secteurs, dont celui des finances, de la santé et de l'énergie.

M. Trump prendra officiellement le pouvoir le 20 janvier prochain. L'ampleur et la vitesse à laquelle il procédera aux changements prévus nous amèneront à réévaluer la valeur estimée de plusieurs titres que nous suivons. Comme ces changements s'avèrent nettement positifs, les titres américains demeurent attrayants malgré la montée boursière des dernières années.

La disparité des rendements d'une année à l'autre

Certaines personnes se questionnent à savoir comment on peut enregistrer une si faible performance dans notre fonds une année, et obtenir un rendement nettement supérieur l'année suivante. Notre fonds dégagea un rendement de 0,79% après frais en 2015, contre 42,03% en 2016. Que s'est-il passé?

Dans notre lettre annuelle de 2015, nous avons dit: «La 2e moitié de l'année 2015 s'avéra particulièrement frustrante pour les investisseurs recherchant les aubaines. (...) la majorité de nos titres ont connu une baisse en Bourse, nous empêchant de saisir les nouvelles opportunités.» Puis, dans notre dernière lettre datant du mois de juillet 2016, nous affirmions: «La première moitié de l'année 2016 ressemble aux six mois précédents: malgré une évaluation plus qu'attrayante selon nos estimés, nos titres demeurent boudés par le marché.»

Donc, c'est fort simple. Nos titres ont finalement procuré le rendement que nous attendions d'eux, du moins, en partie, puisque certaines positions n'ont enregistré que des gains modestes.

Nous recherchons des titres nous offrant un escompte significatif, généralement de 30% et plus par rapport à nos estimés de valeur. Parfois, la sous-évaluation des titres n'est que temporaire, ce qui nous occasionne des gains rapides. Dans d'autres cas, la

reconnaissance de cette valeur par les investisseurs en Bourse prend du temps, comme nous l'avons expérimenté pour plusieurs titres en 2015 et 2016.

Certains se demandent peut-être comment est-il possible d'engendrer des gains de 40% sans prendre un risque significatif? Il suffit de songer à notre escompte de 30%. Lorsque nous achetons un titre valant 100\$ au prix de 70\$, nous raflons un gain de 43% lorsqu'il atteint la cible estimée. Si un an a été nécessaire pour que l'escompte disparaisse, le rendement équivaldra à 43% sur un an, sans prendre en compte les dividendes versés au cours de l'année, ni la progression de la valeur de l'entreprise durant ce temps.

Jamais nous ne considérerons qu'il s'avère risqué de payer 70\$ pour un titre que nous jugeons valoir au moins 100\$. Le risque réside plutôt dans la possibilité d'erreur de calcul. En effet, acheter un titre à 70\$, en pensant qu'il vaut 100\$, mais qui en fait ne vaut que 50\$, voilà le vrai risque! Donc, notre travail consiste à bien comprendre les entreprises afin de minimiser ce type de risque.

Soulignons également qu'investir en Bourse constitue un processus dynamique constant. Lorsque certains de nos titres stagnent ou plongent, comme nous l'avons expérimenté au début de 2016, nous tentons de maximiser les pondérations en fonction des opportunités qui se présentent. Ce fut le cas notamment avec nos titres en énergie et dans le secteur financier. Bien que plusieurs de ceux-ci soient simplement revenus à leur prix original, les achats d'actions effectués à des prix bien plus bas contribuèrent significativement à la bonne performance du portefeuille.

Nos titres en portefeuille

Chesapeake Energy

L'action privilégiée de notre producteur de gaz naturel a poursuivi son appréciation lors des six derniers mois, doublant à nouveau sa valeur pour terminer l'année à 46\$. Rappelons-nous que le titre avait atteint un creux de 5\$ au mois de février 2016. Le dividende a été suspendu il y a maintenant plus d'un an, nous aurons droit à un cumul de 4,50\$ par action lorsqu'il sera réinstauré.

La société a procédé à la vente de plusieurs actifs, totalisant 2,5 milliards de dollars en 2016, afin d'améliorer son bilan. Son chef de la direction, Robert Lawler, a récemment commenté à l'effet que d'autres ventes d'actifs stratégiques étaient prévues. Chaque liquidation d'actif contribue à sécuriser davantage nos actions privilégiées, alors que la société poursuit l'amélioration de ses procédés pour produire son gaz naturel. L'argent ainsi récolté lui permet de poursuivre ses opérations, et pendant ce temps, ses coûts de production baissent, améliorant grandement ses perspectives à long terme.

Au prix actuel, le rendement du dividende de l'action privilégiée correspond à environ 10%. Nous pensons qu'il s'agit d'une question de temps avant que celui-ci ne soit versé à nouveau.

En ce qui concerne le marché du pétrole en général, soulignons que l'OPEP a conclu un accord entre eux pour réduire la production de 1,2M de barils par jour à partir du présent mois. Nous ne pouvons nous prononcer à savoir si les membres respecteront cette entente, mais nous constatons leur volonté à faire monter les prix à court et moyen terme.

General Motors

Ayant possédé des actions de cette société depuis plus de deux ans maintenant, nous devons reconnaître que la performance de ce titre a été décevante. Malgré notre estimé de 55\$, il se transige toujours à fort escompte. Pourtant, tous les catalyseurs que nous attendions se sont produits: augmentation des profits aux États-Unis et en Chine, évolution positive dans les poursuites concernant ses fautes passées et important plan de rachats d'actions.

Or, nous estimons être très près du point de haut de cycle en ce qui concerne les ventes de voitures aux États-Unis. Quant à la Chine, leur économie connaît un ralentissement de sa croissance, et nous doutons des chiffres officiels fournis par leur gouvernement. Puis, avec l'élection de M. Trump, un nouveau risque est apparu: la possibilité de création de barrières tarifaires sur les voitures importées aux États-Unis.

Pour toutes ces raisons, nous avons réduit notre position, malgré sa faible évaluation. Avec un coût moyen d'environ 32\$, ainsi que les dividendes reçus, ce titre nous a tout même procuré un retour de 15% à 20% jusqu'à maintenant.

Autonation

Nous sommes devenus actionnaires de cette société pour la deuxième fois. Le premier achat avait été effectué en automne 2014, au coût de 48\$. Suite à une appréciation rapide, nous l'avons liquidé pour une autre opportunité. Deux ans plus tard, le marché nous offrit ce titre au prix modique de 40\$.

Tout comme pour GM, nous étions devenus plus exigeants pour les titres reliés au secteur automobile. Autonation possède toutefois un avantage avec sa division de pièces automobiles. Lorsque les ventes de voitures ralentissent, les propriétaires de véhicules continuent de remplacer les pièces lorsqu'elles sont usées, ce qui tempère quelque peu les résultats au cours d'un cycle (hausse et baisse des ventes automobiles).

aux États-Unis). Cette division rapporte gros. Bien qu'elle ne constitue que 15% des ventes, elle représente plus de 40% des profits provenant de la marge brute.

Tout comme il y a deux ans, le titre s'est apprécié rapidement, ce qui nous amena à réduire notre position en portefeuille. Comme on peut le constater, certaines positions deviennent rentables rapidement. Nous avons détenu le titre de GM pendant plus de deux ans. En moins de deux mois seulement, Autonation a engendré un rendement supérieur d'environ 25%.

Nous ne pouvons jamais prédire à l'achat le temps nécessaire pour récolter les fruits d'une prise de position. Nous gardons toutefois l'attention sur le faible risque dont nous bénéficions avec l'escompte par rapport à la valeur estimée, et nous surveillons de près l'évolution de l'entreprise. Il s'agit des éléments sur lesquels nous exerçons un certain contrôle. Par conséquent, la rotation du portefeuille sera tributaire de la reconnaissance des valeurs de nos entreprises en Bourse. Plus celle-ci s'effectue rapidement, plus grande elle sera.

Les financières

Sans surprise, les titres de sociétés financières se sont appréciés suite à l'élection de M. Trump. La Fed prévoit trois hausses de taux en 2017, ce qui augure bien pour les banques, qui ont vu leur marge nette d'intérêt fondre ces dernières années.

Nous avons vendu notre position dans Bank of America, à 19\$ l'action. Mentionnons l'important impact des rachats lorsqu'un titre s'effondre. Après avoir pris position au prix de 16\$, l'action céda du terrain durant l'année 2016, nous permettant d'en racheter à 12\$. Un simple retour à notre prix initial engendra un rendement de plus de 30%. Lorsque nos estimés de valeur demeurent intacts, nous cherchons à bénéficier de ces variations en Bourse.

Nous avons conservé nos actions de Citigroup et les bons de souscription de AIG. Nous comptons profiter des changements prévus à la réglementation par les républicains, ainsi que de la bonne tenue de l'économie américaine en général.

Nous avons brièvement été actionnaires de Wells Fargo. En septembre dernier, un scandale éclata, alors qu'on apprenait que la société s'était adonnée à la création de plus de deux millions de comptes sans autorisation de la part des clients. Le titre perdit rapidement 10%. Bien qu'il ne constituait pas une grande aubaine (à 1,5 fois sa valeur au livre tangible), nous estimions que la baisse s'avèrerait temporaire. Avec le vent favorable provenant des élections, le rebond fut rapide, créant un gain de 13%.

Best Buy

Ce détaillant d'appareils électroniques a une fois de plus contribué à notre performance. Pendant longtemps, les investisseurs en général entretenaient une attitude pessimiste envers le revirement amorcé par son dirigeant, Hubert Joly. Avec des ventes comparables en hausse de 1,8% au dernier trimestre, ainsi que des ventes en ligne ayant progressé de 24%, le scepticisme semble s'être quelque peu estompé. Nous assistons donc à une valeur en Bourse qui se rapproche de nos estimés, nous conduisant à nous en départir.

Ventes de titres

Nous nous sommes délestés de nos positions dans Franklin Resources, Macy's, Nordstrom et Dillard's. Franklin, une société de gestion d'actifs sous forme de fonds mutuels, doit affronter une compétition féroce contre la popularité des fonds négociés en Bourse ainsi que la gestion passive à faible coût. La nouvelle réglementation à propos de la divulgation des frais aux clients favorisent grandement les produits à frais moins élevés.

Quant à nos trois détaillants, leurs ventes comparables sont fortement affectées par la diminution de l'achalandage dans les centres commerciaux, due en grande partie à une migration vers les ventes en ligne. Nous avons misé sur la valeur de leur immobilier, mais doutons que la réalisation de celle-ci s'effectue dans un temps raisonnable ainsi qu'à des prix intéressants, étant donné les difficultés rencontrées dans tout le secteur de la vente au détail de vêtements.

Mentionnons que ces trois titres avaient été liquidés en raison de leur appréciation en Bourse. Malgré leur récente correction, nous démontrons actuellement peu d'intérêt à les racheter.

Administration

L'année s'est terminée avec une valeur liquidative par part de 208.45\$. La distribution de 2016 s'élève à 6,51\$ par part ce qui donne une valeur liquidative par part finale de 201.94\$. Les porteurs de parts qui ont opté pour le réinvestissement automatique de la distribution verront leur nouveau nombre de parts sur leur premier relevé de compte de l'année.

Comme vous le savez, nous avons procédé à un changement concernant le prélèvement des frais de performance dans le fonds. Ceux-ci sont toujours calculés sur une base mensuelle, mais seront versés une fois l'an seulement. Durant les premières années

d'existence du fonds, ces versements avaient lieu aux trois mois, le cas échéant. Cette nouvelle façon de procéder permettra de mieux aligner les frais de performance en fonction des rendements d'une année à l'autre.

Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière