

Lettre annuelle 2017

Fonds Barrage

Rapport de gestion

Pour la période du 1^{er} janvier au 31 décembre 2017, l'indice S&P/TSX a procuré un rendement de 9,02% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a produit un rendement de 13,66% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 11,66% avant frais et de 9,28% après frais.

Le fonds est maintenant composé de 10 titres, avec une encaisse modeste à la clôture de l'année. Soulignons que durant l'année, le niveau de l'encaisse a fortement fluctué. À la fin du premier semestre, il était à 29%. Nos liquidités sont demeurées à un niveau élevé pendant quelques mois. Puis, des opportunités se sont présentées, permettant de déployer tout le capital disponible.

Commentaire sur les marchés

Nos deux indices phares ont bien performé durant l'année. Du côté américain, la réforme fiscale a probablement contribué à cette performance. Le taux corporatif a été réduit de 35% à 21%. Quant au rapatriement des profits étrangers, ils seront assujettis à un impôt de 15,5%. Cela augure bien pour des sociétés telles que Apple, qui selon certains estimés, pourrait ramener au pays quelque 200 milliards de dollars. En toutes probabilités, cet argent sera en partie affecté à la redistribution aux actionnaires, par le biais de dividendes ou de rachats d'actions.

En 2016, la Chine et le Brexit faisaient les manchettes, créant de l'anxiété sur les marchés. Nous n'avons pas assisté à d'évènements semblables en 2017, contribuant à la bonne performance de l'indice S&P 500, qui se transige maintenant à plus de 25 fois les profits par rapport à sa moyenne historique de 15. S'agit-il d'une évaluation exagérée? Dans le contexte où les taux d'intérêt demeurent très bas, et où l'impact de la réforme fiscale sur les profits reste à venir, nous pensons que non. Toutefois, les aubaines sont devenues beaucoup plus rares. Heureusement, cela ne nous a pas empêchés de déployer notre encaisse dans la deuxième moitié de l'année, comme nous le verrons plus loin.

La folie du bitcoin

Depuis quelques années, nous avons été témoins de la spectaculaire ascension du bitcoin, cette monnaie virtuelle issue d'une technologie qui révolutionne la façon d'effectuer des transactions.

Or, il s'avère essentiel de faire la distinction entre cette technologie et la crypto-monnaie en soi. Tout comme l'a déjà mentionné Warren Buffett en 2014, on pourrait tracer un parallèle avec le système bancaire et l'utilisation des chèques pour le transfert d'argent. À n'en point douter, écrire des chèques a constitué pendant longtemps un mode de transmission fort pratique pour déplacer des liquidités d'un compte bancaire à un autre. Toutefois, on n'a jamais attribué de valeur intrinsèque aux carnets de chèques. Ils ne servent qu'à effectuer des transactions. La technologie «blockchain» devrait suivre cette même logique. Son utilité demeure uniquement la transmission d'argent d'une entité à une autre.

Apparemment, le nombre de bitcoins serait limité ultimement à 21 millions d'unités, créant une rareté qui justifierait son ascension vertigineuse. Nous attribuerions davantage de poids à cet argument si le bitcoin constituait la seule crypto-monnaie possible. En réalité, il existe maintenant un grand nombre de monnaies virtuelles, dont le Litecoin, Ethereum, Zcash, Dash, Ripple, Monero, etc. Autrement dit, on peut créer une infinité de ces unités monétaires, un peu comme la banque, qui peut vous envoyer autant de carnets de chèques que vous désirez.

Nous allons clore sur le sujet avec une affirmation toute récente de Warren Buffett, qui s'est à nouveau exprimé sur ce type de monnaie en début de 2018: «Si je pouvais acheter des options de vente échéant dans 5 ans sur chacune de ces monnaies, je serais heureux de le faire.»

Le marché canadien

Sans surprise, la Bourse canadienne continue de sous-performer par rapport au marché américain. Rien ne nous indique que nous devrions changer nos attentes dans le futur. Un haut taux d'endettement des ménages ainsi que des prix immobiliers rendus inabordables dans plusieurs villes du pays n'augurent rien de très positif pour l'avenir. Encore une fois cette année, c'est au sud de la frontière que nous avons trouvé nos meilleures opportunités en Amérique.

Le taux de chômage, à 5,7%, est passé sous la barre de ce qu'il était juste avant la crise financière en 2008. Le marché rigoureux de l'emploi, jumelé au désir de la Banque du Canada de contenir l'ascension des prix en immobilier, devrait contribuer à d'autres hausses de taux d'intérêt. En cas de récession, nous assisterons probablement à une baisse marquée des marchés, conduisant éventuellement à l'apparition d'aubaines.

Nos titres en portefeuille

Charter Communications

Charter constitue un nouveau titre en portefeuille. Cette société fournit des services de câble aux résidences et commerces à travers les États-Unis. À première vue, une telle entreprise ne semble pas très profitable. Au cours des 5 exercices précédents, le bénéfice cumulé a atteint 2,6G\$US, soit une moyenne d'à peine 520M\$US par an. C'est bien peu comparativement à la valeur boursière de près de 100G\$US.

John Malone, un vétéran chevronné de l'industrie, possède directement et indirectement 27% des actions, et exerce une certaine influence dans les décisions d'affaires concernant la société. M. Malone cumule plus de 40 ans d'expérience dans l'industrie du câble, et a longtemps démontré un sens aigu des affaires. Il excellait dans l'art de conclure des transactions et des alliances stratégiques pour faire avancer ses entreprises. Il a toujours mis la priorité sur la création de richesse, par opposition à la création de profits comptables.

Pendant environ 25 ans, il a géré le géant du câble Tele-Communications Inc (TCI Group). Lorsqu'il prit les rênes de l'entreprise 1973, cette dernière connaissait d'importantes difficultés financières, et n'avait que 100 000 abonnés. À peine 8 ans plus tard, TCI était devenu la plus importante compagnie de câble en Amérique. En 1999, elle comptait 11 millions d'abonnés et elle fut vendue à AT&T pour 48G\$US. Soulignons que TCI était cotée en Bourse. De 1974 à 1997, son titre s'est multiplié par près de 5600 fois!

Malone avait apprivoisé un concept qui était peu connu de Wall Street à l'époque, soit les «profits avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement». Dans certains cas, ce concept sert plutôt à camoufler simplement l'absence de profits, comme nous en avons été souvent témoins dans l'industrie du pétrole ces dernières années. Cependant, lorsque la direction cherche davantage à maximiser ses ressources, en utilisant le réinvestissement des liquidités dans le but de maximiser la valeur future, l'absence de bénéfice se transforme alors en un avantage fiscal, puisqu'aucun impôt n'est exigible. Dans bien des cas, cette stratégie suscite des réactions négatives chez les actionnaires et les analystes financiers, qui trop souvent, ne considèrent que les profits comptables dans leurs évaluations. Il y a de cela bien des années, à un groupe d'investisseurs mécontents de TCI, Malone s'était écrié: «Si vous vous intéressez aux profits trimestriels, vous êtes à la mauvaise réunion, et vous détenez probablement le mauvais titre».

Au cours de l'été 2017, le conglomérat japonais Softbank avait effectué une offre de 540\$ par action de Charter, mais celle-ci aurait été refusée par la direction étant donné la façon dont ces 540\$ allait être payés. Dans une entrevue récente avec M. Malone, on

apprenait que Charter Communication s'est vue offrir quatre propositions d'achat ou de fusion par la suite. Il s'agit d'un élément intéressant pour nous, car en ayant acquis les actions de Charter à un prix moyen de 335\$, toute offre qui serait acceptée à des prix le moins similaires qu'aux offres précédentes créerait un gain significatif sur notre position.

Mentionnons qu'il n'y a pas que M. Malone qui tirerait fortement profit d'une vente de l'entreprise. Les deux plus hauts dirigeants de Charter, soit le chef de la direction Thomas Ruthledge ainsi que son trésorier Christopher Winfrey, possèdent des actions de la société à la hauteur de 270M\$US et 150M\$US respectivement.

Beaucoup d'investisseurs craignent le phénomène de l'abandon des services vidéo dans les ménages au profit des services disponibles sur internet. Par exemple, il suffit de détenir une bonne connexion internet pour bénéficier de la programmation de Netflix ou Amazon Prime Video. Toutefois, Charter ne perd pas ses abonnés: en abandonnant la vidéo, ces mêmes abonnés nécessitent une connexion internet plus efficace pour consommer du contenu, ce qui génère davantage de profits à la société en bout de ligne!

Charter, à l'instar de quelques autres compagnies du secteur, jouit d'une situation de monopole dans certaines villes américaines, constituant leur seul fournisseur de service internet rapide. En outre, la société prévoit pouvoir améliorer significativement la vitesse de la bande passante avec peu de dépenses en capital.

Amazon

Amazon constitue notre plus importante position en portefeuille, ce qui peut surprendre plusieurs investisseurs. En effet, cette société dégage un profit net comptable d'à peine 2G\$US par an, contre une valeur boursière de 600G\$US. Un coup d'oeil aux données financières des 10 dernières années nous permet de constater que les ventes ont fortement progressé, à raison de 27% annuellement, contrairement aux profits qui ont crû beaucoup plus modestement. On aurait pu croire que cette tendance trahit une priorisation de la croissance à tout prix au détriment des bénéfices. En réalité, M. Bezos fait preuve d'une grande ambition et d'une capacité particulière à voir à long terme: il réinvestit les bénéfices que la société engendre.

À l'instar de TCI et de Charter Communications, Jeff Bezos ne cherche pas à déclarer des profits taxables pour plaire à Wall Street. Pour bien comprendre la façon de penser de M. Bezos, on doit reculer jusqu'en 1991, au moment où il faisait le point sur sa carrière prometteuse chez DE Shaw, une firme d'investissement new-yorkaise. Il était devenu vice-président de la firme à seulement 26 ans; son avenir s'avérait fort prometteur.

Jeff était cependant intrigué par la venue de l'internet. Selon lui, cette nouvelle technologie allait révolutionner le monde, et il souhaitait fonder une entreprise qui allait fortement bénéficier de ce grand changement. Or, comme sa carrière était déjà assurée, il a fait le point sur les regrets qu'il pourrait éprouver une fois l'âge de 80 ans atteint. Il en a conclu que même s'il échouait, il n'aurait jamais regretté d'avoir au moins essayé. À l'opposé, s'il avait raison à propos de l'internet mais qu'il n'avait jamais tenté le coup, il estimait à 100% ses chances d'exprimer des regrets. Il fit donc le grand saut. Il avait appelé ce processus décisionnel: «le cadre de la minimisation des regrets» (de l'anglais, «The Regret Minimization Framework»).

Ce même cadre est ancré dans le processus décisionnel d'Amazon. Selon M. Bezos, on doit expérimenter si l'on souhaite inventer. Or, si l'on connaît d'avance le résultat d'une expérience, il ne s'agit alors pas d'une expérience! Donc, «expérimenter» constitue une stratégie à laquelle Amazon a recours régulièrement. Beaucoup de sociétés n'osent pas essayer des choses différentes de peur d'échouer, ce qui les empêche de développer de nouvelles idées qui peuvent révolutionner l'industrie.

Nous devons aussi souligner qu'Amazon exécute cette stratégie de manière particulièrement efficace. Lorsqu'un projet ne fonctionne pas, on abandonne rapidement, et on concentre les ressources et les énergies sur ceux qui s'avèrent un succès.

En 2016, la société a dépensé 16G\$US en recherche et développement, soit un montant supérieur à Alphabet, Microsoft ou Apple, et nettement plus élevé que Johnson & Johnson ou Pfizer. En essayant plusieurs idées à travers les années, Amazon en est venue à dominer deux importants secteurs: la vente au détail en ligne et services informatiques en nuage. Pour ce premier, elle détient 44% des parts de marché en incluant les ventes des tierces parties, contre moins de 4% pour Walmart. Soulignons qu'elle rafle environ 50% des nouvelles ventes en ligne. En ce qui concerne les services en nuage, sa filiale AWS possède 35% du marché, et la croissance annuelle au dernier trimestre a atteint 42%.

Selon un sondage récent de UPS, 29% des Américains entament leurs recherches en ligne sur la plateforme d'Amazon, soit près du double de ceux qui débutent avec un moteur de recherche comme Google. Cela permet à la société de récolter des données fort utiles pour bâtir une base de données servant à mieux cibler les clients pour créer sa publicité en ligne.

Nous pensons que la publicité deviendra un moteur de croissance significatif pour Amazon, alors que ce secteur est dominé par deux grands joueurs, soit Alphabet et Facebook. Ce marché comprend des revenus estimés à 200G\$US, et la distribution par internet permet des économies d'échelle substantielles.

En incorporant dans nos calculs des taux de croissance que nous jugeons raisonnables pour les trois avenues de croissances principales - la vente au détail, les services de nuage et la publicité en ligne - , nous arrivons à une juste valeur actuelle de 1640\$, par rapport à notre coût d'achat moyen qui se situe à moins de 1000\$. À noter que nous révisons constamment la valeur, puisque la société évolue dans un domaine dynamique, et avec des taux de croissance des revenus et des flux de trésorerie aussi élevés, des ajustements s'imposent avec le passage du temps.

Allergan et BT Group

Ces titres ont passablement affecté notre performance en 2017, alors qu'ils ont été malmenés en Bourse. Dans le cas d'Allergan, la perte de revenus provenant du Restasis, un médicament pour la sécheresse oculaire, a miné la confiance des investisseurs envers la croissance future de la société. Nous avons réduit notre position significativement à 250\$, mais avons racheté le titre au fur et à mesure qu'il chutait, atteignant un creux de 160\$. La mauvaise performance du titre ainsi que celle de BT Group ont affecté passablement nos rendements en 2017. Nous demeurons néanmoins confiants sur leurs perspectives, ce qui a créé des opportunités d'achat, nous permettant ainsi d'investir une partie des liquidités que nous avons cumulées au 30 juin.

Ventes de Autonation, General Motors et Citigroup

Malgré les évaluations encore intéressantes, nous nous sommes départis de Autonation et General Motors cet été, étant donné nos craintes sur leurs perspectives à long terme. Quant à Citigroup, son prix s'était rapproché de notre estimé, et nous avons préféré le remplacer par d'autres financières.

AIG et BCS

Nous avons investi à nouveau dans AIG. Le nouveau chef de la direction, Brian Duperreault, s'affaire à radicalement changer la façon d'opérer l'entreprise, notamment par rapport aux risques dans la souscription d'assurance. Pour améliorer la qualité des souscriptions, il s'efforce de s'entourer des meilleures personnes dans l'industrie. Nous estimons que ces changements constitueront le point tournant pour AIG.

Barclays s'avère un nouveau titre en portefeuille. Cette banque anglaise se transige à fort escompte sur sa valeur au livre tangible, et elle achève sa restructuration, qui vise à améliorer son profil de risque ainsi que son rendement sur le capital. La direction compte augmenter le versement de dividende dès l'atteinte de ses objectifs, constituant un catalyseur intéressant pour une meilleure évaluation boursière.

Administration

La part du Fonds Barrage a terminé l'année 2017 avec une valeur liquidative de 220,67\$ et une distribution de 36,87\$ par part. Suite au retranchement de la distribution annuelle, la valeur liquidative de la part débute l'année 2018 à 183,80\$. 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.

Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière