barrage capital

11 janvier 2019

Lettre annuelle 2018

Fonds Barrage

Rapport de gestion

Pour la période du 1er janvier au 31 décembre 2018, l'indice S&P/TSX a procuré un rendement de -8,85% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a généré un rendement de 4,15% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de -4.97% avant frais et de -6,06% après frais.

Le fonds est maintenant composé de 10 titres et dispose d'une encaisse modeste. Nous avons maintenu ce faible niveau de liquidités tout au long de l'année.

Malgré la performance décevante de cette année, nous demeurons confiants vis-à-vis nos titres, dont la majorité s'échangent actuellement à des prix très attrayants.

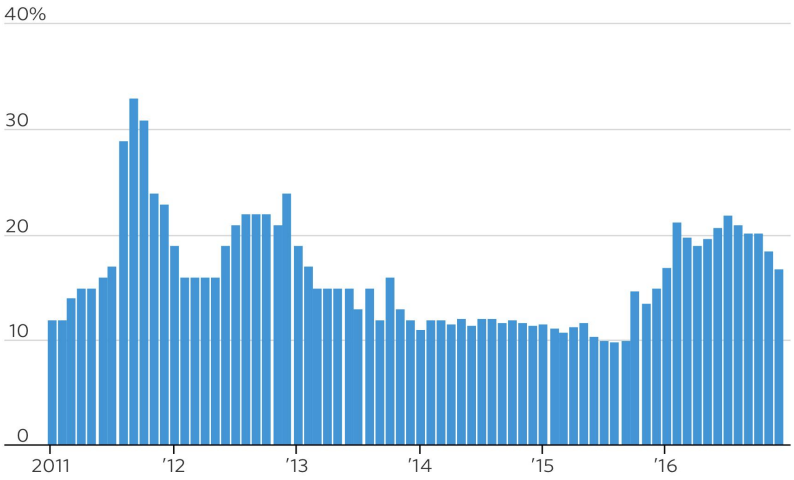
Commentaire sur les marchés

Le mot que nous entendons partout ces temps-ci: récession. Le mot que nous entendions rarement il y a à peine un an: récession. En ce qui nous concerne, ce mot demeure dans notre esprit chaque fois que nous songeons aux risques d'investir en Bourse, peu importe l'opinion publique.

Le graphique suivant indique les probabilités de la venue d'une récession aux États-Unis en fonction des prévisions des économistes de 2011 à 2017 :

Recession Odds

Average probability of the U.S. economy entering recession in the coming 12 months



Source: WSJ Survey of Economists

En 2011, le risque de récession à double creux (en anglais «double dip recession») faisait réagir bien des observateurs. Un article de Forbes datant de juillet 2011 faisait même mention des cinq raisons prouvant que le pays était déjà de retour en récession. En octobre de la même année, l'économiste Nouriel Roubini, reconnu pour avoir prédit la crise financière, déclara: «La question n'est pas de savoir s'il y aura une récession à double creux ou non, mais plutôt de connaître la sévérité de celle-ci ainsi que la possibilité qu'elle soit accompagnée d'une autre crise financière». Ce genre de constats semblent avoir exercé leur effet sur les investisseurs, alors que le S&P 500 chuta de 16% sur une courte période de temps (malgré l'absence de récession).

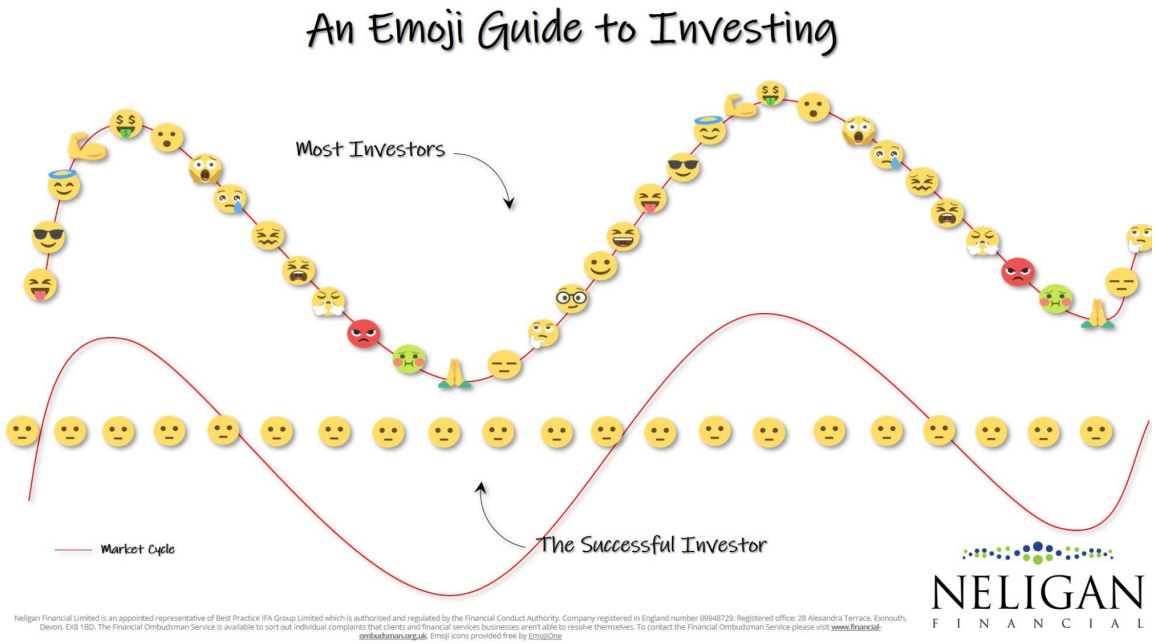
Pourquoi tant de pessimisme à l'époque? Il suffisait de lire les manchettes nationales et internationales. Les problèmes d'endettement de plusieurs pays d'Europe semaient la panique, la Grèce tout particulièrement. Puis en 2013, le S&P 500 a connu son meilleur rendement en 15 ans: 32.4%. Voilà de quoi apaiser les craintes! Les prévisions de récession se sont améliorées sur quelques années.

Puis en 2016, le spectre de la récession a été ravivé par le Brexit et un possible ralentissement en Chine. Aujourd'hui, à peine deux ans plus tard, ce sujet chaud refait surface, étant donné la hausse des taux d'intérêt, la mise en place de tarifs douaniers et peut-être aussi pour certains, le simple fait qu'ils entendent souvent parler de Donald Trump.

Loin de nous l'idée de prédire l'absence d'une récession en 2019 ou 2020. Bien au contraire, cette éventualité s'avère toujours probable, et celle-ci s'est même accrue avec la hausse des taux d'intérêt. Toutefois, plutôt que de tenter de deviner quand cet événement surviendra, nous préférons sélectionner des titres de compagnies qui sont bien outillées pour survivre à ces moments difficiles.

Nous n'éprouvons aucune crainte vis-à-vis nos sociétés en portefeuille, même si leurs titres ont été récemment affectés en Bourse. Bien au contraire, l'escompte entre nos estimés et la valeur boursière est devenu encore plus attrayant. Nous pensons que la peur ressentie par les investisseurs est renforcée par le comportement des titres. Les médias annoncent des temps difficiles. Cela doit être vrai, puisque les marchés s'effondrent! Nous nous retrouvons devant un cercle vicieux: les mauvaises nouvelles font chuter les cours, et la chute des cours engendre plus de mauvaises nouvelles.

Le schéma suivant, tiré du site de la firme britannique Neligan Financial, en dit long sur la réaction des investisseurs selon le cycle boursier.



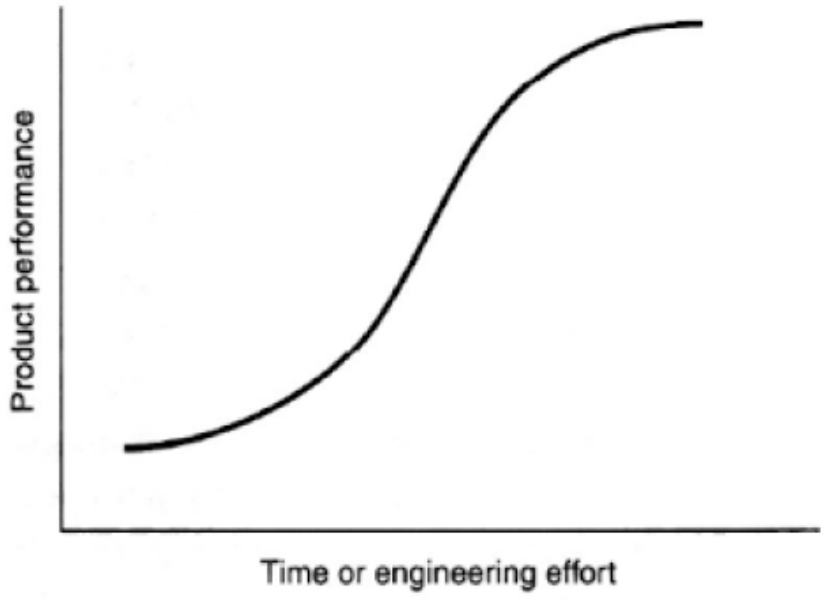
Alors que la majorité des investisseurs réagissent en fonction de la courbe, ceux qui réussissent à long terme adoptent une attitude émotionnelle neutre de façon permanente. Quant aux récessions, ce risque demeure bien réel en tout temps. Ironiquement, une chute des marchés crée de meilleures opportunités en Bourse, précisément aux moments où les craintes de récession atteignent leur paroxysme. Puis, après un rebond boursier, la peur a tendance à s'estomper. Les risques de récession existent toujours, mais les titres sont devenus plus chers et les investisseurs cessent de s'inquiéter.

Notons que certaines sociétés sont plus sensibles que d'autres aux récessions, comme les manufacturiers automobiles et les constructeurs de maisons. Dans ces cas précis, nous porterons une attention précise au cycle économique, prenant soin d'ajuster les profits en conséquence. L'emphase sera également mis sur le bilan. Quand nous regardons nos titres actuels, nous sommes rassurés par la solidité des modèles d'affaires de nos entreprises ainsi que leur excellente santé financière.

Le grand changement technologique

Depuis quelques années, nous sommes témoins d'un grand bouleversement technologique dans plusieurs industries. La vente au détail constitue l'un des domaines les plus touchés avec la venue du commerce électronique, mais bien d'autres secteurs sont maintenant également affectés.

La progression de ces changements pourrait être représentée par cette courbe:



Elle démontre qu'au départ, tout arrivait lentement, avec peu d'impact sur les secteurs traditionnels. Vers la fin des années 90, nous avons assisté à la bulle boursière technologique. L'internet constituait un concept nouveau, qui allait révolutionner le monde. Une multitude de sociétés ont tenté de profiter du mouvement, en ajoutant le suffixe «.com» à leur nom pour propulser la valeur de leur titre en Bourse. Cependant, nous étions à l'aube de la révolution, et la puissance des connexions internet demeurait limitée.

La société de diffusion de films en continu Netflix a su naviguer sur cette courbe en fonction des capacités technologiques au fil du temps. Son fondateur, Reed Hasting, avait l'idée d'offrir des films en continu quelque 10 ans avant de réellement tester ce service en 2007. Or, en attendant, il a opté pour une solution que l'on pourrait qualifier «d'hybride». Ses membres pouvaient sélectionner les films à louer en ligne, et on leur envoyait des DVD par la poste pour les visionner. Le jumelage du monde en ligne et physique a su assurer sa viabilité alors que les progrès technologiques avançaient lentement.

Aujourd'hui, nous nous retrouvons en plein dans la section la plus ascendante de la courbe. Il aura fallu attendre une décennie, soit en 2007, avant de voir naître la diffusion en continu. Le nombre d'inscriptions est passé de 7.5 millions en 2007, à 137 millions à la fin du 3e trimestre 2018. Durant ce temps, nous avons assisté à la banqueroute de Blockbuster en 2010. Netflix a su profiter de la progression technologique depuis le début de la courbe. Le nombre de ses membres ne cesse d'augmenter grâce à la capacité grandissante du réseau internet à travers le monde.

En tant qu'investisseur, ignorer ce genre de bouleversement peut s'avérer coûteux, puisqu'une multitude de sociétés et de modèles d'affaires appartenant à des secteurs traditionnels sont sur le point ou sont en train de disparaître. Cette tendance a été renforcée par le développement et l'utilisation accrue de l'intelligence artificielle.

Kai-Fu Lee, un expert dans ce domaine, a travaillé en tant que président de Google China, ainsi que précédemment chez Microsoft et Apple. Dans un livre qu'il a tout récemment écrit, il explique à quel point l'intelligence artificielle va révolutionner nos vies, et particulièrement le marché du travail. Il insiste sur un point: une nouvelle découverte technologique n'est point nécessaire pour que l'on assiste à de profondes transformations. L'élément essentiel conduisant à cette révolution existe déjà! Il s'agit de l'abondance des données, jumelées à la capacité des ordinateurs.

À la base, un ordinateur ne peut reproduire la complexité du cerveau humain. L'intuition et la créativité sont plus difficilement à sa portée. Ce qui lui donne un avantage énorme sur l'humanité, c'est la grande quantité de données qu'il peut traiter. Contribuant à l'essor de l'intelligence artificielle, des sociétés américaines telles que Google (Alphabet), Facebook et Apple investissent des sommes considérables en recherche et développement. Ajoutons à cela les sociétés chinoises comme Alibaba et Tencent, qui jouissent d'un bassin de population de quelque 1.3 milliard d'individus, dont la majorité utilisent constamment leur téléphone cellulaire. Chaque action, chaque transaction contribue à alimenter le réservoir de données, rendant les algorithmes de l'intelligence artificielle de plus de plus efficaces.

Pour l'investisseur «valeur», ces facteurs sont importants à considérer. Il suffit d'observer les profondes transformations dans l'industrie de la vente au détail, qui s'avèrent évidentes depuis quelque temps déjà. D'autres secteurs sont plus «subtilement» exposés à ce genre de risque. Le cas de la voiture autonome par rapport à l'utilisation des hôtels sur le bord des routes constitue un bon exemple. Une voiture qui se conduit toute seule permettra à son ou ses passagers de dormir à l'intérieur du véhicule s'ils le désirent, rendant moins essentielle une aire de repos pour passer la nuit.

Nos compagnies

Nos titres ont été affectés par la récente correction au cours de la deuxième moitié de l'année. Depuis le 30 septembre, nos 3 plus grosses positions, soit Google (Alphabet), Facebook et Apple, ont chuté de 25%, 15% et 33% respectivement. Soulignons que dans le cas d'Apple, nous avions une position plus modeste au départ, ayant réduit notre participation en août et en début de septembre. Au mois de novembre, nous avons profité de la faiblesse du titre pour en racheter. Par conséquent, c'est le titre de Facebook qui a affecté le plus notre performance des trois derniers mois.

Jetons maintenant un coup d'oeil aux résultats financiers pour nos titres les plus importants en comparaison avec leur performance en bourse pour l'année 2018:

	Apple	Google	Facebook
Croissance des profits par action	29%	24%	28%
Performance du titre en 2018	- 7%	- 1%	- 25%
Variation du ratio cours / bénéfice	**- 28%**	**- 20%**	**- 42%**

Le tableau ci-haut affiche le taux de croissance des profits par action pour les douze mois terminés le 30 septembre 2018. Sans aucun doute, la croissance des profits était au rendez-vous chez nos sociétés. Cependant, les cours boursiers ont emprunté le chemin inverse, ce qui a contribué, selon nous, à les rendre encore plus intéressants. Apple, Google et Facebook étaient respectivement 28%, 20% et 42% moins chères à la fin 2018 qu'en début d'année.

Alphabet

La société continue de bénéficier de la croissance du marché mondial de la publicité, où nous assistons toujours à une migration vers le numérique. Le marché mondial dans son ensemble devrait croître de 5% par an d'ici 2022, selon la société d'étude de marché eMarketer. Quant au marché numérique, la firme prévoit qu'il surpassera les médias traditionnels vers 2021.

Bien qu'Alphabet tire ses revenus majoritairement de la publicité en ligne, ses autres divisions sont appelées à contribuer de plus en plus dans le futur. Au dernier trimestre, sa division «autres revenus», qui inclut les résultats de ses ventes en nuage, a affiché une croissance de 29%. Amazon et Microsoft surpassent de loin la société dans cette catégorie, mais elle bénéficie d'un marché qui sera en forte croissance pendant longtemps.

Nous devons souligner les importantes avancées de Waymo, la filiale de voitures autonomes. Un projet de taxi commercial a été inauguré en décembre dernier à Phoenix, plaçant la firme en compétition directe avec Uber et Lyft. Waymo a cumulé plus de 16 millions de kilomètres de conduite avec ses voitures autonomes, ce qui a permis à une gigantesque accumulation de données. Voilà un bel exemple d'avancée pour l'intelligence artificielle, qui dépend essentiellement des données pour se développer.

Facebook

Le titre a subi une sévère correction depuis son sommet de juillet 2018, cédant près de 40% de sa valeur. Une série de mauvaises nouvelles a contribué à cette chute.

Tout d'abord, peu après l'annonce des résultats du 2e trimestre, nous obtenions un nouvel estimé des marges dans le futur. D'importantes dépenses ont été prévues pour améliorer les mesures de sécurité et de contrôle. Durant leur appel conférence, la direction mentionna une transition des marges vers 35%, comparativement à 46% au moment de l'annonce.

Une autre source d'inquiétude provient du changement de stratégie chez Facebook. La direction souhaite mettre l'emphase sur les «stories» plutôt que le fil d'actualités (en anglais, «newsfeed»), amenant un risque d'ajustement des profits durant la transition. Ajoutons à cela le départ de plusieurs dirigeants haut placés, indiquant selon certains que les perspectives de la compagnie se sont assombries. Finalement, il y a eu l'introduction du règlement sur la protection des données (en anglais, «GDPR») en Europe au mois de mai, augmentant les craintes à l'effet que Facebook puisse monétiser ses plateformes.

Un autre facteur contribue fortement à l'entretien d'une image négative de la société: les médias. En effet, nous avons rarement vu une société être autant la cible des journalistes en si peu de temps. Au New York Times, beaucoup d'énergie est consacrée à toutes sortes d'enquêtes, dans ce qui semble être une tentative d'affaiblir la popularité de ce géant des réseaux sociaux. Nous comprenons en bonne partie leurs motivations.

Un journaliste canadien nous a confié il y a quelque temps que Facebook avait une totale emprise sur son Journal. De plus en plus, les lecteurs accédaient à leurs articles via les réseaux sociaux, plutôt que d'aller sur le site du Journal. Par conséquent, Facebook bénéficie d'un contenu de qualité, tout en empochant les revenus publicitaires qui en découlent. Ce genre de commentaire nous a fait réaliser davantage le positionnement incroyable de la société. Il ne faut donc pas s'étonner de la réaction de certains médias traditionnels face aux événements survenus chez Facebook.

Parmi les facteurs cités plus haut, un seul a vraiment attiré notre attention. La réduction des marges à venir constitue un changement important à court terme, mais plutôt modeste à long terme à notre avis. Lorsque les nouvelles mesures et procédures auront été mises en place et seront peaufinées, les marges devraient s'améliorer et la société renouera avec la croissance. Le fondateur, Mark Zuckerberg, a tout récemment déclaré que plus de 30 000 personnes ont été affectées à cette fin.

Or, comme nous l'avons mentionné précédemment, l'intelligence artificielle jouera un rôle grandissant dans nos vies, et M. Zuckerberg compte l'utiliser de plus en plus. Le chef de la technologie chez Facebook, Mike Schroepfer, a déclaré que le seul moyen de réviser efficacement 2,3 milliards d'utilisateurs, c'est en ayant recours à ce précieux outil. Confier tout ce travail à des employés constituerait un coût exorbitant.

En ce qui concerne la croissance des revenus de Facebook, nous tablons sur une augmentation des recettes générées par utilisateurs, et non sur l'augmentation du nombre total de ceux-ci. Actuellement, le revenu moyen par utilisateur atteint 24 $ US à l'échelle mondiale, soit une croissance de 20% par rapport à l'an passé. Pour fins de comparaison, ce chiffre s'élève à plus de 100$ US pour l'Amérique du Nord.

Apple

Les résultats se sont avérés excellents au dernier trimestre. Le segment des revenus provenant des services atteint maintenant 10G$, une augmentation de 27% par rapport à l'an passé. Ce segment représente maintenant 16% des revenus totaux, et ce pourcentage est appelé à accroître dans le temps, diminuant la dépendance de la société sur les ventes d'appareils.

Le titre a été passablement malmené lors des deux derniers mois, dû à deux événements. Tout d'abord, la direction a annoncé en novembre qu'elle comptait cesser de divulguer le nombre d'unités vendues (iPhone, iPad, Mac), ce qui a déplu à bien des analystes et investisseurs. Nous croyons cependant que la société n'avait pas avantage à divulguer ces données. En effet, la plupart de ses compétiteurs ne les fournissent point, permettant donc à ceux-ci de suivre l'évolution des ventes d'unités d'Apple sans avoir à le faire en retour.

Le titre a chuté davantage au tout début de l'année, alors que la direction a révisé les perspectives de revenus à la baisse. La cible est passée d'une fourchette entre 89G$ et 93G$, à 84G$. Le blâme a été jeté surtout sur la Chine, où les tarifs et un certain ralentissement de l'économie exercent une pression sur les ventes. Un autre facteur est probablement venu s'ajouter avec l'arrestation de la chef des finances de Huawei au Canada, créant temporairement un sentiment anti-américain chez la population chinoise.

Nous avons pu observer un phénomène similaire en 2012, alors qu'une dispute de territoire entre le Japon et la Chine avait entraîné une chute soudaine des ventes de Toyota et Honda de 49% et 41% respectivement, pour le mois de septembre. L'incident a fini par être oublié, et les consommateurs chinois ont recommencé à acheter des véhicules japonais.

D'un sommet de 232$ en octobre de l'an passé, le titre de Apple a dégringolé à 147$ au moment d'écrire ces lignes! Nous connaissons leur stratégie actuelle en matière d'allocation du capital, qui vise à affecter tous leurs actifs liquides au rachat de leurs actions. La direction se voit offrir une belle opportunité de les acquérir à un prix très alléchant.

En tenant compte de l'encaisse au bilan, nous estimons que le titre se transige entre 10 et 11 fois les profits. Nous sommes toujours confiants quant aux perspectives de la société à long terme, et pour une troisième fois depuis que nous avons démarré le fonds, la Bourse nous offre un excellent prix pour en devenir actionnaires.

Amazon

En février 2018, nous avions complètement vendu notre position, entre 1400$ et 1500$, étant donné que nous nous étions rapprochés de notre estimé. Le titre a poursuivi son ascension, surpassant les 2000$, pour finalement reculer à moins de 1350$ au mois de décembre. Alors que près d'un an s'est écoulé depuis notre vente finale, nous avons récemment rebâti une position dans le titre. En fonction des derniers résultats, nous jugeons que la valeur intrinsèque a augmenté de 40% au cours des derniers 18 mois. Par conséquent, nous sommes à nouveau devenus actionnaires d'Amazon à un escompte similaire à celui que nous obtenions auparavant, lors de nos premiers achats en 2017 (à 1000$ et moins).

La faiblesse récente du titre peut être attribuable à la prévision de la direction pour le 4e trimestre, avec une croissance des ventes prévue entre 10% et 20%. Malgré un possible ralentissement du côté des ventes en ligne, nous sommes très confiants pour la division du nuage. Les ventes et les profits d'opérations ont progressé de 46% et 80% respectivement au dernier trimestre! Le fondateur, Jeff Bezos, continue d'innover, et à n'en point douter, sa société bénéficiera du développement de l'intelligence artificielle.

L'une de ses grandes forces réside dans sa vision à très long terme. En 1996, le chef de la direction de la grande chaîne américaine de librairies de l'époque, Barnes & Noble, approcha M. Bezos. M. Riggio le mit en garde: Barnes & Noble s'apprêtait à démarrer son propre site de ventes en ligne, et était sur le point d'*anéantir* Amazon. Par conséquent, Bezos avait intérêt à collaborer avec le géant du livre. Cette année-là, les ventes de Amazon s'élevaient à peine à 16M$, contre 2G$ pour B&N, soit un multiple de 125 fois. Bezos a décliné l'offre, et les ventes totales d'Amazon surpassent maintenant celles de B&N par un facteur de 62.

De nos jours, Bezos acquiesce en quelque sorte avec Riggio. Son habitude de voir loin dans le temps l'a amené à envisager la mort d'Amazon, qui constituerait une certitude selon lui. «Même les meilleures entreprises finissent par disparaître». Il souhaite cependant que cette éventualité ne survienne qu'après son décès! Autrement dit, il souhaite se battre comme au premier jour et repousser au maximum le jour où Amazon sera battu. Voilà une attitude qui nous rassure en tant qu'investisseurs. Son dirigeant fondateur demeure constamment sur ses gardes et cherche à exceller sur une base constante.

Administration

La part du Fonds Barrage en dollar canadien a clôturé l'année avec une valeur liquidative de 172.66$. Après le versement d'une distribution de 4.34$, la valeur s'établit à 168.32$.

La part du Fonds Barrage en dollar américain a clôturé l'année avec une valeur liquidative de 126.42$. Après le versement d'une distribution de 3.18$, la valeur s'établit à 123.24$.

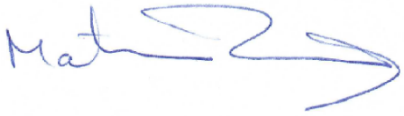
Pour l'année 2019, le seuil de performance en dollar canadien est de 194.28$ par part du Fonds Barrage, soit 15.4% au-dessus de la valeur en début d'année.

Les porteurs de parts qui ont opté pour le réinvestissement de la distribution verront leur nouveau nombre de parts sur leur premier relevé de compte de l'année.

Cordialement,

Patrick Thénière

Rémy Morel



Mathieu Beaudry

Maxime Lauzière