

Lettre annuelle 2019

Fonds Barrage

Rapport de gestion

Pour la période du 1^{er} janvier au 31 décembre 2019, l'indice S&P/TSX a procuré un rendement de 22.64% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a généré un rendement de 25.13% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 30.36% avant frais et de 26.10% après frais.

Le fonds est toujours composé de 10 titres et dispose d'une encaisse modeste. Nous avons maintenu un certain niveau de liquidités tout au long de l'année, mais avons été opportunistes vers la fin de l'exercice.

Commentaire sur les marchés

Les États-Unis n'ont pas connu de récession lors de la dernière décennie, il faut remonter à 1850 pour observer une telle situation. Or, durant cette même décennie, nous avons entendu maintes fois parler du risque de la prochaine récession. Au tout début, alors que nous étions à peine sortis de la grande crise financière, le spectre de la «récession à double creux» faisait couler beaucoup d'encre dans les médias. C'était l'époque où plusieurs pays d'Europe croulaient sous les déficits à un point tel qu'on discutait de défaut sur la dette souveraine. La Grèce attirait particulièrement l'attention, et des négociations avec les détenteurs d'obligations ont dû être entamées. Au fil des années, la bonne tenue de l'économie par rapport aux sombres perspectives a donné tort aux pessimistes. Cependant, l'absence de récession n'a fait qu'augmenter les craintes: au moindre signe de ralentissement, la Bourse réagit rapidement.

Certains diront que les marchés se sont beaucoup appréciés, et que nous sommes peut-être en territoire d'une bulle spéculative. Ceux qui ont participé à la première vague internet il y a 20 ans se rappelleront la dure leçon du retour à la réalité, alors que l'indice Nasdaq céda 60% de sa valeur après son sommet du mois de mars de l'an 2000.

Si l'on jetait un coup d'oeil à l'indice S&P 500, qui a bondi de 320% depuis le creux de la crise financière (mars 2009), on pourrait être amené à conclure que l'appréciation a été trop rapide et prononcée. Historiquement, la Bourse a engendré en moyenne de 9 à 10% par an (en incluant les dividendes). Cependant, le rendement depuis 2009 a été

plutôt de 16% (sans l'effet de la devise canadienne). Aujourd'hui, le ratio cours / bénéfice oscille autour de 24 fois selon les estimés, soit un niveau similaire à l'été de 2016. La Bourse a certes bien performé grâce à une meilleure évaluation des titres, mais aussi grâce à l'évolution des profits des compagnies, sans oublier les mesures fiscales et financières instaurées par l'administration Trump pour stimuler l'activité économique.

Au point où nous en sommes, rien ne nous permet d'être particulièrement optimistes ou pessimistes. Cependant, sans nécessairement «attendre» une récession, nous sommes conscients de ce risque. C'est pourquoi nous devons toujours rester vigilants dans le choix de nos titres. À défaut de contrôler les forces macroéconomiques, nous pouvons restreindre notre sélection aux titres de sociétés capables de survivre aux pires tempêtes économiques et financières.

Les grandes sociétés du S&P 500

Dans le tableau qui suit, nous avons les 7 plus importants titres ainsi que leur pondération au sein de l'indice au moment d'écrire ces lignes:

Compagnie	Symbole	Valeur (en milliards d'USD)	Pondération
Apple	AAPL	1300	4.65%
Microsoft	MSFT	1200	4.54%
Alphabet*	GOOG	950	3.05%
Amazon	AMZN	930	2.93%
Facebook	FB	610	1.87%
Berkshire Hathaway	BRK.B	550	1.66%
JP Morgan Chase	JPM	430	1.64%

* En combinant les deux classes d'actions, A et C.

Nous détenons ou avons détenu en 2019 quatre de ces titres en portefeuille, laissant peut-être croire que nous favorisons nettement les titres à très grande capitalisation. Voyons maintenant les plus importants titres du même indice pour l'année 2000, à titre de comparaison:

Compagnie (an 2000)	Symbole	Valeur (en milliards d'USD)
General Electric	GE	475
Exxon Mobil	XOM	300
Pfizer	PFE	290
Citigroup	C	285
Cisco Systems	CSCO	275
Wal-Mart Stores	WMT	235
Microsoft	MSFT	230

La seule société qui est demeurée dans le peloton constitue Microsoft, une compagnie dans un secteur qui a été historiquement considéré comme risqué, la technologie!

À noter que si on reculait d'un autre 10 ans, soit l'année 1990, on verrait qu'Exxon Mobil et General Electric figuraient deuxième et troisième respectivement, démontrant que leur domination au palmarès n'avait pas nécessairement été de courte durée.

À l'époque, General Electric vivait ses heures de gloire, son titre ayant atteint son sommet historique de 60\$ durant l'année 2000. Elle engendrait des profits de 12G\$US et se transigeait à un prix élevé en Bourse, avec un ratio cours / bénéfice de plus de 40 fois. Aujourd'hui, la société essuie des pertes, son titre croule sous les 12\$, et son avenir demeure incertain, sans parler de toute l'anxiété que sa division financière suscite depuis quelques années.

Quant à Exxon Mobil, son rendement en Bourse n'a été que de 2.4% annuellement sur 20 ans, sans inclure les dividendes, ce qui place sa performance loin derrière l'indice S&P 500. Ses revenus et ses profits sont maintenant à une fraction de ce qu'ils étaient en 2011.

Étant donné que 3 de nos plus grosses positions en portefeuille figurent également dans le palmarès des 7 titres les plus imposants dans le S&P 500, ne devrions-nous pas y voir là un certain signal d'alarme? Comment pouvons-nous affirmer que des sociétés dont la valeur se situe entre 600G\$US et 1000G\$US se négocient à prix d'aubaine? Qu'est-ce qui nous permet de penser qu'elles performeront bien dans le futur?

En tant qu'investisseurs valeur, nous recherchons habituellement des titres négligés, boudés ou mal compris. Vous retrouverez de temps à autre des titres négligés dans la pile des titres «peu intéressants» pour la simple et bonne raison qu'ils sont peu suivis. Cependant, dans un long marché haussier, les aubaines se font plus rares et la compétition pour dénicher ces titres augmente. Nous nous retrouvons donc surtout avec des titres boudés et mal compris. Boudés parce qu'ils sont perçus négativement par la masse, les médias et les politiciens. Mal compris parce que les investisseurs et analystes évaluent mal leurs capacités bénéficiaires et leurs avantages compétitifs.

Le grand virage technologique: bien amorcé et toujours en cours

Lors des 20 dernières années, nous avons assisté à une révolution technologique sans précédent. Internet est devenu l'autoroute de l'information, et depuis les années 90, sa capacité de faire voyager les données ne cesse d'augmenter. Au début, le simple fait de pouvoir envoyer des messages en temps réel constituait une révolution en soi. L'utilisation du courriel s'est donc étendue partout. Puis, la croissance de la capacité de transmission des données a toujours ouvert la porte à de nouvelles possibilités. En 1994, Amazon a amorcé la vente de livres en ligne. En 1998 est apparu le moteur de recherche Google. En 2003, le réseau social Myspace est devenu populaire, puis a été surpassé par Facebook.

Les premiers services de diffusion en continu (streaming) firent leur apparition, dont YouTube en 2005. La qualité des vidéos pouvait parfois laisser à désirer, mais il s'agissait d'une grande innovation. Puis, en 2007, Netflix démarra à son tour sa diffusion en continu, avec des films en ligne. Son fondateur, Reed Hasting, dut attendre que la capacité de transmission soit suffisante pour commencer à offrir un service « acceptable » et comparable à ce qui était offert avec l'envoi de DVD par courrier. Avec les années qui passèrent, la qualité des films et la facilité d'utilisation pour les clients n'ont fait qu'augmenter. C'est également en 2007 que l'iPhone a vu le jour, amenant une toute nouvelle façon pour le consommateur d'utiliser l'internet.

Pendant ce temps, le nuage (le cloud) entreprenait son long voyage dans le bouleversement de l'industrie informatique. Amazon Web Services (AWS) lança son premier service en 2006. Cette nouvelle initiative a fait place à une révolution numérique, dans laquelle l'installation de logiciels sur le disque dur des ordinateurs devenait de plus en plus désuète. De la même façon qu'il ne s'avère plus nécessaire pour Netflix d'envoyer des DVD pour obtenir une bonne qualité d'image, les sociétés créant les logiciels n'ont plus besoin d'un support autre qu'internet pour faire bien fonctionner leurs produits chez leurs clients. La transmission rapide des données permet d'obtenir les mêmes avantages offerts jadis par le DVD ou tout autre support physique. Les mises à jour peuvent être effectuées à distance et de façon instantanée.

Tous ces avantages découlent principalement de l'augmentation de la capacité de l'internet et la puissance de calcul des ordinateurs. Beaucoup d'investisseurs ont exprimé des doutes quant à l'impact de cette révolution et ont remis en question pendant longtemps l'évaluation des sociétés qui en bénéficiaient le plus.

Au mois de mai 2019, Warren Buffett avait annoncé que Berkshire Hathaway avait acquis des actions d'Amazon, en précisant que cette initiative découlait d'un de ses gestionnaires de portefeuille, Todd Combs ou Ted Weschler. Durant l'assemblée annuelle, on se demandait si avec un tel achat, la société avait abandonné sa philosophie d'origine, c'est-à-dire, «l'investissement valeur». Buffett a été catégorique dans sa réponse: «Les gens qui ont pris la décision par rapport à Amazon sont autant des investisseurs valeur que je pouvais l'être lorsque je recherchais des compagnies se transigeant sous le montant de leur fonds de roulement. Cela n'a pas changé.» Warren ajouta que les critères utilisés s'avèrent identiques pour Amazon que pour une banque qui semble une aubaine en regardant sa valeur comptable ou les profits.

En 2017, lors d'une entrevue à CNBC, Warren Buffett avait déclaré qu'il suivait depuis longtemps l'évolution d'Amazon et de son fondateur, Jeff Bezos. Malgré son admiration pour ce dernier, il avait toujours choisi de demeurer sur les lignes de côté. En réponse à la question «pourquoi n'a-t-il jamais acheté le titre?», il affirma avoir été stupide.

Charlie Munger, le bras droit de M. Buffett chez Berkshire Hathaway, a émis un commentaire semblable à l'endroit de Google. Ils avaient constaté à quel point Google était une entreprise publicitaire exceptionnelle puisqu'ils en étaient eux-mêmes de bons clients par l'entremise de Geico, leur société d'assurance automobile. Pourtant, lui et Warren ont préféré ne rien faire et s'asseoir sur leurs lauriers.

La fulgurante expansion de la vitesse internet...après l'éclatement de la bulle

Pour obtenir une idée de la progression de la transmission des données, nous avons consulté le site de Vidéotron à travers Wayback Machine, un site permettant de retracer l'historique des sites web. Voici les données concernant la disponibilité de la haute vitesse, en fonction des années et basées sur les téléchargements pour l'accès résidentiel:

Fin des années 90: 56 kbit/s (milliers de bits par seconde).

2005: 6.5 Mbit/s (millions de bits par seconde). On annonce fièrement qu'il s'agit d'une vitesse 118 fois plus rapide que le modem de 56 kbit/s!

2010: TGV (très grande vitesse), avec 120 Mbit/s.

2015: Fibre 200 hybride, avec 200 Mbit/s.

2020: Hélix Internet 400, offrant 400 Mbit/s (soit 62 fois la vitesse de 2005).

Comme on peut l'observer avec ces données, nous avons connu toute une progression depuis l'éclatement de la bulle techno. Il ne s'agit ici que d'un exemple avec un service résidentiel. Au niveau commercial et industriel, on assiste à une progression de plus grande envergure. Selon une étude publiée par MarketsandMarkets en 2019, le marché de l'informatique dans le nuage (cloud computing) devrait atteindre 623G\$US en 2023. Comme on le sait, Amazon s'avère l'une des grandes bénéficiaires de ce marché, mais à ses débuts, l'avenir s'annonçait beaucoup moins rose.

L'arrivée de l'internet dans nos foyers avait causé un engouement de taille pour les titres en Bourse à l'époque, conduisant à la bulle technologique qui causa de lourdes pertes financières chez une multitude d'investisseurs. Beaucoup de sociétés se sont totalement effondrées, comme Pets.com. D'autres ont survécu, comme Amazon. Comme le mentionne Brad Stone dans sa biographie de Jeff Bezos, la société était venue près de la catastrophe.

En effet, seulement un mois avant le crash boursier, Amazon avait réussi à compléter une ronde de financement avec des obligations convertibles, pour lesquelles elle avait dû offrir des termes plus généreux pour convaincre les preneurs.

Les choses se sont beaucoup améliorées par la suite. La plupart des initiatives qui ont conduit Amazon au succès qu'elle connaît aujourd'hui ont été entreprises après l'éclatement de la bulle technologique. Outre la création de AWS en 2006, la société avait démarré le «third-party marketplace» en 2003, la plateforme pour permettre aux entreprises de vendre via son site. Quant à l'idée de former des équipes assez petites pour être nourries avec seulement deux pizzas («two-pizza teams»), elle est survenue en 2002. Cette initiative contribua grandement à la culture d'innovation que Jeff voulait instaurer à la grandeur de son entreprise.

De la bulle techno à une situation d'oligopole

De grands changements sont survenus durant la première décennie du nouveau millénaire. Ben Thompson, un analyste américain des affaires qui vit à Taipei, a récemment offert un point de vue intéressant sur son site Stratechery. Riche de son expérience en tant qu'ancien employé d'Apple et Microsoft, il a réfléchi à la question et a établi un parallèle entre l'industrie automobile et les compagnies technologiques d'aujourd'hui. Il suggère que les grandes sociétés de nuage et de téléphones mobiles - Amazon, Microsoft, Apple et Alphabet - pourraient bien être les General Motors, Ford et Chrysler du 21e siècle.

Il explique que la première voiture américaine a été confectionnée en 1895. Les cinq années suivantes, 34 nouveaux manufacturiers de voiture sont apparus. Vingt ans plus tard, 401 nouvelles compagnies ont vu le jour dans cette industrie. Il y avait donc eu une prolifération de manufacturiers, mais ultimement, les «Big Three», soit GM, Ford et

Chrysler, en sont venus à se disputer le marché à eux seuls. La disparition de nouveaux concurrents ne signifiait pas pour autant que la voiture cessait de révolutionner notre société. Bien au contraire, ce produit est devenu omniprésent dans nos vies.

Le parallèle établi par M. Thompson: même si peu de nouveaux concurrents arrivent pour défier et menacer l'oligopole Amazon, Microsoft, Apple et Alphabet, les produits de ce quatuor de la révolution internet continueront d'exercer un profond impact dans nos vies. Dans un tel contexte, l'investisseur valeur ne doit pas se laisser freiner par la taille d'une société, et ainsi négliger de considérer tout son potentiel dans son ensemble.

Nos compagnies en portefeuille

Alphabet (Google) tire principalement ses profits de la publicité. Malgré sa forte taille actuelle, nous sommes optimistes. Le budget total alloué à la publicité à l'échelle mondiale devrait surpasser le billion de dollars dans quelques années. Quant à la part dédiée aux médiums numériques (internet vs radio, télévision et autres médias traditionnels), elle augmente constamment en pourcentage, ayant surpassé les 50% en 2018.

En 2004, la société WPP, le plus important réseau mondial d'agences de publicité et de communication, affichait des ventes et des profits deux fois plus élevés que Google. Il s'agissait de l'année où cette dernière procédait à son entrée en Bourse.

Du côté de l'évaluation, un investisseur choisissant Google devait payer deux fois la capitalisation de WPP, et se contenter temporairement de la moitié des bénéfices. Quelque 15 ans plus tard, le titre de Google s'est multiplié par 16 fois, alors que la performance de WPP, même en tenant compte des dividendes versés, s'est avérée anémique.

À l'époque, un investisseur discipliné aurait pu être rebuté par l'évaluation de 40 fois les profits, comparativement à 26 fois aujourd'hui. Pourquoi payer autant pour une société dont la taille boursière est déjà deux fois plus élevée que le joueur dominant dans l'industrie de la publicité, qui jouit d'un historique de plusieurs décennies?

Ensemble, Facebook et Alphabet représentent une évaluation boursière totale de 1,6T\$US! Malgré cette taille gigantesque, compte tenu de l'étendue du marché et des énormes avantages que ces deux sociétés tirent de la technologie, elles connaîtront encore plusieurs bonnes années de croissance attrayante selon nous. Aux derniers résultats trimestriels, les revenus d'Alphabet ont grimpé de 22% (sans l'effet des devises), alors que ceux de Facebook ont crû de 31%.

Du côté d'Amazon, les ventes ont progressé de 25% (sans l'effet des devises). La division du nuage, AWS (Amazon Web Services), continue de croître significativement, avec 35% de hausse.

Netflix

Netflix, la plateforme de diffusion en continu, constitue maintenant un poids important dans notre portefeuille. Les revenus ont bondi de 35%. Les données au dernier trimestre ont démontré le pouvoir de fixation des prix de la société, alors que les revenus par membre se sont appréciés de 12%. Avec maintenant une enveloppe budgétaire annuelle de plus de 15G\$US allouée à la production de ses propres films et séries, Netflix jouit d'une position de force lui permettant d'augmenter ses prix d'abonnement, malgré la forte compétition qui est apparue l'automne dernier.

En effet, c'est au mois de novembre que Disney a démarré son propre service de diffusion en continu, Disney+. Néanmoins, nous ne nous attendons pas à un impact important sur les abonnements de Netflix suite au lancement de ce nouveau service. Les craintes des investisseurs entourant le lancement de Disney+ nous auront cependant permis d'augmenter notre position à un prix fort intéressant.

Spotify

Une nouvelle société en portefeuille, Spotify, constitue le leader dans la diffusion en ligne de la musique et du podcast. Elle possède une bonne longueur d'avance sur sa plus proche rivale, Apple Music. Elle compte 248 millions de membres à travers le monde, dont 113 millions paient des frais mensuels (Premium members). Pour fins de comparaison, du côté d'Apple Music, on compte plus de 60 millions d'utilisateurs. Selon la direction de Spotify, le nombre de nouveaux membres est environ deux fois plus élevé que chez Apple. Quant au taux de roulement («churn»), c'est-à-dire, le taux d'abandon des utilisateurs, il serait deux fois moins élevé.

Nous aimons particulièrement le fondateur de cette société suédoise, Daniel Ek, qui manifeste une vision à long terme dans le développement de sa compagnie. Il voit actuellement un potentiel exponentiel dans les podcasts, dont le nombre d'heures diffusées a crû de 39% par rapport au trimestre précédent lors de la divulgation des derniers résultats. M. Ek investit donc dans cette nouvelle avenue de croissance, pour laquelle la vente de publicité serait plus facile par rapport à la musique.

Vente d'Apple

Depuis le démarrage du fonds en mars 2013, nous avons presque tout le temps été actionnaires de cette société. Notre pondération en portefeuille a varié en fonction de nos estimés, mais depuis tout récemment, la valeur en Bourse s'est appréciée plus

fortement que notre évaluation. Bien que nous ayons liquidé notre position, nous serions heureux de pouvoir racheter cette entreprise de grande qualité dans le cas où le prix retournerait à un niveau intéressant.

Nous souhaitons à tous nos clients une excellente année 2020.

Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière