

Lettre annuelle 2020

Fonds Barrage

Rapport de gestion

Pour la période du 1^{er} janvier au 31 décembre 2020, l'indice S&P/TSX a procuré un rendement de 5.61% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a généré un rendement de 16.32% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 31.57% avant frais et de 25.93% après frais.

Le fonds est actuellement composé de 8 titres et dispose d'une encaisse modeste. Après avoir conservé une généreuse encaisse durant une bonne partie de l'année, nous sommes revenus à un niveau plus en ligne avec ce que nous avons détenu dans le passé.

Commentaire sur les marchés

Quelle année pour les investisseurs! La pandémie de la COVID 19 a commencé à affecter le marché boursier américain en février. Le 23 mars 2020, le S&P 500 a clôturé la journée à 2237 points, soit une baisse d'environ 30% par rapport au début de l'année. À ce moment-là, tout nous permettait de croire que l'indice pouvait poursuivre sa chute pour atteindre des niveaux bien plus bas. Le gouvernement avait littéralement «fermé» l'économie, instaurant un confinement forcé qui pouvait potentiellement conduire à la faillite de plusieurs commerces, ce qui aurait engendré d'importants défauts sur les emprunts bancaires. Les banques auraient réagi en resserrant leurs critères d'emprunt et auraient en toute probabilité cherché à accumuler du capital pour renforcer leur bilan.

Les réactions des différents acteurs dans le marché, dont les banques, contribuent à la sévérité des chocs financiers. Ces comportements sont similaires à ceux des individus d'une société au début d'une récession. Une personne qui perd son emploi se mettra à réduire considérablement ses dépenses, faute de moyens. Ses proches et ses amis, ayant vent de la mauvaise nouvelle, craindront de subir le même sort.

Or, la crainte soudaine des gens quant à leurs perspectives d'avenir conduit normalement à un taux d'épargne plus élevé. Si on réduit ses dépenses dans le but de se «préparer» au pire, les commerces en subissent les contrecoups, ce qui exacerbe les retombées négatives. En considérant tous ces facteurs, on peut comprendre pourquoi notre économie suit des cycles d'expansion et de récession. En temps d'expansion,

l'optimisme prévaut et conduit ultimement à des excès. Lorsque survient la récession, tout cet optimisme se transforme en pessimisme, renforçant le mouvement baissier.

Durant la phase d'expansion, les sociétés et les individus s'endettent, contribuant à l'augmentation des revenus des commerces et entreprises en général. Cependant, les dettes atteignent souvent des niveaux insoutenables en haut de cycle, et vient le moment de rembourser, ou pire, faire défaut. C'est pourquoi la plupart du temps, la phase de récession ne se produit pas en douceur. Elle s'avère brutale et pleine de conséquences fâcheuses pour l'ensemble de la population.

En tant que gestionnaires de portefeuilles et investisseurs, nous sommes au fait de ces cycles. Pour nous, ils sont inhérents à la nature humaine. C'est pourquoi d'ailleurs nous croyons qu'adopter une attitude anticonformiste constitue un élément clé dans le succès d'un investisseur. Comme le dit la célèbre citation de Warren Buffett: «Soyez craintif quand les autres sont avides. Soyez avide quand les autres sont craintifs.» L'investissement valeur se prête bien à cette attitude, puisque nous nous efforçons d'investir dans les titres qui sont boudés, tout en laissant de côté ceux qui sont fortement prisés par le marché.

Après une chute de 30% de l'indice américain au mois de mars 2020, nous voilà aujourd'hui avec un rebond spectaculaire de 70%! Ne devions-nous pas nous montrer avides alors que les marchés étaient manifestement craintifs au mois de mars dernier?

Deux facteurs importants sont venus quelque peu brouiller nos cartes. Il s'agit des taux d'intérêt et de l'intervention financière des gouvernements. Comme nous l'expliquions dans notre lettre semi-annuelle du 15 juillet 2020, nous avons assisté au plus grand et plus rapide sauvetage financier de l'histoire. Cette injection massive d'argent a non seulement suffi à relever les marchés, elle a aussi contribué au gonflement du prix des actifs à bien des égards. Il semble que nous ayons évité le pire jusqu'à maintenant.

De toute évidence, s'il nous était possible de savoir d'avance et avec une certaine précision les intentions du gouvernement, nous ajusterions la valeur des titres en conséquence. Le travail d'un investisseur consiste à peser tous les éléments dans la balance, et arriver à une conclusion quant aux perspectives futures. Le prix actuel de nos titres tient-il compte des risques? Est-ce que le rendement potentiel s'avère suffisamment intéressant pour assumer ce risque? En répondant à ces questions, nous arrivons à prendre une décision éclairée.

Notre positionnement en mars de l'an dernier, qui incluait 30% du portefeuille en liquidités, semblait bien conservateur avec le recul. Nous avons toutefois graduellement réinvesti cette encaisse, au fur et à mesure que nous constatons à quel point nos sociétés s'avéraient encore plus solides que nous le pensions!

Certes, avoir affiché une attitude plus téméraire tout au long de l'année, nous aurions engendré plus de rendements. Maximiser les gains constitue l'un de nos objectifs. Cependant, il demeurera toujours en deuxième position par rapport au principe clé de notre philosophie: minimiser les risques. Entre être trop téméraires ou trop conservateurs, nous préférons ce dernier. Notre visée à très long terme étant d'enrichir nos investisseurs, nous voulons nous assurer de franchir la ligne d'arrivée! Nous pouvons affirmer avec confiance qu'au mois de mars dernier, notre portefeuille était solidement positionné. Nous avons connu une tempête, mais nous étions également prêts pour un ouragan financier si le gouvernement n'était pas intervenu comme il l'a fait!

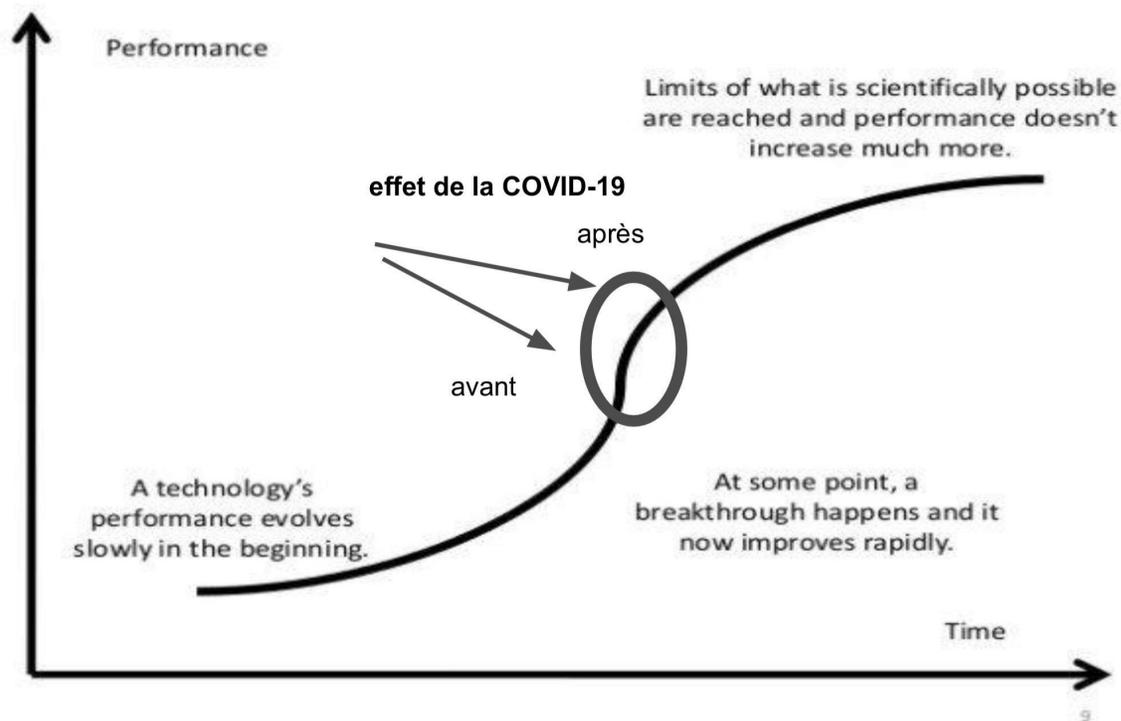
Un Warren Buffett plus optimiste?

Dans notre lettre semi-annuelle, nous mentionnons à quel point M. Buffett nous semblait pessimiste lors de son assemblée annuelle du mois de mai, alors qu'il avait toujours eu l'habitude par le passé de se montrer encourageant. M. Buffett avait expliqué son inaction à saisir le creux du marché du mois de mars ainsi: « Nous n'avons rien fait parce que nous ne voyions rien d'attrayant à faire ». C'est pourquoi, entre autres, Berkshire Hathaway n'avait même pas racheté ses propres actions en Bourse dans les 160\$ (actions de classe B), après en avoir acquis entre 214\$ et 226\$ à peine un mois plus tôt.

Au dévoilement des résultats du 30 septembre, voilà que nous apprenons que la société a effectué un rachat de ses actions totalisant 9,3G\$ au prix d'environ 215\$. Voilà tout un revirement, ce qui est inhabituel dans le cas de M. Buffett. Nous pensons toutefois que compte tenu des incertitudes auxquelles il faisait face à l'époque, nous jugeons qu'il a fait preuve de rationalité. Savoir s'ajuster en fonction de l'information que l'on détient à tout moment, peu importe le passé, constitue un élément clé selon nous.

La transition vers le numérique qui se poursuit

En 2020, nous avons profité de l'accélération du mouvement vers le numérique avec nos titres. Comme le démontre le graphique qui suit (il figure également dans notre précédente lettre), cette transition s'est accélérée, mais n'est toujours pas terminée.



Nos compagnies ne constituent pas les seules à bénéficier de cette révolution. L'année 2020 s'est avérée riche en nouveaux titres en Bourse, avec notamment l'arrivée de Doordash et AirBnB. Selon un constat du site «Stock Analysis», il y aurait eu 480 entrées en Bourse sur le marché américain durant l'année, soit un record de tous les temps. C'est deux fois plus qu'en 2019, ainsi que 20% plus élevé que le précédent record qui avait été atteint en l'an 2000, juste avant l'éclatement de la bulle technologique.

Nos sociétés en portefeuille profitent elles aussi de la transition en ligne et du développement du nuage, mais elles ne semblent pas avoir bénéficié de la largesse des investisseurs à l'égard des titres de certaines autres sociétés. On retrouve un exemple flagrant chez celles qui opèrent spécifiquement dans l'industrie des logiciels en tant que service (de l'anglais SaaS, software as a service). Voici quelques titres de ce secteur, pour lesquels nous affichons leur évaluation en fonction du prix sur les ventes:

Compagnie	Symbole	P/V courant	P/V antérieur
Snowflake	SNOW	173	N/A
Crowdstrike	CRWD	63	25 (2019)
Cloudflare	NET	61	20 (2019)
Datadog	DDOG	55	36 (2019)

Zscaler	ZS	54	17 (2019)
Coupa Software	COUP	47	9 (2017)
Palantir Technologies	PLTR	44	N/A
Okta	OKTA	41	17 (2019)
Fastly	FSLY	35	10 (2019)
Atlassian	TEAM	34	11 (2016)
Twilio	TWLO	33	6 (2017)

Le ratio du prix sur les ventes est souvent utilisé pour ce secteur, afin d'être en mesure d'évaluer les compagnies qui ne sont pas encore rentables. Le succès des joueurs du secteur du SaaS repose en grande partie sur l'efficacité de l'internet pour permettre à leurs clients d'accéder plus facilement à leurs services. Ces clients n'ont plus besoin d'installer de logiciel sur leur propre ordinateur. Par conséquent, il s'agit de produits qui peuvent être distribués partout dans le monde, à faible coût, comme le service de diffusion en continu de Netflix. Dans un tel contexte, certaines de ces compagnies réinvestissent massivement et visent le volume, créant des pertes comptables pour lesquelles on peut difficilement appliquer un ratio cours / bénéfice.

Voici ce même ratio du prix sur les ventes pour nos compagnies (un seul titre ne figure pas au tableau, étant donné son secteur):

Titres Barrage	Symbole	P/V
Spotify	SPOT	7
Netflix	NFLX	10
Facebook	FB	10
Alphabet	GOOG	7
Amazon	AMZN	5*
Microsoft	MSFT	11
Activision Blizzard	ATVI	9

* Étant donné la nature des opérations de la société, notamment la vente au détail, le ratio du prix sur les ventes n'est point comparable aux autres titres. Nous pensons toutefois que la division du nuage ainsi que la plateforme des tierces parties afficheraient des ratios comparables si elles étaient isolées.

Mentionnons que même si nos sociétés investissent dans leur croissance, elles génèrent toutes des profits. Plusieurs d'entre elles n'affichent pas des taux de croissance aussi spectaculaires que ce que nous pouvons observer dans le secteur du SaaS. Toutefois, compte tenu de la rentabilité actuelle ainsi que de leur position dominante dans leur industrie, nous pensons que leurs titres mériteraient des ratios P/V plus élevés en Bourse.

Soulignons que le marché boursier américain a dégagé un excellent rendement en 2020, malgré la récession, conduisant certains titres en territoire de surévaluation à notre avis. Nous demeurons donc prudents, et nous ne tentons pas non plus de bénéficier des prix élevés par le biais de la vente à découvert.

À ce sujet, nous suivons de près un gestionnaire qui mise sur la chute du titre de Tesla depuis déjà plusieurs années, mais ne fait que cumuler les pertes jusqu'à maintenant. Le plus surprenant par rapport à ce titre, c'est la déclaration d'Elon Musk au tout début du mois de mai dernier. Il avait déclaré sur Twitter que selon lui, les actions de Tesla étaient surévaluées. Voici le prix et le contexte de sa déclaration:



* Graphique tiré du site Market Insider

Un facteur majeur peut jouer contre les vendeurs à découvert. Il s'agit de la réflexivité, concept dont l'application en Bourse a jadis été expliquée par le célèbre gestionnaire de fonds de couverture Georges Soros. La réflexivité fait en sorte que la perception fort positive des investisseurs face à Tesla influence la compagnie elle-même. La montée fulgurante du titre leur a permis de se financer à très faible coût! Tesla a entrepris des démarches pour vendre jusqu'à 5 milliards de dollars américains, et ce, à deux reprises depuis septembre passé. Au prix actuel des actions, ces ventes s'avèrent nettement mieux que de s'endetter, puisqu'elles causeront une dilution négligeable pour les actionnaires. Tesla se retrouvera avec 10G\$US de plus, pour lesquels aucun intérêt ne sera exigible!

Résultats de nos compagnies

Netflix

Avec la fermeture de l'économie et le confinement, nous nous attendions à une amélioration des flux de trésorerie. C'est effectivement ce qui s'est passé. Le ralentissement des dépenses de productions dû à la COVID a fait passer ces flux de -502M\$ à 1.26G\$ (en dollars américains). Les dépenses en contenu ont fléchi de 3.65G\$ à 2.65G\$, soit 1G\$ de moins. Cette diminution s'avérait nécessaire en contexte de pandémie, mais elle indique bien que les flux de trésorerie négatifs étaient causés principalement par le choix délibéré de la compagnie à investir massivement en contenu afin de renforcer sa position en tant que joueur dominant. Si Reed Hasting souffrait de myopie financière, il n'aurait pas attendu la pandémie pour faire bien paraître les résultats à court terme. Sa stratégie de miser sur la production de contenu original exige des investissements importants au départ, mais assurera la pérennité de l'entreprise.

Lors du dévoilement des derniers résultats, la direction a déclaré s'attendre à un retour graduel de la production, amenant les flux de trésorerie pour 2021 de 0\$ à -1G\$ (un milliard de dollars «négatif»). Disposant d'une encaisse de 8.4G\$ au 30 septembre 2020, la société n'entrevoit pas d'avoir besoin de financement externe à court terme, et pourra donc reprendre son emphase sur la création de contenu original. Cela lui permettra de détenir toujours de plus en plus de contenu exclusif, tout en jouissant du plein contrôle de celui-ci.

Alphabet et Facebook

Sans surprises, les ventes d'Alphabet n'ont pas crû au deuxième trimestre. Le secteur du voyage constitue une part des ventes, soit entre 10% et 15%. La pandémie s'étant

poursuivie, nous avons par contre été quelque peu surpris par la progression du trimestre suivant, alors que les ventes ont bondi de 15%! La vente de publicité sur YouTube a été particulièrement bénéfique, atteignant 20G\$ annualisé, correspondant à une hausse de 32% pour le trimestre.

Malgré le ralentissement économique, Alphabet bénéficie toujours de la transition en ligne. Avec une encaisse nette de 120GUS\$ et des dépenses annuelles en recherches et développement de 28G\$, nous pensons que la société continuera de tirer son épingle du jeu.

Chez Facebook, on s'attendait à une diminution du nombre d'utilisateurs au 3e trimestre par rapport au 2e trimestre. L'engagement sur leurs plateformes a connu une importante expansion durant la pandémie, mettant la barre haute dans le futur. Or, le nombre d'utilisateurs n'a baissé que très légèrement aux États-Unis et au Canada, mais a continué de progresser pour le reste du monde, contribuant à une augmentation nette de 1.4% pour l'ensemble du monde (moyenne des utilisateurs par mois).

Quant aux ARPU (revenus par utilisateur), ils ont grimpé de 6.8% par rapport à l'an passé. Compte tenu du ralentissement économique causé par la pandémie ainsi que le boycott contre la société, c'est tout un succès! Facebook explique ces résultats par la demande accrue de la publicité en ligne comparativement à la publicité traditionnelle. La pandémie a accéléré la transition. Ces bons facteurs se sont reflétés dans les ventes, avec une hausse de 22%!

Quelle répercussion a-t-on observée par rapport au boycott? Au mois de juin 2020, plusieurs sociétés avaient annoncé leur intention de plus annoncer leurs produits et services par le biais de Facebook, afin de protester contre les discours haineux qui avaient circulé dans les réseaux sociaux (incluant des commentaires de Donald Trump). Parmi ces sociétés, mentionnons Coca-Cola, Ford, Honda, Hershey's, Best Buy, Microsoft, Starbucks et Adidas. Voilà de gros noms, et donc, d'importants clients. Or, Facebook comptait 10 millions d'annonceurs en octobre 2020, comparativement à 9 millions en juillet. Ce chiffre ne cesse de croître. Alors on doit se poser la question: qu'arrive-t-il réellement en cas de boycott?

Normalement, si vous aviez l'habitude de dépenser 100\$ par mois chez un détaillant quelconque, ce dernier aura 1200\$ de moins dans ses ventes au bout d'une année. Chez Facebook, la plateforme publicitaire fonctionne comme un encan. Le prix de la publicité varie en fonction de l'offre et la demande. Donc, si vous cessez de contribuer et faites alors baisser la demande, le prix de 100\$ pour une publicité X va simplement diminuer jusqu'au prix nécessaire pour intéresser un autre annonceur. Par conséquent, dans bien des cas, Facebook ne perdrait pas la vente, mais vendrait à moindre prix.

Cependant, la loi de l'offre et la demande joue en sa faveur. En effet, si une publicité qui coûtait normalement 100\$ devient disponible à 50\$, que feront la plupart des annonceurs qui ne boycottent pas l'entreprise? Ils achèteront simplement plus de publicité.

Si vous avez un budget de 1000\$ pour ce type de dépense, allez-vous réduire celui-ci à 500\$ ou simplement vous estimez très heureux d'en obtenir deux fois plus pour le même prix? Iriez-vous jusqu'à dépenser davantage, sachant que vos ventes vont fortement en bénéficier?

Nous avons observé que les coûts par clic et par impression n'ont baissé qu'au mois de mars 2020 pour Facebook, et ont vite repris les mois suivants. Le boycott débuté au mois de juin semble n'avoir exercé aucun impact sur ses résultats. Par conséquent, non seulement l'effort a été vain, mais s'il avait donné les résultats escomptés, Facebook se serait retrouvé avec probablement plus de clients annonceurs au final.

Cependant, était-ce vraiment le but recherché par ce boycott? Nous soupçonnons que plusieurs de ces grandes compagnies connaissaient bien le mécanisme derrière la plateforme Facebook. En affichant publiquement le boycott, elles bénéficiaient d'une certaine publicité gratuite (réseaux sociaux, télévision, etc), en démontrant qu'elles se rangeaient derrière l'opinion de leurs clients. Au moment d'écrire ces lignes, plusieurs de ces compagnies, dont Adidas et Unilever, ont déjà repris avec Facebook. De toute évidence, ces retours ne font pas les manchettes!

Quant à la réglementation, s'avère-t-elle un risque élevé pour Facebook et Alphabet? Les récents événements au Capitole à Washington ont attiré à nouveau les projecteurs sur Facebook. Nous entendons des critiques de toute part. D'un côté, on souhaite que la société contrôle davantage ce qui circule sur ses réseaux. De l'autre, on s'insurge lorsqu'elle intervient, en faisant référence à la liberté d'expression et au «pouvoir abusif» de la société lorsqu'elle décide de fermer ou restreindre un compte.

Du côté d'Alphabet, les poursuites se suivent les unes les autres. On critique fortement la position dominante de Google dans la recherche en ligne. Allons-nous éventuellement voir la fin de ces attaques?

Nous estimons que si ce n'était de toutes ces critiques à l'endroit de ces deux compagnies, leur évaluation serait beaucoup moins attrayante. Pendant ce temps, elles continuent d'innover et d'engendrer des profits. Nous suivons de près l'évolution et l'impact de la réglementation, et demeurons confiants sur leur avenir.

Amazon, Spotify et Microsoft

Amazon a nettement été avantagé par la pandémie. Plus que jamais, les acheteurs se sont tournés vers les achats en ligne, contribuant à une hausse des ventes de 37% au 30 septembre 2020. Les profits ont été également au rendez-vous, avec une hausse de 200% malgré les importantes dépenses liées à la Covid-19.

Du côté de Spotify, les ventes ont progressé de 14%, avec une croissance de 29% des utilisateurs. L'augmentation a été particulièrement forte en Inde. La société a clôturé le trimestre du 30 septembre avec 1.18GUS\$ en encaisse et aucune dette.

Pour Microsoft, soulignons un commentaire intéressant de son chef de la direction, Satya Nadella, lors du dévoilement des derniers résultats: «La prochaine décennie de performance économique pour toutes les entreprises sera définie par la vitesse de leur transformation numérique.»

Ce commentaire donne 3 indications. Premièrement, il met en lumière la participation de Microsoft dans le mouvement numérique. Autrement, M. Nadella se serait abstenu de faire cette déclaration. Deuxièmement, il précise que la transformation doit se faire rapidement, faute de quoi les sociétés se mettent à risque. Finalement, en disant «décennie», on comprend que cette transition vers le numérique va se poursuivre encore pendant plusieurs années!

La société a vu ses profits par action croître de 32% au dernier trimestre. Les revenus d'Azure, leur filiale de nuage que nous suivons avec grand intérêt, ont bondi de 48%.

Activision Blizzard et Kinder Morgan

Une nouvelle société s'est ajoutée au portefeuille. Étant l'un des plus gros joueurs dans son industrie en Amérique du Nord, Activision Blizzard connaît beaucoup de succès avec ses jeux tels que Call of Duty, World of Warcraft, Overwatch et Candy Crush. Nous nous intéressons de près à ce secteur qui est en train de connaître une importante expansion avec la transition en ligne. Avant, les joueurs achetaient leurs jeux en magasin. Ils payaient un prix, environ 60\$, et pouvaient jouer à volonté.

De plus en plus maintenant, l'industrie adopte un modèle semblable à Spotify dans le domaine de la musique: un modèle de souscription (paiements mensuels) et des achats et/ou publicités à l'intérieur des jeux. Dans ce deuxième cas, ces jeux seront souvent distribués gratuitement pour attirer un maximum de joueurs. Soulignons que nous sommes également présents dans ce secteur par le biais de Microsoft (XBox), ainsi que Facebook dans une moindre mesure.

Quant à Kinder Morgan, il s'agit d'un titre que nous avons vendu en novembre 2018, dans les 17\$. La pandémie a causé une forte correction du titre, et malgré la diminution de l'endettement ainsi que l'augmentation de son dividende, le titre a à peine rebondi par rapport à son creux du mois de mars. Son président du conseil d'administration, Richard Kinder, possède 11% des actions (environ 3.8GUS\$), ce qui constitue un incitatif significatif pour susciter la prudence dans la gestion de sa croissance et son bilan. Nous pensons qu'entre 12\$ et 13\$ l'action, nous bénéficions d'un prix attrayant.

Nous souhaitons à tous nos clients une excellente année 2021.

Cordialement,



Patrick Thérière



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière