

Lettre annuelle 2021

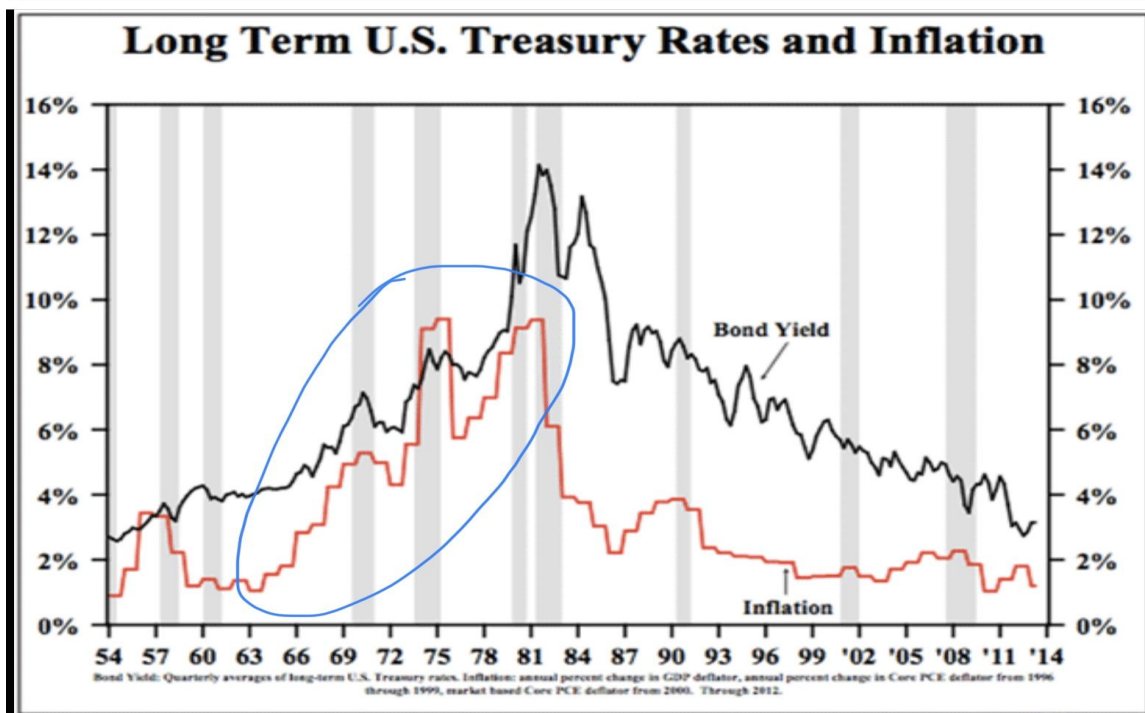
Fonds Barrage

Rapport de gestion

Pour la période du 1^{er} janvier au 31 décembre 2021, l'indice S&P/TSX a procuré un rendement de 25.04% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a généré un rendement de 27.62% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 19.02% avant frais et de 15.68% après frais.

Commentaire sur les marchés

Le grand sujet de l'heure: l'inflation. En général, des taux d'intérêt élevés se traduisent par des évaluations plus basses pour les titres boursiers. Devrait-on s'en inquiéter outre mesure? Utilisons un exemple du passé, soit la période de 18 ans où ce taux aurait fluctué entre 1% et 10% (et encore plus haut selon certains estimés):



Source: marketoracle.co.uk, juillet 2013

Comme on peut le constater, de 1963 à 1981, l'inflation a fluctué à la hausse, entraînant une hausse des taux d'intérêt tel qu'on peut le voir avec la ligne noire. Cette dernière représente le rendement des obligations. Et voici le S&P 500:



Source: *Macrotrends.net*

Comme on peut le voir, la Bourse a poursuivi son ascension. On constatera que plusieurs récessions ont frappé la Bourse durant ce temps. Elles correspondent aux colonnes grises. Par conséquent, ce ne sont pas tant les taux d'intérêt qui causent les chutes boursières, mais plutôt les récessions qui en découlent.

La montée des prix indique que les sociétés dans l'ensemble ont haussé le prix de leurs produits et services. Donc, bien que leurs dépenses augmentent (salaires et frais d'exploitation), leurs revenus augmentent également. C'est pourquoi nous pensons qu'à long terme, les sociétés nous protègent de l'inflation.

Cependant, à court terme, cela peut être bien différent. Tout récemment, les perspectives de hausse des taux d'intérêt ont été bien reçues par les investisseurs des sociétés financières. Jetons un coup d'œil au titre de Bank of America, l'une des plus grandes banques américaines:



Source: Yahoo Finances, Bank of America (BAC)

Lorsque les taux d'intérêt montent, les banques engendrent généralement de plus gros revenus. Les bas taux de ces dernières années ont compressé leurs marges nettes d'intérêt (différence entre rendements des actifs et intérêts payés sur les passifs). Une hausse des taux exerce l'effet inverse.

À l'opposé, les titres dits «technologiques» ont moins bien réagi:



Source: Yahoo Finances, NASDAQ 100 Technology Sector

Or, une montée importante des taux d'intérêt pourrait causer une récession, ce qui serait vraiment néfaste pour les titres financiers, comme celui de Bank of America. En effet, la hausse des revenus d'intérêts ne compenserait pas pour le taux de défaut élevé auquel on assiste normalement en temps de récession. À l'opposé, les sociétés qui détiennent beaucoup d'encaisse avec peu ou pas de dettes sauront résister facilement à une baisse de revenus. C'est pourquoi, malgré la réaction à court terme en Bourse, nous dormons en paix avec nos titres. Notons que les années 2010-2019 constituent la seule et unique décennie dans toute l'histoire des États-Unis dans laquelle nous n'avons assisté à aucune récession. Nous ne savons pas quand aura lieu la prochaine, mais nous sommes confiants quant à la solidité de nos titres.

Résultats de nos compagnies

Netflix

Savoir reconnaître le potentiel là où il ne s'avère pas évident. Voilà une qualité que l'on retrouve chez Netflix. La première évidence nous vient du flair qu'avait Reed Hasting quant au potentiel du divertissement en ligne, à l'époque où Blockbuster avait refusé d'acheter la société pour 50M\$US. Hasting souhaitait faire équipe avec le géant de la location. Sa société s'occuperait de la division en ligne, et Blockbuster, de ses magasins. Le sort de cette dernière aurait peut-être été complètement différent aujourd'hui si son CEO avait au moins «considéré» la suggestion de Hasting.

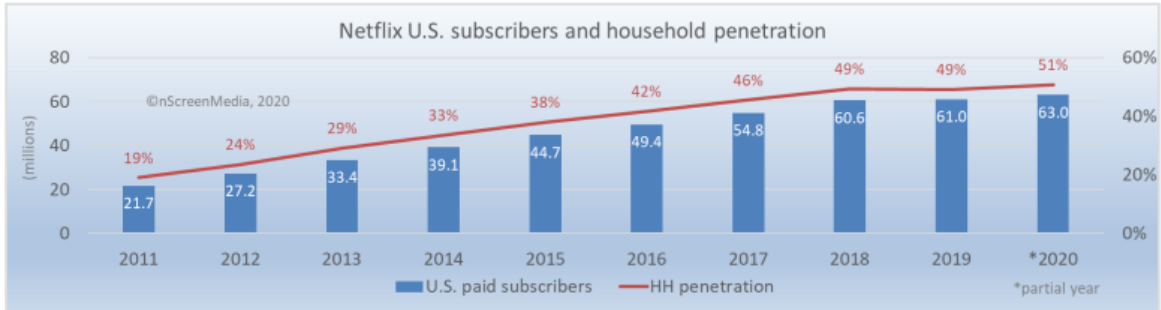
Nous avons eu droit tout récemment à un autre exemple, avec le succès remporté par Squid Game en octobre dernier. Cette série sud-coréenne a été visionnée par 142 millions de foyers membres durant le premier mois de sa disponibilité en ligne. Il s'agit d'un record pour la société. La série s'est classée numéro 1 de leur programme dans 94 pays, incluant les États-Unis!

Or, le concepteur de l'idée originale de cette série, Hwang Dong-hyuk, essayait depuis 10 ans de faire accepter son oeuvre. Il vivait chez sa mère et sa grand-mère, et a dû cesser d'écrire son script à un moment donné, faute d'argent. Pendant tout ce temps, les studios locaux refusaient son idée, trouvant le scénario grotesque et peu plausible. Netflix a su y jeter un regard différent. Cette série «grotesque» est devenue son plus grand succès. Notons que la situation financière de Dong-hyuk a également changé...

Ironiquement, le succès des séries sud-coréennes a provoqué de vives réactions de la part de la société de télécommunication SK Broadband. Étant l'un des plus grands fournisseurs Internet en Corée du Sud, la compagnie cherche à obtenir des compensations auprès de Netflix par rapport à l'importante hausse de trafic de données causée par la popularité de ses séries.

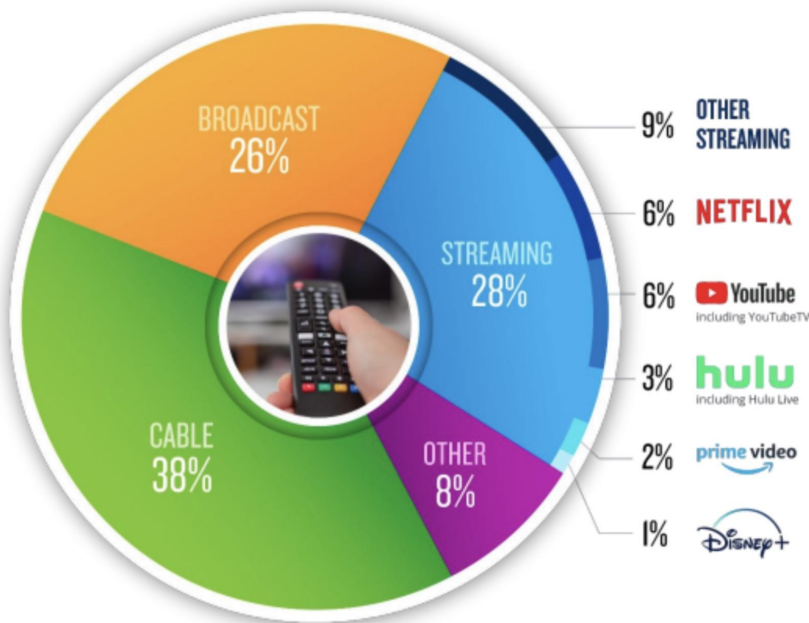
Potentiel de croissance

Netflix compte maintenant 214M de comptes membres, dont 74M aux États-Unis et au Canada. Existe-t-il encore un bon potentiel de croissance? En sol américain, le taux de pénétration surpasse les 50%:



Source: nscreenmedia, 22 avril 2020

Les estimés divergent selon les sources, et ce taux pourrait être plus élevé. Donc, Netflix est présent dans bien des ménages américains. Toutefois, selon Nielsen, on peut voir dans le tableau qui suit que le nombre d'heures qui y est consacré demeure modeste par rapport au temps d'écran total:

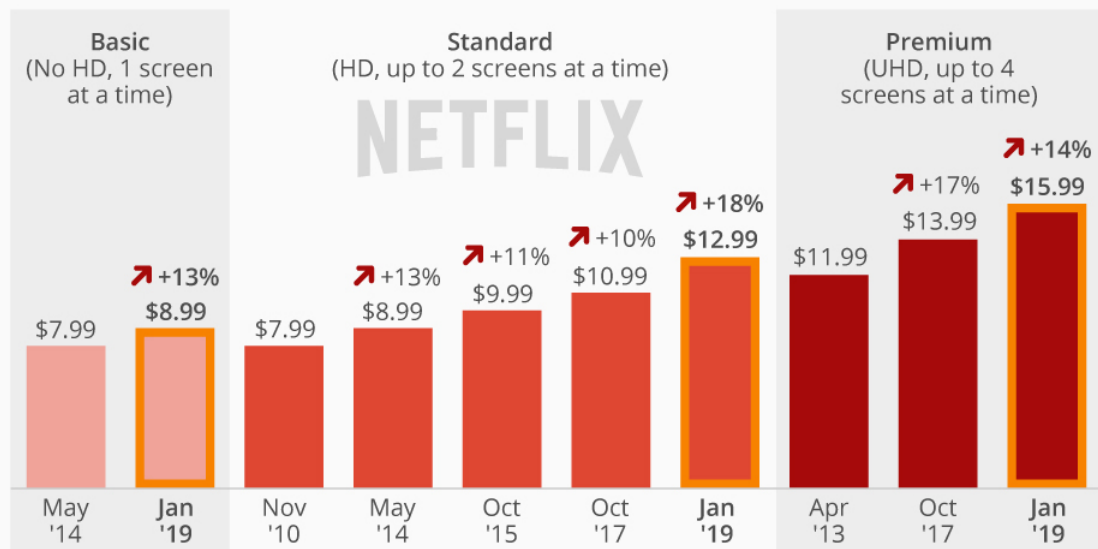


Source: lettre trimestrielle de Netflix, 30 septembre 2021

La diffusion en continu représente 28% du temps total, et Netflix, moins du quart de cette partie (6%). Lorsque l'engagement croît, la société peut augmenter ses prix. Lorsqu'elle le fait pour les États-Unis et le Canada, chaque dollar mensuel supplémentaire engendre près de 900M\$US de revenus supplémentaires. Netflix l'a fait à plusieurs reprises dans le passé. Dans ce tableau de Statista, on peut observer ici les augmentations de 2010 à 2019:

A Brief History of Netflix Price Hikes

Changes in price of a Netflix subscription in the United States*



* for new customers; existing customers are usually moved to the new pricing model at a later time
 Sources: Company announcements, press reports



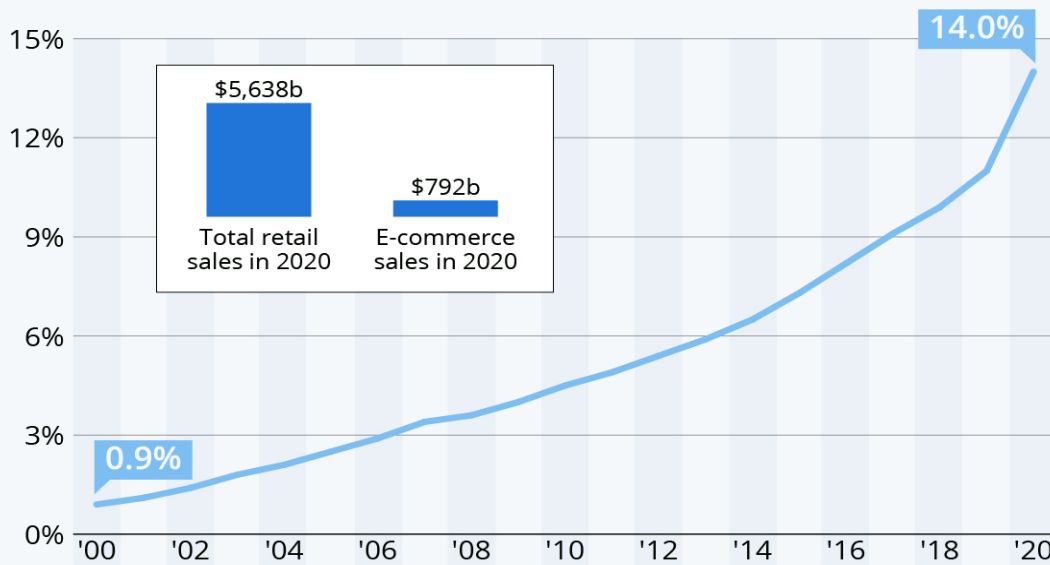
Notons que depuis ce temps, la société a procédé à une hausse aux États-Unis, vers la fin de l'année 2020. Au moment de terminer cette lettre, soit le 15 janvier 2022, on annonce encore de nouvelles hausses (10% d'augmentation). Nous pensons que les augmentations de prix constituent un vecteur de croissance tout aussi important que l'augmentation du nombre de membres.

Amazon

Sans surprise, la croissance des ventes au détail de la société a drastiquement ralenti durant l'année. La pandémie avait propulsé les ventes au détail en ligne, comme on peut le voir sur ce graphique, tiré du site «Statista», et Amazon en avait fortement profité:

Pandemic Accelerates Shift to Online Retail

E-Commerce sales as a percentage of total retail sales in the United States*



* not seasonally adjusted; excluding food services sales

Source: U.S. Census Bureau



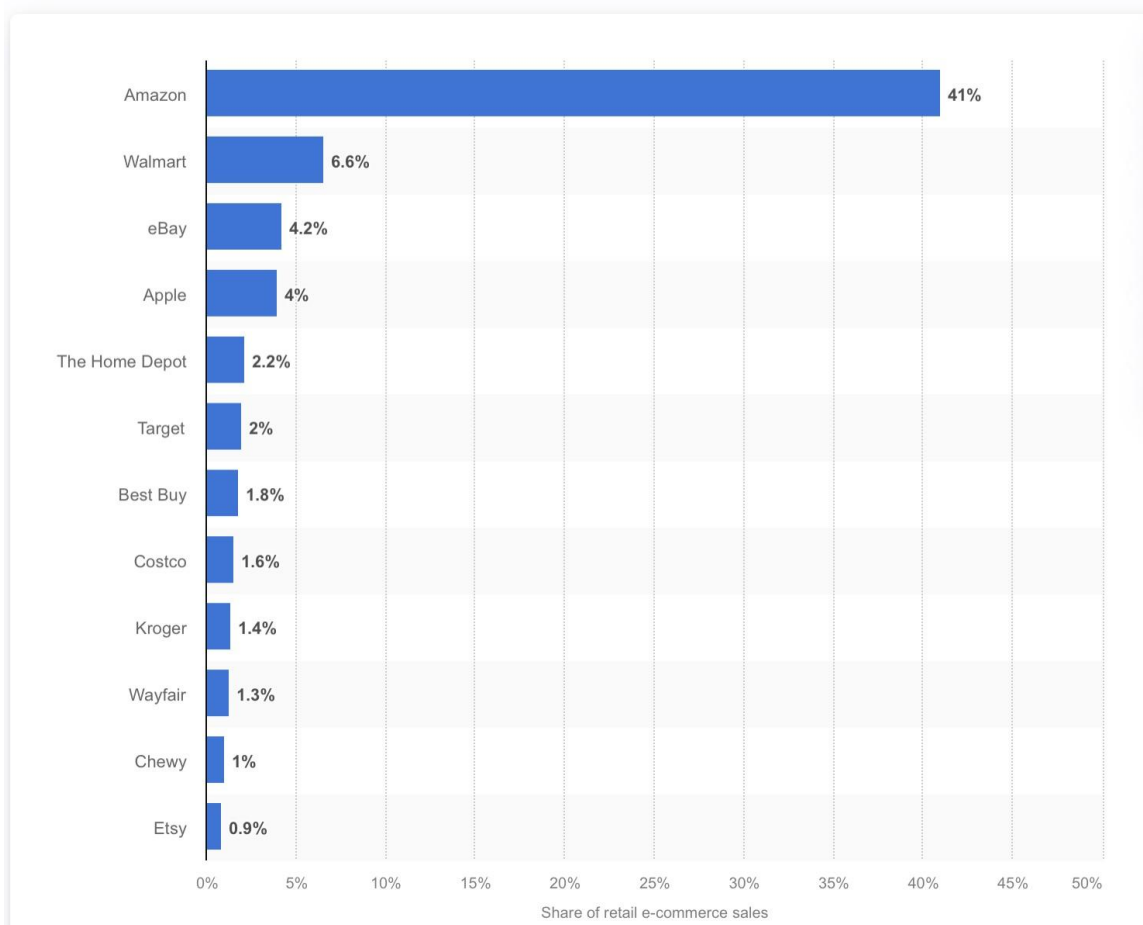
statista

Chez Amazon, nous avons constaté cette tendance du retour des ventes dans les lieux physiques. Pour leurs commerces physiques (Whole Food Market et autres), on note une hausse de 13% au dernier trimestre, comparativement à 3%¹ seulement pour les ventes en ligne.

Amazon sépare ses ventes en trois segments: la division nord-américaine, internationale et AWS. Au premier trimestre de 2021, on annonçait une croissance fulgurante de 40% et 60% pour les deux premières divisions respectivement. Le vent de dos de la pandémie s'essouffant, ces taux sont passés à 10% et 16% au 3e trimestre, ce qui s'avérait sous les attentes des analystes. Étant donné la position dominante d'Amazon dans le commerce en ligne (voir le graphique ci-dessous), nous n'étions point étonnés par ces grandes fluctuations.

¹ Les services en ligne sous forme de souscriptions sont exclus de cette catégorie. Soulignons que ces services ont augmenté de 24% durant le trimestre.

Market share of leading retail e-commerce companies in 2021



Source: Statista

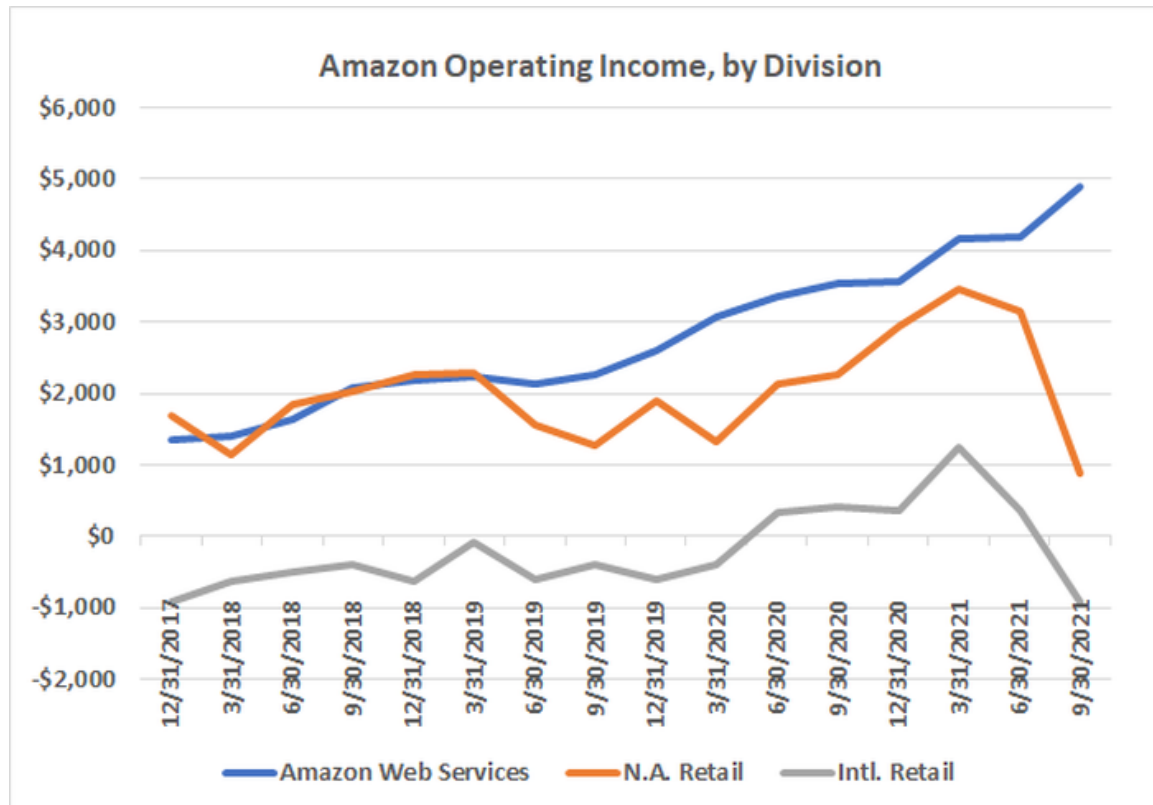
Outre le ralentissement de la croissance, l'augmentation des dépenses a contribué aussi à la déception des investisseurs. Les profits d'opérations ont chuté de 37% au dernier trimestre, alors que les profits nets ont cédé 46%. Pour le 4e trimestre à venir, la direction prévoit des profits entre 0\$US et 3G\$US, comparativement à 6,9G\$US pour le même trimestre de l'année précédente. Elle compte dépenser plusieurs milliards de dollars additionnels pour faire face à la pénurie de main-d'œuvre, les hausses de salaire ainsi que les problèmes d'approvisionnement. Ces prévisions semblent avoir été mal accueillies en Bourse.

« Nous avons toujours dit que lorsque nous sommes confrontés à choisir entre l'optimisation des profits à court terme et ce qui est le mieux pour les clients, nous choisissons ce dernier. »

- Andy Jassy, chef de la direction d'Amazon

Nous pensons qu'il s'agit de la bonne stratégie à adopter pour la société. Tout le secteur est affecté, et en investissant de la sorte, Amazon renforce sa position compétitive. Nous aimons lorsque la direction pense ainsi à long terme. Or, il semble que pendant ce temps, les performances de la division la plus intéressante selon nous, Amazon Web Services, ont été quelque peu ignorées.

Nous avons déjà dit dans le passé que AWS devenait de plus en plus important chez Amazon. Voici un graphique tiré d'un article récent de Motley Fool:



Source: James Brumley, The Motley Fool, Décembre 2021.

Comme on peut le voir sur les quatre dernières années, les profits de AWS prennent de l'ampleur pour AMZN. Alors que la croissance oscillait autour de 30% pendant plusieurs trimestres, les derniers résultats nous ont agréablement surpris avec une hausse de 39%! À noter que sans les profits d'opérations de près de 5G\$US de AWS au 3e trimestre, la société aurait enregistré une perte pour cette période.

Dans notre lettre semi-annuelle de 2021, nous estimions la valeur de cette division à 600G\$US. À peine 6 mois plus tard, en appliquant le même ratio cours-vente, nous obtenons 700G\$US, soit 40% de la capitalisation totale. Si la croissance des ventes est d'au moins 30% pour l'an prochain, AWS ajoutera à elle seule 1,8x l'équivalent de la valeur totale en Bourse de IBM.

Durant 2021, la division de nuage a continué d'ajouter des clients d'envergure, et/ou de solidifier ses relations avec eux. Mentionnons entre autres Walt Disney, qui utilise AWS pour Disney+. Nous avons également The Globe and Mail, Swisscom (la plus importante société de télécommunication en Suisse), Bell Canada, BMO Financial Group, Ferrari et la Ligue Nationale de Hockey (LNH).

Il n'y a pas que les résultats de AWS qui nous ont particulièrement plu durant l'année. Enfoncé dans les résultats des segments de la vente au détail, il existe un autre moteur d'enrichissement significatif. Il s'agit de la publicité, pour laquelle nous soupçonnons des marges de profits élevées pour Amazon. Les ventes ont crû de 50% au dernier trimestre, et le montant annualisé atteindrait maintenant plus de 30G\$US. Nous pensons que les profits provenant de la publicité surpassent déjà nettement ceux provenant de la vente au détail.

Malgré ces bonnes nouvelles, le titre s'est peu apprécié durant l'année. Le titre devient donc plus attrayant. Dans une entrevue accordée en 2018, Jeff Bezos s'est exprimé en ces termes:

« Je dis que lorsque notre titre est en hausse de 30%, ne vous sentez pas plus intelligent, parce que lorsque ce même titre est en baisse de 30% en un mois, ce ne sera pas une bonne sensation que de vous sentir 30% plus bête. Je ne passe jamais de temps à penser aux fluctuations quotidiennes de notre titre ».

Tout comme M. Bezos, nous concentrons notre attention sur la valeur intrinsèque de la société, et 2021 s'est avérée une bonne année en ce sens.

Meta Platforms (anciennement «Facebook»)

La société a affiché d'excellents résultats au 3e trimestre, avec des ventes en hausse de 35%. Cependant, on prévoit une croissance beaucoup plus modeste pour le 4e trimestre. Elle devrait se situer à environ la moitié de ce taux. La nouvelle «transparence du suivi des applications» (de l'anglais, «App Tracking Transparency») mise de l'avant par Apple exerce un certain impact sur ses ventes de publicité.

Dorénavant, Meta compte séparer les résultats de sa vente de publicité de ceux provenant de ses produits reliés à la réalité virtuelle. Ainsi, il y aura deux nouveaux segments: Family of Apps et Facebook Reality Labs. Pour ce dernier, d'importants investissements sont prévus, ce qui causera une diminution des profits d'opérations de 10G\$US selon leurs calculs. En outre, son fondateur Mark Zuckerberg ne mâche pas ses mots: ils vont investir à long terme, mais les revenus vont prendre un certain temps avant de se matérialiser. On parle même de possiblement attendre jusque vers la fin de l'actuelle décennie avant d'assister à des résultats significatifs.

M. Zuckerberg voit à long terme. Il n'a que 37 ans, et se dit une personne passionnée par ses projets. Ces paroles ont été prononcées il y a quelques années devant un auditoire d'universitaires:

« Les idées ne viennent pas complètement formées. Elles deviennent claires seulement lorsque vous les travaillez. Il faut simplement commencer. Avoir un but dans la vie est ce sentiment que nous faisons partie de quelque chose de plus grand que nous, que nous sommes utiles, et que nous travaillons pour quelque chose de mieux. Avoir un but ou poursuivre un idéal constitue ce qui crée le vrai bonheur. »

Lorsque M. Zuckerberg discute du futur du métaverse comme il le fait ces temps-ci, nous pouvons sentir sa passion. Il a une vision, et il est prêt à travailler plusieurs années même si les résultats ne se feront pas sentir à court terme. Sans surprise, il semble ne pas être seul à avoir adopté cette vision, ce qui nous amène au titre suivant.

Microsoft

La pandémie a transformé le monde du travail. Étant dans l'impossibilité de se rassembler, les sociétés ont eu recours plus que jamais à la technologie pour maintenir les contacts et la collaboration entre leurs employés. Ces derniers ont su démontrer qu'ils pouvaient demeurer efficaces malgré le manque de proximité. Alors les entreprises sont maintenant ouvertes à l'idée d'investir dans des outils favorisant la collaboration à distance. De toute évidence, Microsoft jouit d'une position avantageuse dans ce secteur, avec son nuage (Azure) et ses nombreux outils d'intégration optimisés pour le travail.

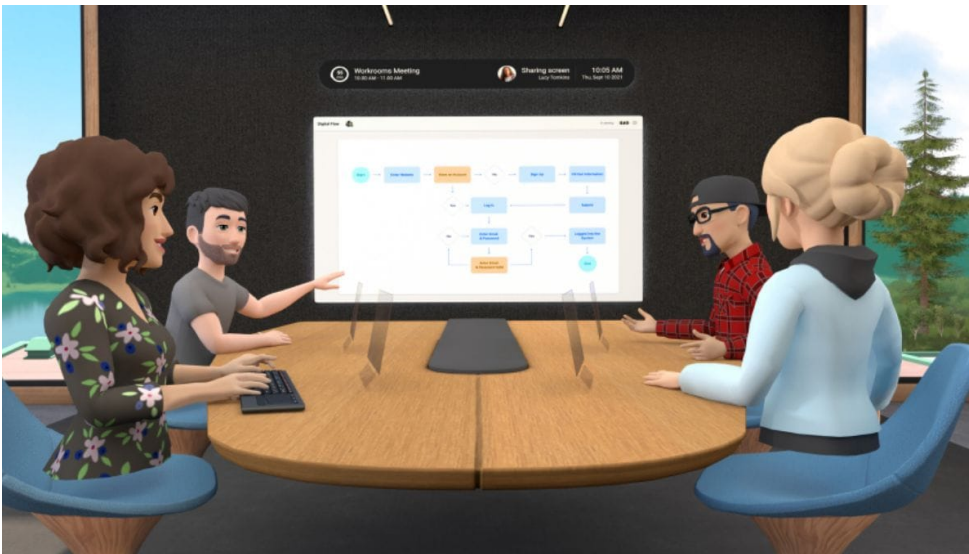
En automne passé, Microsoft annonçait que Teams, sa plateforme d'application de communication collaborative, allait être intégrée à Mesh. Ainsi, l'utilisateur pourra se servir d'un avatar dans un environnement virtuel en trois dimensions, tout en bénéficiant des fonctionnalités de Teams. Par conséquent, il ne sera point dépaysé, et pourra participer à des rencontres, à l'intégration de son nouvel emploi ou assister à des présentations. Tout cela pourra être fait avec un avatar personnalisé. Microsoft prévoit que l'application Teams y aura accès dès le premier semestre de 2022.

Mesh for the Teams (Microsoft)



Tiré du site Inventiva. Auteur de l'article: Prangya Barik, 5 novembre 2021

Horizon Workrooms (Meta/Facebook)



Credit: Meta Platforms

Cette initiative rejoint exactement celle de Mark Zuckerberg chez Meta. Microsoft utilise ses lunettes HoloLens, et Meta, Oculus Quest. La compétition entre les deux entreprises s'est intensifiée depuis l'année dernière. Selon un tout récent article du Wall Street Journal, Microsoft aurait perdu une centaine d'employés aux mains de Meta, qui embauche activement. Notons toutefois que Microsoft jouirait encore d'une longueur d'avance dans le domaine de la réalité augmentée.

Les résultats du dernier trimestre (30 septembre) se sont avérés excellents. Les revenus et les profits par action ont crû de 22% et 25% respectivement. Les ventes de Azure, la

division de nuage, ont bondi de 50% (comparativement à 39% pour AWS chez Amazon). LinkedIn a poursuivi son impressionnante ascension, avec une hausse de 42%.

Microsoft figure au 2e rang des sociétés les plus grandes en termes de capitalisation boursière, derrière Apple. Malgré sa taille, le potentiel de croissance est toujours présent, grâce à sa grande diversification et à son positionnement dans les secteurs favorisés par la révolution numérique.

Spotify

À l'instar de M. Zuckerberg, le dirigeant fondateur de Spotify, Daniel Ek, est tout aussi jeune, du haut de ses 38 ans. Sa valeur nette s'élèverait à environ 4G\$US, grâce à sa participation dans la société. Nous aimons lorsque les intérêts des dirigeants sont alignés avec ceux des actionnaires, particulièrement lorsque leurs incitatifs sont à long terme. On peut difficilement espérer mieux que la détention directe des actions, par opposition à la simple émission d'options qui avantagent nettement les dirigeants au détriment des actionnaires. C'est encore plus vrai lorsqu'ils ne prennent pratiquement pas de salaire (c'est son cas!).

Or, M. Ek a bel et bien eu recours aux options à plusieurs reprises, mais d'une façon totalement singulière. Le 23 août 2021, il a investi 31 millions d'euros (36.5M\$US) pour acquérir des bons de souscriptions (l'équivalent des options d'achats à long terme) lui permettant d'acheter des actions à 281.63\$US chacune. À l'époque, le titre se transigeait à 221.50\$. Ces bons expirent le 23 août 2024. Par action, le coût revenait à 45\$US. Pour mieux comprendre, on peut procéder à une comparaison entre Ek et la pratique courante dans le milieu des affaires.

Que se passe-t-il normalement dans le monde des sociétés publiques? Les dirigeants vont émettre des options à un prix d'exercice près du prix en Bourse. M. Ek, lui, a obtenu des options qui commenceront à être profitables à seulement 282\$. Il doit donc concéder les premiers 27% de gains.

Combien coûtent de telles options aux dirigeants en temps normal? Zéro dollar. En effet, elles font partie de leur rémunération totale. Donc, si tout va bien, les dirigeants rapportent beaucoup d'argent. Dans le cas contraire, ils ne perdent rien. Seuls les actionnaires paient les frais! Dans le cas d'Ek, il a payé 45\$ par action pour obtenir ce droit. Par conséquent, les actions doivent monter au-dessus de 327\$ avant qu'elles soient profitables. Autrement dit, si le titre ne monte pas d'au moins 48%, Ek aura payé 45\$ pour rien.

Les sceptiques pourraient arguer que le moment a été bien choisi pour acheter ces bons. Après tout, le titre affiche un sommet de 365\$ pour 2021, contre 221\$ au moment où il a acheté les bons quelques mois plus tard. Nous avons donc comparé les bons aux options disponibles au grand public sur la Bourse de Chicago, et nous avons constaté, en tenant compte des primes et du temps à écouler, que les prix s'avéraient comparables. Notre constat est sans équivoque: le chef dirigeant de Spotify croit pleinement en l'avenir de sa compagnie!

Quant aux résultats du dernier trimestre, nous avons été agréablement surpris par les revenus de publicités, qui ont crû de 75%. Daniel Ek a souvent discuté de sa stratégie de développement des podcasts, pour lesquels les revenus proviennent de la publicité, alors que la majorité des recettes de la diffusion de musique découlent des souscriptions mensuelles. Le segment de la publicité détient beaucoup de potentiel, et nous sommes confiants qu'à terme, les marges d'opérations seront nettement supérieures à celles dont nous sommes témoins dans la musique.

Alphabet et Airbnb

Alphabet a annoncé des revenus en hausse de 41% au trimestre du 30 septembre, alors que les profits par action ont crû de 70%. La société dispose maintenant de 128G\$US net sur son bilan.

Quant à Airbnb, nous avons commencé à prendre une position dans cette compagnie durant l'été. Cette entreprise constitue la plus grande plateforme de location d'habitations. Elle permet à quiconque de louer sa maison, son appartement ou son chalet, pour des séjours de durées variables. Jusqu'à maintenant, on compte environ 4 millions d'hôtes.

Nous admirons son fondateur et chef de la direction, Brian Chesky. L'entreprise profite d'une nouvelle tendance dans les locations à long terme (28 jours et plus). Contrairement aux hôtels, les maisons ou appartements loués disposent davantage d'aménagements et d'équipements pour accommoder les longs séjours. Avec le travail à distance qui devient de plus en plus populaire, la société a assisté à une hausse des séjours de 28 jours et plus. Cette catégorie représente 20% de la valeur brute des réservations, contre 14% à la même période en 2019.

Nous souhaitons à tous nos clients une excellente année 2022.

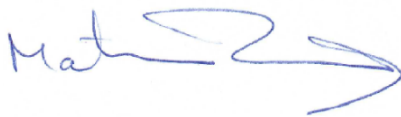
Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière