

## Lettre annuelle 2022

### Fonds Barrage

#### Rapport de gestion

Pour la période du 1<sup>er</sup> janvier au 31 décembre 2022, l'indice S&P/TSX a procuré un rendement de -5.80% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a généré un rendement de -12.16% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de -43.02% avant frais et de -43.68% après frais.

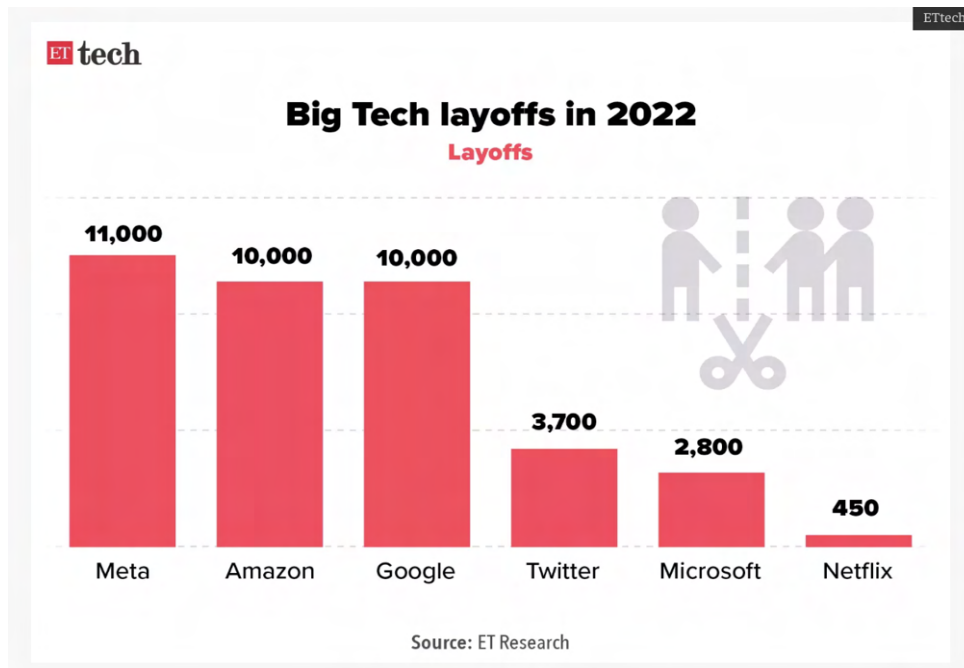
#### Commentaire sur les marchés

Les taux d'intérêt continuent de faire jaser. Dans la communauté financière, on assiste à un débat perpétuel entre ceux qui estiment que les taux devraient cesser de monter ou même redescendre, et ceux qui souhaitent les voir plus élevés. Actuellement, les différents indicateurs ne rassurent pas la Fed américaine, et par conséquent, elle compte resserrer les taux davantage.

Jusqu'à maintenant, nos titres ont été particulièrement affectés par une réévaluation de leur prix en Bourse. Nous sommes toutefois surpris qu'un bon nombre de titres aient résisté jusqu'à maintenant, particulièrement les sociétés qui affichent peu de croissance. En ce moment, elles sont considérées comme des valeurs refuges, mais nous pensons que la tendance pourrait vite se renverser.

Nul n'est notre intention de commencer à prédire l'économie. Cependant, nous nous attendons à ce que la Fed continue de prendre au sérieux la menace inflationniste. Elle devrait donc parvenir à son objectif cette année. Il se peut très bien que la hausse des taux finisse par faire basculer l'économie, amenant la récession dont on parle depuis longtemps. Dans un tel contexte, nous sommes toujours rassurés par la solidité financière de nos sociétés en portefeuille.

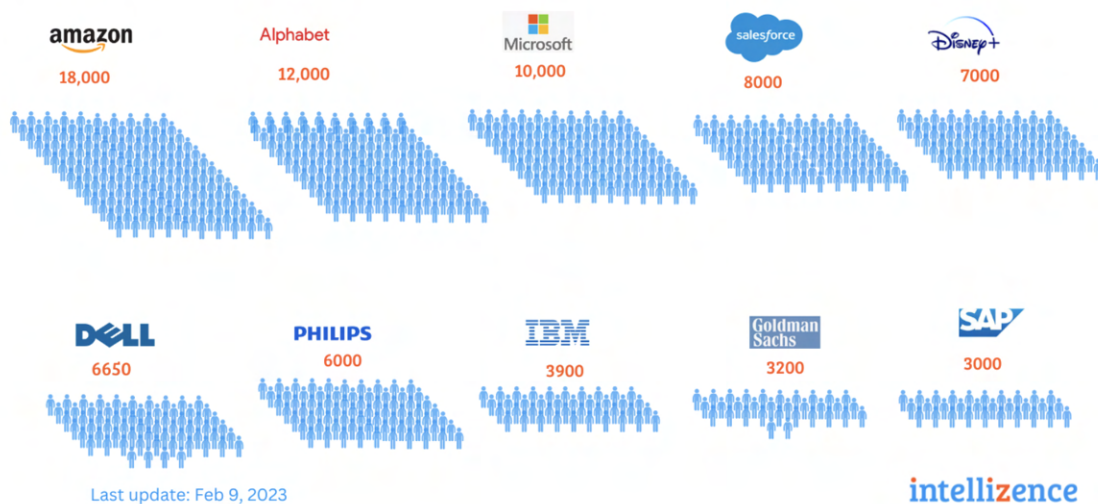
Du côté des compagnies dites « technologiques », incluant nos propres titres, 2022 a été l'année de la prise de conscience comme quoi il faut se serrer la ceinture, et rencontrer la demande qui s'est fortement amenuisée avec la fin de la pandémie:



Source: [The Economic Times](#)

Comme on peut le constater plus bas, les coupes se sont nettement intensifiées, et la tendance touche de plus en plus des sociétés de différents secteurs:

### Leading Companies That Announced Layoffs in 2023



Source: [Intellizence](#)

Ces coupures amèneront des économies qui permettront de mieux aligner les dépenses avec le ralentissement des revenus. À court terme, l'impact continuera de se faire sentir, puisque les réductions de main-d'œuvre impliquent le paiement de compensations de départ. Une fois la tempête passée, nous en verrons les bénéfices.

Nous sommes toujours très confiants sur nos titres. En Bourse, il peut s'écouler une période de temps avant que la valeur soit reflétée dans le prix. Nos sociétés possèdent des bilans solides, et s'affairent à minimiser leurs dépenses. Elles le font non pas parce qu'elles sont en difficulté, mais plutôt pour optimiser la rentabilité. Nous ne sommes donc nullement inquiétés par les baisses boursières de 2022 ainsi que par la possibilité d'une récession.

## Résultats de nos compagnies

### Netflix

Netflix avait mal commencé l'année, avec une perte de 200 000 abonnés, suivi d'une autre perte de près de 1 million de comptes au 2e trimestre. Lors du dévoilement de ces résultats, le titre avait été sévèrement puni, passant de 348\$ à 166\$ en un mois.

Avant la chute ultime du titre, un célèbre investisseur multi-milliardaire disait profiter de l'occasion pour y investir. Il s'agit de Bill Ackman, qui gère un fonds de couverture chez la firme new-yorkaise Pershing Square. Il a connu beaucoup de succès dans sa carrière, et beaucoup de ses transactions sont fortement médiatisées. En janvier de l'année 2022, il a acquis 3,1M d'actions, à environ 375\$. Alors que le titre avait perdu presque la moitié de sa valeur depuis son sommet, il avait justifié son achat ainsi:

*« L'opportunité d'acquérir Netflix à un prix attrayant s'est créée lorsque les investisseurs ont réagi négativement à la croissance des souscriptions du récent trimestre ainsi que les prévisions de la direction. (...) Nous sommes ravis d'ajouter Netflix à notre portefeuille. Beaucoup de nos meilleurs investissements sont survenus lorsque les investisseurs avec une vue à court terme vendent leurs titres à des évaluations extraordinairement intéressantes pour ceux qui ont un horizon à long terme. »*

*« Maintenant, avec nos deux positions, soit UMG (Universal Music Group) et Netflix, nous sommes totalement investis dans la diffusion en continu. Nous adorons le modèle d'affaires, le contexte de l'industrie ainsi que les équipes de directions qui gèrent ces organisations remarquables. »*

La firme venait d'engranger un énorme profit sur des produits dérivés liés à la hausse des taux d'intérêt. M. Ackman a justifié la vente de cette position en ces termes:

*« Si nous n'avions pas vendu cette position, nous aurions pu réaliser plus de gains basés sur la hausse des taux, depuis notre vente. Cependant, nous croyons que l'opportunité d'investir dans Netflix au prix actuel constitue une proposition risque / rendement plus attrayant, avec possibilité de profits plus élevés à long terme pour le fonds. »*

Quelques mois plus tard à peine, on assiste à un virage à 180 degrés! Il vend les actions à environ 225\$, et explique son geste en ces termes:

*« Les changements du modèle d'affaires proposés font du sens, mais il s'avère extrêmement difficile de prédire leur impact sur la croissance des souscriptions à long terme, les revenus futurs, les marges d'opérations ainsi que le capital qui sera nécessaire. »*

*« Étant donné l'historique de la direction, nous ne serions pas surpris de voir Netflix continuer à être une compagnie à haut succès, ainsi qu'un excellent investissement au prix actuel dans le marché. »*

Voilà quelque chose qui s'avère particulièrement intéressant! On mentionne qu'on ne serait pas surpris que le titre soit un excellent investissement au prix actuel. Or, à 225\$, la décision a été de vendre cet « excellent » investissement, alors qu'à 375\$ seulement trois mois plus tôt, il s'agissait d'un achat. M. Ackman disait admirer la direction en janvier, et il semblait « enseigner » une leçon aux investisseurs en disant que ceux qui vendent souffrent d'une vision à court terme, au profit de ceux qui voient à long terme.

L'idée ici ne consiste pas à critiquer un investisseur ou une firme réputée, mais plutôt de comprendre que nous pouvons tous commettre des erreurs basées sur les émotions. Certes, nous concédons que la direction de Netflix avait annoncé un changement important dans son modèle d'affaires. Elle comptait incorporer des souscriptions à prix réduits avec publicité, ainsi qu'un resserrement par rapport aux partages de mot de passe pour accéder gratuitement au site.

Toutefois, on peut sentir dans les déclarations du mois de janvier que M. Ackman faisait confiance à la direction, qu'il trouvait le prix de l'action particulièrement attrayant et qu'il investissait pour le long terme. Nous soupçonnons ici que la baisse du titre a probablement semé des doutes. De 375\$ à 225\$, nous assistons à une baisse de 40%. Si le titre revient à son prix initial de 375\$, on engendre un gain de 67% (150\$ de profits sur 225\$). En toute logique, un investisseur devrait être beaucoup plus excité avec un gain potentiel supplémentaire de 67%, même si la direction modifie son plan d'affaires. Malheureusement, lorsque ces opportunités surviennent, les baisses peuvent créer tellement d'émotions qu'il s'avère soudainement beaucoup plus difficile de voir à long terme et d'éprouver le moindre sentiment d'optimisme.

Suite à la vente des actions de Netflix, M. Ackman avait l'opportunité de les acheter à nouveau quelque temps après, avec un gain potentiel supplémentaire supérieur à 100% (le titre avait atteint un creux de 162\$). Si le prix de 375\$ était « extraordinaire », imaginez 162\$. Nous avons heureusement saisi l'opportunité à l'époque, en acquérant des actions entre 189\$ et 201\$. Nous préférons faire preuve de patience à l'égard de la direction, qui disait que la croissance des souscriptions serait positive pour l'année, malgré une prévision de pertes d'abonnés prévues de 2.2M sur 6 mois.

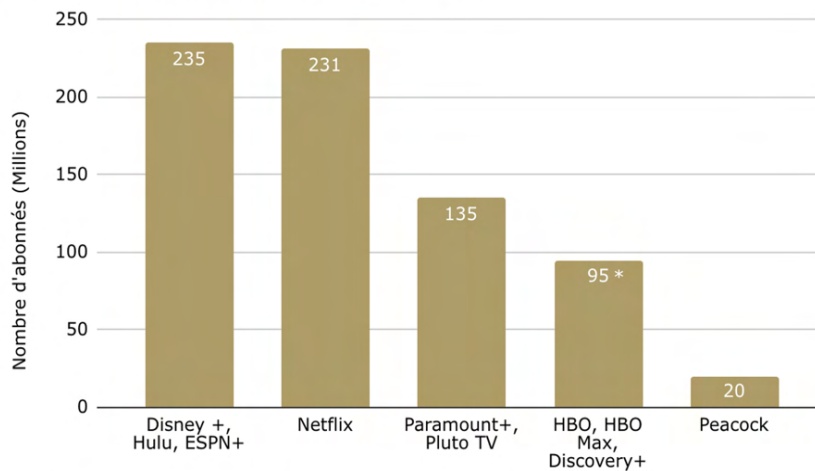
| (in millions except per share data)  | Q4'21    | Q1'22    | Q2'22    | Q3'22    | Q4'22    | Q1'23<br>Forecast |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|-------------------|
| Revenue  | \$ 7,709 | \$ 7,868 | \$ 7,970 | \$ 7,926 | \$ 7,852 | \$ 8,172          |
| Y/Y % Growth   | 16.0%    | 9.8%     | 8.6%     | 5.9%     | 1.9%     | 3.9%              |
| Operating Income   | \$ 632   | \$ 1,972 | \$ 1,578 | \$ 1,533 | \$ 550   | \$ 1,625          |
| Operating Margin   | 8.2%     | 25.1%    | 19.8%    | 19.3%    | 7.0%     | 19.9%             |
| Net Income   | \$ 607   | \$ 1,597 | \$ 1,441 | \$ 1,398 | \$ 55    | \$ 1,275          |
| Diluted EPS  | \$ 1.33  | \$ 3.53  | \$ 3.20  | \$ 3.10  | \$ 0.12  | \$ 2.82           |
| Global Streaming Paid Memberships  | 221.84   | 221.64   | 220.67   | 223.09   | 230.75   |                   |
| Y/Y % Growth   | 8.9%     | 6.7%     | 5.5%     | 4.5%     | 4.0%     |                   |
| Global Streaming Paid Net Additions  | 8.28     | -0.20    | -0.97    | 2.41     | 7.66     |                   |
| Net cash provided by (used in) operating activities  | \$ (403) | \$ 923   | \$ 103   | \$ 557   | \$ 444   |                   |
| Free Cash Flow*  | \$ (569) | \$ 802   | \$ 13    | \$ 472   | \$ 332   |                   |
| Shares (FD)  | 455.8    | 453.0    | 450.2    | 450.3    | 451.6    |                   |
| Note: Figures are consolidated, including DVD.   |          |          |          |          |          |                   |
| * Free cash flow represents Net Cash provided by (used in) operating activities less purchases of property and equipment and change in other assets. |          |          |          |          |          |                   |

Source: earnings release from Netflix

Comme on peut le voir, la croissance des souscriptions s'est bien manifestée comme prévu. Le dernier trimestre a été particulièrement positif, avec 7,66M de nouveaux comptes contre l'estimé original de 4,5M.

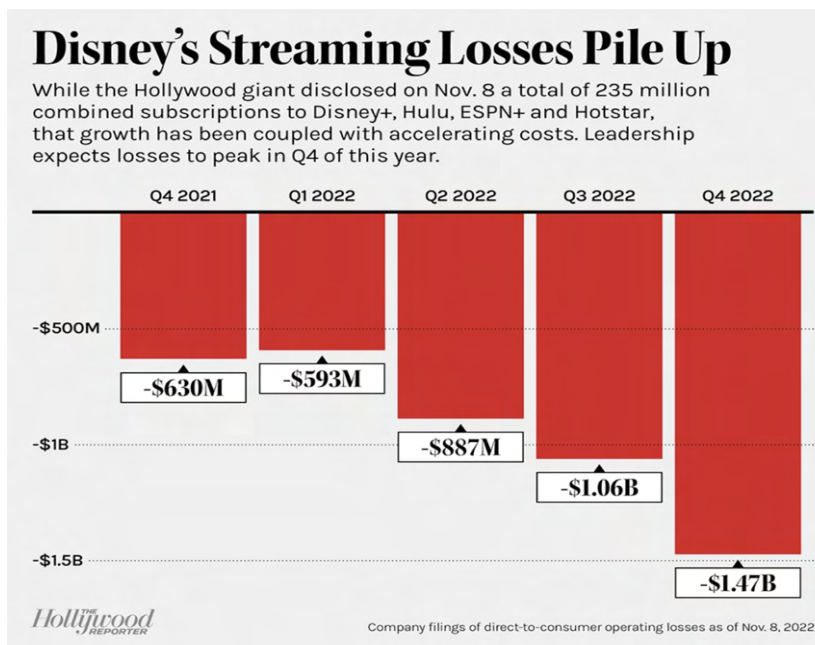
Or, il n'y a pas que le fait que les souscriptions soient de retour comme bonne nouvelle chez Netflix. Un petit coup d'œil aux concurrents nous permet de mieux apprécier la situation:

Nombre d'abonnés au 31 décembre 2022



\*Au 30 septembre 2022

Disney est de loin le plus grand compétiteur de Netflix. Lorsque l'on combine ses trois services, soit Hulu, ESPN+ ainsi que le nouveau service Disney+ lancé en novembre 2019, les souscriptions totalisent 235 millions d'abonnés, un chiffre légèrement supérieur à celui de Netflix. Par contre, alors que Netflix engendre des profits, la situation diffère chez Disney:

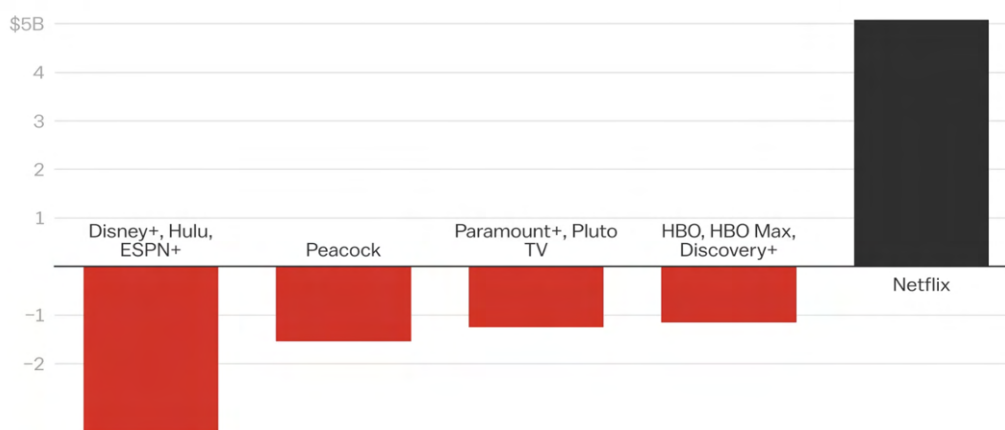


Source: [The Hollywood Reporter](https://www.hollywoodreporter.com)

Sur un an, les pertes ont totalisé plus de 4G\$. Netflix, avec 4M de comptes en moins, a généré un profit net de 4,5G\$ pour 2022. Même son de cloche chez les concurrents, comme on peut le voir pour les 9 premiers mois de 2022:

## Netflix competitors are losing billions trying to catch the streaming giant

Profit/loss for the first three quarters of 2022 (HBO totals are for quarters two and three)



Disney and Netflix data is operating loss/income; Paramount uses OIBDA; Peacock and HBO report adjusted EBITDA.

Source: Company filings

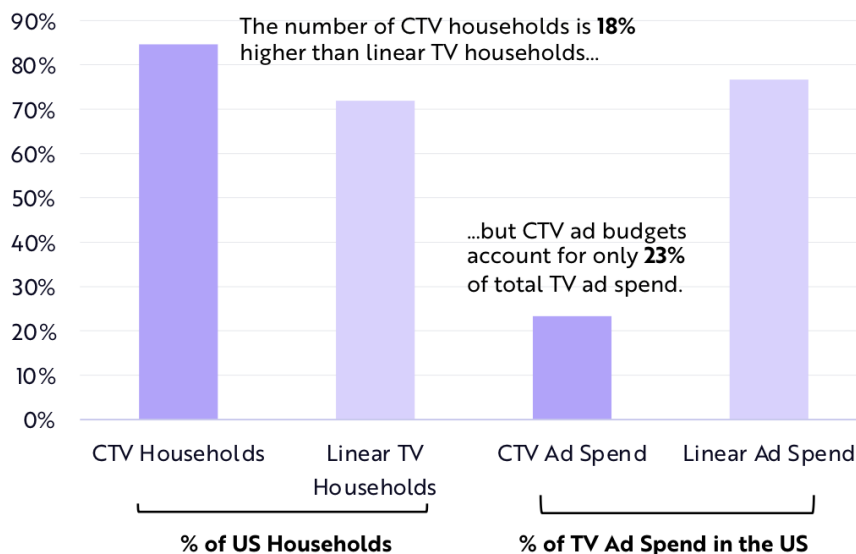
recode BY Vox

Source: [Vox](#)

Les pertes sont plus élevées que prévu pour certains concurrents. Par exemple, NBCUniversal avait annoncé jadis que les pertes cumulatives n'excèderaient pas 2G\$ sur 2 ans. À la fin de l'année 2021, on approchait de 2,4G\$, suivi d'un autre 2,4G\$ pour 2022 seulement. Pour 2023, on prévoit 3G\$ de perte. En somme, pendant que Netflix engendre des profits, les concurrents accumulent des pertes de plus en plus élevées.

Du côté de la publicité, marché dans lequel Netflix a décidé de plonger en 2022, les perspectives de l'industrie sont favorables. À titre d'exemple, alors que le nombre de foyers disposant de télévisions connectées surpasse les télévisions linéaires (traditionnelles, habituellement avec le câble), les budgets de publicité sont encore majoritairement attribués à ces derniers, comme on peut le voir sur le graphique ci-dessous:

### Viewership vs. Ad Spend US CTV vs. Linear TV, 2022



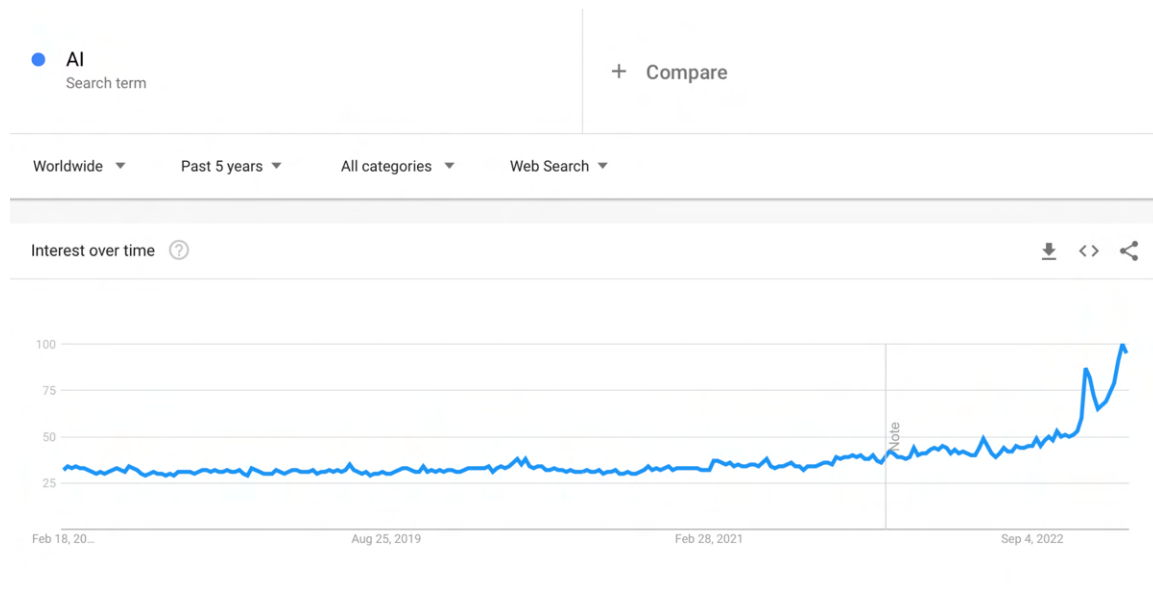
Source: [Big Ideas 2023 Ark Invest](#)

Reed Hasting s'était longtemps prononcé contre la publicité chez Netflix. Le changement du modèle d'affaires annoncé au début de 2022 s'est donc avéré une surprise. Nous pensons toutefois qu'il y avait divergences d'opinions sur la question à la compagnie, et que face au ralentissement de la croissance des souscriptions, M. Hasting a finalement cédé. Il a admis en novembre dernier qu'il accordait trop d'attention aux gros compétiteurs tels que Alphabet et Meta, mais cela n'a empêché le service de souscription Hulu d'offrir des plans à prix réduits sur une grande échelle, grâce à la publicité. La bonne nouvelle, c'est que cette avenue peut croître pendant bien longtemps, et compensera en quelque sorte pour la possibilité d'une croissance plus modeste du côté du nombre d'abonnés.

#### Microsoft

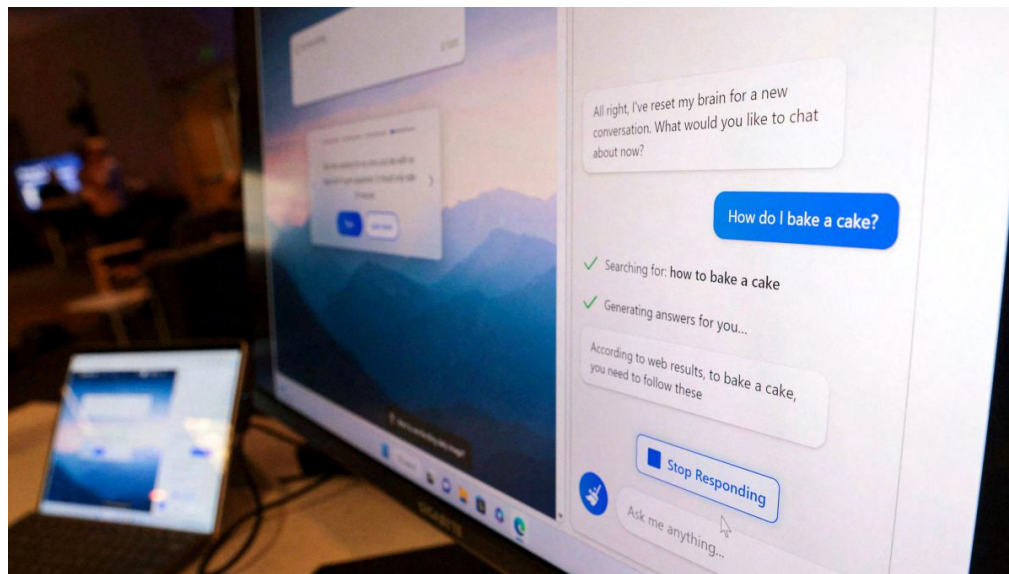
Le sujet de l'heure depuis quelques mois constitue invariablement l'intelligence artificielle et ses nombreuses possibilités de développement et applications. Sur Google, depuis la disponibilité de ChatGPT auprès du grand public, les recherches en ligne sur le sujet ont explosé (pour le terme « AI »):





Source: [Google Trends](https://trends.google.com/trends/)

En novembre 2022, ChatGPT a fait sa sortie et a rapidement récolté un million d'utilisateurs en seulement 5 jours. Deux mois plus tard, ce chiffre a atteint 100 millions, démontrant sa fulgurante popularité en très peu de temps.



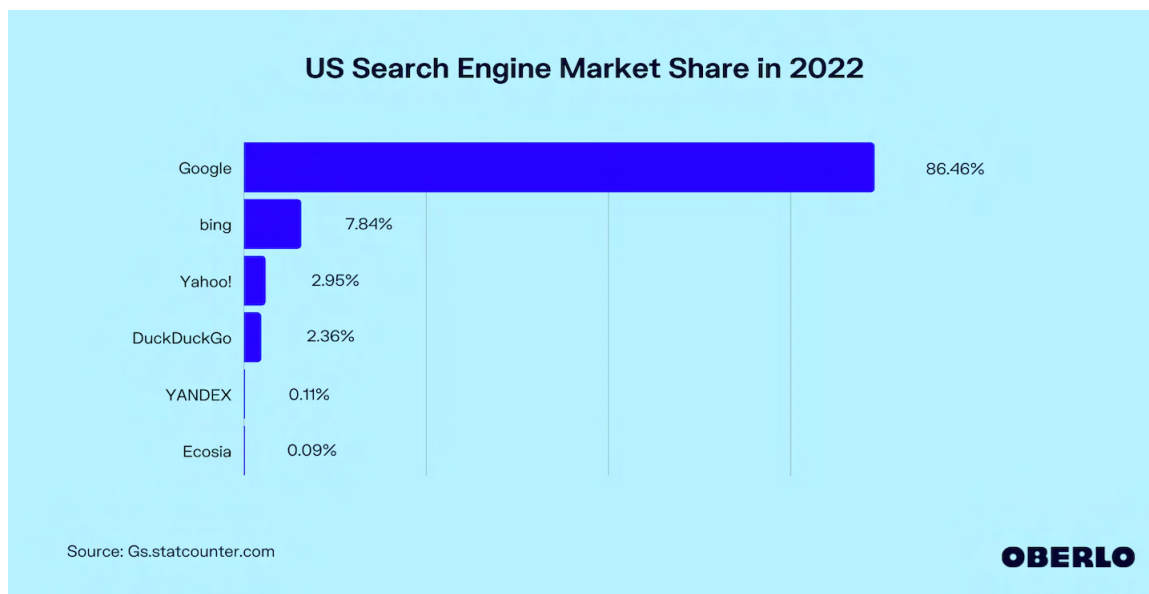
Source: [CNN](https://www.cnn.com/)

ChatGPT a été créé par OpenAI, une société originalement fondée en 2015 par plusieurs personnalités connues, dont Elon Musk. Étant à but non lucratif au départ, la société a changé depuis. M. Musk a quitté le conseil d'administration en 2018 et la société permet

maintenant à ses investisseurs de toucher à des profits, contrairement à sa vocation initiale.

Microsoft a effectué son premier investissement dans OpenAI en 2019, au montant de 1G\$US. En échange, la compagnie d'intelligence artificielle accepte de passer exclusivement par Microsoft pour l'octroi de licences. Cela offre donc une porte d'entrée pour le géant technologique de compétitionner avec Deepmind, la société créée en 2010 et achetée par Alphabet en 2014.

Quelques années plus tard, Microsoft annonce qu'elle allait se départir de 10 000 employés, tout en planifiant investir 10 milliards de dollars dans OpenAI, démontrant toute l'importance que la direction accorde au développement de l'intelligence artificielle dans ses opérations futures. Le chef de la direction, Satya Nadella, pense que leur moteur de recherche, Bing, bénéficiera de cette technologie, et ainsi fera bouger de sa présente et modeste position dans le marché.



Source: [Oberlo](#)

Globalement (excluant la Chine), la dominance de Google ressort davantage, avec ses 92% de part de marché, contre seulement 3% pour Bing. Il existe donc un grand potentiel, où la compagnie a tout à gagner par rapport à Alphabet qui doit protéger sa grande avance. Aussi, l'intégration avec Azure ne peut que l'aider à s'approcher du numéro en nuagerie, soit Amazon, qui détient 34% du marché. Microsoft se situe à 21%, alors que Alphabet n'a que 11%.

Bien des défis demeurent dans le développement de l'intelligence artificielle, toutefois. Les utilisateurs de ChatGPT ont relevé bien des erreurs, et il semble que du côté de Alphabet, avec Bard, on assiste à des difficultés pour certaines questions. De plus, jusqu'ici, ChatGPT accède uniquement à des données allant jusqu'en 2021, car contrairement à Bard, les données ne sont pas puisées sur le net. Le remplacement du moteur de recherche Google n'est donc pas pour demain. Satya Nadella semble déterminé à faire de Bing un engin de recherche comparable, mais de gros investissements seront requis, sans avoir la garantie qu'il y parviendra.

Au quatrième trimestre, comme on peut le voir dans le tableau ci-dessous, les résultats ont été fortement affectés par la variation des devises:

| Three Months Ended December 31, 2022                           |                              |                          |   |
|--|------------------------------|--------------------------|---|
|  | Percentage Change Y/Y (GAAP) | Constant Currency Impact | Percentage Change Y/Y Constant Currency |
| Microsoft Cloud revenue  | 22%                          | 7%                       | 29%                                     |
| Office Commercial products and cloud services                  | 7%                           | 7%                       | 14%                                     |
| Office 365 Commercial  | 11%                          | 7%                       | 18%                                     |
| Office Consumer products and cloud services                    | (2)%                         | 5%                       | 3%                                      |
| LinkedIn   | 10%                          | 4%                       | 14%                                     |
| Dynamics products and cloud services                           | 13%                          | 7%                       | 20%                                     |
| Dynamics 365   | 21%                          | 8%                       | 29%                                     |
| Server products and cloud services                             | 20%                          | 6%                       | 26%                                     |
| Azure and other cloud services                                 | 31%                          | 7%                       | 38%                                     |
| Windows OEM  | (39)%                        | 0%                       | (39)%                                   |
| Windows Commercial products and cloud services                 | (3)%                         | 6%                       | 3%                                      |
| Xbox content and services                                      | (12)%                        | 4%                       | (8)%                                    |
| Search and news advertising excluding traffic acquisition cost | 10%                          | 5%                       | 15%                                     |
| Devices  | (39)%                        | 5%                       | (34)%                                   |

Source: site de Microsoft

À l'instar de nos autres compagnies, nous assistons à un certain ralentissement, en plus du vent de face de la devise. En tout, les revenus ont crû de 2% (7% sans l'effet de la devise), alors qu'au même moment l'an passé, on avait affiché 20% de croissance. Cette décélération a contribué à une baisse des profits de 12%, et a certainement pesé dans la balance dans la décision de couper 10 000 emplois sur les 3 premiers mois de l'année.

Quant à Azure, le 2e joueur en importance dans la nuagerie, ainsi que le vecteur de croissance principal pour Microsoft selon nous, sa croissance de 38% fait bonne figure contre les 20% de AWS (Amazon Web Services).

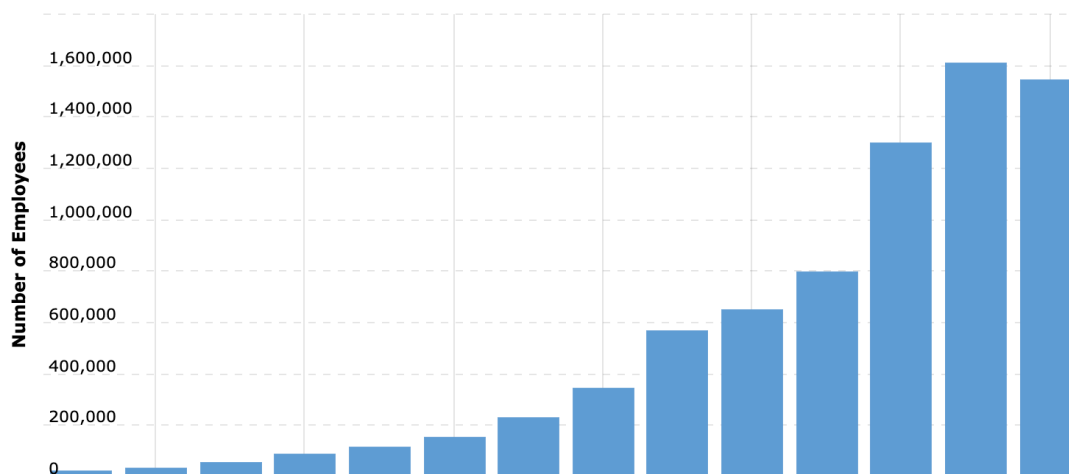
## Amazon



Le titre de Amazon a cédé 38% sur un an, et ce, malgré les profits d'opérations de 12G\$US engendrés en 2022. L'année 2020 avait été faste, avec une augmentation des profits de 57,5%, suivie par une hausse beaucoup plus modeste en 2021 de 8,6%. Tout comme plusieurs autres sociétés favorisées par l'adoption de services sur internet, Amazon a été frappé en 2022 par le retour du balancier de la COVID-19.

La compagnie a admis avoir trop embauché de personnel durant l'année 2020 et 2021, afin de tenter de répondre à la demande soudainement accrue, ainsi que pour remplacer temporairement les travailleurs qui tombaient malades. La demande accrue de la pandémie s'est effondrée, alors que les gens quittaient leur maison, et plus de commerces ont ouvert. « Lorsque les employés sont revenus après leurs congés de maladie, nous sommes rapidement passés d'un manque de personnel à trop de personnel, résultant en une baisse de la productivité. », a déclaré Brian Olsavsky, le chef des finances.

### Nombre d'employés de 2009 à 2022



Source: Macrotrends.net

Au 4e trimestre, les ventes globales ont crû de 9% (12% sans variation des devises). Pour avoir une idée de l'ampleur du mouvement des devises, il suffit de regarder le segment international d'Amazon: les revenus ont plongé de 8%, mais en réalité, ils ont augmenté de 5%! La bonne nouvelle avec les devises, c'est que la tendance finit tôt ou tard par se renverser, à divers degrés. Parfois, elles aident les résultats, d'autres fois, elles leur nuisent.

Nous avons souvent dit que les sociétés actives à l'international nous amènent une diversification géographique. L'envers de la médaille réside dans la volatilité des résultats, avec laquelle nous sommes toutefois confortables. Lorsque cette volatilité est jumelée à un ralentissement des ventes, on peut s'attendre à une forte réaction en Bourse, comme celle à laquelle nous avons assisté récemment.

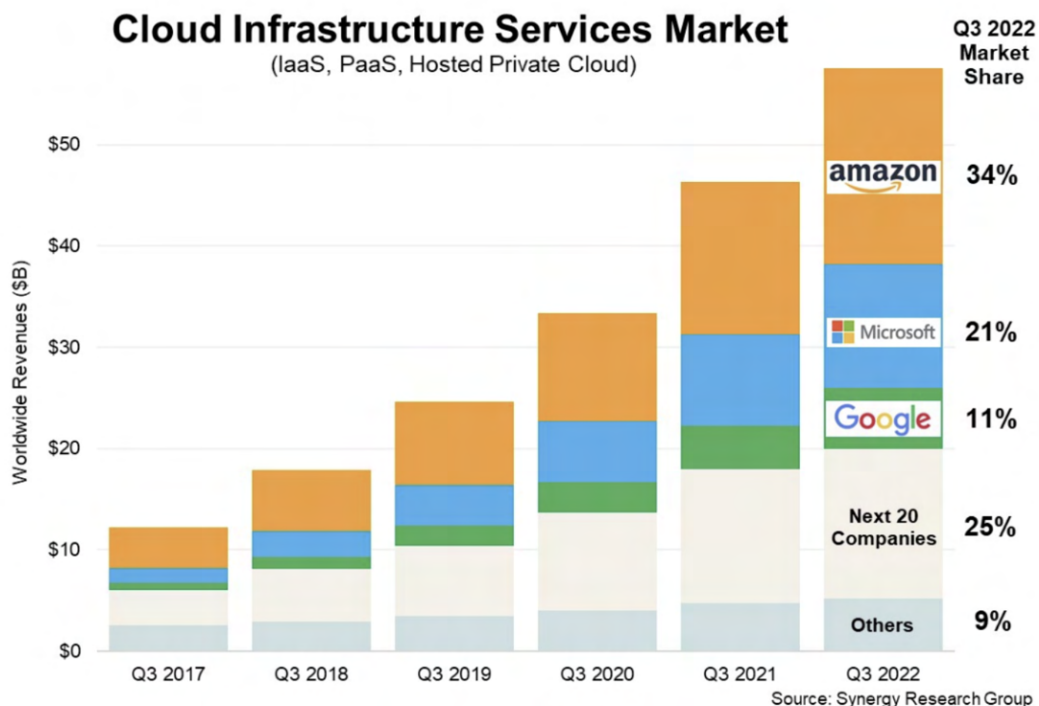
Du côté de AWS (le segment de la nuagerie d'Amazon), les ventes ont grimpé de 20%. Comme on peut le voir, cette division a permis à la compagnie d'être profitable en 2022, et ainsi de contribuer à une année qui se serait avérée difficile autrement:

AMAZON.COM, INC.  
Segment Information  
(in millions)  
(unaudited)

|                         | Three Months Ended<br>December 31, |            | Twelve Months Ended<br>December 31, |            |
|-------------------------|------------------------------------|------------|-------------------------------------|------------|
|                         | 2021                               | 2022       | 2021                                | 2022       |
| <b>North America</b>    |                                    |            |                                     |            |
| Net sales               | \$ 82,360                          | \$ 93,363  | \$ 279,833                          | \$ 315,880 |
| Operating expenses      | 82,566                             | 93,603     | 272,562                             | 318,727    |
| Operating income (loss) | \$ (206)                           | \$ (240)   | \$ 7,271                            | \$ (2,847) |
| <b>International</b>    |                                    |            |                                     |            |
| Net sales               | \$ 37,272                          | \$ 34,463  | \$ 127,787                          | \$ 118,007 |
| Operating expenses      | 38,899                             | 36,691     | 128,711                             | 125,753    |
| Operating loss          | \$ (1,627)                         | \$ (2,228) | \$ (924)                            | \$ (7,746) |
| <b>AWS</b>              |                                    |            |                                     |            |
| Net sales               | \$ 17,780                          | \$ 21,378  | \$ 62,202                           | \$ 80,096  |
| Operating expenses      | 12,487                             | 16,173     | 43,670                              | 57,255     |
| Operating income        | \$ 5,293                           | \$ 5,205   | \$ 18,532                           | \$ 22,841  |

Source: earnings release from Amazon

AWS domine toujours dans une industrie qui est toujours en forte croissance:



Source: PR News Wire

Son autre segment prometteur, la publicité, affiche maintenant des revenus annualisés d'environ 40G\$US, soit 4 fois les revenus de Snapchat et Twitter combinés. Au récent 4e trimestre, la croissance a été de 23% (en devises constantes). Contrairement à Alphabet qui doit payer des tierces parties pour l'inventaire de sa publicité, Amazon utilise uniquement son propre inventaire et peut donc ainsi engendrer des marges élevées.

Nous pensons qu'en combinant la valeur de AWS et la division de la publicité, nous obtenons au moins la valeur en Bourse actuelle, signifiant que les actionnaires obtiennent tout le reste pour 0\$.

### Spotify

Durant le second semestre, Spotify a atteint un creux de 69\$, soit une baisse approximative de 80% par rapport à son sommet de 364\$ au début de l'année 2021. Pourtant, le nombre d'utilisateurs présents sur la plateforme chaque mois se rapproche du demi-milliard, soit une augmentation de 20% par rapport à 2021. L'entreprise suédoise continue de profiter de l'effet des devises, voyant ses revenus augmenter de 18% sur un an (13% en devises constantes).

| USER & FINANCIAL SUMMARY                 | Q4 2021      | Q3 2022      | Q4 2022      | Y/Y        | Q/Q       |
|--|--------------|--------------|--------------|------------|-----------|
| <b>USERS (M)</b>                         |              |              |              |            |           |
| Total Monthly Active Users ("MAUs")      | 406          | 456          | 489          | 20%        | 7%        |
| Premium Subscribers                      | 180          | 195          | 205          | 14%        | 5%        |
| Ad-Supported MAUs                        | 236          | 273          | 295          | 25%        | 8%        |
| <b>FINANCIALS (€M)</b>                   |              |              |              |            |           |
| Premium                                  | 2,295        | 2,651        | 2,717        | 18%        | 2%        |
| Ad-Supported                             | 394          | 385          | 449          | 14%        | 17%       |
| <b>Total Revenue</b>                     | <b>2,689</b> | <b>3,036</b> | <b>3,166</b> | <b>18%</b> | <b>4%</b> |
| Gross Profit                             | 712          | 750          | 801          | 13%        | 7%        |
| <b>Gross Margin</b>                      | <b>26.5%</b> | <b>24.7%</b> | <b>25.3%</b> | --         | --        |
| <b>Operating (Loss)/Income</b>           | <b>(7)</b>   | <b>(228)</b> | <b>(231)</b> | --         | --        |
| Operating Margin                         | (0.3%)       | (7.5%)       | (7.3%)       | --         | --        |
| Net Cash Flows From Operating Activities | 119          | 40           | (70)         | --         | --        |
| <b>Free Cash Flow<sup>1</sup></b>        | <b>103</b>   | <b>35</b>    | <b>(73)</b>  | --         | --        |

Source: earnings release from Spotify

Bien que les abonnés au service premium représentent moins de la moitié de tous les utilisateurs, ceux-ci ont rapporté 87% des revenus de l'entreprise pour 2022, contre 88% et 91% pour 2021 et 2020 respectivement. En tant que pourcentage du revenu, les



revenus provenant des souscriptions diminuent légèrement pour laisser place aux revenus publicitaires. Toutefois, 2022 a été une année plus difficile pour cette dernière catégorie de revenus, avec une croissance annuelle de 14% (seulement 4% en devises constantes) contre 40% (38% en devises constantes) pour 2021.

Plusieurs raisons peuvent expliquer ce ralentissement, mais le plus notable serait les efforts d'acquisition d'émissions de podcasts pour attirer des utilisateurs sur la plateforme plutôt que d'améliorer les revenus publicitaires. Durant la dernière conférence téléphonique sur les résultats trimestriels, le fondateur Daniel Ek a avoué ceci:

*« Avec le recul, je me suis probablement laissé un peu emporter et j'ai surinvesti par rapport à l'incertitude que nous avons vue prendre forme sur le marché. Nous nous concentrerons donc sur le resserrement de nos dépenses et sur l'amélioration de notre efficacité. »*

Nous apprécions lorsque la direction est capable d'admettre ses erreurs et d'agir en conséquence rapidement. Leurs nouveaux objectifs pour cette année devraient permettre d'améliorer la monétisation des podcasts et de générer des revenus publicitaires plus élevés.

Nous demeurons toutefois hésitants face à l'optimisme de Daniel Ek. Durant la dernière journée des investisseurs, l'entrepreneur exprimé ceci:

*« D'après tout ce que je vois, je crois qu'au cours de la prochaine décennie nous serons une entreprise qui pourra générer 100 milliards de dollars de revenus par année, et que nous pouvons atteindre une marge brute de 40% et une marge opérationnelle de 20%. »*



Source: Investor day 2022



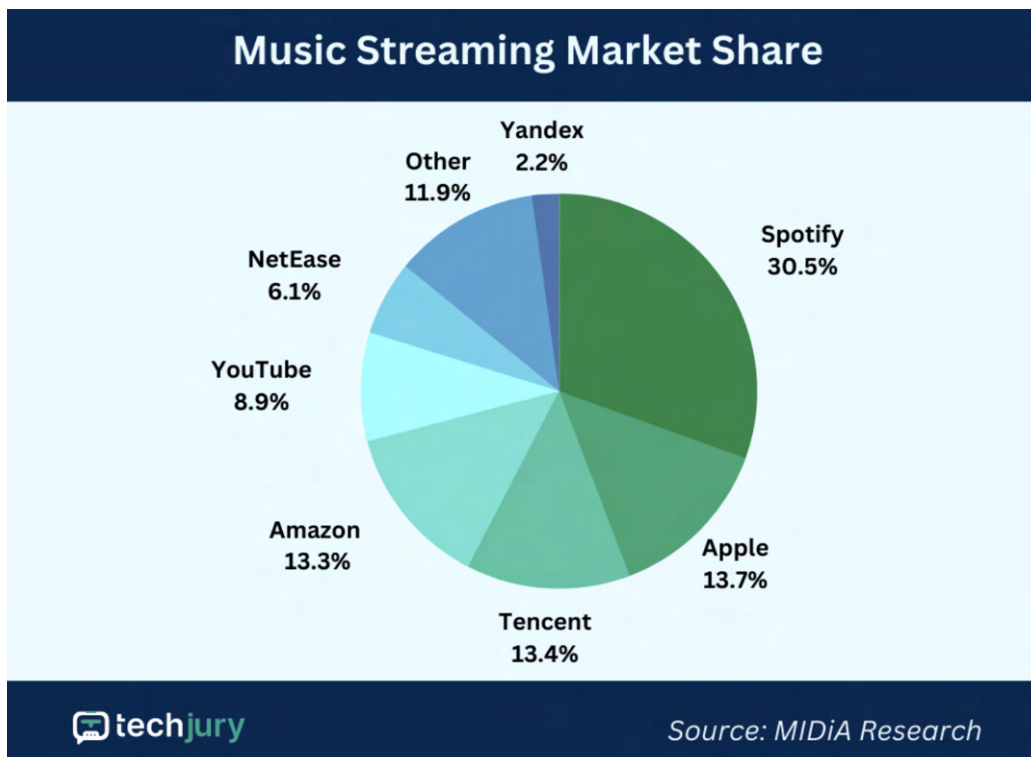
Pour 2022, les revenus se sont élevés à 12 G d'euros et une marge opérationnelle négative de -5.5%, des résultats encore bien loin de l'objectif. Toutefois, avec l'annonce d'une amélioration de l'efficacité pour 2023, Spotify pourrait augmenter ses marges et rejoindre les objectifs suivants pour chaque segment, encore une fois partagés lors de la journée des investisseurs de 2022:

| Future Growth Drivers                                  |      |           |           |
|--|------|-----------|-----------|
| Gross Margin Profiles by Vertical: Medium to Long-term |      |           |           |
|  | 2021 | 3-5 years | Long-term |
| Music  | 28%  | 30%       | 35%       |
| Podcasting   | -57% | 30-35%    | 40-50%    |
| Other  | NM*  | 30-60%    | 40-80%    |

Source: Investor day 2022

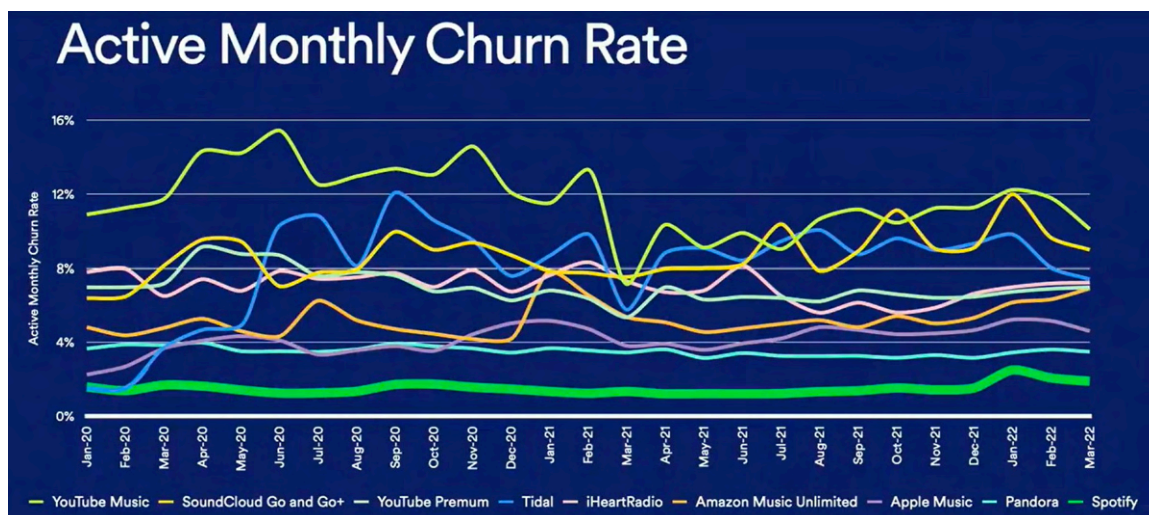
On voit ici que la musique ne sera pas le segment le plus profitable, dû à l'emprise des maisons de disques. Ce seront plutôt les podcasts et d'autres segments, comme les livres audios, qui rapporteront le plus. La compagnie a donc tout intérêt à faire des investissements dans ces nouvelles catégories de contenu et de les rentabiliser. Par ailleurs, au début de février, la firme activiste ValueAct, gérée par Mason Morfit, a pris une participation dans Spotify suite aux pertes importantes de 2022. Celle-ci veillera à ce que l'entreprise améliore sa rentabilité. Spotify a d'ailleurs annoncé une mise à pied de 6% de ses employés en janvier.

Notons que seulement au niveau des souscriptions payantes, la société occupe plus de 31% de son marché, conservant ainsi sa position dominante face aux concurrents. Son rival le plus proche, soit Apple Music, se situe à 14% du marché seulement.



Source: [Techjury](#)

Pour les entreprises qui offrent un service d'abonnement, il est important d'étudier le *churn rate*, ou le taux de désabonnement. Il s'agit simplement du pourcentage des clients qui se désabonnent du service sur une période donnée. Bien évidemment, nous recherchons un taux de désabonnement faible. Or, comme indiqué par la ligne verte au bas du graphique suivant, Spotify est le service musical avec le taux de désabonnement mensuel le plus faible:



Ainsi, cela nous donne une bonne indication sur la satisfaction des utilisateurs de la plateforme. Par contre, on peut constater une légère augmentation du taux de désabonnement en janvier 2022, causé par des propos controversés sur la vaccination contre la Covid-19 au podcast *The Joe Rogan Experience*, l'émission la plus écoutée de la plateforme. En réponse à la désinformation, plusieurs artistes comme Neil Young et Gilles Vigneault avaient demandé de retirer leurs chansons de Spotify, créant ainsi plusieurs utilisateurs insatisfaits.

### Alphabet et Meta

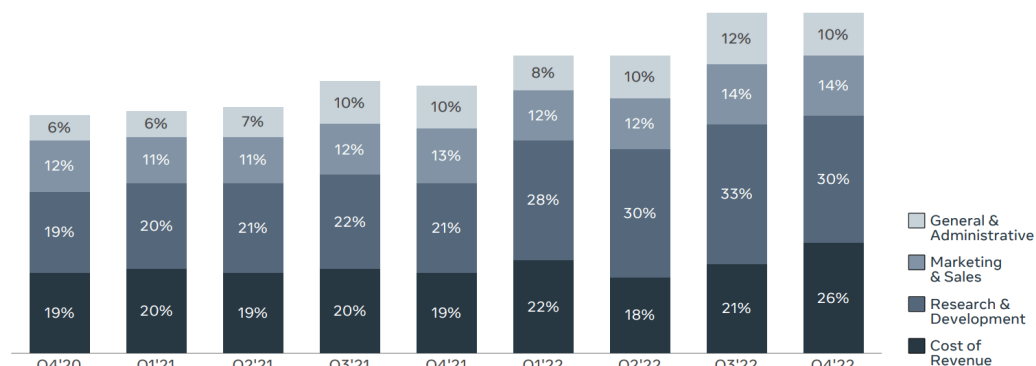
Les mots reliés à l'efficacité se propagent également chez Meta, la société mère de Facebook. C'est avec réjouissance que les investisseurs ont appris, à la sortie des résultats du 4e trimestre de 2022, que l'entreprise allait mieux contrôler ses dépenses:

*« Notre thème de gestion pour 2023 est « l'année de l'efficacité » et nous nous efforçons de devenir une organisation plus forte et plus agile. »*

Ces derniers propos affirmés par Mark Zuckerberg, fondateur de Meta, durant la dernière conférence téléphonique sur les résultats trimestriels ont fait bondir le titre de plus de 23% après l'annonce des résultats. Depuis son creux en novembre 2022 à 88\$ par action, le titre boursier a remonté de 92% au moment d'écrire cette lettre.

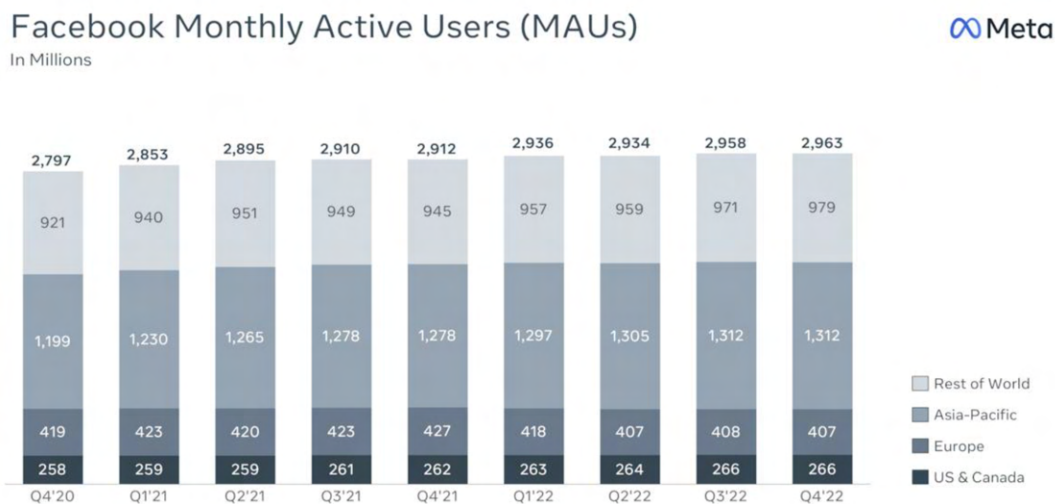
En effet, les années 2021 et 2022 ont été marquées par des investissements massifs dans le développement du métavers. Les dépenses en recherche et développement sont passées de 19% du revenu du 4e trimestre de 2020 à 30% du revenu pour le dernier trimestre de 2022.

### Expenses as a Percentage of Revenue



Source: earnings release from Meta

Or, avec les incertitudes économiques, cette annonce d'austérité a rassuré plusieurs investisseurs.



Source: earnings release from Meta

La vache à lait de Meta, soit la plateforme Facebook, se rapproche doucement des 3 milliards d'utilisateurs mensuels, un nombre en augmentation de 2% par rapport à 2021. Un ralentissement des publicités en ligne continue de se faire ressentir, causant une baisse des revenus annuels, qui sont passés de 117,9G\$US pour 2021 à 116,6G\$US pour 2022. Les devises impactent toutefois les revenus à la baisse, car en devises constantes, ceux-ci devraient plutôt augmenter de 4%.

Le même discours se retrouve chez Alphabet. En septembre dernier, le CEO Sundar Pichai a annoncé qu'il souhaitait rendre l'entreprise 20% plus efficace. À ce moment, la compagnie avait environ 187 000 employés et au 31 décembre 2022, elle en comptait 190 234. Récemment, la société a annoncé qu'elle allait réduire sa main-d'œuvre de 6%.

La situation est toutefois critique face à la menace du AI de Microsoft. Alphabet devra investir massivement pour développer son propre système d'intelligence artificielle, Bard. Durant l'annonce officielle de ce nouveau système au début février, Bard a donné une mauvaise information suite à une question sur le télescope James Webb Space. Le titre a rapidement chuté de 8% en bourse, révélant l'insatisfaction des investisseurs.

Par contre, il faut tenir compte de la nouveauté de ce système. Récemment, le vice-président de la recherche chez Google, Prabhakar Raghavan, a indiqué ceci dans un courriel aux employés pour corriger les erreurs de Bard:

« Bard apprend mieux par l'exemple, donc prendre le temps de réécrire une réponse de manière réfléchie nous aidera grandement à améliorer le modèle »

En effet, Bard est construit avec de nombreux algorithmes qui lui permettent d'apprendre et d'améliorer ses réponses. Étant donné sa nouveauté, Bard a encore beaucoup à apprendre, tout comme dans les débuts de la recherche Google. Avec le temps et le développement des algorithmes, Google est devenu l'engin de recherche le plus utilisé grâce à la pertinence des résultats. Malgré la frénésie actuelle sur l'intelligence artificielle, il s'agirait plutôt d'un projet à long terme. Nous allons continuer de suivre cette situation de près.

## Airbnb

Airbnb a terminé l'année 2022 avec des résultats impressionnants. Les revenus bruts se sont élevés à 8,4G\$US, soit une augmentation de 40% par rapport à l'année dernière (46% en devises constantes). Pour la première fois depuis son entrée en bourse, l'entreprise a généré un profit net positif pour l'année, s'élevant à 1,9G\$US contre des pertes de -352M\$US et -4,6G\$US pour 2021 et 2020 respectivement.

| Key Financial Measures  | Q4 2022  | FY 2022   |
|---|--|---|
| <b>Revenue</b><br>Revenue of \$1.9 billion increased 24% from Q4 2021 demonstrating continued strong travel demand.   | <b>\$1.9B</b><br>24% Y/Y<br>31% Y/Y (ex-FX)<br>72% Y/3Y              | <b>\$8.4B</b><br>40% Y/Y<br>46% Y/Y (ex-FX)<br>75% Y/3Y                 |
| <b>Net Income</b><br>Our first full GAAP profitable year (23% net margin) included our most profitable Q4 ever (17% net margin)—both periods delivering double digit year-over-year margin expansion. | <b>\$319M</b><br>\$385M (ex-FX)<br>\$55M Q4 2021<br>\$(352)M Q4 2019 | <b>\$1.9B</b><br>\$2.2B (ex-FX)<br>\$(352)M FY 2021<br>\$(674)M FY 2019 |

Source: earnings release from Airbnb

Durant la dernière conférence téléphonique sur les résultats trimestriels, le directeur financier de Airbnb Dave Stephenson a mentionné ceci:

« D'un côté, le nombre d'employés est actuellement toujours inférieur de 5 % à ce qu'il était en 2019, mais de l'autre, le chiffre d'affaires est supérieur de 75 %. Donc, nous sommes presque deux fois plus gros qu'auparavant avec moins d'employés. »

Cette citation nous donne une indication positive sur l'efficacité de l'entreprise et la gestion des coûts, malgré l'augmentation considérable de 31% du nombre de réservations pour les séjours et les expériences en 2022. En effet, la marge opérationnelle de Airbnb pour 2022 s'est élevée à 21,5% contre 7,2% pour 2021.

Quant aux revenus de réservation bruts (le montant total chargé aux clients), ceux-ci ont augmenté de 35% (42% en devises constantes) pour l'année.

---

**FY 2022**

**393.7M**

**Nights & Experiences Booked**

31% Y/Y

20% Y/3Y

**\$63.2B**

**Gross Booking Value**

35% Y/Y

42% Y/Y (ex-FX)

67% Y/3Y

---

*Source: earnings release from Airbnb*

Finalement, l'entreprise a racheté pour 1,5G\$US de ses actions en circulation pour 2022.

## Conclusion

Nous espérons que vous avez apprécié ces informations financières. Soyez assurés que nous suivons avec le plus grand soin l'évolution des titres en portefeuille et recherchons activement d'autres titres susceptibles de faire fructifier le Fonds Barrage.

C'est d'ailleurs avec grand plaisir que nous célébrons cette année le 10e anniversaire du Fonds Barrage.

Nous vous remercions pour votre confiance tout au long des 10 dernières années et espérons vous compter parmi nous pour encore de nombreuses autres années à venir.

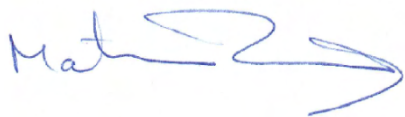
Cordialement,



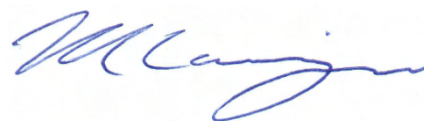
Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière