

Lettre annuelle 2023

Fonds Barrage

Rapport de gestion

Pour la période du 1^{er} janvier au 29 décembre 2023, l'indice S&P/TSX a procuré un rendement de 11,75% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a généré un rendement de 22,90% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 92,34% avant frais et de 90,14% après frais.

Commentaire sur les marchés

« La volatilité transfère la richesse de ceux qui ne peuvent la supporter à ceux qui le peuvent. »

Si nous avons à formuler une citation pour décrire les deux dernières années, elle ressemblerait à celle-ci. Nous avons récemment vu plusieurs gestionnaires de portefeuille respectables mal réagir face aux fluctuations des titres, plus particulièrement pour les titres dits « technologiques ». Meta Platforms constitue un bon exemple:



Source: Tkr

Même les meilleurs investisseurs commettent parfois des erreurs flagrantes. Certains d'entre eux ne tarissaient pas d'éloge face à la qualité du modèle d'affaires de Meta, sa direction et sa position compétitive. Lorsque la débandade du titre est survenue, ils ont changé d'avis, pour manquer le rebond par la suite.

Ce genre d'exemple, tout comme avec Netflix (voir notre lettre annuelle de 2022), nous incite à conserver une attitude humble envers les marchés. Malgré notre expérience en Bourse, nous ne sommes pas à l'abri des émotions que peuvent causer les fortes fluctuations du marché. Pour tous ceux qui étaient investis en technologie en 2022, il s'agissait d'une dure mise à l'épreuve. Il fallait beaucoup de convictions pour « racheter » au creux plutôt que de céder aux remises en question, et par conséquent, vendre au pire moment. Netflix et Meta constituent deux titres que nous avons rachetés tout près de leurs creux. Cela nous a permis d'obtenir de meilleurs résultats malgré la moins bonne performance de Spotify. À 250\$, le titre demeure loin de son sommet de 357\$.

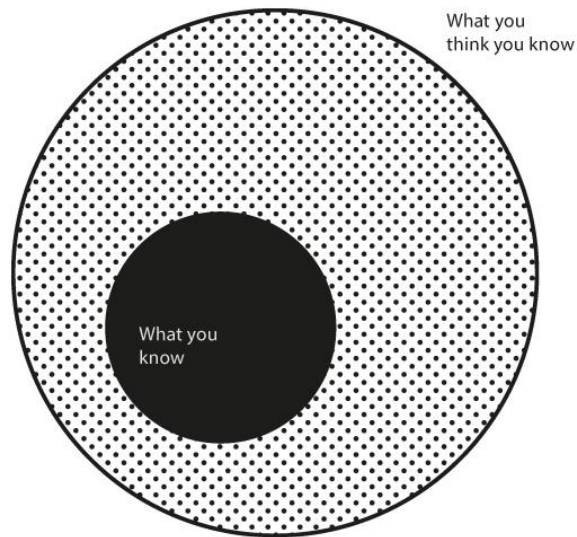
Charlie Munger

Le 28 novembre dernier, nous avons appris la triste nouvelle que Charlie Munger, l'associé de Warren Buffett, s'est éteint à l'âge de 99 ans. Nous souhaitons ainsi dédier une partie de cette lettre à ce fameux investisseur, qui est une source d'inspiration pour les adeptes du *Value Investing*.

M. Munger est reconnu pour sa capacité à développer des modèles mentaux. Ces derniers permettent de simplifier des concepts afin d'en faciliter leur compréhension. L'un des modèles les plus importants constitue celui du cercle de compétences:

« Les gens évaluent mal les limites de leurs propres connaissances ; c'est l'un des éléments les plus fondamentaux de la nature humaine. Connaître les limites de son cercle de compétences est l'une des choses les plus difficiles à faire pour un être humain. Savoir ce que l'on ne sait pas est bien plus utile dans la vie et dans les affaires que d'être brillant. » - Charlie Munger

Un investisseur devrait donc uniquement investir dans des entreprises qu'il comprend bien. Cela peut sembler évident, mais l'égo peut causer une surévaluation des connaissances réelles d'un investisseur et lui faire croire qu'il maîtrise un sujet.



Source: Farnam Street

Lorsqu'une question nous est posée, par exemple durant une assemblée annuelle, et que nous n'en connaissons pas la réponse, nous n'avons pas peur de répondre « nous ne savons pas ». Nous définissons ainsi les limites de nos connaissances et nous pouvons étudier le sujet si nécessaire.

« Les occasions d'investissement se résument à trois catégories : oui, non, trop difficile à comprendre. » - Charlie Munger

Comme nous l'avons répété à maintes reprises, nous n'investissons pas dans ce que nous ne comprenons pas, même s'il s'agit « de la prochaine tendance prometteuse ». Nous pouvons bien sûr tenter d'élargir notre cercle en analysant un domaine que nous connaissons peu. Toutefois, la compréhension d'une compagnie et de son secteur forment la base d'une évaluation. Sans connaissances suffisantes, nous pourrions commettre des erreurs coûteuses.

Parfois, cette prudence nous amène à réaliser ce qui peut sembler des erreurs d'omission. Nous avons considéré la société Nvidia il y a 2 ou 3 ans. Notre constat de l'époque a été que nous ne la comprenions pas assez bien, rendant notre estimation de l'évaluation sur 5 ans difficile à établir. Nous avons donc préféré passer. Or, au moment d'écrire ces lignes, Nvidia a le vent dans les voiles, et vient de surpasser la valeur boursière d'Alphabet. Conserver sa discipline en matière de cercle de compétence peut s'avérer difficile parfois!



Source: Tigr

Charlie Munger étant aussi reconnu comme un homme qui ne mâche pas ses mots, voici ce qu'il affirmait sur les personnes qui tentent de prévoir l'économie et les marchés financiers:

« Les gens ont toujours eu envie que quelqu'un leur prédise l'avenir. Il y a longtemps, les rois engageaient des gens pour lire dans les entrailles des moutons. Écouter les prévisionnistes d'aujourd'hui est aussi fou que lorsque le roi engageait un homme pour lire les entrailles des moutons. »

Les articles proposant des prévisions économiques permettent d'attirer de nombreux lecteurs. Toutefois, elles peuvent semer la peur et affecter négativement les décisions des investisseurs.

Au cours des dernières années, de nombreuses récessions ont été prédites par les économistes, sans toutefois qu'elles ne se produisent. Nous vous invitons à consulter [ce lien](#) (en anglais) qui liste toutes les récessions qui étaient prévues pour 2021 et 2022 aux États-Unis. Aucune d'entre elles ne s'est avérée être vraie et plusieurs investisseurs ont manqué des opportunités de rendement en retirant leurs investissements des marchés.

Puisqu'il n'est malheureusement pas possible de prévoir l'économie, nous préférons nous attarder sur l'étude des compagnies boursières. Nous vérifions que les entreprises dans notre portefeuille peuvent passer au travers de périodes de turbulences. Nous croyons qu'il est plus favorable d'investir dans une compagnie à long terme, plutôt que de tenter de prévoir le futur de l'économie et d'ajuster constamment notre portefeuille en conséquence.

« L'argent n'est pas dans l'achat et la vente, mais dans l'attente. » - Charlie Munger

Voici une dernière citation de Charlie Munger, qui explique de manière assez directe notre point sur la volatilité:

« Si vous n'êtes pas prêt à réagir avec sérénité à une baisse du marché de 50 % deux ou trois fois par siècle, vous n'avez pas les aptitudes pour être actionnaire, et vous méritez les résultats médiocres que vous obtiendrez par rapport aux personnes qui ont le bon tempérament... »

Résultats de nos compagnies

Meta et Alphabet

Le dernier trimestre de l'année a tout simplement été spectaculaire. Meta a crû ses profits de plus de 200%, avec des revenus en hausse de 25% (22% sans les effets des devises). L'an passé, le fondateur Mark Zuckerberg avait déclaré qu'il ferait de 2023 l'année « d'efficience ». Après avoir fortement embauché durant les années de la pandémie, durant lesquelles les sociétés technologiques se compétitionnaient entre elles et s'arrachaient les meilleurs employés, un retour vers l'équilibre s'imposait. La direction a vraiment donné le coup de barre, réduisant son effectif de 22% sur un an.

La combinaison de revenus en hausse, diminution des dépenses et même un taux d'imposition plus faible a produit un bénéfice exceptionnel. Les marges d'opérations ont surpassé les 40% lors des deux derniers trimestres. Or, si ce n'était des pertes occasionnées par leur division Reality Lab, les bénéfices seraient plus élevés de près de 30%. Les importants investissements effectués dans cette division s'avèrent nécessaires pour bâtir un écosystème à long terme, où Meta pourra réduire sa dépendance vis-à-vis les géants Apple et Alphabet pour la distribution de ses services. Cependant, à tout moment, la direction pourrait réduire ou cesser temporairement ces investissements pour saisir d'autres opportunités si elle le jugeait opportun.

Pour la première fois de son histoire, Meta va verser un dividende. On a également annoncé un programme de rachat d'actions supplémentaire de 50G\$US.

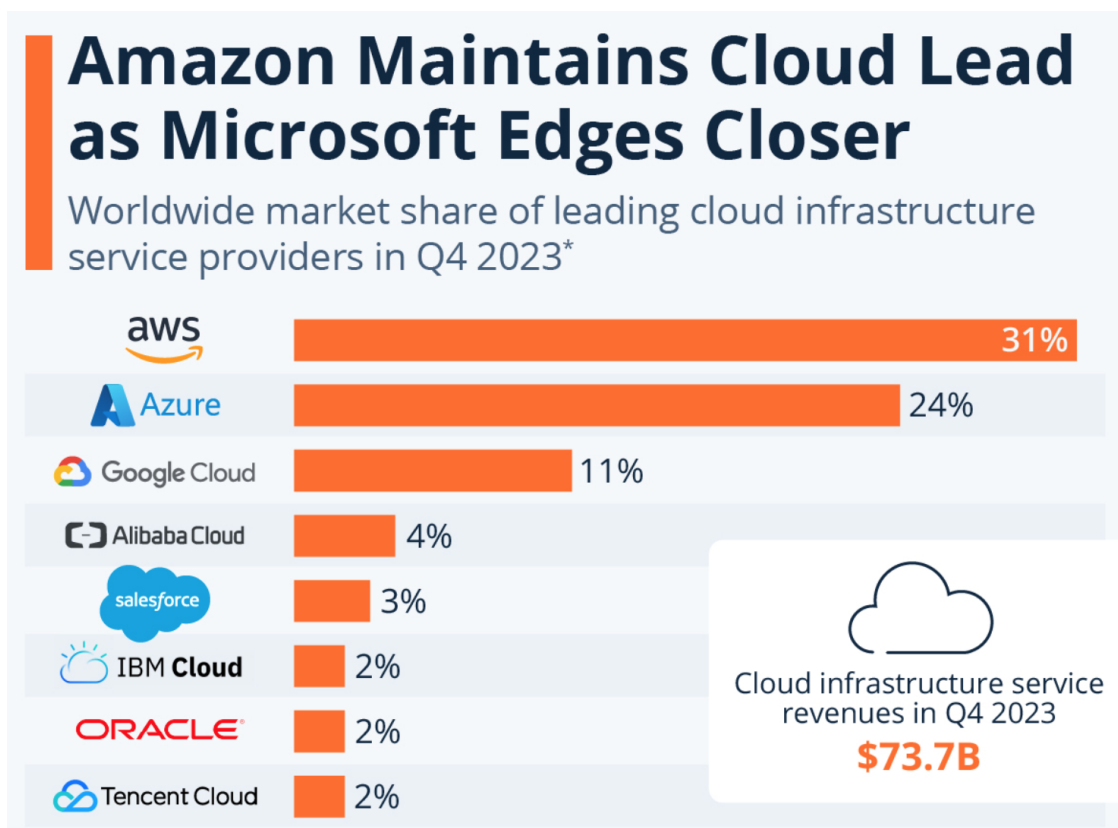
Quant à Alphabet, les revenus ont crû de 13%. YouTube a recommencé à accélérer sa croissance, avec 15% de hausse, alors que Google Cloud continue de bien performer avec 26%. La profitabilité de ce dernier segment s'améliore toujours, avec 3% de marge d'opérations. Il reste cependant beaucoup à faire pour rattraper le meneur de tête, AWS, dont la marge d'opération atteint 30%.

Malgré les bons résultats de ces deux sociétés, les cours boursiers sont encore loin des évaluations que nous pensons qu'ils méritent.

Microsoft et Amazon

Les revenus de Microsoft ont crû de 18% au dernier trimestre, et les profits, de 33%. Avec la récente montée en Bourse, la société détient maintenant la plus grande valorisation boursière, à plus de 3 billions de dollars US, surpassant celle qui avait l'habitude d'être en tête, Apple. Même en tenant compte de la fluctuations des devises qui a ajouté 2% aux résultats, une telle croissance s'avère impressionnante pour une compagnie dont les revenus ont atteint environ 250G\$US annualisés, avec des marges d'opérations de 45%. Nous pensons que l'intelligence artificielle contribuera à maintenir une certaine croissance pour les années à venir. Ece Kamar, directeur de recherche chez Microsoft, s'exprima en ces termes dans un balado en avril de l'année passée: « J'ai vu des capacités hallucinantes que je ne pensais pas voir avant bien des années ».

Azure et la division de nuagerie ont vu leurs ventes progresser de 30%. En termes de parts de marché, Microsoft se rapproche de meneur de tête, AWS:



Netflix et Spotify

La croissance du nombre d'utilisateurs se poursuit chez ces deux géants du *streaming*. Du côté de Netflix, le service comptait plus de 260 millions d'abonnés aux derniers résultats, soit une augmentation de 12,8% par rapport à 2022.

(in millions except per share data)	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	Q1'24 Forecast
Revenue	\$7,852	\$8,162	\$8,187	\$8,542	\$8,833	\$9,240
Y/Y % Growth	1.9%	3.7%	2.7%	7.8%	12.5%	13.2%
Operating Income	\$550	\$1,714	\$1,827	\$1,916	\$1,496	\$2,420
Operating Margin	7.0%	21.0%	22.3%	22.4%	16.9%	26.2%
Net Income	\$55	\$1,305	\$1,488	\$1,677	\$938	\$1,976
Diluted EPS	\$0.12	\$2.88	\$3.29	\$3.73	\$2.11	\$4.49
Global Streaming Paid Memberships	230.75	232.50	238.39	247.15	260.28	
Y/Y % Growth	4.0%	4.9%	8.0%	10.8%	12.8%	
Global Streaming Paid Net Additions	7.66	1.75	5.89	8.76	13.12	
Net cash provided by operating activities	\$444	\$2,179	\$1,440	\$1,992	\$1,663	
Free Cash Flow	\$332	\$2,117	\$1,339	\$1,888	\$1,581	
Shares (FD)	451.6	452.4	451.6	450.0	444.3	

Source: lettre aux actionnaires du site Netflix, 4e trimestre 2023

En 2022, l'entreprise avait annoncé un nouveau plan d'abonnement avec publicités, à prix réduit. Cette offre est maintenant très populaire et permet d'attirer de nouveaux abonnés. Au dernier trimestre seulement, le nombre d'abonnés du plan avec publicités a augmenté de 70% par rapport au 3e trimestre de 2023.

En janvier dernier, Netflix a annoncé une nouvelle entente avec WWE, la célèbre organisation de lutte professionnelle, au coût de 5G\$US. Dès janvier 2025, les émissions Raw seront exclusivement présentées sur Netflix, et pour la première fois en 31 ans, les émissions par WWE ne seront plus disponibles sur la télévision linéaire. En moyenne, les émissions de lutte Raw attirent plus de 1,5M de téléspectateurs chaque semaine sur la chaîne *USA Network* et elles seront présentées en direct sur Netflix.

Chez Spotify, le nombre d'utilisateurs actifs mensuel s'est élevé à 602 millions au 4e trimestre de 2023, soit une augmentation de 23% par rapport à l'année dernière. Le nombre d'utilisateurs payants a augmenté de 15% par rapport à 2022, pour atteindre les 236 millions d'abonnés.

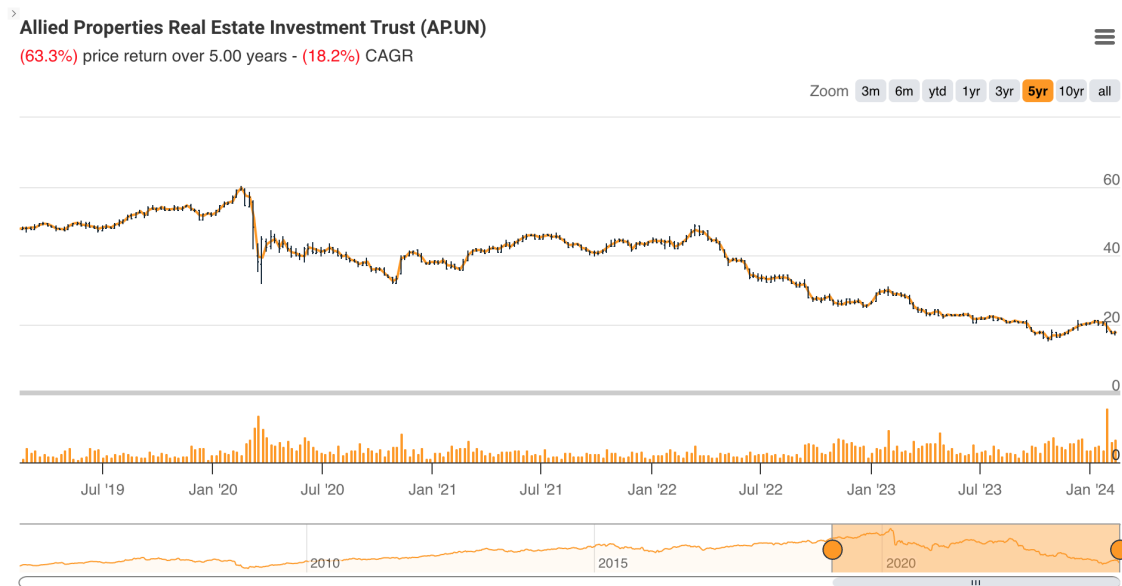
Comme Netflix, l'entreprise musicale a également signé une entente importante en ce début d'année. Au coût de 250 millions de dollars, Spotify conservera sa licence pour

distribuer « *The Joe Rogan Experience* ». Il s'agit du podcast le plus écouté au monde, qui compte en moyenne 11 millions d'écoutes par épisode.

À la différence du premier contrat, Joe Rogan ne sera plus exclusif à la plateforme Spotify. Le podcast sera disponible sur les autres plateformes, mais Spotify contrôlera les publicités dans les émissions. Avec une plus grande audience, l'entreprise mise sur des revenus publicitaires plus élevés. Lors de la dernière conférence téléphonique aux investisseurs, le CEO Daniel Ek a affirmé que les exclusivités ont eu, au final, un impact positif sur la plateforme, mais que les opportunités du côté de la publicité seraient plus intéressantes.

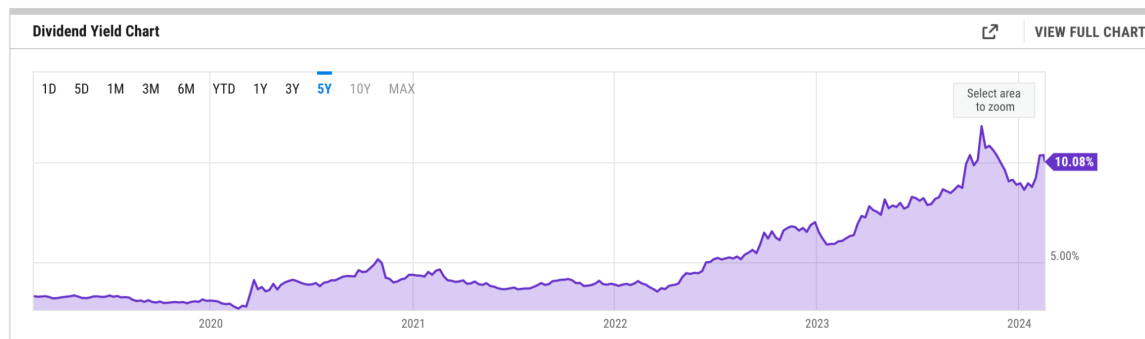
Immobilier canadien

Nous avons commencé à investir dans l'immobilier! La hausse des taux d'intérêt a créé quelques opportunités dans le secteur commercial, et plus particulièrement dans les espaces de bureaux.



Source: Tkr

Nous avons acquis des unités d'Allied Properties. Ironiquement, il s'agit de notre locateur pour nos propres bureaux. Nous avons donc un avant-goût de leur mode de fonctionnement. Comme on peut le voir ci-haut, la pandémie avait eu un impact négatif sur le titre au début de l'année 2020, lui faisant perdre environ le tiers de sa valeur. Le coup de grâce est survenu en 2023, avec la montée et le maintien des taux d'intérêt. À 17\$ l'unité, le titre rapporte un dividende supérieur à 10% annuel (versé mensuellement).



Source: YCharts

Comme on peut le voir ci-haut, le rendement du dividende se situe normalement à moins de 5%. Avec la baisse du prix de l'unité, ce rendement augmente proportionnellement. Trop souvent, lorsque le rendement devient très élevé, c'est un signe de faiblesse. Le danger dans la plupart de ces situations réside dans la situation financière de la société. Nous devons nous assurer qu'elle génère suffisamment de liquidités pour couvrir ce paiement, même en cas de récession.

Actuellement, le ratio de la distribution correspond à 80% des liquidités générées par les profits d'opérations avant amortissement. Nous serions préoccupés si ce ratio touchait 100% ou plus. Les états financiers affichent des pertes pour les récents trimestres, étant donné l'application des normes IFRS qui s'impose pour les sociétés canadiennes. Aux États-Unis, les fonds de placement immobilier (FPI, et en anglais, REIT) amortissent le coût de leurs immeubles de façon systématique. Au Canada, la valeur de ceux-ci doit être révisée sur une base régulière. Par conséquent, les immeubles auront tendance à créer des profits comptables dans un boom immobilier, et l'inverse se produit lorsque le secteur connaît un ralentissement. Par conséquent, nous accordons peu d'importance à la valeur au livre que l'on retrouve sur le bilan. Nous nous fions davantage aux loyers actuels et prévus, ainsi qu'à la capacité de l'entreprise à gérer sa dette.

Nous avons longtemps parlé de l'immobilier canadien dans nos premières lettres aux investisseurs. Voici que nous y avons enfin effectué un premier investissement. Cependant, en temps normal, nous nous intéressons rarement aux FPI. Ce type de véhicule s'adresse surtout aux investisseurs recherchant des revenus. Bien que le rendement de la distribution peut s'avérer attrayant par rapport à d'autres types de placements, nous pensons que le rendement global (distribution et gain en capital) ne compense pas suffisamment pour les risques encourus dans une majorité de cas. L'immobilier constitue une catégorie d'actifs sensible aux cycles économiques. Le rendement devrait compenser pour les risques de récession ou de hausse des taux d'intérêt, comme nous le vivons en ce moment.

Le titre avait touché les 60\$ en 2020, et se transige aujourd'hui à 17\$. Les revenus de distribution ne compenseront jamais pour une telle baisse, pour ceux qui comptent sur le

revenu et qui pourraient avoir besoin de liquidités. Inversement, les investisseurs qui s'emparent du titre au prix actuel bénéficient de la possibilité d'un important gain en capital, tout en touchant un revenu plus élevé en attendant.

À 10% de taux de distribution, nous encaissons un revenu équivalent au rendement moyen boursier à long terme. Quant au gain en capital, nous pensons qu'un gain de 100% à court ou moyen terme n'est pas déraisonnable comme attente. Si le titre revient dans les 30\$ (soit la moitié de son sommet précédent), la distribution rapportera environ 5% de rendement. Un tel scénario serait envisageable dans un contexte où les taux d'intérêt se mettaient à baisser.

Notons également que le secteur des locations de bureaux souffre d'un taux d'inoccupation plus élevé qu'à l'habitude depuis la Covid, et que de plus en plus, les employeurs incitent leurs employés à retourner dans les bureaux. Nous avons donc deux facteurs qui aideraient le titre à remonter: un retour des taux d'intérêt vers des niveaux plus bas ainsi que la remontée du taux d'occupation. Nous pourrions également ajouter une 3e facteur: la distribution. À 10% de rendement, il s'avère évident que les investisseurs craignent une forte détérioration du secteur. Si ces craintes s'estompent le moins, le rendement attirera à nouveau les investisseurs à revenus.

Conclusion

Nous espérons que ces informations financières vous ont été utiles.

Nous profitons de l'occasion pour vous remercier pour votre confiance, pour votre collaboration à la campagne de mise à jour annuelle de vos informations et pour votre participation en grand nombre aux assemblées annuelles.

On se donne rendez-vous en juin 2024 pour les prochaines assemblées.

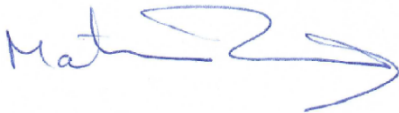
Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière