

27 août 2025

## Lettre semi-annuelle 2025

### Fonds Barrage

#### Rapport de gestion

Pour la période du 1<sup>er</sup> janvier au 30 juin 2025, l'indice S&P/TSX a procuré un rendement de 10,16% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a généré un rendement de 0,77% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 9,66% avant frais et de 7,94% après frais.

#### Commentaire sur les marchés

Depuis le début de 2025, l'administration Trump a mis en place de multiples tarifs douaniers massifs, atteignant jusqu'à 50% sur certains produits, comme l'acier et l'aluminium, ou encore 10% à 30% selon les pays d'importation, entraînant une spirale d'incertitudes pour les entreprises américaines et leur réseau mondial de fournisseurs.

Durant les premiers mois de l'année, ces tarifs ont créé de l'angoisse chez les investisseurs. En avril, l'indice avait plongé jusqu'à 19% de son sommet précédent. Au moment d'écrire ces lignes, ce même indice a surpassé ce même sommet de 5%, atteignant constamment de nouveaux records. Les craintes semblent s'être complètement estompées, comme si rien ne s'était produit depuis le début de l'année. L'explication vient en grande partie du fait que beaucoup de compagnies ont annoncé d'excellents résultats, malgré la conjoncture économique.

Comme nous le mentionnions dans notre précédente lettre, nos titres sont peu exposés aux tarifs. Cependant, tarifs ou pas, les résultats nous ont tout simplement éblouis lors des deux premiers trimestres. Le tableau suivant affiche la progression des profits par action sur un an au premier trimestre (T1) et au deuxième trimestre (T2):

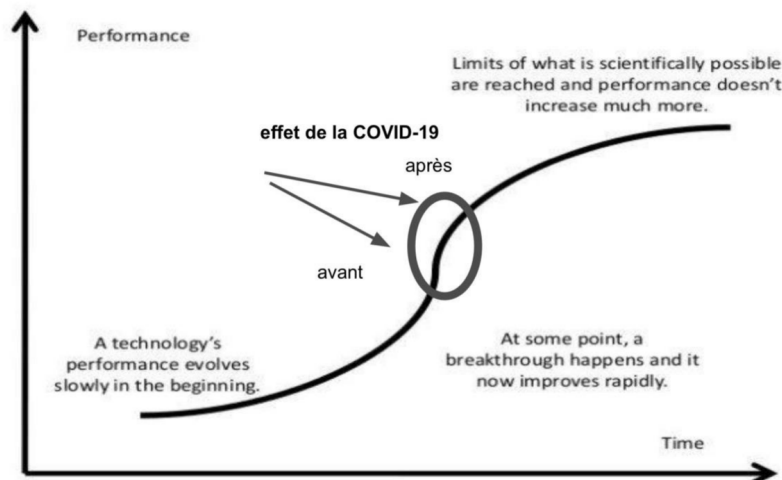
|           |    |      |    |       |
|-----------|----|------|----|-------|
| Meta      | T1 | +37% | T2 | +38%  |
| Netflix   | T1 | +25% | T2 | +47%  |
| Microsoft | T1 | +18% | T2 | +24%  |
| Amazon    | T1 | +62% | T2 | +33%  |
| Alphabet  | T1 | +49% | T2 | +22%  |
| Spotify   | T1 | +10% | T2 | -215% |

À l'exception de Spotify, nos compagnies ont dépassé nos attentes. La perte observée chez le diffuseur de musique en continu est due à l'augmentation de la valeur des obligations échangeables. La montée du prix de l'action a gonflé la valeur de ce passif, entraînant une perte qui ne se répètera pas nécessairement dans le futur. Heureusement, la donnée statistique que nous observons de près s'est avérée encourageante, avec une hausse de 11% du nombre d'utilisateurs actifs mensuels.

#### La grande tendance actuelle: l'intelligence artificielle

On nous demande souvent si nous comptons investir dans l'intelligence artificielle. Que comptons-nous effectuer comme changement dans le portefeuille pour en bénéficier? Avons-nous acheté de nouveaux titres de sociétés pour mieux positionner le fonds?

Dans notre lettre semi-annuelle de 2020, nous expliquions que nos sociétés technologiques en portefeuille bénéficiaient du grand mouvement vers le numérique, accéléré temporairement par la Covid-19. Nous avons ensuite assisté au contrecoup en 2022, avec un net ralentissement de la tendance, pour ensuite reprendre de plus belle en 2023. Ici, le graphique du grand « S » qui figurait dans notre lettre:



Or, nous estimons qu'un « S » similaire se produit à nouveau, mais cette fois-ci avec l'intelligence artificielle. Ce genre de mouvement survient lorsqu'une nouveauté technologique chamboule tous les secteurs, à l'échelle internationale. Il ne fait aucun doute que l'IA constitue un changement majeur, affectant non seulement les compagnies, mais probablement encore plus les travailleurs. Certains y voient une menace vraiment inquiétante pour l'avenir.

Geoffrey Hinton, souvent surnommé le « parrain de l'IA » pour son travail de pionnier sur les réseaux neuronaux, explique pourquoi il a quitté son poste chez Google et pourquoi il tire maintenant la sonnette d'alarme sur l'intelligence artificielle. Il y exprime ses craintes sur les dangers à court et à long terme de l'IA, en affirmant que l'humanité a déjà perdu le contrôle de cette technologie.

À court terme, il s'inquiète de la course du développement de l'IA à des fins militaires, pouvant mener à la création de robots de combat. Il souligne également son utilisation malveillante pour la création de fausses nouvelles («fake news»), ainsi qu'un risque de hausse du taux de chômage en rendant de nombreux emplois obsolètes.

À long terme, Hinton parle d'une superintelligence que nous pourrions peut-être ne pas contrôler. Il compare cela à l'apprivoisement d'un charmant petit bébé tigre, qui devient dangereux à l'âge adulte.

De l'autre côté, l'IA devrait amener d'énormes bienfaits, notamment dans le domaine de la santé et de l'éducation. L'humanité tout entière tirera profit des gains de productivité significatifs à venir. Du côté des entreprises, quelques-unes d'entre elles en sortiront particulièrement gagnantes: les géants de la technologie.

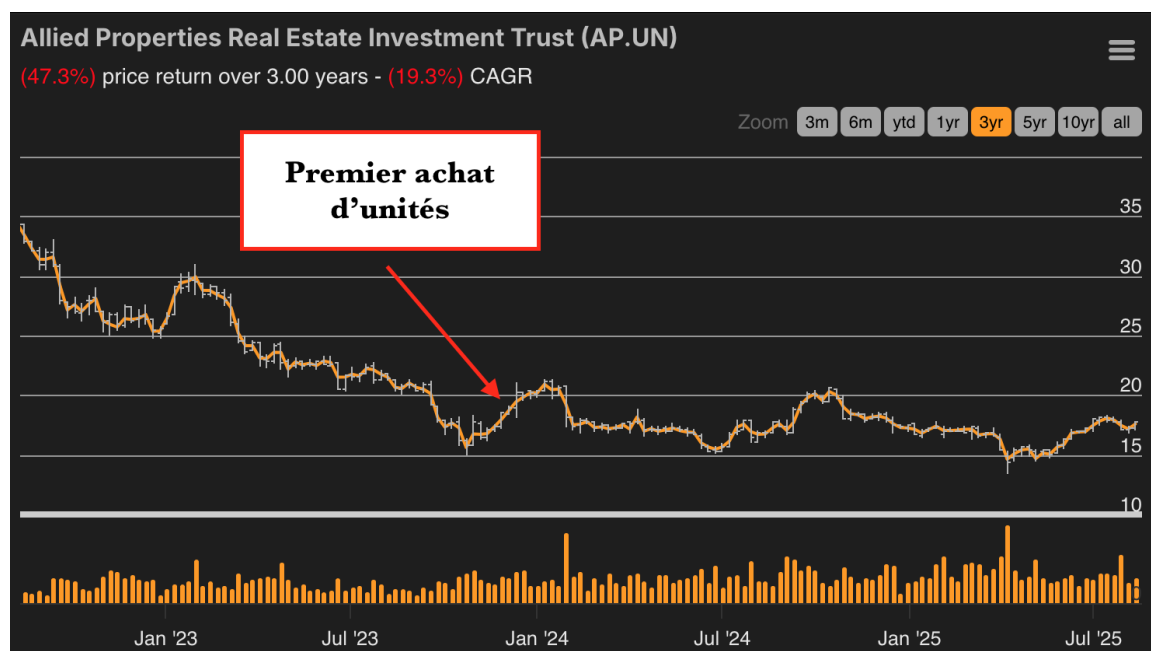
Donc, quand on nous demande si nous avons dernièrement positionné le portefeuille pour tirer profit de la tendance de l'IA, la réponse c'est que nous sommes « déjà » idéalement positionnés! Les budgets de 2026 pour les dépenses en capital (en grande partie pour l'intelligence artificielle) de nos compagnies ont été révisés à la hausse lors des derniers résultats (à noter qu'il s'agit d'estimations pouvant provenir des analystes, et que ces montants peuvent varier):

|           |               |
|-----------|---------------|
| Meta      | 100 milliards |
| Microsoft | 120 milliards |
| Amazon    | 100 milliards |
| Alphabet  | 95 milliards  |
| Total:    | 415 milliards |

En avril dernier, Mark Zuckerberg avait déclaré lors d'un podcast avec Dwarkesh Patel: *« Je dirais que, dans les 12 à 18 mois à venir, nous atteindrons le point où la majeure partie du code associée à nos projets sera écrite par l'IA. Et je ne parle pas d'une simple auto-complétion... si vous lui donnez un objectif, elle peut exécuter des tests, détecter des problèmes, et écrire du code de meilleure qualité que celui d'une personne très compétente déjà présente dans l'équipe. »*

Imaginez les coûts de main-d'œuvre potentiellement économisés! Soit la société pourra produire beaucoup plus avec son effectif actuel, soit elle pourra maintenir ses services avec des coûts beaucoup moins élevés. Nous assisterons probablement à une combinaison des deux.

## Allied Properties



Nous n'avons pas observé de changements majeurs chez Allied depuis l'acquisition de nos premières unités vers la fin de novembre 2023. La société a pour objectif de rétablir le taux d'occupation à au moins 90%, ainsi que de réduire la dette à moins de 10x les BAIIA (bénéfices avant amortissement, intérêts, impôts et amortissement), comparativement à 11,9x actuellement. Les investisseurs demeurent sceptiques face aux perspectives d'un retour vers la normale pour cette société, ce qui explique le rendement du dividende actuel de 10%. Il s'agit du rendement dont nous bénéficions pendant que nous patientons.

Près de 50% des revenus de la compagnie proviennent de locataires issus de l'industrie technologique et numérique. Elle profite donc indirectement de la tendance vers l'intelligence artificielle, détenant des emplacements adaptés pour ce type de besoin.

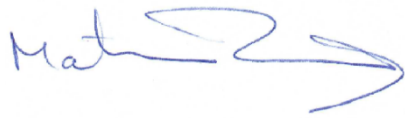
Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière