

Lettre semi-annuelle 2018

Fonds Barrage

Rapport de gestion

Pour la période du 1^{er} janvier au 30 juin 2018, l'indice S&P/TSX a procuré un rendement de 1,94% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a produit un rendement de 7,74% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 11,56% avant frais et de 9,31% après frais.

Depuis la création du fonds en 2013, le rendement annuel est de 20,76% après frais. Le fonds est pleinement investi depuis environ un an et il est composé d'une dizaine de titres. Quant à la couverture sur la devise américaine, elle atteint 50% de l'exposition.

L'indice américain S&P 500 a engendré une bonne performance pour le premier semestre. Quant à l'indice canadien, le rendement s'est avéré faible, sans toutefois verser dans le scénario pessimiste que nous craignons depuis longtemps.

En effet, depuis le lancement du fonds, le rendement annualisé de l'indice canadien demeure inférieur à 8%. Il s'agit d'une performance respectable, mais lorsque comparé aux 19% engendrés par son «équivalent» américain sur la même période, il met en lumière l'important coût d'opportunité pour les investisseurs qui auraient préféré le Canada aux États-Unis depuis la crise.

Une petite différence qui fait toute la différence

Supposons que deux indices boursiers produisent des rendements dont l'écart n'est que de 3% ou 4% à long terme, quelle serait l'ampleur de l'impact pour l'investisseur? Utilisons un exemple avec une différence de 3%. Un tel rendement supplémentaire peut paraître plutôt mince à première vue. Sur une longue période de temps toutefois, cette différence accomplit des merveilles dans un portefeuille. Sur une période de 25 ans, un rendement de 15% cumulera une somme de 33 fois la mise initiale, contre 17 fois pour un rendement de 12%. Bien qu'en termes relatifs, le rendement soit 25% plus élevé, on aboutit avec presque le double de la somme à la fin de la période. Pour un portefeuille de 100 000\$, on terminerait avec un montant de 3 300 000\$ plutôt que 1 700 000\$.

Étonnamment, on arrivera à des résultats comparables en utilisant des rendements beaucoup plus modestes, tels que 3% et 6%. Dans les deux cas, nous obtenons environ le double du montant initial. En d'autres mots, à long terme, engendrer quelques points de pourcentage de plus produit réellement un gros impact sur un portefeuille.

Valeur vs croissance

Depuis environ deux ans, l'idée circule dans le monde de l'investissement que le style «valeur» serait en défaveur. À l'opposé, le style «croissance» jouirait d'une grande popularité. Ce genre de désignation prête à confusion, puisque tout un chacun y va de sa propre interprétation de ce que ces styles impliquent.

Or, chez Barrage Capital, nous ne faisons pas cette distinction. Les aubaines peuvent être présentes autant dans les sociétés en forte croissance que dans les sociétés matures. La valeur d'une entreprise correspond aux flux de trésorerie libres qu'elle générera au cours de son existence, actualisés au moment présent. Si ces derniers progressent rapidement, nous serons disposés à payer un ratio cours-bénéfice plus élevé. Le problème réside dans la perception de certains investisseurs, qui croient que le prix d'une société à forte croissance constitue un facteur peu important. Quel ratio cours/bénéfice devrait-on payer pour des perspectives de profits éblouissantes?

Certes, même en payant 100 fois les bénéfices pour une société extraordinaire, l'investisseur devrait réaliser un profit avec le temps. Donc, pourquoi s'attarder au prix, s'il ne s'agit que d'une question de temps? Si les profits quintuplent après 5 ans, le ratio cours/bénéfice diminuera à 20 fois par rapport au prix payé initialement.

Un tel raisonnement comporte un inconvénient majeur: ces profits ne sont pas assurés. Si la société modifie le moins ses perspectives à la baisse, une perte temporaire ou permanente est à prévoir. Autrement dit, en ignorant le prix, on néglige la marge de sécurité, qui est censée nous protéger en cas de scénario négatif.

Les titres de croissance n'échappent pas à ce raisonnement, peu importe les prévisions. Quand nous dénichons un titre pour lequel nous prévoyons une croissance de 40% sur plusieurs années, ainsi qu'un taux passablement élevé pour les années suivantes, nous calculons la valeur présente des bénéfices prévus. Si notre estimé s'élève à 35 fois les profits, nous souhaiterons naturellement payer moins de 35 fois. Ainsi, même à 25 fois, il peut s'agir d'une aubaine, alors que pour un titre aux perspectives beaucoup moins intéressantes, un tel ratio indiquerait une nette surévaluation.

Le style «valeur» est-il devenu désuet? Cette idée nous semble absurde. Acheter des actions à rabais demeurera éternellement une stratégie gagnante. Pour plusieurs gestionnaires qui se disent «valeur», une action cotée à 20 ou 25 fois les bénéfices ne peut pas figurer dans la zone des aubaines. Pourtant, l'essentiel repose dans la valeur *relative*. Chez Barrage, nous préférons acquérir des titres qui valent 35 fois les profits à 20 fois, plutôt qu'un titre à 6 fois s'il n'en vaut que 7. Nos plus grandes positions en portefeuille reflètent cette logique. Loin de nous est l'idée que nous avons maintenant opté pour une stratégie de croissance, sans égard au prix payé!

Amazon

Voici un exemple pratique du style valeur sur un titre que beaucoup d'experts et investisseurs considèrent comme étant étranger à ce style, arguant qu'il s'agit d'un titre de croissance.

À partir du mois de juin 2017, nous avons progressivement construit notre position. Nous avons eu recours au calcul des flux de trésorerie pour notre évaluation. Étant donné la philosophie du fondateur Jeff Bezos, qui priorise le réinvestissement des profits pour accroître la firme, les flux financiers reflétaient mieux la rentabilité selon nous.

Notre estimé se situait à 40 fois ces flux, et nous avons acheté à un prix de 28 fois, soit autour de 1 000\$. Le titre s'étant apprécié à 1 600\$ quelques mois plus tard, nous nous sommes départis pour saisir d'autres opportunités. La vente s'est effectuée à une évaluation d'environ 36 fois.

Comme on peut le constater, nous avons appliqué une stratégie de valeur sur le titre d'Amazon, basée sur notre estimé de 40 fois. Nous croyons que tous les titres, peu importe leurs perspectives de croissance, devraient être assujettis au même processus rigoureux d'évaluation. Sans cette discipline, il n'existe pas de repères pour savoir quand acheter et quand vendre. Comment savoir si un titre est devenu surévalué si on n'en connaît point la valeur?

Nos titres en portefeuille

Facebook

Ce géant des réseaux sociaux constitue notre plus grande position. Nous avons une pondération d'environ 5% avant le scandale de la Cambridge Analytica, qui survint le 19 mars 2018. Après une vérification des faits et l'impact possible du scandale sur la pérennité de l'entreprise, nous avons saisi l'opportunité d'accroître substantiellement notre investissement, à des prix variant entre 150\$ et 165\$. Comparativement à notre estimé de 320\$, il était évident qu'il s'agissait d'une aubaine extraordinaire. Nous pensons que la réaction des marchés suite au scandale versait dans l'exagération.

Les résultats du premier trimestre 2018 nous ont emballés. Les profits par action ont crû de 60%, alors que les marges d'opérations se sont améliorées de 41% à 46%.

Nous entrevoyons beaucoup de croissance à long terme. Les revenus par utilisateurs (du terme anglais «ARPU») ont progressé de 4,23\$ à 5,53\$ mondialement. Aux États-Unis et Canada, ce chiffre atteint 23,59\$ au 31 mars dernier, soit une hausse de 38% sur un an. En Europe, ce chiffre est presque trois fois moins élevé, nous permettant d'espérer une croissance significative dans les prochaines années. Notons qu'il y a 3 ans, le segment «États-Unis/Canada» se situait au même niveau que l'Europe actuellement. Lorsque nous considérons les données de l'Asie-Pacifique (2,46\$, soit près de 10 fois moins que l'Amérique), il nous est facile de constater que Facebook jouit d'un grand potentiel de monétisation de ses plateformes.

Ces chiffres proviennent majoritairement de la plateforme Facebook. Quant aux plateformes Instagram et Messenger, elles commencent à peine à engendrer des revenus pour la société.

Ironiquement, suite au scandale de la Cambridge Analytica, plusieurs utilisateurs ont divulgué leur intention de changer de plateforme, notamment de Facebook à Instagram. Si tel est le cas, la société récupère alors d'une main ce qu'elle perd de l'autre!

Un modèle d'affaires pas comme les autres

Nos 4 plus importants titres, Facebook, Alphabet, Naspers ainsi qu'Apple en grande partie présentent des modèles d'affaires particulièrement enviables. Ces sociétés bénéficient d'une infrastructure dont les coûts sont presque nuls: l'internet. La majorité des compagnies doivent investir temps et capitaux pour fouetter leur croissance. Par exemple, un restaurateur doit trouver ou approuver l'emplacement de ses futures succursales, assurer le financement et veiller à ce que les gérants et employés respectent les règles et procédures de la société pour une expérience client uniforme, sans compter toute la publicité requise pour promouvoir la marque.

Une société comme Facebook dispose d'une infrastructure qui est déjà en place, un peu comme si les restaurants étaient déjà construits et prêts à opérer. Facebook peut gérer à distance et à faible coût. Chaque nouvel utilisateur ne lui occasionne pas de dépenses additionnelles. Elle peut donc étendre son territoire partout dans le monde sans se soucier d'avoir à obtenir du capital. Par conséquent, il n'existe pratiquement pas de freins à la croissance.

Lorsque General Motors fait face à une demande accrue pour ses véhicules utilitaires sport, elle doit considérer la conversion ou la création d'usines, la formation des employés, ainsi qu'un plan en réaction à une possible soudaine baisse de la demande. Par conséquent, tout comme le vit actuellement la société Tesla, il peut s'avérer fort difficile de s'ajuster à une forte demande. C'est pourquoi, même lorsque ces sociétés vont bien, on doit constamment surveiller leur endettement, puisque pour répondre aux exigences de capital, les manufacturiers ont souvent recours à la dette.

Une société comme Facebook ou Alphabet ne connaît pas ce genre de problème. C'est pourquoi la plupart du temps, leur bilan croule sous... les liquidités cumulées! Pendant que ces sociétés génèrent d'imposants profits, elles doivent décider où investir tout cet argent, étant donné le faible coût de leur croissance.

À la lumière de tous ces faits, nous sommes disposés à payer un prix supérieur comparativement à d'autres sociétés qui ne bénéficient nullement des mêmes avantages.

Alphabet et Apple

Nous avons augmenté significativement notre poids dans Alphabet, encouragés par les bons résultats et sa domination toujours grandissante dans la publicité en ligne. Quant à Apple, nous continuons à détenir le titre depuis 2013, tout en profitant des fluctuations pour augmenter ou réduire la position, qui figure maintenant la 3e en importance dans le portefeuille. Cette société continue de bien performer, et depuis 2013, notre estimé de la valeur du titre n'a cessé d'être révisé à la hausse et a maintenant atteint 255\$.

Naspers

Il s'agit d'une nouvelle position dans le fonds. Cette société sud-africaine existe depuis 1915, et a évolué initialement en tant qu'éditeur et imprimeur de journaux et magazines. Aujourd'hui, Naspers est devenue une firme multinationale qui investit principalement dans des compagnies qui profitent du développement de l'internet comme Mail.ru en Russie (courriel et autre), DeliveryHero en Allemagne (livraison de repas) et Flipkart en Inde (compétiteur de Amazon). Soulignons que la participation dans cette dernière vient d'être vendue, engendrant un profit de 1,6G\$ pour Naspers.

Le plus gros investissement de la société constitue sa participation dans le géant de l'internet chinois Tencent. En 2001, la firme a acquis 46,5% des actions de ce qui était à l'époque une petite société chinoise. Son investissement de 32M\$US vaut aujourd'hui 145G\$US, et ce, après avoir vendu 2% de leur position, équivalant à une rentrée d'argent de près de 11G\$US. Or, la capitalisation boursière de Naspers s'élève à seulement 110G\$US!

Avec ce titre, les investisseurs obtiennent indirectement un escompte de 25% sur l'investissement dans Tencent, en plus de détenir toutes les autres sociétés pour 0\$. À noter que nous estimons qu'une vente des actions de Tencent impliquerait peu d'impôts à payer, malgré l'important gain en capital qui serait réalisé. Toutefois, après avoir vendu des actions pour la première fois tout récemment, la direction a déclaré qu'elle ne comptait pas réduire sa position davantage avant au moins trois ans. Par conséquent, Tencent demeurera le principal investissement de Naspers.

Tencent constitue une compagnie diversifiée dans plusieurs secteurs technologiques. Elle s'avère la plus importante compagnie de jeux au monde. On la compare également à Facebook en Amérique, puisqu'elle détient la plate-forme WeChat, utilisée par environ un milliard de Chinois. Cependant, bien plus qu'un réseau social, WeChat permet à ses usagers d'effectuer des paiements en ligne, de jouer à des jeux et ainsi que de multiples autres fonctionnalités. En Chine, certains l'appellent «App for everything» (de l'anglais, «L'application pour tout»).

Tout comme pour Facebook et Alphabet, nous entrevoyons une croissance élevée pour plusieurs années pour cette société. Néanmoins, nous demeurons prudents dans la pondération que nous attribuons aux actions de Naspers. La Chine constitue toujours un pays communiste. Les géants de l'internet de ce grand pays, comme Alibaba, Baidu et Tencent, naviguent dans la direction souhaitée par le Parti communiste chinois. Toute désapprobation ou tout désaccord provenant de ce dernier pourrait nuire gravement aux affaires de ces firmes.

AIG

Nous détenons le titre de cet assureur depuis quelques trimestres, alors que le nouveau dirigeant, Brian Duperreault, poursuit la métamorphose de la société. Depuis son entrée en fonction il y a un peu plus d'un an, M. Duperreault a embauché 14 nouvelles personnes affectées à des postes clés, ce qui devrait améliorer sensiblement la souscription d'assurance et les profits techniques futurs. Jusqu'à maintenant, les résultats ont connu peu d'amélioration par rapport au passé, mais avec un peu de patience, les changements apportés devraient porter fruit. Au prix actuel de 55\$, nous arrivons à un escompte de 40% par rapport à notre estimé.

Administration

La part du Fonds Barrage a terminé le premier semestre 2018 avec une valeur liquidative de 200,91\$.

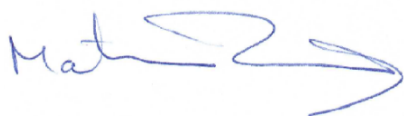
Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière