

Lettre semi-annuelle 2019

Fonds Barrage

Rapport de gestion

Pour la période du 1^{er} janvier au 30 juin 2019, l'indice S&P/TSX a procuré un rendement de 15,70% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a produit un rendement de 12,90% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 20,89% avant frais et de 19,33% après frais.

Depuis la création du fonds en 2013, le rendement annualisé est de 17,70% après frais. Au moment d'écrire ces lignes, le portefeuille comporte une dizaine de titres et dispose de 13% en encaisse.

L'indice américain S&P 500 a poursuivi sa bonne performance durant le premier semestre 2019, ce qui a pour résultat un rendement annuel composé exceptionnel sur 6 ans. Parmi ces bons résultats, soulignons la baisse du taux d'imposition corporatif des sociétés américaines, de 35% à 21%, ce qui a contribué en partie à la prolongation du marché haussier.

Assisterons-nous prochainement à une récession? Comme d'habitude, nous demeurons muets sur le sujet. Nous savons cependant une chose: sachant que tôt ou tard elle surviendra, nous en sommes plus près qu'auparavant. Il y a à peine 6 mois, les investisseurs montraient beaucoup d'inquiétude face au spectre d'un recul économique. Après un bond en Bourse de près de 13%, le sujet ne fait plus les manchettes. Pourtant, ce risque est toujours là!

Le démantèlement de nos entreprises: une menace?

La sénatrice de l'état du Massachusetts, Elizabeth Warren, est partie en guerre contre les grandes sociétés de la nouvelle ère. Elle a affirmé que si elle était élue présidente en 2020, son administration procéderait au morcellement d'Amazon, de Facebook et d'Alphabet. Par exemple, Facebook pourrait devoir se départir des plateformes WhatsApp et Instagram. En devenant séparées, ces entités compétitionneraient entre elles, mettant fin à la concentration du pouvoir dans les mains d'une seule société.

Tout d'abord, si une telle éventualité s'avérait possible, il pourrait s'écouler beaucoup de temps avant son exécution. Deuxièmement, nous pouvons jeter un coup d'oeil à

l'histoire afin de nous forger une idée sur le résultat ultime d'une menace comme celle-là.

Vers la fin du 19e siècle, John D. Rockefeller a dû faire face à des pressions similaires, conduisant finalement au démantèlement de son entreprise, la Standard Oil. Beaucoup de frustrations circulaient dans l'air. Ida Tarbell fut l'une des premières journalistes à décrier la situation. Comme bien d'autres exploitants du pétrole, son père avait été ruiné, ne pouvant pas compétitionner contre le meneur incontesté de l'industrie. Elle avait écrit 19 articles ainsi qu'un livre sur le sujet en 1904. Tout le monde pointait du doigt la Standard Oil qui, à son apogée, monopolisait environ 90% de tout le marché. Comme la société engendrait des bénéfices remarquables, elle a pu assurer sa domination, étalant ses activités aux chemins de fer, au gaz et à l'éclairage électrique.

Ce n'est que bien des années plus tard, soit en 1911, que le fameux démantèlement s'est produit. La Standard Oil a été morcelée en ... 34 entreprises! Résultat pour John D. Rockefeller, le plus gros actionnaire? Alors qu'il profitait paisiblement de sa retraite depuis plus de 10 ans, et qu'il jouait régulièrement au golf, ses actions ont doublé. Comme conséquence pour lui, on peut facilement imaginer pire situation! L'ex-président américain Théodore Roosevelt avait lutté de nombreuses années contre les monopoles. Frustré du résultat, il déclara que la prière de Wall Street était alors: «Oh Providence Miséricordieuse, donnez-nous une autre dissolution!»!

Aujourd'hui, la Standard Oil n'est plus. Mais sa fragmentation a donné naissance aux entreprises suivantes dont nous connaissons bien le nom aujourd'hui: Chevron, Mobil, Marathon et Amoco. Elles ont prospéré pendant des décennies.

Du côté des sociétés bénéficiant de la révolution numérique, nous ne voyons pas pourquoi le scénario s'avèrerait différent. Loin de craindre une dissolution dans le cas de Facebook ou d'Alphabet, nous accueillons cette éventualité avec une certaine indifférence. En effet, nous pensons que les divisions de ces sociétés se verraient attribuer plus de valeur en Bourse séparément qu'ensemble. Pour les investisseurs « valeur » que nous sommes, ce scénario ne nous inquiète guère.

Nous estimons toutefois peu probables qu'une telle dilution survienne. En France, un projet de loi visant une taxe de 3% sur les revenus des Gafa (l'acronyme auquel on se réfère là-bas pour désigner Google, Apple, Facebook et Amazon) vient d'être approuvé. La France espère récolter 400 millions d'euros annuellement avec ce projet.

En Europe, endroit où les Gafa sont fortement critiqués et assujettis à de nouvelles réglementations, nous avons assisté en mai 2018 à l'instauration du Règlement général sur la protection des données (en anglais, GDPR). Jusqu'à maintenant, nous avons observé un impact mitigé. Pour Facebook, les résultats du premier trimestre 2019 se sont avérés encourageants. En Europe, malgré cette nouvelle mesure, le nombre

d'utilisateurs a augmenté de près de 2%, alors que les revenus par utilisateurs (ARPU) ont quant à eux enregistré une hausse d'environ 18%.

Ironiquement, plusieurs des règles mises en place pourraient renforcer la position compétitive de nos sociétés. En réaction aux nombreuses critiques par rapport au contenu sur les réseaux sociaux et les vidéos et ainsi que la protection des données, on embauche davantage. On investit également dans l'intelligence artificielle pour effectuer de la surveillance et augmenter le niveau de sécurité. Ces dépenses se chiffrent dans les milliards de dollars. Avec des coûts fixes aussi élevés, il est difficile pour un concurrent de se tailler une place auprès des géants de la tech. L'enfer est pavé de bonnes intentions: on veut limiter le pouvoir de ces gigantesques sociétés, mais les moyens pour y arriver créent un fossé compétitif qui pourrait assurer leur domination pendant longtemps.

Éviter les erreurs: plus important que de réussir les bons coups

Quel rendement doit-on engendrer pour récupérer une perte de 80% sur un titre, en utilisant le même capital? Il ne faut rien de moins que 5 fois sa mise, soit 400% de rendement. En tant qu'investisseurs «valeur», nous nous efforçons de respecter les deux premières règles de Warren Buffett en investissement:

Règle numéro 1: Ne jamais perdre d'argent.

Règle numéro 2: Ne jamais oublier la règle numéro 1.

Nous avons assisté à une longue hausse boursière depuis la crise financière de 2008, jumelée au bouleversement technologique créé par le développement de l'internet. Comme résultat, depuis quelques années, le marché est devenu infesté de pièges à aubaines. Cependant, petit à petit, elles sont en train de disparaître, alors que le mirage de bas prix de ces titres fait place à la dure réalité. Bed Bath & Beyond en constitue probablement un exemple.

Au moment d'écrire ces lignes, la société annonçait des ventes comparables en baisse de 6,6%, soit 2,8% pires que prévu. Il y a 5 ans, nous étions questionnés sur la valeur future de la société. La croissance avait beaucoup ralenti, affichant un taux de 1,7% au 2e trimestre de 2014. Les ventes comparables avaient progressé de seulement 0,4%, et les profits étaient en baisse. Le prix en Bourse était devenu intéressant, chose qui arrive rarement avec une compagnie qui a si bien performé dans le passé. De 1993 à 2013, les ventes avaient crû de 22% par année en moyenne. La société rachetait massivement ses actions. De 2011 à 2016, Bed, Bath & Beyond a déboursé un total de 7,5G\$US à cette fin (entre 40\$ et 77\$ l'action), comparativement à ses profits, qui au total se sont élevés à 5,6G\$US.

Nous éprouvions toutefois des doutes quant au retour de la croissance. La société allait-elle faiblir face à la transition vers les achats en ligne? Est-ce que la nature particulière de sa marchandise (tissus, rideaux, serviettes, couvertures, etc.) était plus à l'abri d'un changement d'habitude des consommateurs, qui souhaitaient souvent toucher le produit avant de l'acheter?

Quelques années plus tard, le titre se retrouve maintenant à une fraction de sa valeur, se transigeant à 11\$. La concurrence s'est intensifiée, minant effectivement la croissance des ventes. Des activistes tentent de forcer un revirement dans la société, changeant sa stratégie et ses dirigeants. De toute évidence, le prix passé ne reflétait pas ce scénario. Le titre semblait être une aubaine à 60\$. Ce genre d'erreur produit des catastrophes dans un portefeuille, et sans prétendre pouvoir toutes les éviter, nous cherchons à les minimiser à tout prix.

Alphabet et Facebook

Nous avons été satisfaits des résultats annoncés par Alphabet, malgré une baisse des profits au premier trimestre. Ceux-ci ont été affectés par une pénalité de 1.7G\$US, servie par l'Union européenne. On reprochait à la société d'abuser de sa position dominante dans ses négociations dans le cadre de l'utilisation de AdSense, un programme de monétisation pour les éditeurs de sites web. Cela constituait la 3e pénalité en 3 ans. L'an passé, on visait sa domination dans le mobile, et l'année précédente, on critiquait sa manipulation des résultats de recherches pour les achats en ligne. En tout, Alphabet aura payé un total de 9.3G\$US. Soulignons que deux de ces causes sont actuellement en appel.

Ces attaques des législateurs nous confirment une chose: Alphabet jouit d'une position dominante soutenable, et ce, sans avoir à déboursier des sommes importantes pour demeurer à la tête de son industrie. Si ce n'était de la mauvaise presse découlant de ses nombreux détracteurs, le titre en Bourse se transigerait probablement à un prix bien plus élevé. Les ventes de la société ont crû de 19% (sans effet de la devise) au dernier trimestre, les flux de trésorerie annualisés approchent les 50G\$US, et nous avons au bilan plus de 110G\$US en actifs liquides.

La division du nuage continue de contribuer à sa croissance. Alphabet demeure le joueur no. 3, loin derrière Amazon et Microsoft, mais cette division a enregistré une hausse des revenus estimés de 83% au premier trimestre, ce qui la rapproche tranquillement de ses concurrents.

Quant à Facebook, sans surprises, ses profits ont été affectés par les importants investissements prévus pour le renforcement de la sécurité et de la surveillance, ainsi que par une charge reliée à l'enquête de la FTC (U.S. Federal Trade Commission). La

société prévoyait un coût de 3G\$US à 5G\$US, et a donc comptabilisé une charge de 3G\$US au premier trimestre.

Tout récemment, le montant final a été divulgué, et fixé à 5G\$US. Cela occasionnera une charge additionnelle de 2G\$US pour le 2e trimestre qui vient de se terminer. Il s'agit de toute évidence d'un coût non récurrent. Ajoutons à cela les importants investissements en sécurité et en surveillance qui ont haussé le nombre d'employés de 36% sur un an, on peut comprendre pourquoi les profits ont baissé de 51%, alors que les ventes ont progressé de 30% (sans effet des devises).

À partir de maintenant, nous nous attendons au retour de la croissance des profits. La société bénéficiera d'économies d'échelles sur ses investissements, et les frais non récurrents devraient être moins significatifs dans le futur.

Amazon et le dilemme de l'innovateur

Le titre d'Amazon est de retour au-dessus de la barre des 2 000\$, après avoir touché un creux d'environ 1 350\$ en décembre de l'année dernière. Cette opportunité nous avait permis de devenir à nouveau actionnaires (vive les craintes de récession!). Le titre ayant fortement grimpé ces 6 derniers mois, nous avons déjà commencé à réduire notre position, malgré les excellents résultats au dernier trimestre.

Les ventes ont crû de 19% (sans effet des devises), et les flux de trésorerie libres de 32%. Les ventes d'Amazon Web Services (AWS) ont fortement contribué à la croissance, avec une augmentation de 41%. Bien que notre pondération en portefeuille soit ajustée en fonction de l'évaluation du titre, notre intérêt envers la société n'est nullement affecté. Amazon regorge d'enseignements utiles pour l'investisseur, particulièrement en cette présente ère, où bien des industries sont bouleversées.

Le fondateur et chef de la direction, Jeff Bezos, aurait été fortement inspiré par un livre en particulier: Le dilemme de l'innovateur (The Innovator's Dilemma) de Clayton Christensen. Ce livre a été écrit en 1997 par un professeur de Harvard, et explique la différence fondamentale entre l'innovation continue et l'innovation de rupture.

L'innovation continue découle d'un réflexe naturel. Une entreprise conçoit un produit et cherche constamment à l'améliorer. Elle contribue ainsi à l'augmentation de ses ventes. Ses actionnaires continuent de s'enrichir, et les clients profitent d'un produit performant. Tout le monde est content.

L'innovation de rupture se définit par une technologie dominante qui finit par être remplacée par un nouveau produit ou service. Ce type d'innovation ne suscite habituellement pas le même réflexe. Le cas de Kodak est éloquent. Dans les années 70,

cette société dominait littéralement le marché aux États-Unis. En 1975, ils ont inventé la caméra numérique. Qu'ont-ils fait de cette invention?

Kodak a réagi comme bien des compagnies réagissent lorsqu'elles se retrouvent pendant longtemps à la tête du peloton. Pour voir les photos, il fallait relier une télévision à la caméra. «Personne ne voudra regarder des photos sur un écran de télévision», déclara la direction. On a vite eu recours à une excuse pour ne pas pousser le nouveau produit. En réalité, cette invention a été dès le départ perçue comme une menace. Kodak engendrait de l'argent durant tout le processus des photos: elle détenait 85% des parts de marché des ventes de caméras à film ainsi que 90% du marché du film. Pourquoi cannibaliser une machine aussi bien huilée et lucrative?

Cette décision a laissé la porte ouverte aux compétiteurs, comme Sony et Canon. Lorsque Kodak décida de se rattraper dans le numérique, il était déjà trop tard. En 2012, la société a déclaré faillite. Chez Amazon, on voulait éviter à tout prix d'être le prochain «Kodak». Il y a environ 15 ans, Jeff Bezos déboula dans le bureau de Steve Kessel, l'un de ses hauts dirigeants, et lui ordonna: «Je veux que tu fasses comme si ton objectif était de faire en sorte que tout le monde qui vend des livres physiques se retrouve sans emploi!»

C'est de cette façon qu'est née l'idée de développer un appareil de lecture numérique, le fameux Kindle. Les dirigeants de Amazon étaient apeurés à l'idée de subir le même sort que l'industrie de la musique, alors que le iPod d'Apple avait créé un bouleversement. Amazon était devenu un leader incontesté dans la vente de livres physiques. Le passage à la technologie numérique constituait tôt ou tard une menace importante. Ayant en tête le dilemme de l'innovateur, Jeff Bezos n'a pas hésité à chercher à cannibaliser les ventes de sa propre entreprise.

Comme le disait Christensen dans son livre, adopter une technologie de rupture peut s'avérer coûteux pour l'entreprise, mais ignorer cette technologie peut être bien plus coûteux. C'est dans cet esprit qu'Amazon a adopté une culture d'innovation, qui l'a amené à penser à long terme et à prendre les devants dans un nouveau secteur. AWS constitue un bel exemple de l'application de cette approche, ce qui a suscité l'admiration de Warren Buffett. En 2017, il déclara au sujet d'AWS: «Bezos pensait qu'il aurait 2 années d'avance. Il en a eu 7. Vous ne voulez pas donner 7 ans d'avance à Jeff Bezos.»

Apple

Cette compagnie a presque toujours été présente dans notre portefeuille, et ce, depuis le lancement du fonds. Nous appliquons rigoureusement notre philosophie en ajustant constamment la pondération visée. Le scandale chez Huawei ainsi que les craintes de

récession avaient créé une opportunité d'acheter à nouveau des actions à prix intéressant. Nous avons réduit la position quand le titre s'est apprécié rapidement.

Nous sommes devenus plus prudents face aux perspectives de la société. Malgré l'impressionnant effort consacré à la création de revenus récurrents à travers les différents services (App Store, Apple Music, iCloud, revenus de licences, ...), la vente de téléphones cellulaires demeure un segment important. Plus de 80% des ventes totales découlent des produits (incluant le iPhone), ce qui requiert beaucoup d'innovation pour poursuivre sa croissance. Avec le décès de Steve Jobs et le récent départ de Jonathan Ive, un important contributeur au design des succès d'Apple, le défi est plus élevé qu'avant. Nous voyons également la possibilité d'une certaine saturation dans les marchés desservis par la société. Bien que toujours optimistes face à son avenir, nous avons révisé sa valeur, diminuant quelque peu notre estimé de l'escompte en Bourse.

Administration

Valeur de la part du Fonds Barrage

La part du Fonds Barrage a terminé le premier semestre avec une valeur liquidative de 200,91\$ contre une valeur de 168,32\$ au 1er janvier 2019.

Relevés en ligne

Nous vous rappelons que l'administrateur du Fonds Barrage, CIBC Mellon, offre désormais l'accès en ligne à vos relevés mensuels ainsi qu'à vos feuillets fiscaux. Si ce n'est pas déjà fait, nous vous invitons à vous inscrire à ce service gratuit et à mettre fin à l'envoi papier.

Relevés améliorés

Dans un souci d'amélioration continue de notre offre de services, conjointement avec CIBC Mellon, nous sommes à apporter quelques modifications aux relevés mensuels pour vos comptes détenus auprès de Barrage Capital.

Plus particulièrement, des colonnes "Dépôts Nets" et "Gains et Pertes" seront ajoutées au format actuel des relevés mensuels. Le but de cette modification est d'apporter plus de clarté quant aux montants investis ainsi qu'aux gains totaux engendrés par ces investissements. À titre d'exemple, avant cette modification, l'investisseur devait retrancher le montant reçu en distributions au montant de la valeur comptable afin de calculer son gain. Nous attendons ce nouveau format de relevés pour cet automne.

Assemblée annuelle des porteurs de parts

Encore une fois cette année, les assemblées annuelles des porteurs de parts du Fonds Barrage tenues à Montréal et à Québec en mai ont été de beaux succès et l'équipe de Barrage Capital était ravie de vous y avoir rencontré en grand nombre.

L'assemblée de Montréal s'est tenue à pleine capacité (100 invités) et plus de 50 personnes ont assisté à celle de Québec (un record). Nous tenions à vous remercier de faire de cet événement une expérience aussi agréable et nous avons déjà hâte de vous y retrouver l'an prochain!

En terminant, nous vous remercions de votre confiance envers Barrage Capital. Vos gestionnaires de portefeuille et l'équipe administrative travaillent dans le meilleur de vos intérêts afin de vous procurer une plus-value enrichissante.

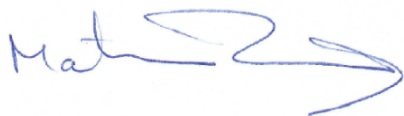
Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière