

Lettre semi-annuelle 2022

Fonds Barrage

Rapport de gestion

Pour la période du 1^{er} janvier au 30 juin 2022, l'indice S&P/TSX a procuré un rendement de -9,84% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a généré un rendement de -18,28% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de -42,89% avant frais et de -43,22% après frais.

Commentaire sur les marchés

Le fonds a sous-performé par une forte marge par rapport à ses indices de référence durant les six premiers mois de l'année. Les deux principaux facteurs expliquant cette disparité sont constitués de l'inflation et de l'expectative de croissance.

L'inflation

Jusqu'à présent, la Fed américaine a haussé son taux d'intérêt à quatre reprises, tel qu'on peut le voir dans le tableau ci-dessous :

Rate hikes 2022-Present

MEETING DATE	RATE CHANGE	TARGET RANGE
March 15-16, 2022	+25 basis points	0.25-0.5 percent
May 3-4, 2022	+50 basis points	0.75-1 percent
June 14-15, 2022	+75 basis points	1.50-1.75 percent
July 26-27, 2022	+75 basis points	2.25-2.5 percent

Source: Fed's board of governors

Les taux d'intérêt exercent un impact sur le cours des actions, puisque la valeur actualisée présente d'une compagnie est tributaire des flux de trésorerie futurs ajustés au taux pour calculer leur valeur présente. En termes plus simples, 1\$ gagné dans un futur lointain vaut moins que 1\$ gagné maintenant. Par exemple, en utilisant un taux de 5%, 1\$ dans 10 ans vaudrait 0,61\$ aujourd'hui. Lorsque les taux augmentent, la valeur

présente diminue davantage. En employant plutôt un taux de 15%, soit un taux trois fois plus élevé, ce même dollar ne vaudrait que 0,25\$. Par conséquent, les acheteurs en Bourse exigent normalement des prix moins élevés lorsque les taux d'intérêt sont plus hauts, causant souvent une révision à la baisse du cours des actions.

Or, la hausse des taux d'intérêt ne fait pas que réduire la valeur des titres boursiers. Elle affecte également l'économie et les entreprises. En effet, tout le marché de l'emprunt, que ce soient les hypothèques, les prêts commerciaux ou les taux de location, devient plus dispendieux pour ceux qui paient les intérêts. Dans l'histoire des États-Unis, une série de hausses des taux a souvent conduit à une récession. Un article intéressant a été publié cette année par l'ex-secrétaire du Trésor Lawrence Summers et son collègue de l'Université de Harvard, Alex Domash. Il stipule que depuis 1955 aux États-Unis, chaque fois que l'inflation a dépassé les 4% et que le taux de chômage tombait sous les 5%, l'économie entrait en récession à l'intérieur d'une période de deux ans. Dans un tel contexte, la Fed n'a d'autre choix que de hausser les taux, conduisant souvent à une chute de l'activité économique.

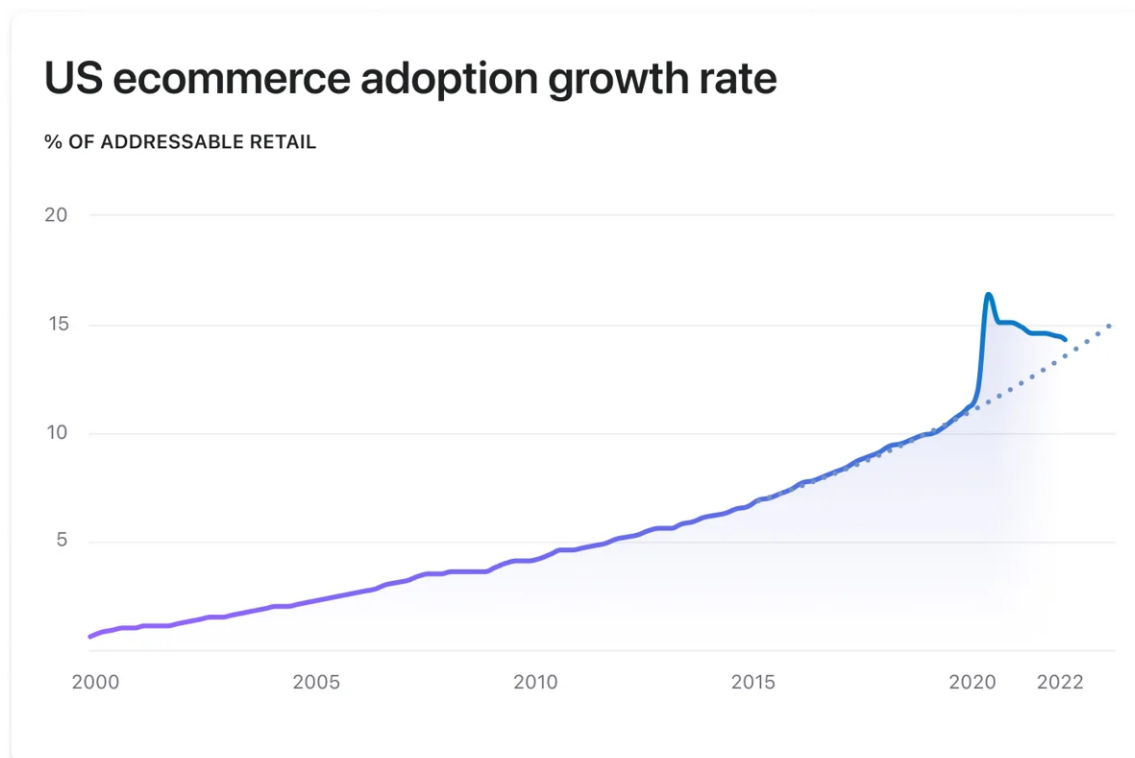
Nos gouvernements opteraient assurément pour un atterrissage en douceur, s'ils avaient le choix. On hausse les taux d'intérêt juste un peu, l'inflation se calme, et nous voilà repartis pour un cycle économique sans passer par d'abord par une récession! Malheureusement, cela relève davantage de l'utopie que de la réalité. En entrevue¹, en février dernier, M. Summers a déclaré que lorsque le taux de chômage monte de 0,5% (souvent la conséquence d'une hausse de taux), il finit par augmenter de plus de 2% au final. Par conséquent, ralentir l'économie juste ce qu'il faut pour faire baisser drastiquement l'inflation sans causer une récession s'avère un défi extraordinaire. Bien des économistes estiment qu'un atterrissage en douceur, bien que souhaitable pour l'ensemble de la société, constitue un scénario peu probable.

L'expectative de croissance

L'évaluation de nos titres est largement influencée par les anticipations des investisseurs. La pandémie avait créé un fort vent de dos pour nos sociétés en portefeuille. Nous avons de toute évidence sous-estimé le contrecoup d'un retour à la normale. Par exemple, au premier trimestre de 2020, Netflix avait vu ses nouvelles inscriptions exploser de 15.8M d'abonnées, contre seulement 8.8M pour le trimestre précédent. Au tout dernier trimestre, soit au 30 juin 2022, la société a annoncé une perte de 1M d'abonnés.

¹ Entrevue avec Larry Summers, *The Harvard Gazette*, 4 février 2022

À l'instar de la tendance de la transformation numérique, le graphique qui suit donne un aperçu similaire pour le commerce en ligne:



Source : US Census. Données désaisonnalisées.

Nous assistons ici à une hausse soudaine de l'adoption du commerce en ligne au début de 2020, entraînée par la pandémie. De notre côté, nous pensions avoir avancé dans le temps d'environ 2 ou 3 ans, et nous nous attendions à une adoption plus progressive par la suite. Or, ce ne fut pas le cas. Donc, soit l'effet de la pandémie se résorbe en totalité, soit nous sommes en train de rentrer en récession. Nous croyons que la vérité se trouve quelque part entre les deux.

Le ralentissement dans le secteur se fait sentir un peu partout. Toby Lutke, fondateur de la plateforme canadienne de ventes en ligne Shopify, a déclaré vers la fin du mois de juillet qu'il avait surestimé la croissance du commerce en ligne. C'est de cette façon que la société a justifié sa décision de se départir de 10% de ses employés.

Le 2 août dernier, Alphabet a déclaré à ses employés qu'elle souhaitait qu'ils soient davantage productifs, face à un futur incertain. On ne prévoit pas de mise à pied, mais il semble que l'on prépare la voie à cette possibilité. Même son de cloche chez Meta Platform: on a récemment demandé aux supérieurs directs des employés de trouver ceux qui performant moins bien, dans le cadre d'éventuels congédiements. Quant à

Amazon, elle déclarait le 5 mai dernier qu'après plusieurs années d'embauche intense, elle disposait de trop d'employés dans ses centres de distribution.

Selon une analyse effectuée par CrunchBase le 7 juillet dernier, au moins 143 compagnies auraient congédié plus de 24 000 personnes cette année, et plus de 50% d'entre elles auraient initié ces coupes d'effectif en juin. Seulement 20 jours plus tard, les pertes d'emplois s'élèveraient à 32 000. Même Microsoft ne serait pas épargné, prévoyant éliminer des postes suite à un désir de réorganisation, même si elle compte augmenter le nombre d'employés en bout de ligne cette année.

Comme nous l'avons mentionné dans notre lettre précédente, les années 2010-2019 constituent la seule et unique décennie dans toute l'histoire des États-Unis dans laquelle nous n'avons assisté à aucune récession. Avec un marché de l'emploi encore en ébullition, on semble avoir évité le pire jusqu'à présent, malgré que le prix de nos titres ainsi que le ralentissement des revenus auxquels nous assistons semblent indiquer qu'une récession est peut-être amorcée.

L'indicateur classique de récession constitue la croissance du produit intérieur brut (PIB). Deux trimestres négatifs indiquent une récession. Aux États-Unis, le PIB a affiché une chute de 1,6% au premier trimestre 2022, et 0,9% au deuxième trimestre. La baisse de 0,9% est appelée à être révisée puisque la donnée est récente, mais notre indicateur phare pointe vers une récession. En contrepartie, nous avons 11 millions offres d'emplois avec seulement 6 millions de personnes sans emploi, vers la fin de juillet. Certains économistes affirment que si le taux de chômage se trouve en dessous de 4% comme c'est le cas actuellement, il ne peut y avoir de récession. D'où l'éternelle question: sommes-nous en récession, et sinon, arrive-t-elle bientôt?

Bien que nos titres aient été fortement affectés par ces craintes lors du premier semestre, nous sommes rassurés par la bonne tenue de nos entreprises. Certes, nous assistons à un ralentissement, comme vous pourrez le lire dans les commentaires plus loin. Toutefois, peu importe l'ampleur de la tempête à venir, nous sommes confiants à long terme.

L'immobilier?

Nous avons cessé de commenter sur l'immobilier depuis un certain temps. Nous avons pendant longtemps été plutôt pessimistes pour ce secteur, notamment à cause justement de la possibilité de la hausse des taux. Étant dans l'expectative d'un tel scénario, nous avons évidemment sous-estimé la longueur du cycle haussier. L'immobilier, à travers les titres boursiers, constitue un secteur que nous suivons, mais pour lequel la popularité rendait difficile la présence d'aubaines. Plus les taux montent, plus nous espérons éventuellement dénicher des situations intéressantes.

Ironiquement, nous lisons parfois des titres indiquant totalement le contraire de notre sentiment face au secteur. Par exemple, on pouvait lire ce titre d'article dans une publication récente:

« La hausse des taux d'intérêt freine l'immobilier. Mais le secteur offre-t-il encore des possibilités? »

Suivant notre opinion sur la question, le titre devrait plutôt être reformulé ainsi: « La hausse des taux d'intérêt affecte l'immobilier. Le secteur offrira-t-il enfin des opportunités? »

Résultats de nos compagnies

Amazon et Microsoft

Les extraordinaires taux de croissance des divisions de la vente au détail s'avèrent chose du passé. Au premier trimestre de 2021, nous avons assisté à une croissance de 40% et 60% pour les divisions nord-américaine et internationale respectivement. Au 2e trimestre de 2022, ces variations annuelles sont passées à 10% et -12%. Dans l'ensemble, les ventes totales de Amazon ont crû de 7%, ou 10% en devises constantes.

Comme l'ensemble du secteur, les divisions de vente au détail ont été affectées par l'affaîssement des effets de la pandémie. Nous sommes témoins de variations similaires chez les concurrents. Walmart a vu ses ventes grimper de seulement 2,3% et ses profits d'opération ont chuté de 23% au trimestre terminé le 30 avril. Shopify a quant à elle crû de 16% à l'exercice terminé le 30 juin, ce qui ne semble pas trop mal. Les ventes avaient cependant crû de 57% au trimestre comparatif, et en moyenne, Shopify a crû ses revenus de 70% annualisés sur les dix dernières années. Ce ralentissement s'est avéré suffisant pour faire basculer ses profits d'opérations dans le rouge.

La division qui nous intéresse le plus chez Amazon continue de croître à toute allure. Amazon Web Services (AWS) a augmenté ses ventes et ses profits de 33% et 37% respectivement. Avec de telles performances, AWS pèse toujours de plus en plus lourd dans la balance des résultats totaux.

En regardant l'ensemble des ventes, cette influence est plus difficile à percevoir, alors que la nuagerie ne représente que 16% du total. Du côté des bénéficiaires par contre, le montant annualisé atteint 23 G\$US, soit l'équivalent de 90% des profits totaux enregistrés par la société en 2021.

Avec le ralentissement dans la vente au détail, on peut voir que Amazon aurait terminé le trimestre avec une perte d'opérations si ce n'était de AWS²:

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

	Three Months Ended June 30,		Six Months Ended June 30,	
	2021	2022	2021	2022
North America				
Net sales	\$ 67,550	\$ 74,430	\$ 131,916	\$ 143,674
Operating expenses	64,403	75,057	125,319	145,869
Operating income (loss)	\$ 3,147	\$ (627)	\$ 6,597	\$ (2,195)
International				
Net sales	\$ 30,721	\$ 27,065	\$ 61,370	\$ 55,824
Operating expenses	30,359	28,836	59,756	58,876
Operating income (loss)	\$ 362	\$ (1,771)	\$ 1,614	\$ (3,052)
AWS				
Net sales	\$ 14,809	\$ 19,739	\$ 28,312	\$ 38,180
Operating expenses	10,616	14,024	19,956	25,947
Operating income	\$ 4,193	\$ 5,715	\$ 8,356	\$ 12,233

Source: earnings release from Amazon

Soulignons que le trimestre s'est soldé par une perte nette de 2G\$US, due entre autres à l'évaluation à la baisse de plusieurs investissements, le plus important étant Rivian, pour lequel une réduction de 3,9 G\$US a été enregistrée. Amazon détient une participation de 18% dans les actions de Rivian, avec qui elle a signé une entente en 2019, dans le but d'acquérir 100 000 véhicules électriques de livraison d'ici 2030.

Quant à Microsoft, les revenus se sont appréciés de 12%, et 16% en devises constantes. Toutefois, les profits n'ont crû que de 2%, et 7% (devises constantes). Nous voyons clairement l'impact d'un certain ralentissement jumelé à une augmentation des dépenses. Nous sommes toutefois satisfaits des résultats.

Azure, leur division de nuagerie, a vu ses revenus augmenter de 46%. LinkedIn surfe toujours sur la vague du marché de l'emploi, avec une hausse de 29%. À l'opposé, Xbox continue de décevoir avec une diminution de 4%. L'autre segment qui a contribué au ralentissement des ventes constitue celle des ordinateurs personnels, incluant le

² À l'instar des autres divisions, AWS a subi une baisse des profits par rapport au 1er trimestre 2022, où les bénéfices avaient atteint 6,5G\$US. Cela est dû à une importante augmentation des dépenses au 2e trimestre.

système d'opération Windows. L'augmentation des ventes a été modeste. Notons toutefois que cette division, bien que mature, s'avère très rentable, et contribue à une entreprise globale bien diversifiée et solide, tout en jouissant d'un gros moteur de croissance à travers la nuagerie.

Avons-nous raté une occasion de vendre ou réduire la position? En novembre 2021, le chef de la direction Satya Nadella a vendu la moitié des actions qu'il détenait dans Microsoft, lui permettant d'empocher 285M\$US. Le titre se transigeait aux alentours de 330\$. Ayant touché un bas de 242\$ en juin dernier, la question se pose.

Or, il s'avère bien souvent difficile de connaître les motivations de vente des initiés. Pour les achats, il n'existe presque qu'une seule raison pour justifier la transaction: le désir de faire un profit, ou parfois de prendre le contrôle de la société. Dans le cas d'une vente, il peut s'agir d'un besoin d'argent pour financer une dépense personnelle ou un projet important. Dans le cas de M. Nadella, nous pensons qu'il s'agirait peut-être d'une question fiscale. En effet, l'État de Washington, l'endroit où il réside et où est situé le siège social de Microsoft, prévoyait imposer une nouvelle taxe de 7% sur tous les gains en capital pour les actions détenues pendant plus d'un an. Cette taxe avait été votée en avril 2021 et devait prendre effet au 1er janvier 2022. La vente s'est effectuée quelques semaines avant son entrée en vigueur, constituant une motivation possible pour M. Nadella.

Netflix et Spotify

Une autre transaction d'initié notable n'est pas passée inaperçue. Vers la fin de janvier 2022, le chef de la direction de Netflix, Reed Hastings, a déboursé 20 millions de dollars pour acheter des actions de sa société, immédiatement après la chute du titre. Suite à l'annonce de perspectives décevantes pour le 1er trimestre, le titre a dégringolé de 508\$ à environ 360\$. M. Hastings aurait effectué son achat à un prix variant entre 375\$ et 393\$. Manifestement, il s'agissait pour nous d'une marque de confiance de la part d'un dirigeant.

Or, à peine quelques mois plus tard, le titre a touché un creux de 162\$, soit un prix environ 60% plus bas que le prix d'acquisition de Reed Hastings. S'il avait bénéficié du sens de clairvoyance, il aurait pu amasser 2,5x plus d'actions pour le même montant, simplement en ayant patienté quatre mois de plus. Cela nous rappelle à quel point il peut parfois s'avérer difficile, même pour les dirigeants eux-mêmes, de prévoir le futur d'une entreprise.

Heureusement, la direction a agi rapidement pour adapter son modèle d'affaires face aux défis de l'industrie de la diffusion en continu. Plusieurs facteurs peuvent expliquer la perte de souscriptions durant les 6 premiers mois de l'année: la guerre en Ukraine, la hausse des taux d'intérêt, ainsi que le vent de dos de la pandémie qui s'est transformé

en vent de face. Cependant, nous ne devons pas ignorer la compétition dans le secteur, qui a certainement exercé un impact sur l'ajout de nouvelles souscriptions.

C'est pourquoi la direction de Netflix nous a quelque peu surpris lorsqu'elle annonça la création d'un nouveau plan de souscription avec de la publicité. Reed Hastings avait jadis déclaré:

« Google, Facebook et Amazon sont extrêmement puissants dans la publicité en ligne, parce qu'ils intègrent tellement de données provenant d'une multitude de sources. Je crois que ces trois-là vont s'accaparer la majeure partie de ce marché ».

Ces paroles ont été articulées au début de 2020. Il n'était pas question de se lancer dans la publicité, malgré les rumeurs qui circulaient un peu partout. Or, beaucoup d'eau a coulé sous les ponts depuis. Netflix a connu d'abord le vent de dos de la pandémie, au premier trimestre 2020, alors que le nombre de souscriptions a explosé soudainement de 15.8 millions, comparativement aux 7 millions auxquels la compagnie s'attendait. Puis, 2022 a durement frappé, avec 200 000 abonnés en moins au premier trimestre, et près de 1 million en moins au 2e trimestre.

Lors de l'annonce de ses résultats du 1er trimestre en avril, Netflix avait semé l'émoi chez ses actionnaires, alors qu'elle prévoyait perdre 2 millions d'abonnés sur les 3 prochains mois. Finalement, les pertes se sont arrêtées à la moitié de la prévision. Pour le 3e trimestre, la société prévoit un gain de 1 million. En réaction à ce ralentissement auquel elle fait face depuis le début de l'année, une importante décision a été prise en incorporant dans son modèle la souscription avec publicité.

Un partenariat exclusif a été conclu avec Microsoft, et le service débutera en 2023. Remarquez ici le choix du partenaire: Netflix n'a pas conclu d'entente avec les 3 gros joueurs de la publicité en ligne cités par Reed Hastings plus haut. Netflix continuera toutefois à héberger son service de diffusion chez AWS (Amazon).

Netflix a aussi divulgué qu'environ 100 millions d'utilisateurs partagent les mots de passe avec des comptes existants. Normalement, seules les personnes d'un même foyer peuvent utiliser un même compte. La compagnie envisage de sévir pour contrer cela, et compte offrir un plan prévoyant un coût supplémentaire pour ceux qui désirent continuer à le faire. Cependant, nous savons fort bien que jusqu'à présent, ce type de partage a probablement contribué partiellement à la fidélisation des clients. Si votre foyer partage le compte avec un autre, vous serez moins enclin à fermer le compte, surtout si c'est uniquement pour sauver un frais mensuel temporairement, le temps de consommer du contenu chez Disney +, Amazon Prime Vidéo ou HBO Max. La société s'attend toutefois à aller chercher des gains de ce côté, et va commencer par des pays d'Amérique latine, pour éventuellement étendre l'opération à tous ses clients.

Au final, la société pourra continuer à croître en acquérant des comptes à plus bas prix, tout en engrangeant des revenus de publicité, et se trouvera à compétitionner directement avec les autres fournisseurs de ce même type de service.

Quant au contenu et à sa distribution, la société a effectué quelques modifications. Pour les séries populaires auprès de ses membres, les saisons ne seront pas systématiquement disponibles en même temps. Un certain étalement stratégique favorisera le maintien des inscriptions. Le budget total alloué au contenu a également été révisé et fixé à 17 G\$US (contre 17.7G\$US en 2021) et on ajustera ce budget en fonction de la croissance. Netflix planifie d'être plus sélective, et aussi de viser davantage la qualité plutôt que la quantité.

Sans étonnement, certains analystes ont révisé le prix de Netflix fortement à la baisse. Il s'agit d'une réaction typique. Nous pensons que les prix cible ne doivent pas trop s'écarter du prix en Bourse en général, afin d'avoir l'air réalistes. Par exemple, le 10 juin dernier, Goldman Sachs a mis en place une recommandation de vente pour Netflix, visant 186\$ au lieu de 265\$ sur un an. Le titre s'échangeait à environ 192\$. Or, le titre vient d'atteindre 234\$ au moment d'écrire ces lignes.

Lorsque nous établissons un prix pour un titre, nous tenons compte des perspectives à long terme, peu importe le prix auquel il se transige en Bourse, ce qui peut occasionner des écarts importants. Nous nous efforçons de ne pas être influencés par les variations à court terme. Elles nous offrent souvent des occasions d'achat, et le pessimisme de certains analystes ne fait que contribuer à ce phénomène.

Du côté de Spotify, bien que nous ayons observé un certain ralentissement du côté de la publicité, nous sommes ravis par les chiffres du 2e trimestre. Les souscriptions totales ont atteint 433 millions, une hausse de 19% sur un an. Les souscriptions payantes ont crû de 14%, et celles avec publicité, 22%. Les revenus ont augmenté de 23% (15% en devises constantes). Remarquez ici l'effet opposé des devises. Comme le dollar américain s'est apprécié contre beaucoup de devises ces derniers mois, les sociétés étrangères sont avantagées, contrairement à celles dont le siège social est localisé aux États-Unis. Spotify étant une société suédoise, elle fait partie actuellement des bénéficiaires.³

Quant aux revenus de publicité, le segment qui selon nous contribuera à la croissance de la compagnie grâce au podcast, ils ont grimpé de 31% (17% en devises constantes).

Le fondateur Daniel Ek nous a récemment prouvé une fois de plus sa confiance envers sa compagnie. Au mois de mai dernier, il a divulgué avoir acheté pour 50 M\$US d'actions de

³ Nous n'accordons pas d'importance aux effets des devises à long terme, mais à court terme, comme on peut le voir, les fortes variations peuvent induire l'investisseur en erreur.

Spotify. Le titre se transigeait à un peu plus de 100\$. Or, rappelons-nous que le 23 août 2021, il avait investi 31 millions d'euros (36.5M\$US) pour acquérir des bons de souscription (l'équivalent des options d'achats à long terme) lui permettant d'acheter des actions à 281.63\$US chacune.

Ces bons lui ayant coûté 45\$ par action, le prix doit surpasser 327\$ avant qu'il ne fasse un profit! Comme ils expirent le 23 août 2024, il dispose de deux ans encore.

Ces achats nous apparaissent encore plus impressionnants sachant que M. Ek ne prend pratiquement pas de salaire dans la société. Les autres hauts dirigeants reçoivent des salaires compétitifs, mais M. Ek ne compte pas sur sa rémunération pour s'enrichir davantage. Il possède près de 17% des actions de Spotify, et s'il souhaite ajouter à sa position dans Spotify, il doit nécessairement puiser ailleurs dans sa fortune personnelle.

Name and Principal Position	Year	Salary (\$)	Bonus (\$)	Option Awards (\$) ⁽¹⁾	Stock Awards (\$) ⁽²⁾	All Other Compensation (\$)	Total (\$)
Daniel Ek (CEO)	2021	— ⁽³⁾	— ⁽³⁾	—	—	104,885 ⁽⁴⁾	104,885
	2020	— ⁽³⁾	— ⁽³⁾	—	—	490,334	490,334
	2019	— ⁽³⁾	— ⁽³⁾	—	—	336,462	336,462
Paul Vogel (CFO)	2021	600,000	—	2,431,812	1,999,968	8,700 ⁽⁵⁾	5,040,480
	2020	595,386 ⁽⁶⁾	—	1,663,708	1,750,063	8,550	4,017,707
Dawn Ostroff (Chief Content & Advertising Business Officer)	2021	1,000,000	—	5,836,456	1,599,974	389,550 ⁽⁷⁾	8,825,980
	2020	1,000,000	—	2,139,061	6,750,006	87,250	9,976,317
	2019	1,000,000	1,000,000	1,500,679	3,974,952	8,400	7,484,031
Gustav Söderström (Chief Research & Development Officer)	2021	331,858 ⁽⁹⁾	—	8,511,467	—	95,172 ⁽⁸⁾	8,938,497
	2020	364,520 ⁽⁹⁾	—	6,464,706	—	95,889	6,925,115
	2019	320,514 ⁽⁹⁾	—	6,682,200	—	113,494	7,116,208
Alex Norström (Chief Freemium Business Officer)	2021	345,133 ⁽⁹⁾	—	3,769,411	3,100,031	92,919 ⁽⁸⁾	7,307,494
	2020	379,101 ⁽⁹⁾	—	2,852,095	3,000,048	102,290	6,333,534
	2019	333,335 ⁽⁹⁾	—	6,002,664	—	91,379	6,427,378

Source: sec.gov/edgar

M. Ek est donc pleinement investi. Lui et son équipe travaillent fort pour croître le segment du podcast, constituant l'engin de croissance pour le futur de Spotify. On compte maintenant 4.4 millions de podcasts sur la plateforme, et pour ajouter les livres audio, la société a acquis Findaway, pour 123M\$US. Spotify compétitionnera donc avec Audible de Amazon.

Terminons en précisant que la société n'est toujours pas profitable. Bien qu'elle soit sur le point de l'être, et malgré les récents signes encourageants dans les derniers résultats, le titre demeure en proie à une forte volatilité, comme nous l'avons expérimenté lors du premier semestre de l'année.

Alphabet et Meta

Le secteur de la publicité en ligne a manifestement démontré des signes de ralentissement au 2e trimestre. Jetons un coup d'œil à la variation des revenus de quelques compétiteurs et de nos compagnies pour cette période:

Société	Hausse au Q2	L'an passé	Baisse du titre sur un an
Roku	18%	81%	-80%
Snap	13%	116%	-86%
Pinterest	9%	125%	-62%
Alphabet	13%	62%	-13%
YouTube	5%	84%	N/A
Meta	-1%	56%	-51%

L'an passé au même trimestre, les résultats étaient favorisés par le rebond suite à la pandémie, alors qu'au trimestre actuel, on fait face à un important ralentissement, créant cet important écart. Ces titres ont donc été malmenés en Bourse sur un an.

La variation des devises a également exercé un impact notable. Par exemple, Alphabet a crû ses revenus de 16% sans cette variation. Quant à Meta, sa croissance aurait été de 3%, plutôt que -1%. Quant à YouTube, nous y avons inclus les résultats, car il s'agit du segment probablement le plus prometteur chez Alphabet, et les résultats démontrent à quel point le vent a changé de direction en un an seulement. Ajoutons que sans l'effet des devises, les ventes auraient augmenté de 7% chez YouTube.

Pour la division de nuage de Alphabet, Google Cloud, ses revenus ont monté de 36%. Elle demeure non profitable toutefois, et contrairement à Amazon et Microsoft, son impact sur les revenus totaux restent mitigés, étant donné la taille plus modeste de ce 3e joueur dans l'industrie de la nuagerie.

En cas de récession, il faut s'attendre à des coupes de budget dans la publicité chez les commerçants et les sociétés. Toutefois, comme Alphabet et Meta fonctionnent comme des encans, le coût de leur publicité diminue lorsque la demande s'effondre. Comme nous l'avons expérimenté durant la pandémie, une baisse du prix à payer pour publier une annonce suscite une demande accrue, et amène de nouveaux clients. Dans ces moments plus difficiles, les commerçants chercheront à maximiser leurs coûts de mise

en marché, et seront plus enclins à se convertir à la publicité numérique si celle-ci devient disponible à meilleur prix. Cela favorise la transition vers la publicité en ligne, ce qui s'avère positif à long terme.

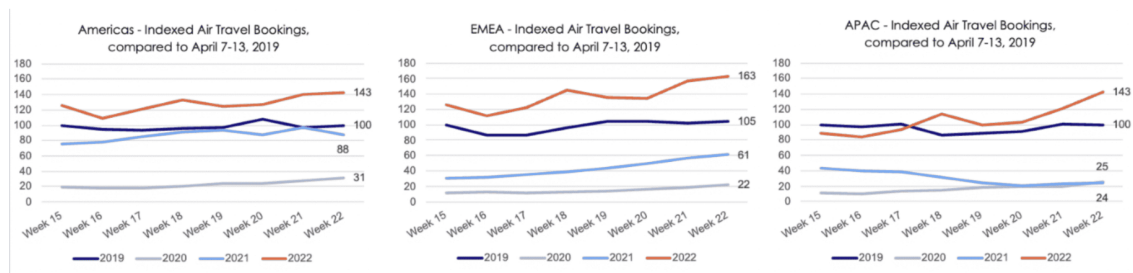
Comme nous l'avons vu plus haut, la croissance de Meta a freiné. Selon nous, cela est causé par la combinaison d'une compétition accrue avec le ralentissement généralisé du secteur. La société continue de pousser son nouveau produit, Reel, pour contrer la menace Tik Tok, et ce produit engendre maintenant un revenu annualisé de 1 G\$US. À l'instar de la riposte de Meta avec Instagram face à Snap il y a quelques années, nous pensons que la compagnie adopte la stratégie nécessaire pour assurer sa dominance dans le monde des réseaux sociaux, et ainsi renouer éventuellement avec la croissance.

Certains s'inquiètent des changements probables à venir du côté de Alphabet (Google) pour cibler la publicité. Notons que Meta est en train de s'ajuster avec les changements iOS 14 mis en place par Apple l'an passé. La société a essuyé une perte de revenus de 10G\$US, représentant 8% du total. Bien qu'il s'agisse d'un montant non négligeable, nous sommes confiants qu'avec tous les investissements en intelligence artificielle, la société va réussir à solidifier sa position compétitive. Son expérience avec Apple lui servira de guide pour tout changement possible avec Google.

Si nous avons une critique à formuler à la direction, ce serait d'avoir acheté pour 9,5 G\$US d'actions au premier trimestre, contre seulement 5 G\$US au deuxième trimestre, alors que le titre se transigeait à plus bas prix. Meta détient encore 40 G\$US en encaisse et a dégagé des flux de trésorerie libres de 6,6 G\$US à ses tous derniers résultats. S'agit-il d'un excès de prudence? Les analystes prévoient 11,35\$ de bénéfices par action pour 2023. Ajusté à l'encaisse, on se retrouve à payer moins de 14x les bénéfices, soit un prix plus bas que le creux atteint au mois de mars 2020, dans la tourmente de la pandémie. Néanmoins, avec les importantes dépenses qu'implique le développement de Reel, ainsi qu'une récession imminente, nous apprécions la prudence de la direction.

Airbnb

L'industrie du voyage a rebondi de plus belle. Comme on peut le voir ci-bas, les réservations par avion cette année ont surpassé l'année 2019. Airbnb en bénéficie, indirectement. Ce graphique indique également que la société a dû résister à une forte baisse, survenue en 2020 un peu partout, et ailleurs qu'aux États-Unis en 2021. Notons que l'an passé, Airbnb profitait de la popularité des voyages domestiques en sol américain, alors que les gens optaient pour des destinations plus près de chez eux.



Source: Indexed Air Bookings compared to April 7-13, 2019 (pre-pandemic baseline). Americas, APAC, EMEA, tiré du site Criteo.com, 5 juillet 2022

Les revenus de réservation bruts (le montant total chargé aux clients) ont augmenté de 27% sur un an (34% sans variations des devises). En outre, la croissance sur 3 ans a atteint 73%, démontrant la nette progression de Airbnb par rapport à avant la pandémie. Quant aux revenus, ils ont crû de 58% sur un an, et également de 73% sur 3 ans, suivant la progression des réservations. Au dernier trimestre, ces revenus correspondaient à 12% du montant total chargé aux clients, incluant tous les frais et les taxes.

La société estime qu'elle a nettement mieux performé que l'industrie du voyage depuis le début de la pandémie. Les séjours de longue durée, soit ceux comportant au moins 28 jours, continuent de croître, et la direction y voit un bon potentiel. Ces séjours sont favorisés par le développement du travail à distance. Aussi, ils permettent de respecter certaines restrictions imposées par les autorités locales, selon les villes. Par exemple, à New York en 2016, une loi a été votée pour interdire les séjours de moins de 30 jours si le propriétaire n'est pas présent sur place. La compagnie doit donc s'adapter à la réglementation des différentes villes. Le fondateur Brian Chesky et son équipe font un excellent travail à ce niveau.

Lors du dévoilement des derniers résultats, la société a annoncé un rachat d'actions de 2G\$US, démontrant leur confiance. La pondération du titre en portefeuille demeure sous les 5% actuellement, mais nous continuons de suivre la société de près.

Informations administratives:

Nous profitons de l'occasion pour rappeler que nous allons procéder cet automne à une campagne de mise à jour des informations réglementaires de vos profils investisseurs. Nous allons par le fait même vous demander l'autorisation de la collecte et de la conservation de ces informations conformément à la nouvelle *Loi sur la protection des renseignements personnels dans le secteur privé*.

Nous vous souhaitons une excellente fin d'été. Au plaisir de vous écrire à nouveau, en février.

Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière