

## Lettre semi-annuelle 2023

### Fonds Barrage

#### Rapport de gestion

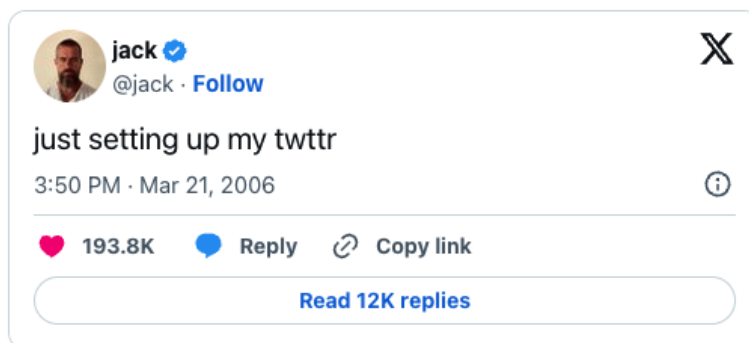
Pour la période du 1<sup>er</sup> janvier au 30 juin 2023, l'indice S&P/TSX a procuré un rendement de 5,71% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a généré un rendement de 14,16% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 64,49% avant frais et de 63,55% après frais.

#### Commentaire sur les marchés

Pour débiter cette lettre, nous aimerions partager avec vous une histoire intéressante qui s'est produite au cours des dernières années.

En 2021, les NFT (Non-Fungible Tokens ou Jetons non fongibles en français) ont connu une hausse importante de leur popularité. Ces objets de collection numériques peuvent être n'importe quelle chose virtuelle, comme des images, des tweets, des cartes sportives, de la musique et autres. Derrière chaque NFT se retrouve un identifiant numérique, le rendant unique. Des acheteurs peuvent donc se procurer la propriété d'un NFT pour une somme d'argent.

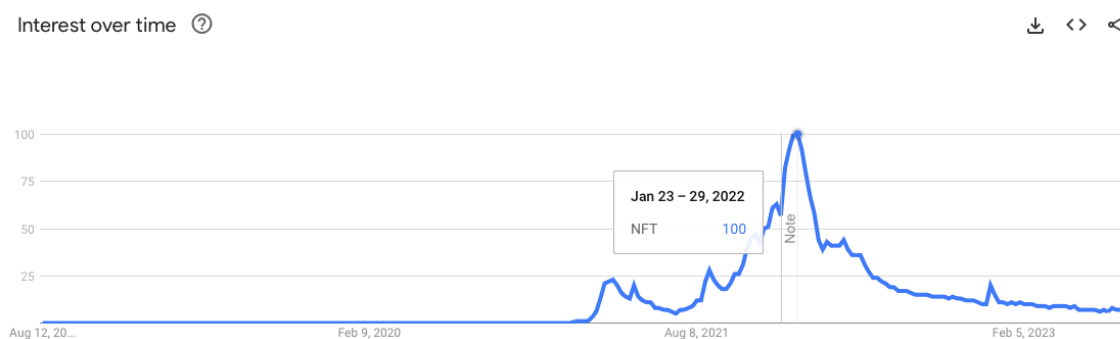
Prenons l'exemple du tout premier tweet sur la plateforme Twitter (ou maintenant « X »).



Ce simple tweet avait été publié par l'un des fondateurs de la plateforme, Jack Dorsey. En 2021, un investisseur s'était procuré la propriété de cette publication pour la somme

de 2.9M\$. Bien qu'il est possible d'accéder à ce tweet en quelques clics sur internet, cet acheteur possédait le «code original» du NFT, lui donnant la propriété originale. Tout comme vous le pensez probablement, nous n'en comprenons pas l'utilité!

Le nouveau propriétaire du tweet pensait le revendre quelques années plus tard, pour 48M\$. Toutefois, selon le site [Brobible](#), ce tweet vaudrait maintenant la modique somme de... 280\$ ! La popularité des NFT avait atteint un sommet en janvier 2022 et est maintenant à son plus bas depuis juillet 2021. Le graphique ci-bas montre la popularité du terme «NFT», basé sur le nombre de recherches en ligne sur Google:



Source: [Google Trends](#)

Il s'agit ici d'une histoire intéressante à garder en tête lorsqu'on entend de nouvelles tendances d'investissement. En tant qu'investisseurs valeurs, nous pouvons profiter des anomalies des marchés créées par des événements à court terme pour acquérir des titres à rabais. Toutefois, nous préférons nous tenir loin des actifs dont nous ne comprenons pas la valeur et ce, même si un certain sujet est « à la mode ».

En ce moment, nous entendons beaucoup parler de l'intelligence artificielle, sujet que nous avons abordé dans notre lettre annuelle de 2022. Selon [BNN Bloomberg](#), pour le 2e trimestre de l'année, ces mots ont été prononcés plus de 390 fois dans les conférences téléphoniques des entreprises en date du 28 juillet 2023 par rapport à 92 fois pour la même période l'année dernière.

S'agit-il d'une bulle spéculative ou d'un changement réel auprès des entreprises? Les investissements importants dans cette technologie suggèrent qu'il y aurait une opportunité d'améliorer les services et les produits offerts par les compagnies. Par exemple, le système d'intelligence artificielle *Bard* de Google pourrait améliorer l'expérience de recherche de ses utilisateurs. Récemment, les entreprises dans notre portefeuille ont bénéficié de la montée en popularité de l'intelligence artificielle et sont en bonne posture pour continuer le développement de cette technologie.

Chose certaine, il est plus simple d'attribuer une valeur à l'intelligence artificielle, qui aura fort probablement des répercussions positives sur les activités d'une entreprise, que de tenter d'évaluer le code d'une image pixelisée. D'ailleurs, l'image ci-dessous s'est vendue pour la somme de 10,3M\$ en 2021 !



Source: [Insider](#)

## Résultats de nos compagnies

### Netflix

(in millions except per share data)	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23 Forecast
Revenue	\$7,970	\$7,926	\$7,852	\$8,162	\$8,187	\$8,520
Y/Y % Growth	8.6%	5.9%	1.9%	3.7%	2.7%	7.5%
Operating Income	\$1,578	\$1,533	\$550	\$1,714	\$1,827	\$1,890
Operating Margin	19.8%	19.3%	7.0%	21.0%	22.3%	22.2%
Net Income	\$1,441	\$1,398	\$55	\$1,305	\$1,488	\$1,580
Diluted EPS	\$3.20	\$3.10	\$0.12	\$2.88	\$3.29	\$3.52
Global Streaming Paid Memberships	220.67	223.09	230.75	232.50	238.39	
Y/Y % Growth	5.5%	4.5%	4.0%	4.9%	8.0%	
Global Streaming Paid Net Additions	-0.97	2.41	7.66	1.75	5.89	
Net cash provided by operating activities	\$103	\$557	\$444	\$2,179	\$1,440	
Free Cash Flow	\$13	\$472	\$332	\$2,117	\$1,339	
Shares (FD)	450.2	450.3	451.6	452.4	451.6	

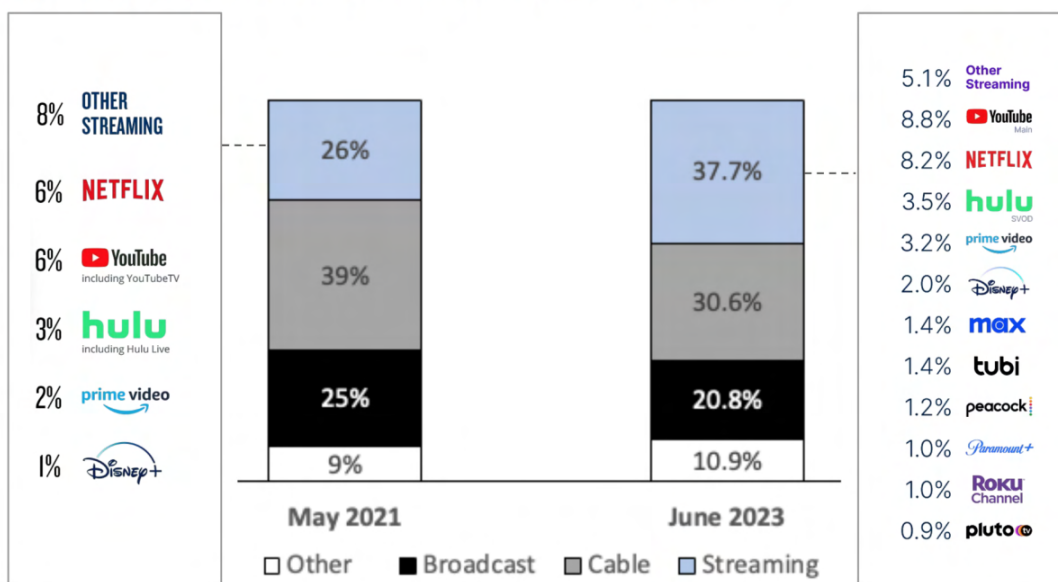
Source: lettre aux actionnaires du site Netflix, 2e trimestre 2023

La croissance des revenus n'a atteint que 2.7%, mais c'est 6% sans l'effet des devises étrangères. La société s'est démarquée lors des deux derniers trimestres avec des flux de trésorerie particulièrement élevés, alors qu'on assiste à un contrôle plus serré des dépenses sur la production de contenu. Malgré cette réduction en dépenses, Netflix demeure le meneur dans la production de contenu dédié à la diffusion en ligne.

Le joueur numéro no. 2, Disney+, a affiché une croissance des souscriptions de 1%, ainsi qu'une perte de 512M\$US au deuxième trimestre. Même son de cloche chez Paramount, alors que son service Paramount+ a aussi crû ses souscriptions de 1% pour la même période.

Malgré ces faibles résultats, l'industrie poursuit sa transition, avec aux États-Unis, 38% du temps d'écoute relié à la diffusion en continu, dont 8,2% et 8,8% sont attribuables à Netflix et YouTube respectivement.

Nielsen's The Gauge: Share of US TV Screen Time, Total Day, Persons 2+



Source: lettre aux actionnaires du site Netflix, 2e trimestre 2023

Quant aux revenus générés par la publicité, ils ne sont pas encore significatifs pour la société. La direction semble confiante quant au potentiel à long terme, et cherche même à amener ses nouveaux clients dans ce créneau. En effet, lors du 2e trimestre, Netflix a aboli son plan de base au Canada pour les nouvelles souscriptions, forçant les futurs membres à soit opter pour un plan avec publicité, soit adopter un plan standard plus coûteux. Cette initiative est également en cours de déploiement aux États-Unis et au Royaume-Uni.

## Microsoft

### Selected Product and Service Revenue Constant Currency Reconciliation

	Three Months Ended June 30, 2023		
	Percentage Change Y/Y (GAAP)	Constant Currency Impact	Percentage Change Y/Y Constant Currency
Microsoft Cloud revenue	21%	2%	23%
Office Commercial products and cloud services	12%	2%	14%
Office 365 Commercial	15%	2%	17%
Office Consumer products and cloud services	3%	3%	6%
LinkedIn	5%	2%	7%
Dynamics products and cloud services	19%	2%	21%
Dynamics 365	26%	2%	28%
Server products and cloud services	17%	1%	18%
Azure and other cloud services	26%	1%	27%
Windows OEM	(12)%	0%	(12)%
Windows Commercial products and cloud services	2%	1%	3%
Xbox content and services	5%	1%	6%
Search and news advertising excluding traffic acquisition costs	8%	0%	8%
Devices	(20)%	2%	(18)%

Source: site de Microsoft

Les ventes de Microsoft ont augmenté de 7% (10% en devises constantes). Cependant, un contrôle efficace des dépenses a propulsé les bénéfices d'opérations de 15% (en devises constantes). Azure, la division de nuage, a accru ses ventes de 23% au dernier trimestre, soit un taux près de deux fois supérieur à son rival AWS (Amazon). Quant à ChatGPT, il faudra un certain temps avant de connaître les effets bénéfiques de cette récente initiative.

Nous aimons toujours la force compétitive et la diversité des revenus de cette société, mais après un rebond de 45% depuis le creux du titre atteint en 2022, nous trouvons l'évaluation moins attrayante. Nous avons donc quelque peu réduit notre position en portefeuille.

## Amazon

Les ventes totales d'Amazon ont crû de 11% au 2e trimestre. Sa division de ventes au détail en ligne a enregistré une croissance plus modeste de 5%. L'ensemble de l'industrie subit actuellement un certain ralentissement. Walmart a connu une hausse de ses revenus de seulement 5,7 % au 2e trimestre. Quant à Target, les ventes ont fondu de 4,9%, et plus particulièrement, ses ventes en ligne ont cédé 10,5%.

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

	Three Months Ended June 30,		Six Months Ended June 30,	
	2022	2023	2022	2023
<b>North America</b>				
Net sales	\$ 74,430	\$ 82,546	\$143,674	\$159,427
Operating expenses	75,057	79,335	145,869	155,318
Operating income (loss)	\$ (627)	\$ 3,211	\$ (2,195)	\$ 4,109
<b>International</b>				
Net sales	\$ 27,065	\$ 29,697	\$ 55,824	\$ 58,820
Operating expenses	28,836	30,592	58,876	60,962
Operating loss	\$ (1,771)	\$ (895)	\$ (3,052)	\$ (2,142)
<b>AWS</b>				
Net sales	\$ 19,739	\$ 22,140	\$ 38,180	\$ 43,494
Operating expenses	14,024	16,775	25,947	33,006
Operating income	\$ 5,715	\$ 5,365	\$ 12,233	\$ 10,488

Source: Résultats du 2e trimestre 2023 d'Amazon

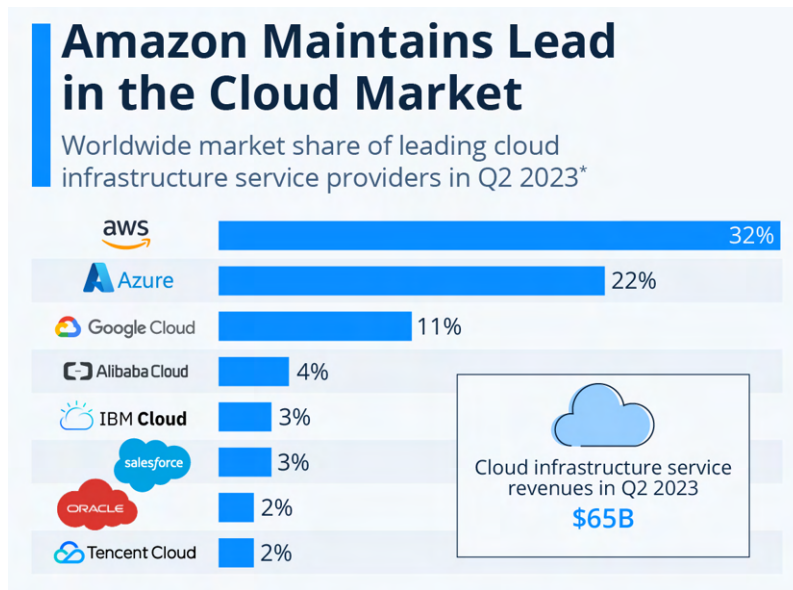
Notons ici un fait intéressant: la division nord-américaine de vente au détail a contribué aux profits à la hauteur de 42% du total. Normalement, AWS constitue la majorité des bénéficiaires de la société. Nous soupçonnons l'apport grandissant de la publicité, qui a engendré des recettes de 10,7G\$US sur 3 mois, soit 22% de plus que l'an passé.

	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023
<b>Net Sales</b>						
Online stores (1)	\$ 51,129	\$ 50,855	\$ 53,489	\$ 64,531	\$ 51,096	\$ 52,966
Online stores -- Y/Y growth (decline), excluding F/X	(1)%	0 %	13 %	2 %	3 %	5 %
Physical stores (2)	\$ 4,591	\$ 4,721	\$ 4,694	\$ 4,957	\$ 4,895	\$ 5,024
Physical stores -- Y/Y growth, excluding F/X	16 %	13 %	10 %	6 %	7 %	7 %
Third-party seller services (3)	\$ 25,335	\$ 27,376	\$ 28,666	\$ 36,339	\$ 29,820	\$ 32,332
Third-party seller services -- Y/Y growth, excluding F/X	9 %	13 %	23 %	24 %	20 %	18 %
Subscription services (4)	\$ 8,410	\$ 8,716	\$ 8,903	\$ 9,189	\$ 9,657	\$ 9,894
Subscription services -- Y/Y growth, excluding F/X	13 %	14 %	14 %	17 %	17 %	14 %
Advertising services (5)	\$ 7,877	\$ 8,757	\$ 9,548	\$ 11,557	\$ 9,509	\$ 10,683
Advertising services -- Y/Y growth, excluding F/X	25 %	21 %	30 %	23 %	23 %	22 %
AWS	\$ 18,441	\$ 19,739	\$ 20,538	\$ 21,378	\$ 21,354	\$ 22,140
AWS -- Y/Y growth, excluding F/X	37 %	33 %	28 %	20 %	16 %	12 %
Other (6)	\$ 661	\$ 1,070	\$ 1,263	\$ 1,253	\$ 1,027	\$ 1,344
Other -- Y/Y growth, excluding F/X	28 %	135 %	168 %	80 %	57 %	26 %

Source: Résultats du 2e trimestre 2023 d'Amazon

Soulignons également le contrôle serré des dépenses par rapport aux centres de distributions. Au 30 juin de l'an passé, les coûts avaient augmenté de 15% alors que les revenus avaient cédé 2,5%. Le scénario est fort différent au récent trimestre: une

hausse de seulement 5% pour les coûts de distribution, favorisant ainsi le bon résultat des bénéficiaires.

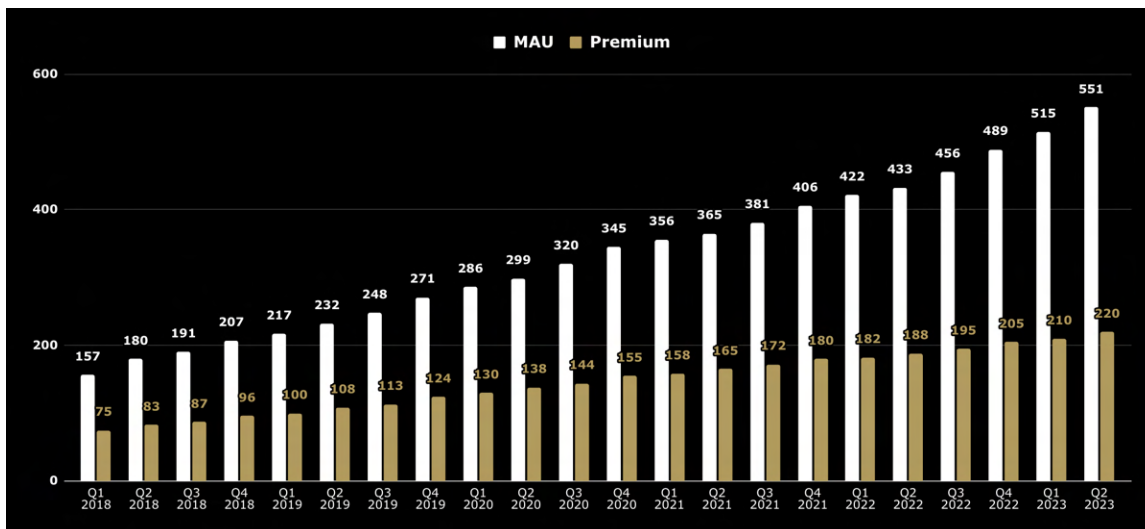


Source: [Statista](#)

AWS, malgré sa croissance plus modeste, continue d'être le meneur dans l'industrie, avec 10% de part de marché de plus que son plus proche rival, Azure.

## Spotify

La croissance des utilisateurs se poursuit chez Spotify. Au premier trimestre de 2023, le nombre d'utilisateurs actifs chaque mois sur la plateforme musicale a dépassé le demi-milliard, et comptait plus de 551 millions au 2e trimestre. Cela représente une augmentation de 27% par rapport à l'année dernière.



De leur côté, les utilisateurs premium ont connu une croissance de 17% par rapport à l'année dernière pour atteindre les 220 millions. Pour la première fois en 12 ans dans plusieurs de ses marchés, Spotify a récemment annoncé une hausse de prix pour son service premium. Au Canada, tout dépendamment du forfait, les prix vont augmenter de 1\$ ou 2\$. Sur son site internet, la compagnie indique:

*« Alors que nous continuons à développer notre plateforme, nous mettons à jour nos prix Premium afin de pouvoir continuer à innover dans les conditions changeantes du marché »*

Or, étant donné que les hausses de prix auront lieu au prochain renouvellement des abonnements, les effets de cette hausse vont se refléter dans les états financiers du 4e trimestre de 2023.

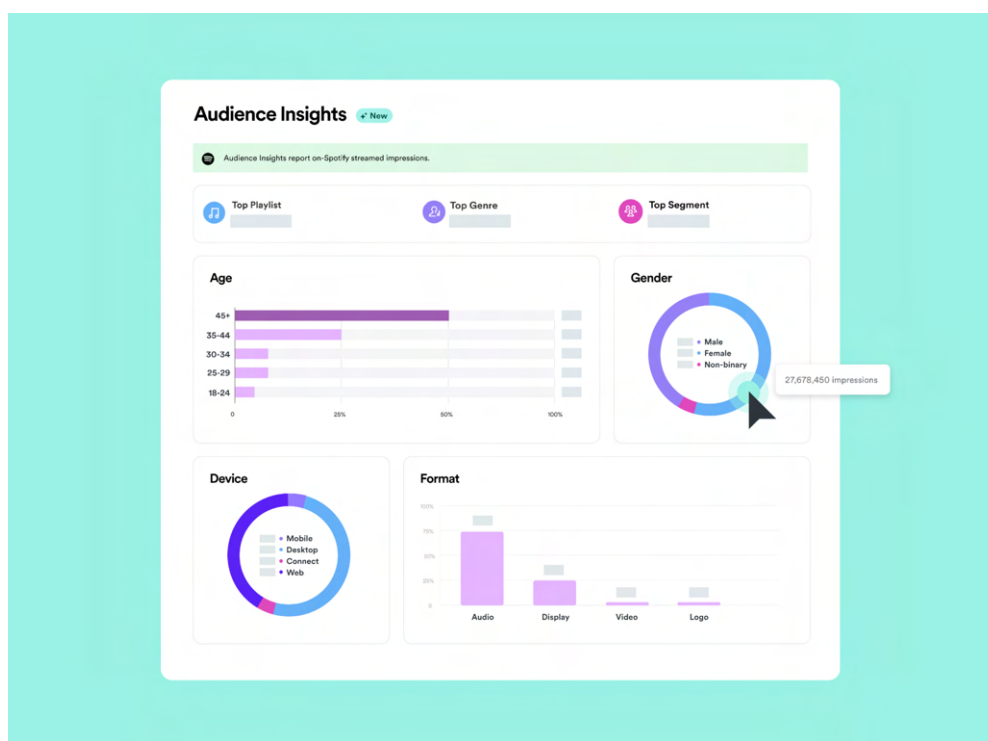
Un nouveau compétiteur s'est joint au marché de l'audio en juillet dernier, « *Tik Tok Music* ». Lancé par l'entreprise chinoise *ByteDance*, ce service fonctionne en synchronie avec l'application « *Tik Tok* ». Toutefois, la plateforme est seulement disponible en Indonésie, au Brésil, en Australie, à Singapour et au Mexique. Bien que *Tik Tok* possède un large bassin d'utilisateurs pouvant potentiellement utiliser ce nouveau service, il peut être difficile de changer de service musical lorsque toutes nos listes de lectures sont déjà établies sur une certaine plateforme. De plus, comme l'indique Jonathan Woo, un analyste chez *Philip Securities Research*:

*« Il n'y a vraiment pas beaucoup d'incitations à changer de service pour les utilisateurs déjà sur Spotify ou Apple Music, car la fidélité à la marque parmi les utilisateurs de ces plateformes historiques haut de gamme est très forte. »*



Également, *Tik Tok Music* n'est pas disponible gratuitement, ce qui peut décourager plusieurs personnes de joindre cette plateforme. Comme on le voit chez Spotify, le service gratuit avec publicités est l'offre la plus populaire pour écouter de la musique. Bien que *Tik Tok Music* ne semble pas représenter une menace majeure pour Spotify et le marché de l'audio en général, nous allons continuer de surveiller les développements de la plateforme.

Durant la première moitié de 2023, nous avons été agréablement surpris par les développements de Spotify au niveau des fonctionnalités publicitaires. Par exemple, l'entreprise a lancé *Spotify Ad Analytics* en juin dernier, qui permet aux annonceurs d'accéder aux données de performance de leurs publicités.



Source: [Spotify Advertising](#)

En donnant plus d'informations utiles aux annonceurs, ceux-ci pourront ajuster leurs publicités afin d'augmenter leur taux de conversion. Ainsi, de plus en plus d'entreprises pourraient être attirées par la publicité audio, amenant une hausse de la demande publicitaire. Cela réduira la quantité d'espaces publicitaires disponibles et fera monter les prix pour pouvoir annoncer. La société pourra donc en tirer profit sans coûts supplémentaires.

## Meta

Ce fut une importante première moitié d'année pour Meta, non seulement à cause du cours de l'action qui a remonté de 154% au moment d'écrire ces lignes, mais également pour ses dévoilements et résultats importants.

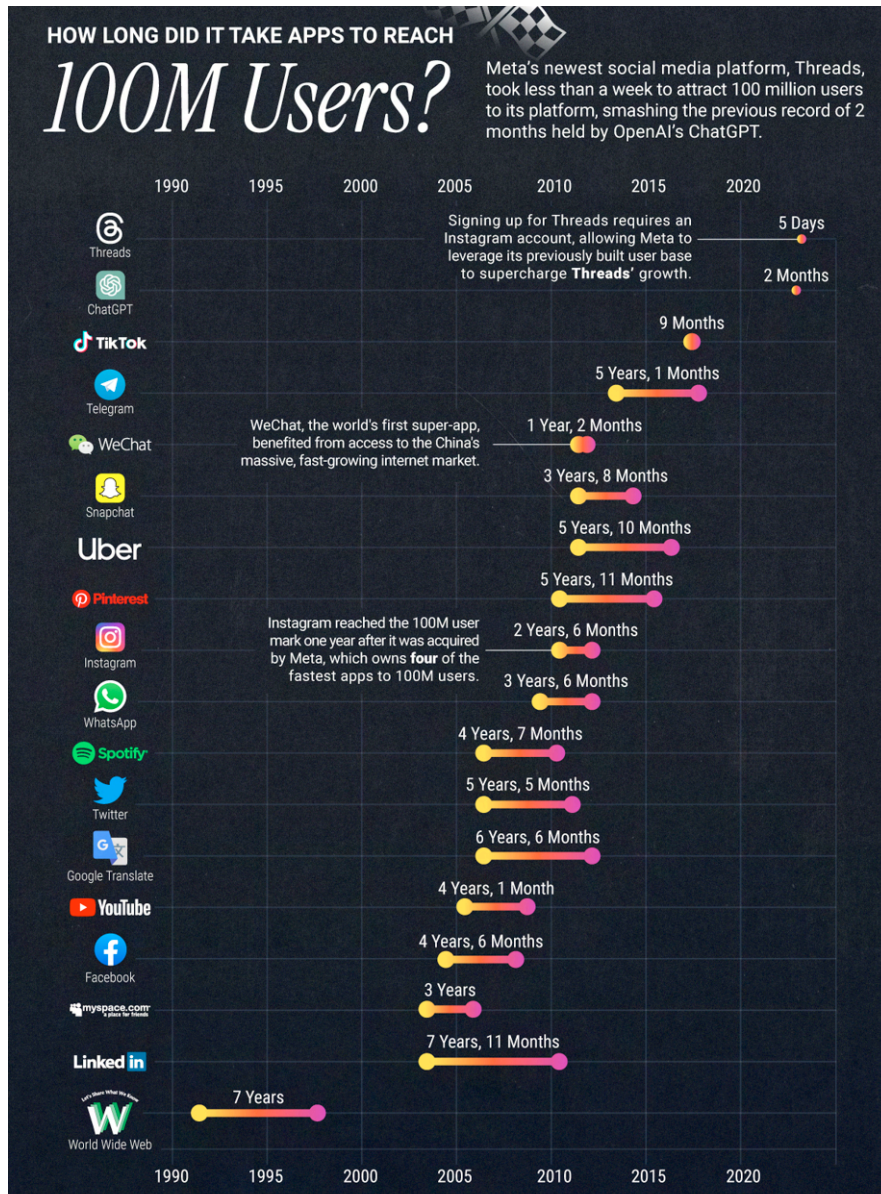
Le 1er juin 2023, juste avant l'événement d'Apple, Meta a dévoilé son nouveau casque de réalité virtuelle et mixte, le Quest 3.



Source: [Meta](#)

Il s'agit d'un pas de plus dans la direction d'obtenir des lunettes à réalité mixte. En effet, ce nouveau casque possède plusieurs caméras, permettant à l'utilisateur d'interagir avec son environnement. Au coût de 690\$ en dollars canadiens, le Quest 3 est une option beaucoup plus abordable comparé au Apple Vision Pro, annoncé seulement quelques jours après l'annonce du Quest 3. Le nouveau produit d'Apple se détaillera au prix de 4 700\$! Certes, le Vision Pro est d'une qualité exceptionnelle et s'intégrera parfaitement aux appareils IOS, mais son prix représente un obstacle trop important pour la majorité de la population, surtout qu'un casque VR n'est présentement pas une nécessité. Meta est donc en très bonne position pour attirer de nouveaux utilisateurs dans son écosystème.

En juillet dernier, nous avons assisté au lancement de la nouvelle plateforme *Threads* par Meta. Ce nouveau réseau social fait directement concurrence à *X* (ou anciennement Twitter).



Source: [Visual Capitalist](#)

Le graphique ci-dessus démontre bien l'effet de réseau. Pour rejoindre *Threads*, les utilisateurs devaient se connecter à partir d'un compte Instagram. Or, en seulement 5 jours, le nouveau réseau social a atteint les 100 millions d'utilisateurs, du jamais vu dans l'histoire des plateformes en ligne.

Dans les premiers jours de *Threads*, les compagnies qui ont fait des publications sur la nouvelle plateforme auraient connu un meilleur engagement sur leur contenu par rapport à X. Par exemple, selon [Business Insider](#), Red Bull aurait 23 fois plus de personnes qui ont aimé une certaine publication sur *Thread* comparativement à X,

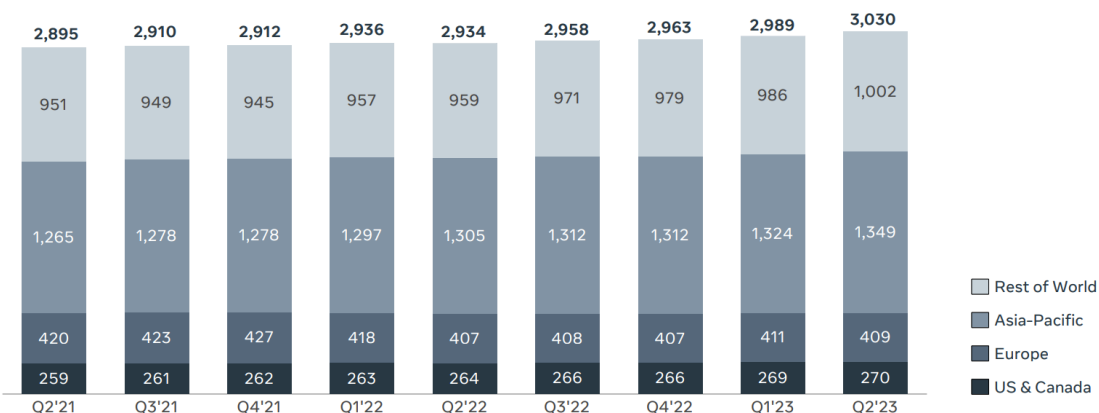
malgré que la compagnie ait, pour le moment, 85% moins d'abonnés sur la nouvelle plateforme.

Toutefois, l'engagement envers la nouveauté s'est atténué en juillet qui, selon *Forbes*, aurait diminué d'environ 70%. En effet, la plateforme ne possède pas encore toutes les fonctionnalités qu'un utilisateur pourrait rechercher, comme un endroit pour suivre des nouvelles en temps réel (notamment avec l'utilisation d'*hashtags*). Il s'agit tout de même d'un très bon début, pour une application qui aurait été créée par seulement quelques douzaines de personnes (comme on se le rappelle, il s'agit de l'année de l'efficacité chez Meta). À long terme, nous allons garder un œil sur l'engagement des utilisateurs et établir si l'application a un potentiel notable de contribution aux revenus.

Autre événement marquant, la plateforme Facebook a dépassé les 3 milliards d'utilisateurs mensuels au 2e trimestre de 2023, soit plus du tiers de la population mondiale.

### Facebook Monthly Active Users (MAUs)

In Millions



Source: [Facebook earnings presentation](#)

La société continue de voir l'engagement augmenter avec son produit *Reels*, la plateforme de courtes vidéos faisant concurrence à *Tik Tok*. Dans la conférence téléphonique des résultats du 2e trimestre de 2023, Mark Zuckerberg a précisé qu'il y a plus de 200 milliards de vidéos *Reels* qui sont écoutés chaque jour sur les plateformes Facebook et Instagram. Pour les 12 derniers mois, la compagnie a généré 10 milliards de dollars avec la plateforme *Reels*.

	Three Months Ended June 30,		Six Months Ended June 30,	
	2023	2022	2023	2022
<b>Revenue:</b>				
Family of Apps	\$ 31,723	\$ 28,370	\$ 60,029	\$ 55,583
Reality Labs	276	452	616	1,146
Total revenue	\$ 31,999	\$ 28,822	\$ 60,645	\$ 56,729
<b>Income (loss) from operations:</b>				
Family of Apps	\$ 13,131	\$ 11,164	\$ 24,351	\$ 22,647
Reality Labs	(3,739)	(2,806)	(7,732)	(5,766)
Total income from operations	\$ 9,392	\$ 8,358	\$ 16,619	\$ 16,881

Source: [Résultats du 2e trimestre 2023](#)

Reality Labs, la division dans laquelle Zuckerberg investit massivement pour le développement du métaverse à long terme, a engrangé une perte de 7,7G\$US sur 6 mois, représentant 32% des profits d'opérations. Par conséquent, la société s'avère beaucoup plus profitable que les résultats finaux publiés. On pourrait décider de réduire considérablement les dépenses dans cette catégorie. Sans cette perte, sur la même période, les profits auraient été 46% plus élevés.

Considérant l'excellent bilan, le pouvoir discrétionnaire sur les dépenses ainsi que la compétitivité de Meta qui s'est améliorée ces derniers temps, nous trouvons son évaluation toujours intéressante, malgré la hausse des derniers mois.

## Alphabet

De nos trois compagnies offrant des services de nuagerie, Google Cloud est celle ayant connu la plus forte croissance pour les six premiers mois de 2023, avec un bond de 28% par rapport à l'année dernière. Des bénéfices de 395M\$ ont été publiés, contre 191M\$ pour les trois premiers mois de l'année. Il s'agit donc du 2e trimestre pour lequel cette division génère des profits. Nous pensons qu'elle continuera de contribuer de plus en plus à l'essor de la société.

Les résultats de YouTube, quant à eux, reflètent le ralentissement dans l'industrie de la publicité numérique. Les revenus ont progressé de seulement 4% sur un an au dernier trimestre. À titre de comparaison, Snap a vu ses recettes fondre de 4% sur la même période.

De façon globale, l'emphase mise sur la réduction des dépenses semble avoir porté fruit: les profits ont bondi de 15%. Dans le contexte où la société investit massivement dans l'intelligence artificielle, notamment dans Bard, une telle hausse des profits s'avère remarquable.

Finalement, au moment d'écrire ces lignes, la ville de San Francisco vient de donner plus de droits aux constructeurs de véhicules autonomes, favorisant ainsi la division de

voitures intelligentes d'Alphabet, Waymo. En effet, les robots-taxis peuvent maintenant offrir des services de déplacements payants en tout temps, jour et nuit. Auparavant, la ville imposait des limites par rapport au territoire et la tarification.

### Airbnb

Malgré la hausse des taux d'intérêt, l'industrie du voyage ne montre pas de signes de relâche. Les revenus de la société ont crû de 19% (devises constantes) au 2e trimestre. Au début de 2021, la plateforme comptait 4 millions d'hôtes. À peine deux ans plus tard, ce nombre est passé à 7 millions.

La direction continue d'innover pour poursuivre sa croissance, avec tout récemment la création de Airbnb Rooms. Le prix moyen de 67\$ par chambre louée s'avère nettement inférieur au prix moyen d'une chambre d'hôtel. La direction estime que pour chaque dollar dépensé sur Airbnb, les gens déboursent 10\$ dans les hôtels, offrant ainsi un potentiel intéressant pour croître.

Airbnb constitue une plateforme qui relie les hôtes (ceux qui louent leur demeure) et les clients (ceux qui séjournent dans ces demeures), et la société récolte en moyenne 14% du prix de la transaction. Tout comme les autres compagnies qui font appel à des plateformes pour croître leurs affaires, elle bénéficie d'un modèle d'entreprise qui requiert peu de capital. Au dernier trimestre, Airbnb montre la modique somme de 9M\$US pour ses dépenses en capital, contre 2,5G\$US de revenus et 650M\$US de profits. C'est tout le contraire chez les hôteliers, qui doivent posséder et maintenir leurs infrastructures.

Or, avec aussi peu de dépenses en capital, on pourrait penser que les flux de trésorerie sont particulièrement fiables pour évaluer la rentabilité de ce type de modèle d'affaires. Airbnb a engendré 2.3G\$US de bénéfices sur les douze derniers mois, mais 3.9G\$US en flux de trésorerie « libres », et la direction ne manque pas de le souligner. Cependant, nous avons des réserves face à cette donnée.

Ces dernières années, un nombre grandissant de sociétés à forte croissance ont eu recours aux actions et options pour payer leurs employés. Cela leur permettait d'éviter de déboursier des sommes importantes d'argent pour les salaires. Par exemple, Airbnb a pu ajouter plus d'un milliard de dollars sur un an à ses flux de trésorerie grâce à ce genre de compensation.

Dans un contexte où une entreprise a constamment besoin de financement pour croître et créer de la valeur, l'émission systématique d'actions peut être justifiée. L'essentiel consiste à créer davantage de valeur pour les actionnaires que de dilution avec le nombre plus élevé d'actions en circulation. Cela a permis à de nombreuses sociétés d'enregistrer

des pertes année après année, en attendant d'atteindre une masse critique. Elles ne manquaient pas d'argent puisqu'une de leurs plus importantes dépenses était payée directement par l'émission systématique d'actions. Il y avait donc une grande disparité entre les profits et les flux de trésorerie. Snap, par exemple, continue de monter des pertes significatives, avec 1.35G\$ de déficit sur 12 mois, contre 250M\$ de flux d'opérations positifs. Les 1.4G\$ de frais de compensation qu'elle n'a pas eu à déboursier à ses employés ont fait la différence.

Nous comprenons l'utilité de ce stratagème pour une compagnie dont la survie en dépend. Toutefois, plusieurs d'entre elles ont atteint un point où ce n'est plus nécessaire, et ont recours au rachat d'actions pour annuler l'effet de dilution que ces compensations entraînent. Ce faisant, les flux de trésorerie peuvent devenir particulièrement trompeurs. Imaginez un employeur qui, au lieu de payer 1500\$ par semaine, verse à son employé l'équivalent de 1500\$ en actions. Il se retourne et achète immédiatement pour 1500\$ d'action sur le marché boursier, afin d'éviter la dilution des actions qu'il vient d'émettre. Finalement, c'est comme s'il avait simplement payé son employé en argent.

Chez les compagnies publiques, cette anomalie s'observe lorsque la société rachète ses actions en même temps qu'elle a recours massivement aux compensations en actions. Trade Desk s'avère un bon exemple, avec des compensations à la hauteur de 28% de ses revenus. Pour Airbnb, il s'agit de 11,5% des revenus. Bien que nous comprenions l'utilité de cette rémunération pour attirer et retenir les meilleurs employés dans l'industrie, lorsque jumelée à un rachat d'actions, elle invalide la pertinence de mentionner les flux de trésorerie. De toute évidence, ils seront souvent significativement plus élevés que les profits, influençant potentiellement la perception des investisseurs. C'est pourquoi on doit s'attarder sur les profits avant tout.

En conclusion, nous aimons le modèle d'affaires de Airbnb ainsi que la direction. Nous sommes confiants sur ses perspectives à long terme. Notre pondération s'avère plus faible que pour nos autres titres, mais il s'agit surtout d'une question d'évaluation.

## Conclusion

Nous espérons que ces informations financières vous ont été utiles.

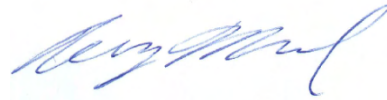
Nous profitons de l'occasion pour vous remercier pour votre participation en grand nombre aux assemblées annuelles, qui furent couronnées de succès. Toute l'équipe de Barrage Capital était ravie de vous rencontrer à nouveau en personne.

Également, nous procéderons bientôt à la campagne annuelle obligatoire de mise à jour de vos profils investisseurs. Comme l'an dernier, vous recevrez un courriel contenant le lien vers le document de mise à jour de vos données personnelles. Nous vous remercions pour votre collaboration habituelle.

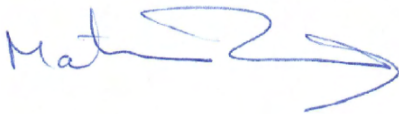
Cordialement,



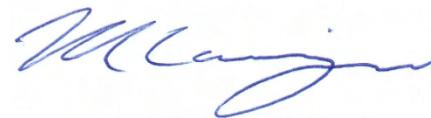
Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière