

Lettre semi-annuelle 2024

Fonds Barrage

Rapport de gestion

Pour la période du 1^{er} janvier au 28 juin 2024, l'indice S&P/TSX a procuré un rendement de 5,92% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a généré un rendement de 19,63% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 33,56% avant frais et de 26,44% après frais.

Commentaire sur les marchés

Nous voyons de plus en plus de titres intéressants. Sans être tombées officiellement en récession, l'économie américaine et canadienne ainsi que d'autres régions du monde montrent des signes de faiblesses, ce qui a en partie contribué à des baisses importantes dans les actions de plusieurs compagnies. Par exemple, le détaillant de vêtements de yoga Lululemon a vu son titre passer d'un haut de 511\$ à 233\$. Le titre du leader de la cosmétique Estée Lauder a chuté de 368\$ à 91\$. L'action du détaillant spécialisé Five Below a atteint 66\$, alors que son sommet était de 215\$. Il ne s'agit que de quelques exemples.

Toutefois, lorsque nous procédons à nos choix de titres, le prix passé ne nous importe peu. Nous regardons toujours en avant. Plusieurs de nos titres, qu'il s'agisse de Meta, Amazon ou Alphabet, passent mieux notre test d'évaluation que la plupart des autres titres, malgré la baisse de plusieurs de ces derniers.

Il est certes tentant de conclure que rendu à leur taille, ces sociétés offrent peu de perspectives de croissance. Par exemple, Amazon affiche maintenant une valeur boursière de 1,9 billion de dollars américains, et a engendré un rendement composé de 26% par an sur 20 ans! Toute bonne chose n'a-t-elle pas une fin? Pourtant, nous en sommes témoins dans les résultats de ces compagnies: leurs revenus continuent de nous impressionner, et l'intelligence artificielle va vraisemblablement contribuer à les aider à atteindre de nouveaux sommets pendant un bout de temps.

Dans notre réflexion, regardons du côté opposé. Le partenaire de Buffett, Charlie Munger, qui est décédé l'an passé, avait l'habitude de dire :

« Tout ce que je veux savoir, c'est où je vais mourir, et ainsi je m'arrangerai pour ne jamais y aller! »

Prenons ces 5 sociétés: Alphabet, Meta, Microsoft, Amazon et Apple. À elles seules, une augmentation moyenne de 12% de leurs revenus se traduirait par plus de 200G\$US. Il s'agit bien de « nouveaux » revenus. Or, si ces sociétés performant aussi bien, c'est qu'elles gagnent des parts de marché dans différents secteurs. Même en tenant compte de l'inflation et de l'augmentation de la population mondiale, on peut penser que ces 200G\$US feront perdre des opportunités à d'autres sociétés.

Refuser d'investir dans ces compagnies sous prétexte que leur taille constitue un trop gros frein à leur potentiel, conduit potentiellement à la sélection de sociétés qui souffriront de leur domination. Nous ne pouvons certes pas toujours savoir lesquelles seront nécessairement affectées, cependant en éliminant une par une les sociétés les moins intéressantes, nous aboutissons avec celles que nous détenons en portefeuille. Par conséquent, arracher les fleurs plutôt que la mauvaise herbe sous prétexte qu'elles sont trop belles ne résulterait pas en un beau jardin.

Certaines de ces compagnies sont rendues tellement dominantes que les régulateurs pourraient s'avérer leur plus gros obstacle. Alphabet fait actuellement face à des menaces de séparations de ses divisions par le Département de la Justice des États-Unis. Or, ce genre de scénario pourrait favoriser les actionnaires à court ou moyen terme. Dans les années 30, la Standard Oil a été divisée en 34 compagnies, enrichissant considérablement son fondateur, John D. Rockefeller. Dans les années 80, la séparation de AT&T en 8 compagnies s'est avérée également bénéfique à long terme!

Mentionnons toutefois que les variations boursières récentes ont commencé à créer des opportunités, et nous détenons des nouvelles positions en portefeuille! Dans le texte qui suit, nous discutons un peu plus en détail de l'une d'entre elles.

Résultats de nos compagnies

Introduction à Starbucks

Nous avons 3 nouveaux titres en portefeuille, dont Starbucks. À ses débuts en 1971, cette société vendait du café en grain et certains équipements, comme le voulaient leurs fondateurs. Il ne s'agissait pas d'une destination où les gens pouvaient relaxer et boire du café. Cette initiative vient de leur chef de la mise en marché, Howard Schultz, qui a grandement contribué à la popularité de la marque dans les années 80.

Dans les années 90, Starbucks s'est positionné en tant que «troisième place». Après avoir visité des bars à espresso à Milan en Italie, Howard Schultz a voulu recréer l'atmosphère qui y régnait, c'est-à-dire un endroit confortable et agréable où les gens auraient le goût de passer du temps. La troisième place constitue donc un lieu, entre la maison et le travail, pour socialiser, tisser des liens et relaxer dans des sièges rembourrés. En 1995, Schultz trouvait qu'en Amérique, il manquait de ce genre de place parmi les détaillants et

les restaurants. Il n'y avait nulle part où aller. C'est pourquoi il a répliqué ce modèle un peu partout, alors que le nombre de magasins atteignant les 30 000 unités en 2019.

L'atmosphère y était vraiment spéciale. Les employés qui préparaient le café étaient appelés des baristas, et écrivaient le prénom des clients à la main sur leurs contenants. Cette façon de faire rapprochait les employés et les clients. On y retrouvait donc quelque chose qui n'existait pas vraiment dans les autres chaînes.

Après un certain succès cependant, il arrive qu'on tente de recourir à de nouvelles stratégies pour fouetter la croissance des ventes, dans l'espoir de poursuivre la magnifique lancée. Alors que l'ère du numérique battait son plein, il fut difficile de résister à la tentation de dévier de la mission initiale.

La troisième place « numérique »

Il y a quelques années, alors que Schultz avait pris sa retraite de la compagnie, la direction s'était donné pour mission d'augmenter l'efficacité pour un gros volume. On s'est tourné vers l'étude des données, et pour ensuite investir dans les ordres en ligne ainsi que les commandes au volant. On parlait maintenant d'une relation « numérique » avec le client.

Quant aux restaurants, on y remplaçait les sièges rembourrés par des bancs en bois durs. Finis pour plusieurs succursales les noms des clients écrits à la main sur les contenants: une machine pouvait très bien le faire. On a même conçu plusieurs restaurants où les sièges pour s'asseoir étaient éliminés, puisque l'on voulait simplement un endroit pour recevoir sa commande, et voir le client partir rapidement ensuite.

Le chef de la direction qui a récemment été remercié, Laxman Narasimhan, avait même déjà déclaré que la fameuse « troisième place » avait maintenant une définition plus large. Initialement, elle référait à une place où rencontrer des gens, mais cela n'était plus approprié dans le contexte actuel. Alors plutôt que de chercher à retenir les clients le plus longtemps possible dans l'établissement, on préférait accélérer la rotation et ainsi prioriser le volume de ventes. Aux États-Unis, les ventes par le biais du cellulaire et du service au volant ont atteint les 70% dans les magasins opérés directement par la société.

En conclusion, la mission de la société avait changé et le service offert était devenu une commodité. Dans un tel contexte, on s'est davantage mis au même niveau que la compétition. Payer plus cher pour un latté sans l'atmosphère unique qui régnait chez Starbucks constitue une proposition moins attrayante pour les clients.



Source: TIKR.com

Les récents résultats ont sonné l'alarme. Les transactions comparables en Amérique du Nord ont décliné de 6% au trimestre terminé le 30 juin dernier. La société a continué à ouvrir de nouvelles succursales, notamment en Chine où elle vise une croissance soutenue. Malgré cela, les revenus ont à peine augmenté, et les profits d'opérations ont baissé pour l'ensemble de l'entreprise.

Howard Schultz, bien qu'il ne soit plus actif au sein de la compagnie, s'était exprimé publiquement par l'entremise d'une lettre ouverte. Il argumentait à l'effet que la réponse reposait non pas dans les données, mais dans les magasins. Il souhaitait le retour de l'emphase sur l'expérience client. Or, nous venons d'assister à un important changement dans la direction. Brian Niccol, qui était à la tête de Chipotle depuis 2018, a été embauché pour raviver Starbucks. Niccol est reconnu pour son succès avec la chaîne de restaurants mexicains Chipotle, alors qu'il devait composer avec le scandale de la contamination à la bactérie E.Coli. Depuis son arrivée, les ventes de Chipotle ont plus que doublé.

Nous avons commencé à acquérir des actions de Starbucks en avril dernier. Bien que les résultats à court terme se détérioraient, nous avons l'opportunité de débiter un investissement dans cette belle entreprise, alors que le titre se transigeait autour de 20 fois les profits. Suite à l'annonce de l'arrivée de Niccol, les actions ont rapidement grimpé de près de 25% en une seule journée. Ce changement de direction suffira-t-il pour remettre la société sur les bons rails?

Il n'y a pas que les résultats en Amérique qui ont souffert. À la division internationale, qui comprend notamment la Chine, on accuse une baisse des ventes comparables de 7%. La compétition est très élevée dans ce pays. Sa grande rivale chinoise, Luckin Coffee, a vu ses ventes comparables chuter de 21%. À la même période l'an passé, elles «

augmentaient » du même pourcentage! Clairement, nous assistons à un certain ralentissement dans cette division.

Ce qui se passe à l'international devrait être passager. Cependant, le problème qui sévit aux États-Unis découle davantage de la stratégie passée de Starbucks, et nous pensons que la nouvelle direction entamera les démarches nécessaires pour y remédier.

Allied Properties

Les taux d'intérêt ont commencé à baisser au Canada, avec deux coupes de 25 bips sur les trois derniers mois. Cependant, les fonds d'investissement immobilier n'ont pas nécessairement réagi à la nouvelle. Le titre d'Allied Properties demeurant essentiellement au même prix depuis quelques mois, il génère toujours plus de 10% de dividendes. Or, quand les taux d'intérêt baissent, le rendement des fonds d'investissement en immobilier devient plus attrayant.

Quant au taux d'occupation, il demeure stable, à 87%. Soulignons qu'au premier trimestre 2022, alors que le titre se transigeait entre 2x et 3x le prix actuel, le taux était de 89%, soit seulement 2% de plus. Du côté du ratio de distribution, bien qu'il ait augmenté récemment, la direction se veut rassurante. Elle anticipe une amélioration de leurs opérations, et estime donc que la distribution pourra être maintenue sans problème dans le futur.

Meta et Alphabet

Ce fut encore une fois un très bon trimestre pour Meta, qui compte près de 3,3 milliards d'utilisateurs chaque jour. Par rapport à l'année dernière, les bénéfices par action ont augmenté de 73% et les revenus ont crû de 22% (23% en devise constante).

Bien que 2023 s'avérait « l'année de l'efficacité », Mark Zuckerberg a rehaussé les investissements dans Reality Labs, qui s'élèveront à environ 40G\$US pour l'année 2024. Grâce à cette division, ils peuvent travailler sur un ensemble de projets, comme le développement de leur propre intelligence artificielle *Meta AI*.

« Meta AI est en voie de devenir l'assistant IA le plus utilisé au monde d'ici la fin de l'année. » - Mark Zuckerberg, CEO

Avec cette IA, Meta offre non seulement de nouveaux outils à ses utilisateurs, qui font concurrence à ChatGPT, mais l'entreprise l'introduit également dans ses différentes plateformes. Elle permet par exemple d'augmenter la rétention des utilisateurs grâce à une meilleure suggestion de contenu, ou encore de mieux rentabiliser les publicités en les disposant au bon endroit, au bon moment.

Vous avez peut-être entendu parler d'un autre projet de Reality Labs, soit les lunettes connectées Meta, en partenariat avec Ray-Ban. Ces lunettes permettent de capturer des photos et vidéos, prendre des appels, écouter de la musique et surtout, interagir avec le monde réel. Vous pouvez par exemple poser des questions afin d'obtenir de l'information sur ce que vous observez. Devinez ce qui se cache derrière ces lentilles... l'intelligence artificielle *Meta AI*!



D'une manière ou d'une autre, les différents projets de Reality Labs peuvent se bénéficier mutuellement. Ici, les données recueillies en ligne permettent à l'intelligence artificielle de mieux comprendre et mieux décrire le monde réel au travers des lunettes. Reality Labs ne mise donc pas sur un seul gros projet, mais réalise plutôt de multiples projets qui permettront à l'entreprise de saisir de nouvelles opportunités d'affaires.

Chez Alphabet, les revenus ont augmenté de 14% sur un an (15% en devise constante) et les bénéfices par action de 31%. Les services infonuagiques Google Cloud ont crû de 29% et les marges opérationnelles se sont grandement améliorées, passant de 4,9% au 2^e trimestre de 2023 à 11,3% pour le trimestre se terminant le 30 juin 2024.

Microsoft et Amazon

Au dernier trimestre, les revenus de Microsoft ont crû de 15% et les profits de 10%. La croissance d'Azure et de la division infonuagique continuent, avec une augmentation de 29% par rapport au trimestre de l'année dernière.

Pour Amazon, les revenus ont augmenté de 10% et AWS a crû de 19%. Les marges opérationnelles de cette dernière division se sont grandement améliorées au dernier trimestre, avec des marges de 35% comparativement à 24% pour l'année dernière. AWS maintient sa position dominante dans le marché de l'infonuagique.

Netflix et Spotify

Du côté de Spotify, le nombre d'utilisateurs actifs par mois a connu une croissance de 14% par rapport à l'année dernière. Les marges opérationnelles se sont élevées à 7%, un niveau record pour l'entreprise.

USER & FINANCIAL SUMMARY	Q2 2023	Q1 2024	Q2 2024	Y/Y	Q/Q
USERS (M)					
Total Monthly Active Users ("MAUs")	551	615	626	14%	2%
Premium Subscribers	220	239	246	12%	3%
Ad-Supported MAUs	343	388	393	15%	1%
FINANCIALS (€M)					
Premium	2,773	3,247	3,351	21%	3%
Ad-Supported	404	389	456	13%	17%
Total Revenue	3,177	3,636	3,807	20%	5%
Gross Profit	766	1,004	1,112	45%	11%
Gross Margin	24.1%	27.6%	29.2%	--	--
Operating (Loss)/Income	(247)	168	266	--	--
Operating Margin	(7.8%)	4.6%	7.0%	--	--
Net Cash Flows From Operating Activities	13	211	492	--	--
Free Cash Flow*	9	207	490	--	--

Source: présentation aux actionnaires de Spotify, 2e trimestre 2024

Les innovations de Spotify, telles que les livres audios, les listes de lectures augmentées par l'intelligence artificielle et les vidéos-podcasts permettent non seulement une meilleure rétention des clients, mais également l'amélioration de la profitabilité.

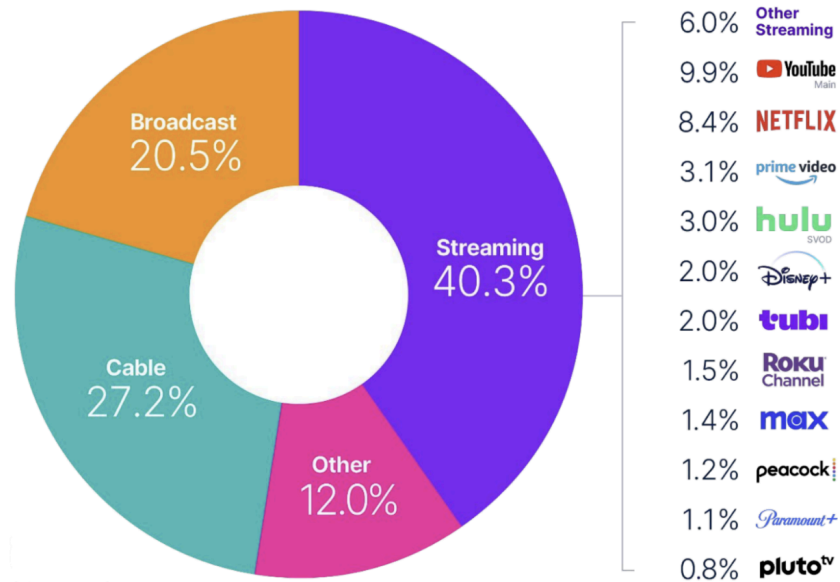
« Nous continuons à innover et à montrer que nous ne sommes pas seulement un bon produit, mais aussi une bonne entreprise. Nous le faisons dans un délai qui dépasse nos propres attentes. » - Daniel Ek, CEO

Ces bons résultats se reflètent dans le cours boursier, qui est en hausse de 79% depuis le début de l'année.

Netflix a connu une excellente croissance des revenus au dernier trimestre, soit une augmentation de 16.8% sur un an (ou 22% sans les effets des devises). Cette croissance peut être attribuable à l'augmentation de 16,5% du nombre d'abonnés au service sur un an.

Dans leur dernière lettre aux investisseurs, Netflix a partagé une recherche de Nielsen's The Gauge:

Nielsen's The Gauge: Share of US TV Screen Time (Total Day - Persons 2+, June 2024)



Pour juin 2024, les services de visionnement en ligne ont représenté 40% du temps total de télévision aux États-Unis. YouTube et Netflix étaient les deux joueurs qui dominaient cette catégorie.

« Le défi pour beaucoup de nos concurrents est que même s'ils investissent massivement dans du contenu premium, celui-ci génère relativement peu d'écoute sur leurs services de streaming. » - Lettre aux investisseurs de Netflix (Q2 2024)

Or, grâce à sa bonne avance dans la catégorie, Netflix commence maintenant à se diversifier au travers de différents services, comme la publicité, les jeux vidéo et les événements en direct. Cela représente d'autres leviers de croissance et permet de réduire le taux de désabonnement en offrant plus de services à ses abonnés.

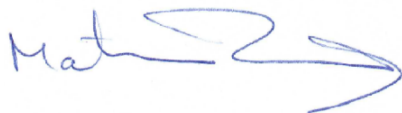
Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière