

Lettre semi-annuelle 2017

Fonds Barrage

Rapport de gestion

Pour la période du 1^{er} janvier au 30 juin 2017, l'indice S&P/TSX a procuré un rendement de 0,71% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 a produit un rendement de 5,80% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de 10,40 % avant frais et de 8,83% après frais.

Le fonds est maintenant composé de 9 titres. Quant à l'encaisse, elle a atteint un niveau historiquement élevé, clôturant le semestre à 29%.

Commentaire sur les marchés

Nous n'avons actuellement que 9 titres en portefeuille, par rapport à 14 au mois de décembre dernier. Cette baisse n'a pas été causée par une augmentation de la concentration de nos titres, mais plutôt par la rareté des aubaines. Il nous est plus difficile ces jours-ci de dénicher des situations où nous rencontrons nos critères d'évaluation.

Nous entendons régulièrement ici et là que l'indice américain S&P 500 est devenu dispendieux, d'où l'idée d'investir avec prudence. Son ratio cours / bénéfice surpasse sa moyenne historique de plus de 50%, s'élevant à environ 24 fois les profits courants. Cependant, comme vous le savez déjà, nous ne tenons pas compte de l'évaluation des marchés en général pour baser nos décisions. Sommes-nous à l'aube d'une correction? Nous laissons ces prédictions aux économistes et spéculateurs.

En ce qui nous concerne, la généreuse encaisse de 29% reflète simplement la diminution d'idées rencontrant nos critères. Si une correction boursière survenait, notre travail serait certes facilité. Les crises, grandes ou petites, engendrent de la volatilité dans les marchés. C'est pourquoi nous les considérons d'un oeil positif, puisqu'elles constituent des événements menant à la création d'aubaines.

Étant dans l'impossibilité de déterminer l'occurrence de celles-ci, nous nous efforçons de constamment laisser nos critères d'évaluation guider nos décisions. Lorsque les prix sont alléchants, nous cherchons à optimiser le portefeuille, et l'encaisse demeure à un niveau négligeable. Dans le cas contraire, nous diminuons nos investissements. Jamais nous ne chercherons à anticiper les baisses de marché.

Notre quête d'aubaines se poursuit indépendamment du prix de la Bourse en général. Ainsi, si nous découvrons deux ou trois excellentes idées dans la semaine qui vient, notre encaisse pourrait être déployée rapidement.

Les promesses de Trump

Il y a 6 mois, nous mentionnions les possibles changements à survenir du côté de la frontière américaine :

- 1) la baisse du taux d'impôt corporatif
- 2) le congé de taxe pour inciter les entreprises à rapatrier les liquidités détenues à l'étranger
- 3) la déréglementation de plusieurs secteurs, dont celui des finances, de la santé et de l'énergie.

La réalisation de ces catalyseurs pour nos titres, en tout ou en partie, est devenue particulièrement incertaine, étant donné le manque de consensus au sein du gouvernement. C'est pourquoi nous devons les considérer comme étant la «cerise» sur le sundae. Les titres doivent passer notre processus de sélection sans l'aide de ces catalyseurs. Nos critères d'évaluation constituent les éléments que nous pouvons contrôler, alors que nous sommes impuissants face à la réalisation d'événements politiques.

Nous cherchons à éviter les situations où nous gagnons si nous avons raison, mais perdons gros si nous avons tort. Nous préférons être gagnants, peu importe le scénario. La marge de sécurité recherchée dans nos sélections nous permet de ne pas dépendre d'un élément en particulier qui pourrait pour miner nos chances de succès.

Par conséquent, nous n'avons pas changé les pondérations de certains titres en fonction de ce qui se passe sur la scène politique.

Nos titres en portefeuille

BT Group

Chef de file dans le secteur des télécommunications au Royaume-Uni, cette société a vu son titre subir les contrecoups de deux événements notables. Après avoir atteint un sommet de presque 36\$ en 2015, le titre dégringola à 25\$ le jour du résultat du Brexit. Certains doutes planaient pendant que les experts tentaient de prédire les conséquences de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne.

Puis, en janvier de cette année, un scandale éclata chez sa filiale italienne, au sujet de revenus gonflés suite au comportement inapproprié de ses dirigeants. La société avait déjà prévenu ses actionnaires en octobre 2016, mais les coûts prévus allaient alors passer de 145M£ à 530M£. C'en était trop: le titre plongea de 20% en une journée, effaçant 8G£ de sa valeur boursière.

Cette situation n'était pas sans nous rappeler celle qui est survenue durant l'été 2012, alors que JP Morgan faisait les manchettes avec la baleine de Londres. Une perte colossale de 6G\$US était prévue, due à une erreur ou mauvais jugement de la part d'un de leur négociateur au Royaume-Uni. En l'espace de trois mois, le titre était passé de 45\$ à 30\$, amputant la valeur boursière de près de 60G\$.

Or, beaucoup d'investisseurs semblaient concentrer leur attention sur le montant absolu de la perte, sans la mettre dans son contexte. JP Morgan engrangeait des profits d'opérations annuels de plus de 25G\$US. Un calcul rapide permettait de constater qu'un seul trimestre s'avérait suffisant pour éponger la «gigantesque perte». Résultat: il ne fallut que quelques mois avant que la société ne récupère le terrain perdu en Bourse, démontrant que les chercheurs d'aubaines jouissaient d'une occasion en or d'engendrer un gain rapide.

Si nous plaçons la perte de BT Group dans son contexte, nous obtenons des ratios similaires, alors que la société prévoit dégager des flux de trésorerie de 3G£ en 2018. Avec des revenus stables et sa position dominante au Royaume-Uni, le titre de cette

société nous procure un investissement avec une belle marge de sécurité, et ce, malgré les risques de taux de change qu'il comporte. Soulignons que la livre sterling se transigeait à 1,70\$US à son sommet de 2014, comparativement à 1,29\$US au moment d'écrire ces lignes. Nous avons acquis le titre à un coût moyen de 19\$.

Autonation et General Motors

Ces deux titres continuent de se transiger à des prix attrayants, avec des ratios cours / bénéfiques de 10 et 6 respectivement. Les derniers résultats trimestriels se sont avérés satisfaisants, particulièrement dans le cas de GM. Toutefois, une tendance de plus en plus évidente se dessine à l'horizon concernant le secteur automobile, et nous nous efforçons d'estimer son impact à moyen et long terme. Il s'agit de l'arrivée massive des voitures électriques et autonomes.

L'arrivée de Tesla a forcé l'ensemble des manufacturiers de véhicules à entamer un virage électrique. Quant à la voiture autonome, il y aurait selon nos estimations au moins une quarantaine de corporations travaillant sur ce genre de projet, que ce soit par des investissements directs, ou par l'entremise d'alliances avec des partenaires clés. Par exemple, Google a fondé Waymo, GM a investi 500M\$ dans Lyft et Apple a récemment annoncé qu'elle testera des véhicules avec le locateur de voitures Hertz. La course vers la voiture autonome est débutée, et ne devrait pas s'arrêter de sitôt. L'avenir de plusieurs secteurs est en jeu.

Quelles seront les marges des manufacturiers sur de telles voitures? L'entretien des véhicules s'effectuera-t-il aux mêmes endroits? Un concessionnaire comme Autonation pourra-t-il engendrer autant de profit qu'avant avec sa division de pièces automobiles? Par exemple, le nombre de pièces amovibles est considérablement moins élevé dans une voiture électrique que dans un véhicule à essence.

Nous vivons dans une ère où la technologie évolue rapidement, suffisamment pour bouleverser le modèle d'affaires des manufacturiers et des vendeurs au détail. La façon dont l'information est collectée et traitée permet de créer de nouvelles façons de vendre et de fournir des services à des coûts de plus en plus compétitifs. Il suffit de penser à quelle vitesse une société comme Uber a bouleversé l'industrie du taxi.

Étant conscients de ces risques, nous nous efforçons de bien comprendre et analyser les tendances technologiques qui transformeront rapidement les industries. Autonation et GM demeurent des entreprises très rentables, et nous aimons leurs évaluations. Nous tentons néanmoins de rester vigilants. Même si dans bien des cas, les changements

prendront plusieurs années avant de produire un effet important sur les profits, les investisseurs pourraient anticiper ces impacts longtemps d'avance, exerçant une pression constante sur leurs prix en Bourse. En partie pour cette raison, nous avons réduit notre position dans GM au cours du semestre.

Amazon

Certains lecteurs seront étonnés de notre décision d'entamer une position dans le titre du leader incontesté de la vente en ligne. Amazon est le genre de société dont la valeur boursière nous a longtemps refroidis, mais dont les données fondamentales ne cessent de nous impressionner.

Il y a à peine 5 ans, nous considérons Amazon comme un détaillant en ligne faisant partie des nombreux concurrents auxquels les autres détaillants devaient faire face. De nos jours, cette société est devenue une sérieuse menace pour plusieurs entreprises, remettant en cause l'avenir de plusieurs secteurs.

La présence de plus en plus imposante d'Amazon crée sur son passage une multitude de pièges à aubaine en Bourse. Par exemple, nous avons détenu dans le passé les titres de détaillants, comme Macy's, Dillard's et Nordstrom. Face à la migration continue des ventes en magasin vers les achats en ligne, nous avons préféré les vendre, sans les posséder à nouveau. Nous avons vendu nos actions de Macy's à 40\$ en août 2016, après avoir initié une position à 31\$ trois mois plus tôt. Malgré le prix actuel de 21\$, le titre ne suscite plus notre intérêt. Nous pourrions aussi mentionner notre investissement dans IBM comme étant un piège à aubaine causé par Amazon Web Services, une division d'Amazon.

L'étude de l'évolution des ventes en ligne, et plus spécifiquement les stratégies d'Amazon, nous emmenèrent à mesurer davantage les risques que doit affronter un détaillant comme Macy's. Par la même occasion, l'étude de ce concurrent colossal nous amena à apprécier la force de son modèle d'affaires.

Cherchant constamment à améliorer son offre auprès du consommateur, cette société est prête à investir massivement pendant plusieurs années avant d'obtenir les résultats souhaités. Par exemple, le fondateur Jeff Bezos mentionna dans une entrevue avec Charlie Rose que l'on pouvait jeter un coup d'oeil aux jeans pour femme sur le site d'Amazon pour avoir une idée de la direction que prend la société dans cette ligne de produits. Or, sept ans plus tard, nous apprenons que le géant de la vente en ligne est probablement en train de dépasser Macy's dans la catégorie des vêtements. Tout

récemment, nous avons assisté à sa nouvelle initiative, appelée «Amazon Prime Wardrobe», qui permet aux clients de se procurer jusqu'à 15 articles de vêtements, avec la possibilité de les retourner sans frais.

Autre fait notable: après avoir refusé de le faire pendant des années, le manufacturier de chaussures de course Nike annonça tout récemment qu'il distribuerait enfin ses produits sur la plateforme d'Amazon, démontrant la dominance de cette dernière dans le secteur de la vente au détail.

Amazon a solidifié sa position de détaillant en ligne en offrant la possibilité aux clients d'Amazon de devenir membre Prime afin de bénéficier de plusieurs avantages tel que la livraison gratuite en deux jours. Le nombre de membres Prime est maintenant évalué à environ 85 millions et croit à plus de 30% par année. Cette caractéristique nous fait nécessairement penser au concept de membre appliqué avec grand succès par Costco. Un membre Prime est davantage susceptible de débiter son magasinage sur Amazon et de dépenser plus qu'un non-membre.

Cette dominance dans les ventes en ligne a permis à Amazon de développer et d'offrir des services adjacents à sa vocation originale. Ces services sont aujourd'hui devenus des sources de revenu et de profitabilité importantes :

- Service de vente au détail par des tiers
- Amazon Web Services (AWS)
- Publicité en ligne

Ces divisions possèdent des caractéristiques économiques extrêmement intéressantes et devraient connaître une importante croissance à long terme. Il serait difficile d'imaginer une entreprise possédant une position compétitive aussi puissante dans plusieurs domaines. De plus, l'entreprise pourra bénéficier pendant de nombreuses années de la migration des ventes en ligne. Pour toutes ces raisons, nous avons initié une position dans Amazon dernièrement.

Ventes de titres et l'encaisse

Nous avons réduit nos positions dans Citigroup et Allergan, pour des raisons d'évaluation. Quant à Lee Enterprises, les bons de souscription de AIG ainsi que WPX, ces titres ont été vendus parce que nous avons moins confiance en leurs perspectives futures.

Administration

Le montant minimum requis pour investir dans le fonds Barrage s'élève maintenant à 75 000\$.

Pour les personnes qui désireraient acheter des parts du fonds par l'entremise de leur conseiller, nous vous avisons que la plateforme FundServ est maintenant disponible.

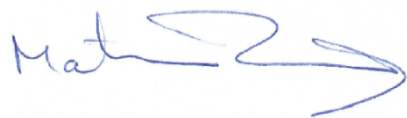
Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière