

Lettre aux porteurs de parts

Fonds Barrage

Rapport de gestion du 1er semestre

Nous avons débuté les opérations du Fonds Barrage le 1er mars dernier. Au moment où nous étions enfin prêts à déployer le capital du fonds, les titres que nous suivions depuis plusieurs mois et que nous avons ciblés comme candidats intéressants pour le fonds ont vu leur cours monter sensiblement avec le marché boursier, surtout américain, qui connaissait le meilleur 1er trimestre depuis 1987. Ceci est venu contrecarrer quelque peu nos plans et nous avons dû redoubler d'ardeur pour trouver de nouvelles idées d'investissement.

Il nous aura fallu environ deux mois afin de voir le portefeuille du Fonds Barrage être pleinement investi. Ainsi, au 30 juin 2013, le portefeuille compte huit titres dont un seul étant celui d'une société canadienne et les sept autres étant de compagnies américaines. La pondération du titre canadien est d'environ 20%, celle des titres américains autour de 80% alors que l'encaisse est pratiquement nulle. Il est important de préciser que presque tous les actifs de la société canadienne sont situés aux États-Unis, ce qui en fait une société pratiquement américaine.

Pour la période du 1 mars au 30 juin 2013, l'indice SPX/TSX affiche un rendement de -3.58% (incluant les dividendes) alors que le S&P 500 montre un rendement de 8.86% (en dollar canadien et incluant les dividendes). Les rendements du Fonds Barrage pour la même période sont de 14.94% avant frais et de 12.03% après frais.

Nous sommes toujours d'avis que les entreprises américaines représentent de meilleures opportunités que celles que l'on retrouve au nord de la frontière. Le marché américain nous offre de solides entreprises, bien gérées, possédant d'importants avantages concurrentiels et disponibles à des prix ne reflétant pas leur valeur. De plus, avec un taux de change frôlant la parité, nous y voyons une belle opportunité d'acquérir ces titres sans devoir s'exposer au risque de change de façon démesurée. Dans l'éventualité où le dollar canadien s'appréciait davantage face au dollar américain, nous croyons que la progression de la valeur des titres américains détenus en portefeuille compenserait largement.

Le fait que nous soyons quatre associés à faire de la recherche de titres nous a permis de trouver plusieurs idées d'investissement en un temps relativement court. Nous avons une liste plutôt bien garnie de titres potentiellement intéressants pour le Fonds Barrage.

Dans l'éventualité où le marché devenait plus cher et où nous aurions de la difficulté à générer assez d'idées d'investissement répondant à nos critères, nous n'hésiterions pas à conserver une pondération en encaisse importante. Nous croyons qu'en gestion de portefeuille, il est rarement intelligent de faire un compromis sur la qualité des idées d'investissement dans le simple but d'être pleinement investi.

L'ensemble des positions du Fonds Barrage sera dévoilé aux porteurs de parts en date du 31 décembre de chaque année lors de la publication des états financiers du fonds préparés par CIBC Mellon et vérifiés par KPMG LLC. De plus, nous partagerons de façon ponctuelle l'analyse de certains investissements effectués par le fonds afin d'exposer notre démarche.

L'investissement versus l'investissement «valeur»

Nous croyons qu'il existe une distinction subtile, mais très importante entre l'investissement et l'investissement «valeur» et nous tenterons ici d'éclairer le lecteur quant à celle-ci afin qu'il puisse mieux comprendre ce que les gestionnaires du Fonds Barrage mettent en pratique.

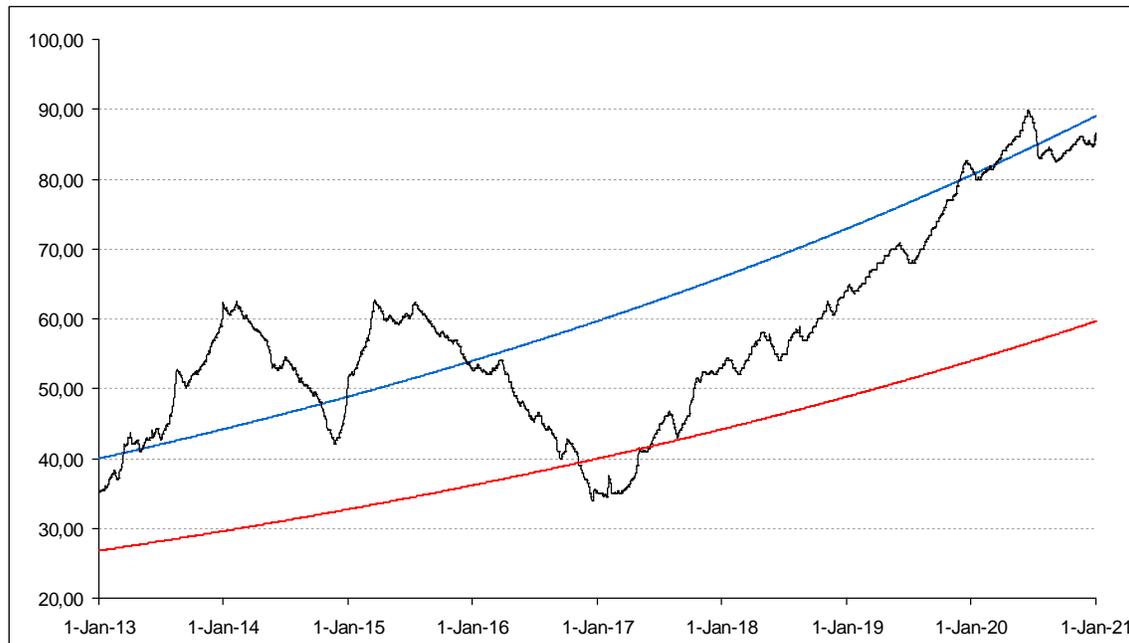
Alors que l'investisseur bénéficie de l'augmentation de la valeur de l'entreprise sur une longue période, l'investisseur «valeur» tente davantage de profiter d'un écart entre la valeur de l'entreprise et du prix de son action sur le marché. Afin de bien comprendre cette distinction, il est important pour l'investisseur de reconnaître le fait que la valeur d'une entreprise et le prix de son action en bourse sont deux éléments distincts et que parfois, un écart important peut exister entre les deux.

Il arrive à l'occasion que le prix d'une action soit inférieur à sa valeur (on parle ici de sous-évaluation) ou que le prix de ce titre soit supérieur à sa valeur (on parle ici de surévaluation). Ces écarts peuvent être observés sur des périodes relativement courtes (quelques mois ou années tout au plus). À plus long terme, le prix de l'action d'une société reflétera sa valeur puisque le marché finit toujours par se réajuster en conséquence.

Lorsque qu'un investisseur achète un titre à un prix largement inférieur à sa valeur, celui-ci profitera lorsque l'écart entre le prix et sa valeur se résorbera. On peut qualifier ce rendement par le terme «rendement d'escompte». Quant à l'investisseur qui achète le titre à un prix équivalent à sa valeur, son rendement proviendra de l'accroissement de la valeur de l'entreprise avec le temps. Qualifions ce rendement par le terme «rendement d'entreprise».

Vous l'aurez compris, la subtile distinction entre l'investisseur et l'investisseur «valeur» provient du prix auquel chacun est prêt à faire l'achat d'un même titre.

Les concepts précédemment discutés sont illustrés dans le graphique suivant:



Examinons le cas fictif d'une société inscrite en bourse pour la période de 2013 à 2021.

La courbe en bleu représente la valeur d'une action de l'entreprise étudiée. La croissance estimée de cette valeur dans le présent cas est de 10% par an. Cela signifie qu'après avoir étudié les données fondamentales de la société, nous estimons que la valeur d'une action de celle-ci est d'environ 40\$ au début 2013 et nous croyons que cette valeur croîtra de 10% par an.

Si un investisseur décidait d'acquérir ce titre à un prix équivalent à sa juste valeur, celui-ci pourrait s'attendre à obtenir un rendement de 10% annuellement sur son investissement à long terme.

La courbe en noir représente la fluctuation du prix de l'action à la bourse lors de la période étudiée. Notons que le prix de l'action a tendance à suivre la valeur de l'entreprise à long terme.

Pourtant, en 2017, on voit que le cours du titre passe largement sous la valeur estimée de l'entreprise. Alors que le prix du titre atteint la «zone d'achat» (la courbe rouge), l'investisseur «valeur» devrait considérer acquérir le titre si son estimé de valeur est toujours valide. Ainsi, en 2017, cet investisseur a l'opportunité d'acheter un titre valant environ 60\$ pour un prix de 35\$.

Précisons que la courbe de la «zone d'achat» est un niveau escompté de la courbe de la valeur de l'entreprise. Cet escompte est de 33% dans le cas présent.

Voici quelques observations:

1. L'investisseur qui achète le titre en payant la juste valeur obtiendra un rendement équivalent à l'accroissement de cette valeur si le titre est conservé assez longtemps. Dans le cas de notre exemple, ce rendement sera de 10% par année.
2. Le rendement de l'investisseur «valeur» provient de 2 sources. D'abord, un titre acheté sous sa valeur procure à l'investisseur un «rendement d'escompte» lorsque le prix de ce titre vient rattraper sa valeur. Dans l'exemple précédent, un investisseur qui acquiert le titre en 2017 au prix de 35\$ alors qu'il en vaut 60\$ réalisera un «rendement d'escompte» de 71% ($25\$ / 35\$$).

De plus, un «rendement d'entreprise» est obtenu lorsque la valeur de l'entreprise continue de croître pendant que l'écart entre le prix et la valeur diminue. Pendant que l'écart entre le prix et la valeur se résorbe de 2017 à 2020, la valeur de l'action progresse de 60\$ à 80\$ procurant ainsi un «rendement d'entreprise» de 33% ($20\$/60\$$).

Ainsi, le rendement total de l'investisseur «valeur» provient du «rendement d'escompte» et du «rendement d'entreprise». Dans le cas étudié, un investisseur ayant fait l'acquisition du titre à 35\$ en 2017 réalisera un rendement total de 128% sur une période de 3 ans ou 31% par année, comparativement à 10% annualisé pour l'investisseur ayant acquis le même titre à sa valeur.

3. La personne qui achète un titre à un prix supérieur à sa valeur peut quand même espérer faire un rendement positif à condition que le prix payé ne soit pas trop élevé par rapport à sa valeur, que cette valeur croît à un rythme suffisant et que le titre soit conservé assez longtemps.

Dans notre exemple, supposons que le titre est acheté en 2014 à un prix de 60\$ alors que la valeur estimée est de 45\$. Bien que l'achat soit fait à une prime de près de 33% par rapport à cette valeur ($15\$ / 45\$$), l'investisseur réalisera tout de même un rendement positif si le titre est conservé pendant plusieurs années. Le rendement sera cependant inférieur à la croissance de la valeur de l'entreprise.

4. Le rendement d'escompte est généralement supérieur au rendement d'entreprise mais sa force provient surtout du fait qu'il puisse s'additionner au rendement d'entreprise. Alors que le rendement d'entreprise se poursuit dans le temps avec la croissance de l'entreprise, le rendement d'escompte disparaît lorsque le prix d'une action rattrape sa valeur. Nous sommes donc constamment à la recherche de nouveaux investissements afin de remplacer ceux dont le rendement d'escompte a été pleinement réalisé. Cette façon de

faire augmenter nécessairement la rotation du portefeuille en plus d'augmenter les rendements.

Jusqu'à maintenant, nous avons surtout exploré l'impact du prix payé pour un investissement sur le rendement de celui-ci. Mais qu'en est-il de l'impact du prix payé sur le risque de cet investissement?

En achetant un titre sous sa valeur, l'investisseur se protège contre tout événement négatif pouvant affecter la valeur de l'entreprise dont il possède des actions. L'écart entre le prix d'une action et sa valeur est donc considéré comme étant une «marge de sécurité». Un document complet traitant du sujet de la marge de sécurité est disponible dans la section «Publications» de notre site internet. Nous vous invitons à le consulter afin d'en apprendre davantage sur ce concept important de l'investissement.

Comme nous venons de le voir, l'effet sur un portefeuille composé de titres se transigeant bien en-deçà de leur valeur estimée est double.

1. D'abord, le faible prix payé par rapport à la valeur d'une entreprise augmente les probabilités et l'ampleur des gains potentiels.
2. Ensuite, cela réduit le risque en procurant au portefeuille une marge de sécurité.

Un portefeuille composé de titres achetés sous leur valeur limite le risque et augmente les probabilités et l'ampleur des rendements.

Administratif

Alors que nous étions à mettre sur pieds le Fonds Barrage, nous jugions important d'établir une structure nous permettant d'allouer le plus de temps possible à la recherche. Nous sommes d'avis qu'un gestionnaire qui consacre plus de temps à la recherche obtiendra de meilleurs résultats à long terme qu'un gestionnaire devant mettre beaucoup de temps et d'énergie à s'acquitter de tâches administratives.

Après quatre mois d'opérations, nous sommes en mesure de constater que plus de 80% de notre temps est consacré à la recherche. Le fait que nous n'ayons qu'un seul portefeuille à gérer (le Fonds Barrage) explique en grande partie cette situation.

Après une période de rodage avec CIBC Mellon suite au lancement du Fonds Barrage, nous pouvons attester de notre grande satisfaction quant au professionnalisme avec lequel notre partenaire s'acquitte des fonctions d'administrateur et de gardien de valeurs du fonds.

Cordialement,

Barrage investissement privé