

## Rapport de gestion

Pour la période du 1er janvier au 30 juin 2026,, l'indice S&P/TSX a procuré un rendement de 11,10% (incluant les dividendes), le S&P 500, 14,05% (en dollar canadien et incluant les dividendes) alors que le MSCI World a généré 13,48%. Le rendement du Fonds Barrage pour la même période a été de -7,44% avant frais et de -7,97% après frais.

## Commentaires sur les marchés financiers

Pendant que les manchettes nous bombardent avec les nombreux changements de tarifs de Trump, la dette américaine vient d'atteindre un nouveau seuil le 18 août dernier. Elle a dépassé les 40 billions de dollars (40 trillions en anglais). Si cela ne semble pas attiser pour autant des craintes significatives chez les investisseurs, cela demeure un élément à prendre en considération dans nos choix de titres. Un peu d'historique devrait nous permettre de réaliser l'ampleur de cette dette.

En 1835, Andrew Jackson, président des États-Unis de 1829 à 1837, avait remboursé la totalité de la dette nationale. Ce fut la seule fois dans l'histoire américaine. En 1866, la guerre de Sécession la fit bondir à 2,7 milliards de dollars. Puis vint la seconde guerre mondiale, où cette dette atteint 258 milliards de dollars.

En 1981, on assiste au premier billion. Rappelons-nous qu'à l'époque, il y avait récession. Puis la crise financière arrive en 2008, faisant passer cette dette à 10 billions. Soulignons qu'il s'agit de la dernière vraie récession depuis, si on omet la courte récession de deux mois causée par la COVID-19. Malgré la bonne tenue de l'économie américaine, créer des déficits chroniques importants est devenu la norme. Durant la pandémie, la dette a explosé à 27 billions. Étant donné toutes les dépenses encourues pour soutenir l'économie alors que beaucoup d'entreprises devaient cesser leurs activités, on peut en comprendre la raison. Mais voilà que malgré que tout va relativement bien, la dette poursuit son chemin, pour franchir la barre des 40 billions aujourd'hui, soit à l'équivalent de 125% du produit intérieur brut. Qu'arrivera-t-il à la prochaine récession?

En tant qu'investisseurs, nous ne cherchons pas à sonner l'alarme. Notre confiance envers nos titres demeure inébranlable. Nous devons cependant porter attention à toute compagnie qui serait trop dépendante de la bonne tenue du marché obligataire. Le secteur des finances constitue un exemple évident. En dehors du secteur des finances toutefois, nous attribuons un risque plus élevé qu'auparavant aux compagnies qui doivent compter sur le refinancement de leur propre dette pour survivre. Renouveler des obligations à 5% ou 7% lorsque le marché montre des signes de santé s'avère relativement aisé. Le faire en pleine crise peut s'avérer fatal s'il faut soudainement payer des taux d'intérêt de 10%, 15%, voire 20%. C'est dans cette optique que nous cherchons à agir avec précaution dans nos choix de titres.

## Il n'est jamais trop tard pour bien faire

Dans notre lettre annuelle de 2022, nous avons raconté la transaction de Bill Ackman de la firme new-yorkaise Pershing Square. En début d'année, il a acquis des actions de Netflix au prix de 375\$, justifiant cet achat en expliquant les mérites de cette compagnie exceptionnelle à un moment où les investisseurs faisaient preuve de pessimisme. En effet, à l'époque, le titre avait cédé pas mal de terrain à la suite d'une baisse d'abonnés, et M. Ackman y voyait alors une occasion en or de saisir les actions à un prix attrayant. Pourtant, il a vendu peu après au prix de 225\$.

Retenons qu'avec le fractionnement d'actions de 10 pour 1 qui eut lieu depuis, cela équivaut au prix de 22.50\$. Cette réaction de sa part nous paraissait particulière, surtout qu'il considérait que c'était un investissement à long terme au moment de l'achat et qu'il profitait lui-même de la réaction négative des marchés.

Voilà qu'il a acheté à nouveau des actions, à un prix environ 3 fois plus élevé qu'au moment de la vente. Si nous en parlons ici, c'est parce qu'il s'agit selon nous d'un geste intelligent. Cela met en lumière sa capacité à changer d'avis, sans se laisser influencer par son propre passé avec le titre. Cette capacité à constamment se remettre en question s'avère cruciale selon nous pour réussir en Bourse. Certains investisseurs auraient probablement le réflexe de laisser l'orgueil ou le passé influencer leur décision. Pourquoi racheter un titre à près de 70\$ quand on l'avait vendu à 22,50\$ auparavant?

Le monde des affaires est dynamique, et avec la venue de l'intelligence artificielle, c'est encore plus vrai! C'était peut-être une erreur de le vendre à l'époque, mais l'entreprise évolue constamment, et l'équation risque/rendement change en fonction de cette évolution ainsi que du prix en Bourse. Nous pourrions représenter cette équation risque/rendement ou prix/valeur à l'aide d'une ligne et quatre quadrants:

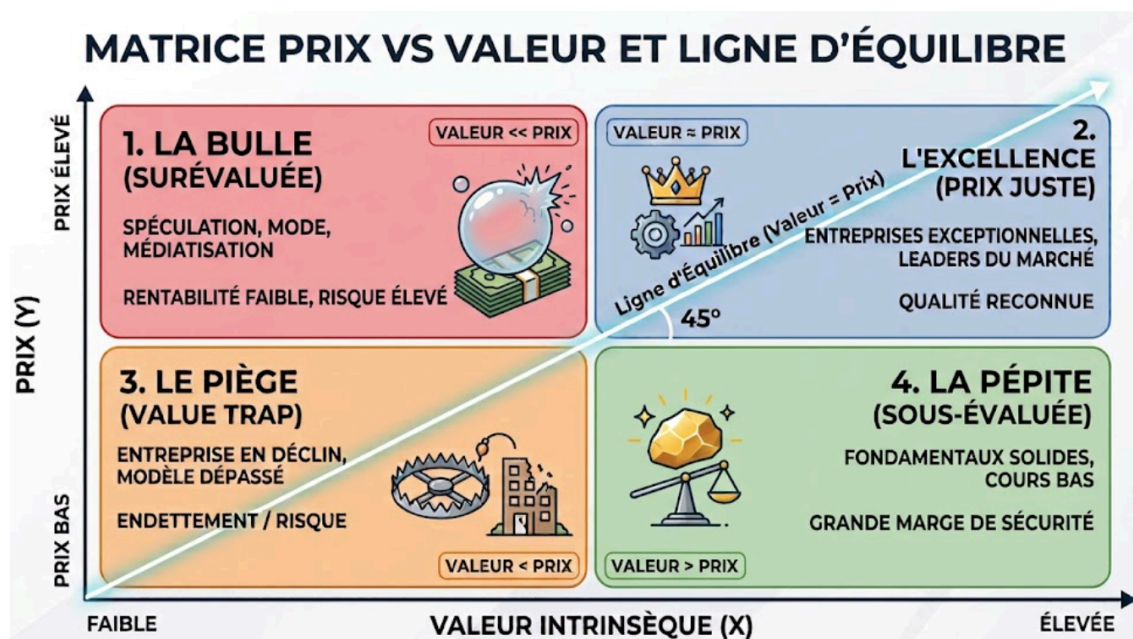
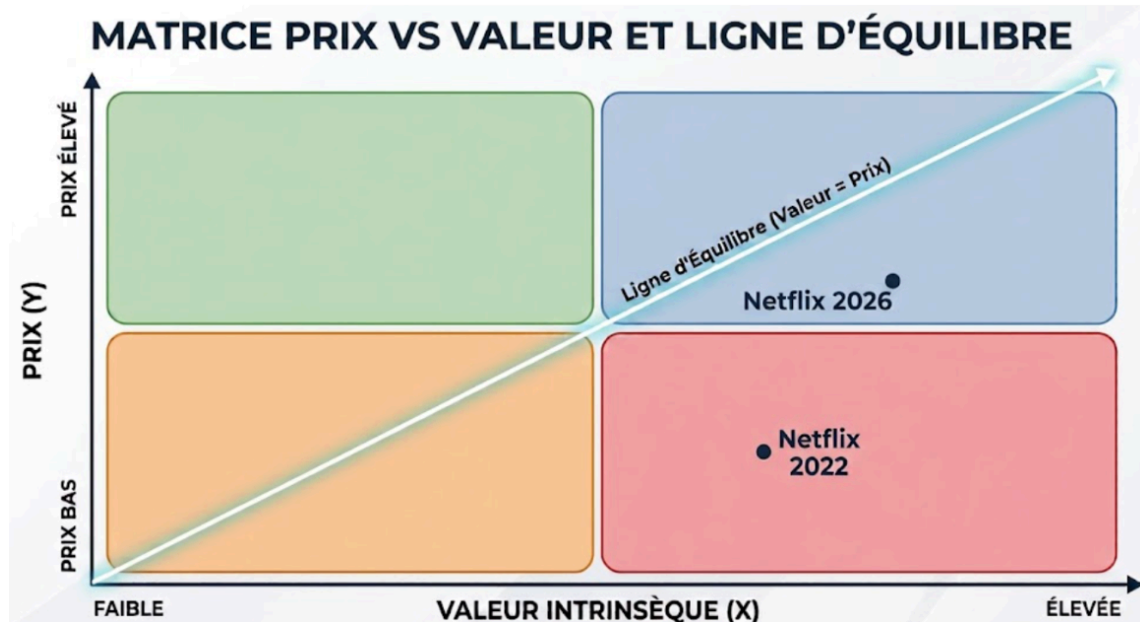


Image générée par l'IA

Plus un titre se situe vers la droite, plus la valeur est intéressante. Cette valeur est calculée en fonction de la croissance des profits et des ventes ainsi que de la solidité du modèle d'affaires. Quant au prix, plus le titre tire vers le haut, plus la valeur demandée en Bourse est élevée. La ligne d'équilibre divise le rectangle en territoires de surévaluation et de sous-évaluation. Donc, nous voulons idéalement un titre le plus à droite possible (valeur intrinsèque), mais le plus bas possible (prix).

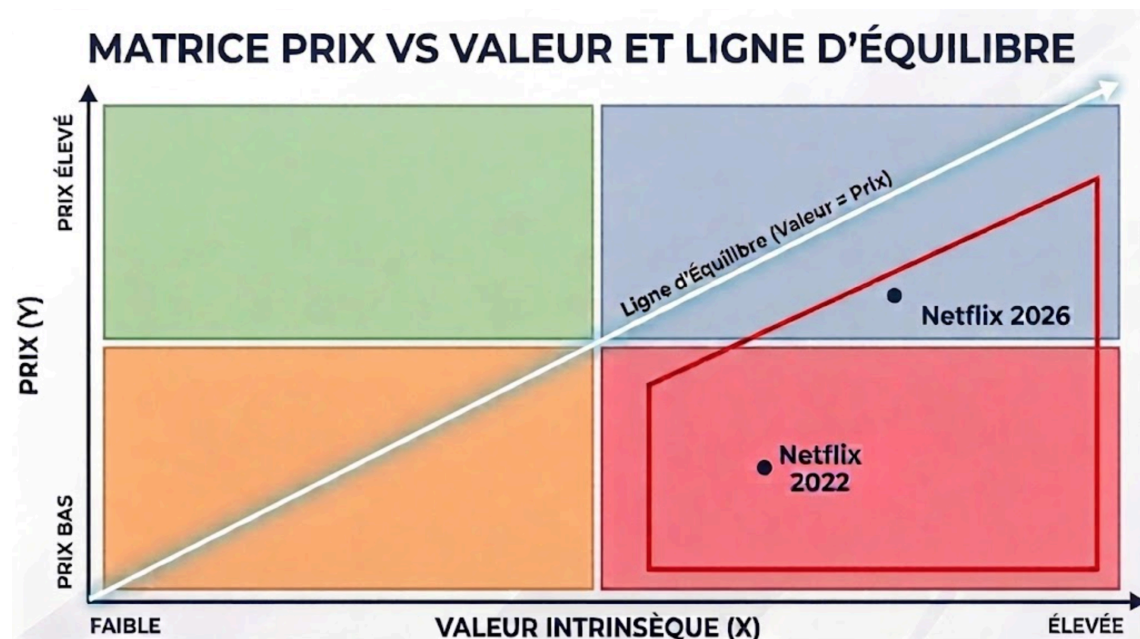
Nous avons investi dans le titre à deux reprises au cours des 5 dernières années. Après nos achats de 2022, nous avons fortement réduit la position trois ans plus tard, étant donné que le prix en Bourse s'était apprécié plus rapidement que la valeur intrinsèque. D'un creux de 19\$ (ajusté en fonction du fractionnement), le titre s'est multiplié par près de 7 fois pour atteindre les 130\$. Or, la valeur intrinsèque s'était certes améliorée, mais pas par un facteur de 7 fois. Le titre devenait donc moins attrayant.

L'action ayant corrigé de 50%, nous avons évidemment racheté à nouveau, et nous pourrions comparer les achats de 2026 et 2022 ainsi:



*Image générée par l'IA*

À son creux de 2022, ce qui se passait chez Netflix pouvait susciter des doutes quant à sa croissance future. Le ralentissement des abonnés était accompagné d'un changement dans leur modèle d'affaires. La société avait décidé de faire le saut dans la publicité, chose que son fondateur, Reed Hasting, avait fermement déclaré qu'il ne ferait jamais. Cette incertitude nous amène normalement à réduire la valeur intrinsèque, même si dans bien des cas, cela demeure temporaire. Toutefois, le titre avait cédé tellement de terrain en Bourse qu'il devenait encore plus attrayant, et c'est pourquoi nous avons rajouté des actions au creux de 2022. Plus le prix baisse, plus la marge de sécurité augmente. Comme on le voit dans le graphique ci-bas, notre zone d'achat et de détention est représentée par trapèze rectangle:



*Image générée par l'IA*

Comme on peut le voir, nous avons tendance à éviter de nous aventurer dans le quadrant inférieur gauche. Trop souvent, même en payant un prix très bas, nous devons accepter le risque de nous tromper fortement sur la valeur intrinsèque. En temps de récession par contre, ces situations deviennent beaucoup plus évidentes puisque les difficultés économiques font souvent

ressortir davantage les forces et les faiblesses des entreprises. C'est pourquoi nous pourrions être intéressés à acquérir les actions d'une banque, pour ne nommer qu'un exemple, en temps de récession. Comme le disait si bien Warren Buffett: « C'est seulement lorsque la vague se retire que l'on découvre qui se baignait nu ». Les récessions font le tri entre les bons et les mauvais prêts. Par la même occasion, même les banques les plus solides voient leur prix malmené en Bourse lorsque le pessimisme atteint son paroxysme, ce qui crée des opportunités en or. Nous avons pris ici l'exemple d'une banque, car leur secteur présente des caractéristiques et des risques qui vont rarement attiser notre intérêt à les détenir à long terme (effet levier, réglementation, et homogénéité dans les prêts qui en font une commodité).

Pour en revenir à Netflix, Bill Ackman a justifié son achat en déclarant victoire pour la compagnie dans la guerre de la diffusion en continu (en anglais, « streaming »). « Avec plus de 325 millions d'abonnés, Netflix possède une échelle inégalée qui lui permet d'amortir le coût de ses contenus sur une base de clients deux fois supérieure à celle de ses rivaux (comme Disney+ ou Max). Alors que les dépenses en contenu n'ont augmenté que d'environ 2 % par an ces dernières années, la marge opérationnelle est passée d'environ 21 % à plus de 31,5 % » a-t-il déclaré.

Si à l'époque, le nouveau modèle de publicité semblait l'inquiéter, il s'en réjouit maintenant. Cette nouvelle source de revenus amène maintenant près de 3 milliards de dollars et s'avère très prometteuse.

## *Résultats de nos compagnies*

### *Alphabet et Meta*

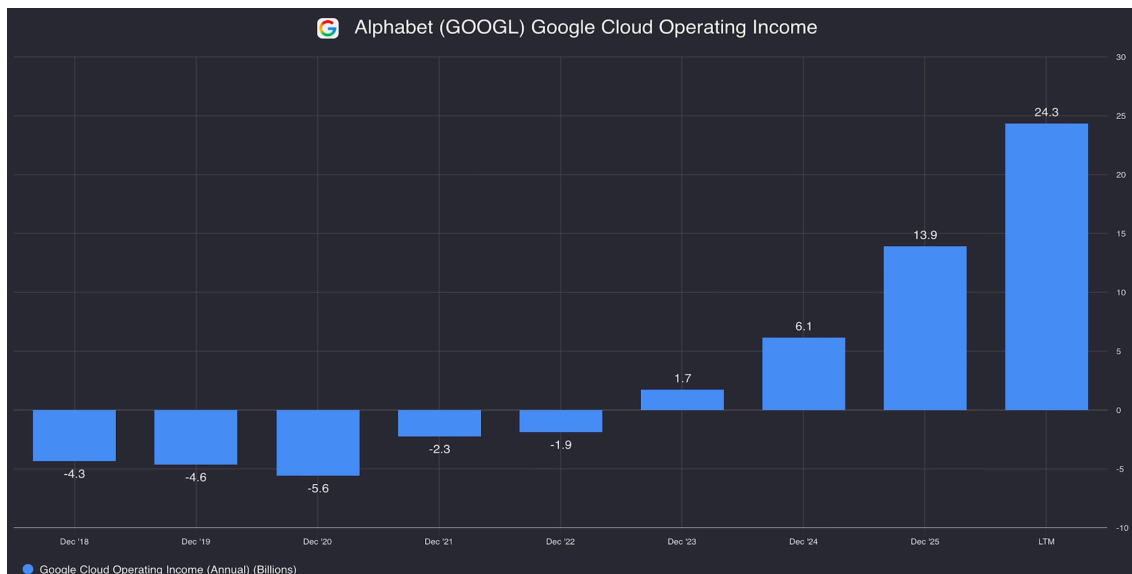
« Au cours des 6 prochains mois, nous allons observer un progrès sur les modèles supérieurs [ou équivalent] à ce que nous avons vu durant les deux dernières années. » - Sam Altman, PDG d'OpenAI

Cela fera bientôt près d'une décennie que nous détenons ces titres, à diverses pondérations selon l'évaluation. Dans les tous débuts, notre thèse d'investissement différait nettement de celle d'aujourd'hui. À l'époque nous misions sur la migration en ligne de la publicité, alors que la thèse repose maintenant sur l'intelligence artificielle. Si le moindre de l'observation de M. Altman s'avère vrai, nous assisterons à de nombreux développements très bientôt.

À plus court terme, Alphabet et Meta ont continué à afficher une bonne progression de leurs revenus au deuxième trimestre, soit 24% pour le premier et 28% pour le second. Malgré cela, les performances en Bourses ont été mitigées. Comme nous nous y attendions, les lourds budgets requis pour le développement de l'intelligence artificielle ont été amplifiés à nouveau, semant davantage d'inquiétudes chez les investisseurs.

Face à cette réaction, Mark Zuckerberg a insisté sur le fait que l'IA « accélère déjà nos activités principales aujourd'hui ». Il a notamment fait valoir que les outils publicitaires Advantage+ basés sur l'IA ont dépassé les 75 milliards de dollars de revenus annualisés.

Du côté de Alphabet, leur division d'infonuagique Google Cloud a surpassé nos attentes avec une hausse des ventes de 82%. Le graphique ci-bas présente l'impressionnante ascension de la rentabilité de ce segment:



De tels résultats nous amènent à être optimistes sur la croissance future. Alphabet est rendu au déploiement de sa 8e génération de puces. Elles servent d'alternative interne très puissante aux cartes graphiques (GPU) de Nvidia. Elles ont été optimisées pour le déploiement en production, le traitement des requêtes en temps réel et l'ère des agents IA ». Elles apportent donc des bénéfices majeurs à l'offre Google Cloud.

Pour en revenir à Meta, la société fait actuellement face à plusieurs risques judiciaires. Tout récemment, un juge du Nouveau-Mexique a ordonné à Meta de verser 567M\$ pour préjudice porté à la sécurité et à la santé mentale des jeunes. Meta compte évidemment faire appel. En Californie, un jury a déclaré la compagnie responsable des dommages causés à la santé mentale d'une jeune femme ayant développé une addiction à la plateforme lorsqu'elle était enfant. Par conséquent, la plaignante s'est vue accorder 6M\$ de dommages et intérêts. Même si le montant paraît modeste pour Meta, ce procès crée un précédent juridique, ouvrant la voie à des milliers d'autres plaintes similaires. Notons que cette poursuite concernait également YouTube (Alphabet).

Toutes ces mauvaises nouvelles ont pesé sur le titre, le conduisant à une modeste évaluation de 17 fois les bénéfices futurs. Ce n'est évidemment pas la première fois que nous assistons à des pressions juridiques concernant Meta depuis la détention de nos premières actions, et la société vient tout juste de régler l'une de ces poursuites. Nous estimons que l'impact à long terme sur la valeur intrinsèque de la société reste mitigé.

## Amazon

Les ventes d'Amazon ont crû de 20% au dernier trimestre, et celles de AWS (Amazon Web Services), 36,7%. Leurs ventes de puces ainsi que le segment d'intelligence artificielle croissent tous les deux dans des pourcentages à triple chiffres selon les dires de la direction, et ont chacun atteint 25 milliards de dollars en revenus. Contrairement à Meta et Alphabet, la divulgation de leur ambitieux plan de dépenses de 220 milliards de dollars n'a pas fait chuter le titre, alors que ce dernier a grimpé de 15% la journée suivante pour le faire passer à une valorisation de 3 billions de dollars américains pour la première fois.

En ce moment, Amazon constitue notre titre le plus pesant en portefeuille, et nous continuons d'être optimistes face à ses perspectives. Les dépenses en capital prévues serviront principalement pour les infrastructures d'IA et pour les centres de données. Soulignons que malgré l'engouement des investisseurs pour tout ce qui touche de près ou de loin l'intelligence artificielle, nos titres n'ont pas connu la frénésie observée chez certains autres titres. Un exemple frappant qui nous vient en tête s'avère celui de la compagnie Smartbird (symbole BIRD), qui annonça le 15 avril dernier, qu'elle prenait une toute nouvelle tangente en passant des chaussures aux centres de données. Ce jour-là, le titre a bondi de près de 600% à la clôture de la Bourse, et même presque de 1000% si l'on prend le prix le plus haut atteint durant la séance boursière.



Source: TIKR

C'est pourquoi plusieurs investisseurs craignent une bulle spéculative liée à l'IA. À l'inverse, il semble que jusqu'à maintenant, nos titres sont plutôt punis lorsque les directions annoncent d'importants investissements dans cet avenir prometteur. Nous sommes très loin d'une bulle parmi les grandes entreprises technologiques. Bien au contraire, nous les voyons davantage en territoire «valeur»!

## Teekay Tankers

Nous avons décidé de terminer cette lettre en discutant d'une de nos erreurs d'omission, par rapport à un titre que nous n'avons pas acheté dans le passé. Durant la COVID-19, Teekay se transigeait entre 10\$ et 12\$ au moment où nous l'avons remarqué.

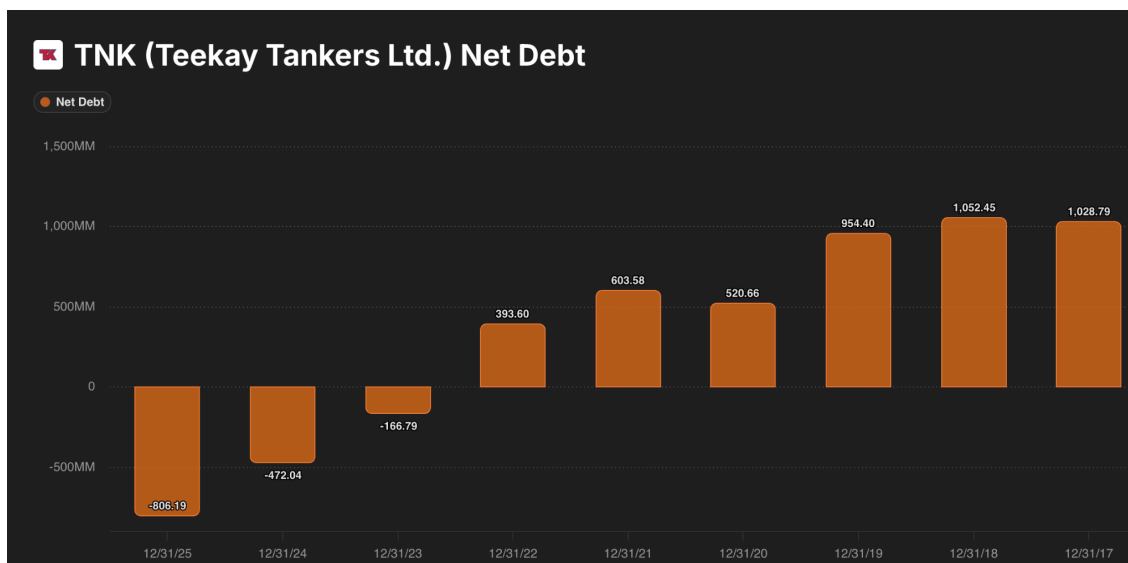


Source: TIKR

Nous n'étions pas des experts dans l'industrie du transport maritime, et nous étions prudents face à un domaine aussi cyclique. Néanmoins, le titre répondait à beaucoup de nos critères. À l'époque, soit avant la pandémie, la direction faisait observer qu'à chaque fois que le taux d'affrètement journalier (soit le montant que les clients paient par jour pour un navire quelconque)

parvient à un sommet, les dirigeants de compagnies de transport commandent d'autres bateaux en masse pour croître davantage. Deux ou trois ans plus tard, le marché devient inondé de nouveaux navires, ce qui fait plonger les prix (le taux d'affrètement). Devant la surcapacité du marché, les dirigeants réagissent alors en coupant leurs généreux dividendes et se concentrent soudainement sur la dette (qu'ils avaient utilisés pour acheter rapidement de nombreux navires). Lorsque le marché s'améliore, le manège recommence. Par conséquent, la seule façon de survivre en moments difficiles, c'est d'avoir le coût journalier le plus bas possible.

Reconnaissant l'insoutenabilité de ce modèle, la direction a entrepris un important virement entre 2017 et 2019. Ils ont décidé de tout le temps prioriser la santé du bilan: ils ont coupé le dividende et se sont débarrassés de leurs plus vieux navires, afin de mettre l'argent sur le remboursement de leur dette. Le graphique ci-bas, montre la dette à laquelle on retranche l'encaisse :



Source: TIKR

La direction voulait s'assurer de passer facilement à travers les cycles baissiers, pour pleinement profiter des cycles haussiers. Avec une telle discipline maintenue avec le temps, la société était en train de se bâtir une marge de sécurité structurelle. Au moment où nous regardions le titre, la société poursuivait toujours sa transformation, mais le secteur était devenu difficile, ce qui créa une opportunité en or sur le prix du titre. La direction alors expliquait clairement qu'elle entrevoyait plusieurs raisons lui permettant d'espérer un marché florissant pour les années à venir:

- 1) Les carnets de commandes étaient à un bas historique. Quand le marché va moins bien, on commande moins de navires.
- 2) La flotte mondiale vieillissait (dans leur catégorie de navires) approchait les 15 à 20 ans. La direction anticipait une vague massive de démantèlement dû à leur âge.
- 3) Les chantiers navals s'avéraient déjà saturés de commandes dans d'autres catégories de transporteurs, ce qui allait empêcher le retour rapide de nouveaux navires pour les compétitionner.
- 4) Les nouvelles règles environnementales allaient forcer une réduction de vitesse des navires plus anciens, ou leur mise au rancart, réduisant davantage la capacité du marché.

Tous ces éléments allaient supporter éventuellement un prix d'affrètement élevé. Nous aimions beaucoup leur plan à leur terme de solidifier le bilan, même lorsque tout va bien. Il y a 5 ans, la dette avait déjà baissé, et la société s'affairait à abaisser ses coûts depuis un moment. Nous avons hésité à acquérir le titre à 10\$, mais nous avons également fermé les yeux un peu plus tard alors que la direction poursuivait son plan d'une main de fer, même quand les profits ont grimpé significativement. Même si le titre s'était apprécié, nous avons eu plusieurs opportunités de l'acquérir à bon prix. Une telle discipline chez la direction est rare, et cela s'est avéré une erreur de simplement regarder le navire passer! En 2022, le titre a très bien fait, à l'inverse du reste de notre portefeuille, qui à l'époque avait connu sa pire performance depuis le début de Barrage Capital cette année-là.

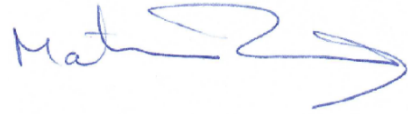
Cordialement,



Patrick Thénier



Rémy Morel



Mathieu Beaudry



Maxime Lauzière

**Barrage Capital**

4398 boulevard Saint-Laurent, suite 304  
Montréal (Québec), H2W 1Z5

Téléphone : 514 903-7243

Fax : 514 439-7806

info@barragecapital.com

[www.barragecapital.com](http://www.barragecapital.com)