

DEUXIÈME TRIMESTRE 2020 – Revue du portefeuille

Cher partenaire,

Nous sommes heureux de vous faire parvenir notre revue du portefeuille pour le deuxième trimestre 2020.

La performance

Au deuxième trimestre 2020, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **15,01%**. Pour la même période, notre indice de référence (qui représente 50 % du rendement du S&P/TSX rendement total et 50 % du rendement du S&P 500 rendement total en dollars canadiens) a obtenu un rendement de **16,12 %**.

Cette année à ce jour, le **Fonds Partenaires Tonus** est en baisse de **-7,21 %** comparativement à **-2,85 %** pour l'indice de référence.

Depuis la création du Composé¹ en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **7,73 %**. En comparaison, le rendement annualisé de l'indice de référence durant cette période est de **7,24 %**.

Perspectives des marchés

Durant les trois derniers mois, les cours boursiers ont connu des changements extraordinaires! En mars, le marché a subi sa plus rapide chute avec un recul de 20 %, pour ensuite enregistrer sa plus forte hausse sur une période de 50 jours! Notre fonds a emboîté le pas avec un gain de 15 %; il s'agit de notre meilleur rendement trimestriel. Pendant que les citoyens s'adaptaient aux mesures de confinement, les investisseurs semblaient convaincus que les mesures de relance du gouvernement seraient efficaces pour stabiliser l'économie.

Toutefois, à la lumière de notre analyse, seulement quelques titres ont généré des gains substantiels, ce qui a gonflé les indices et donné l'illusion que les pertes sont minimes cette année. Dans les faits, la plupart des titres sont en baisse et plusieurs d'entre eux ont connu une baisse de plus de 20 %. Le résultat : des titres aux antipodes les uns des autres quant à leur performance et un marché moins exubérant qu'il ne le laisse paraître (à l'exception des titres technologiques, tel qu'expliqué à la page suivante).

« Mieux que prévu » ne signifie pas « un retour à la normale »

D'une part, nous pensons que les scénarios apocalyptiques que certains envisageaient plus tôt cette année sont probablement trop pessimistes. D'autre part, la reprise en forme de « V »

¹ Une description complète du Composé Tonus est disponible en page 6

attendue par les investisseurs nous semble très optimiste. Cette reprise, alimentée par des achats reportés et les mesures de relance du gouvernement, sera mise à l'épreuve au cours des prochaines semaines. Des doutes émergent en raison, notamment, de l'augmentation des cas positifs et de la volatilité de la confiance des consommateurs. Qui plus est, l'envoi hebdomadaire de généreux chèques par les gouvernements devrait se terminer ce mois-ci aux États-Unis et le mois prochain au Canada.

Le nombre de chômeurs, en baisse depuis son apogée avant la pandémie, demeure supérieur à 18 millions. Le retour au plein-emploi prendra probablement plusieurs années, car plusieurs mesures de gestion des coûts, initialement jugées temporaires, deviendront permanentes. Citons, par exemple, La-Z-Boy. L'emblématique fabricant de meubles a licencié 70 % de ses 10 000 employés en mars. Même si la production a redémarré, l'entreprise a annoncé que seulement 6 000 des 7 000 employés seraient rappelés. Diverses entreprises nous ont confié des stratégies similaires.

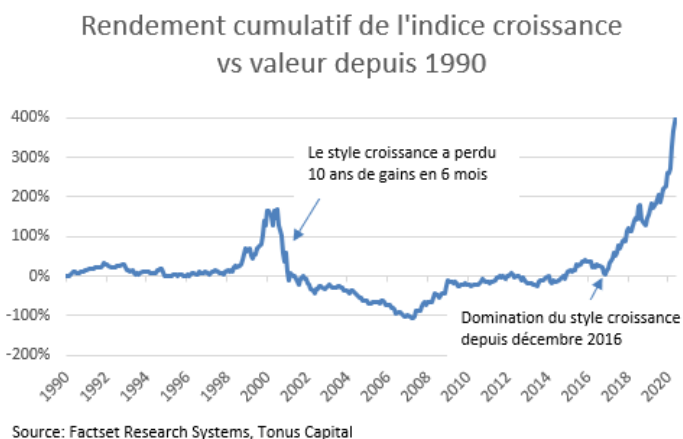
Le taux de chômage élevé, le renouvellement incertain des mesures gouvernementales et les restrictions sanitaires toujours en vigueur nous portent à croire que les prévisions du marché sont irréalistes : la majorité des entreprises ne seront pas plus rentables en 2021 qu'en 2019. Le risque majeur d'investir aujourd'hui est le suivant : les prévisions sont possiblement beaucoup trop élevées, en particulier dans le secteur des technologies. Une révision à la baisse des attentes pourrait entraîner une diminution du prix des actions. Toutefois, dans le contexte de marché actuel, nous croyons que les titres de valeur tiendront le coup et connaîtront possiblement une hausse. Compte tenu de nos attentes modérées, nous avons pris des mesures afin que notre portefeuille puisse bénéficier d'une reprise progressive plutôt que rapide. Nous avons également vendu certains titres parce que les investisseurs nous semblaient trop enthousiastes quant au rebond de leurs ventes et profits.

Le marché en hausse? L'illusion des technos

L'euphorie demeure au rendez-vous dans certains segments du marché, plus précisément les titres de grande capitalisation du secteur des technologies. Le NASDAQ se négocie à des niveaux inédits et le S&P500 est presque de retour en territoire positif cette année. Il s'agit de deux indices concentrés dans ce secteur en vogue : la technologie représente respectivement 49 % et 28 % du NASDAQ et du S&P500. L'indice S&P500 pondéré également (tous les titres ont le même poids) offre un portrait plus complet du marché boursier, puisque le secteur technologique ne représente que 15 % de cet indice. L'écart de performance entre les deux indices est stupéfiant dans la mesure où ils sont composés des mêmes sociétés. En effet, l'indice à pondération égale est en baisse de 11 % au premier semestre, contre 3 % pour l'indice régulier.

Les sociétés de petite capitalisation et les actions de valeur n'ont pas bénéficié d'un tel élan. Cette année à ce jour, les titres de valeur ont un rendement inférieur de 24 % par rapport aux titres de croissance, et les grandes capitalisations surpassent les petites de plus de 15 %. Pour mettre les choses en perspective, antérieurement, une différence de 5 % était considérée comme importante. Le marché continue de favoriser les titres technologiques. L'écart de valorisation atteint des niveaux jamais vus depuis plus de 20 ans, remontant à l'ère des dotcoms en 1999. À l'époque, un changement radical dans les plateformes de courtage, soit l'apparition d'E-Trade et du courtage à escompte, avait entraîné une participation énorme de particuliers (investisseurs de détail) devenus spéculateurs sur les cours boursiers. Aujourd'hui, l'application Robinhood et les transactions à très faible ou aucun coût ont un effet similaire.

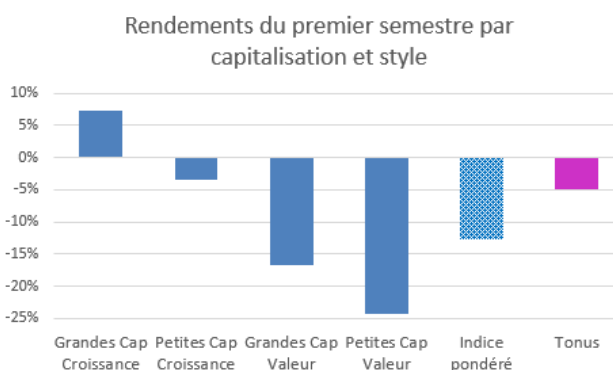
Comme démontré dans le graphique ci-joint, lorsque le marché s'est ressaisi en 2000, il n'aura fallu que six petits mois pour effacer une décennie de rendements supérieurs des actions de croissance par rapport à celles de valeur. L'écart était alors de 200 %; il s'élève désormais à 400 %!



Cette fois-ci, une bulle inspirée par la COVID-19 entraîne une surévaluation des entreprises qui bénéficient de la livraison en ligne, du travail à domicile, des conférences Web, etc. Comme ce fut le cas précédemment, les investisseurs ne prêtent pas attention aux bénéfices présents ou même futurs, préférant s'attarder uniquement sur la croissance des revenus. Cela dit, nous ne tournons pas le dos au secteur technologique. Bien au contraire, nous reconnaissons le potentiel de gains de ces entreprises. Cependant, nous considérons le risque élevé et jugeons spéculatif d'évaluer une entreprise sur la base de la croissance de ses revenus, l'approche couramment adoptée par nombreux investisseurs de nos jours.

Afin de participer à ce secteur tout en réduisant le risque, nous investissons dans des sociétés qui sont actuellement rentables et ont un plan d'affaires ne nécessitant pas des économies d'échelle irréalistes. De cette façon, nous faisons appel à notre approche valeur pour analyser les investissements dans le secteur des technologies; c'est une méthode bien différente que de simplement « acheter » des revenus.

Compte tenu de notre parti pris pour les petites capitalisations et le style valeur, notre rendement de -5 % pour les six premiers mois de l'année est respectable (à des fins de comparaison, un indice de référence² respectant notre pondération entre valeur/croissance/petite capitalisation/grande capitalisation a généré un rendement de -13 % au premier semestre). Nous sommes parfaitement conscients de l'effet négatif de cette divergence entre croissance et valeur sur la performance du portefeuille. L'écart de rendement suggère que les actions de valeur, particulièrement celles à petite capitalisation, bénéficieront éventuellement d'une reprise très robuste, potentiellement lorsque la bulle des titres de croissance commencera à se dégonfler. Nous avons effectué une série de transactions au cours du dernier trimestre afin de positionner notre portefeuille favorablement en vue de cette reprise.



² Nous avons construit l'indice de référence pondéré à partir de la répartition du portefeuille à la fin de l'exercice 2019 : grande capitalisation de type croissance 7 %, grande capitalisation de type valeur 6 %, petite capitalisation de type croissance 17 %, petite capitalisation de type valeur 48 % et espèces 22 %. Nous avons utilisé des indices américains, car il n'existe aucun indice canadien de croissance et de valeur.

Nouvel ajout parmi les titres laissés pour compte

À la recherche d'actions sous-évaluées à ajouter à notre portefeuille, nous avons porté une attention particulière à **Recipe Unlimited (RECP - 9,27 \$)**, la plus ancienne et la plus grande entreprise de restauration du Canada. Il n'y a aucun doute que la fermeture forcée de nombreux restaurants à travers le pays aura, à court terme, un impact négatif sur leurs opérations et leur rentabilité. Comme les investisseurs ont abandonné le titre, ce dernier a chuté de plus de 50 % cette année. Notre analyse indique que les analystes s'attendent à ce que la rentabilité à long terme de Recipe soit 40 % inférieure au niveau atteint avant la pandémie. Nous ne partageons pas ce point de vue et avons acquis le titre.

Premièrement, près de la moitié des bénéfices provient de redevances de franchisés opérant sous les bannières de St-Hubert, Swiss Chalet et Harvey's. Offrant le service au volant et la livraison à domicile, ces restaurants sont bien positionnés pour s'adapter aux restrictions qui découlent du confinement et de la distanciation sociale. Nous anticipons donc seulement une légère diminution des bénéfices.

Deuxièmement, 20 % des bénéfices proviennent de la vente au détail, principalement les produits dérivés des marques St-Hubert et Swiss Chalet offerts en épicerie. Ces ventes sont en forte croissance. Nous estimons que ces deux divisions ont une valeur par action supérieure au prix auquel nous avons acheté nos titres de RECP.

De surcroît, RECP exploite également une troisième division : les restaurants corporatifs sous les bannières The Keg, Pickle Barrel, Milestones, entre autres. Nonobstant les défis occasionnés à court terme par la baisse de l'achalandage, les pressions exercées sur la rentabilité sont compensées par un allègement temporaire des loyers et par de généreux programmes gouvernementaux épongeant une grande partie des salaires. À plus longue échéance, nous pensons que l'industrie de la restauration réduira considérablement le nombre de ses établissements. Les entreprises bien capitalisées comme RECP devraient gagner des parts de marché et bénéficier du retour graduel de la clientèle. Dans un environnement normal, nous estimons que Recipe sera en mesure de générer des flux de trésorerie libres de l'ordre de 2 \$ par action. Il est difficile d'imaginer que le titre restera sous la barre des 10 \$ à long terme.

Titre pleinement évalué : diminution du gain potentiel, augmentation du risque

Du côté des ventes, nous avons liquidé notre participation dans **RE/MAX (RMAX - 31,43 \$)** lorsque l'action a plus que doublé par rapport à son prix plancher : les investisseurs s'attendent à une reprise rapide du marché immobilier nord-américain. Bien qu'il soit possible de débattre de la vitesse de cette reprise, nous adhérons au principe selon lequel la revente de maisons regagnera éventuellement son aplomb. Ce n'est pas donc pour cela que nous avons décidé de nous départir du titre. À notre avis, pour justifier le cours actuel de l'action tout en prenant en compte un rebond de l'industrie, l'entreprise doit majorer ses cotisations annuelles et augmenter ses marges. Avant la pandémie, nous envisagions que RE/MAX pourrait y parvenir en 2020. Une hausse des cotisations nous paraît maintenant peu probable pour quelques années et l'entreprise devra encourir des coûts supplémentaires à court et moyen terme pour soutenir les activités de ses agents.

Même si nous souscrivions au modèle d'affaires, le ratio gain/perte n'est pas attrayant dans la mesure où le prix actuel de l'action correspond à un scénario de reprise très optimiste.

L'entreprise est donc de retour sur notre liste de surveillance. L'évolution du prix du titre nous indiquera si et à quel moment l'investissement deviendra de nouveau intéressant.

Des hausses toujours possibles

En dépit de l'ajustement des habitudes de consommation des ménages et des entreprises, et même si ces changements perdurent, certains titres d'entreprises non technologiques ont chuté et demeurent à des niveaux faibles. Éventuellement, nous retrouverons plusieurs de nos anciennes habitudes telles que manger occasionnellement au restaurant, changer de matelas, acheter une voiture neuve ou d'occasion, poursuivre notre éducation et utiliser divers produits et services pour nos besoins en matière de santé. Le retour à cette réalité au quotidien et l'accroissement récent du commerce électronique devraient engendrer de bons rendements pour les entreprises qui ont su augmenter leur avantage concurrentiel durant la pandémie. Notre portefeuille compte une sélection de titres qui bénéficieront d'un tel scénario.

En terminant, permettez-nous de réitérer le message de notre lettre du premier trimestre : notre force réside dans notre connaissance approfondie des actions de petite capitalisation de style valeur. La COVID-19 ne durera pas éternellement, pas plus que la surperformance des titres technologiques. À terme, les entreprises rentables survivront aux entreprises non rentables qui n'existent parfois que conceptuellement. Nous détenons des sociétés de haute qualité qui généreront un solide rendement pour les actionnaires au fil du temps.

Continuez d'être prudents,



Philippe Hynes, CFA
11 juillet 2020

**Performance annualisée du Composé Tonus
Au 30/06/2020**

	<i>Composé Tonus (Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
3 mois	15.12%	16.12%
Cette année à ce jour	-7.21%	-2.85%
3 ans	-4.37%	8.09%
5 ans	1.59%	8.46%
10 ans	8.95%	11.46%
Depuis la Création	7.73%	7.24%

Source: FactSet Research Systems, Inc.
 Les rendements sont présentés avant les frais de gestion en utilisant une formule pondérée en fonction du temps
 La performance passée n'est pas une indication de la performance future
 Les rendements de plus de 1 an sont annualisés
 L'indice de référence est composé de 50% S&P/TSX TR + 50% S&P 500 TR (\$ CAD)
 Le rendement total du S&P 500 TR (\$ CAD) est ajusté pour les impôts retenus à la source des dividendes américains

Prendre note que Tonus Capital agit en tant que gestionnaire du Fonds Partenaires Tonus. Les rendements historiques présentés sont pour le Fonds Tonus Partenaires. Avant janvier 2016, les rendements ont été réalisés dans le Fonds Tonus Sélect d'octobre 2007 à octobre 2011 et de la moyenne pondérée de tous les comptes gérés selon la même stratégie implémentée dans le Fonds Tonus Partenaires actuel (incluant les comptes qui ne sont plus en activité), de novembre 2011 à décembre 2015. Même si la structure et le nom du produit d'investissement a changé dans le temps, le même mandat d'investissement, les mêmes objectifs, la même stratégie et le même indice de référence ont été appliqués. Les rendements passés ne sont pas garants de la performance future. Les renseignements fournis dans le présent document ne doivent pas être considérés comme une sollicitation d'achat ou une offre de vente d'un titre. Les rendements sont présentés avant la déduction des frais et sont exprimés en dollars canadiens. Tout investissement dans le Fonds est spéculatif et comporte certains risques importants tels que le risque de perdre la totalité de l'investissement. Le présent document ne doit pas être considéré comme une offre publique de valeurs mobilières dans quelque juridiction que ce soit au Canada et n'est présenté qu'à titre d'information. Bien que les renseignements et les éléments contenus dans le présent document soient réputés exacts au moment de leur préparation, Tonus Capital Inc. ne peut fournir aucune assurance qu'ils sont effectivement exacts, complets ou courants à tout autre moment. Le Composé Tonus a été créé le 31 octobre 2007 et le Fonds Tonus Partenaires a été créé le 4 janvier 2016. La firme maintient une liste complète des composés et de leur description. Les informations relatives au Fonds ne doivent pas être interprétées comme un placement public de titres dans un territoire quelconque du Canada. L'offre de parts des Fonds est faite conformément aux documents d'offre du Fonds uniquement aux investisseurs dans les juridictions du Canada qui remplissent certaines conditions d'admissibilité ou d'achat minimum. Des renseignements importants sur le Fonds, y compris les documents d'objectif de placement du Fonds, figurent dans les documents d'offre disponibles sur demande.