

DEUXIÈME TRIMESTRE 2019 – Revue du portefeuille

Cher partenaire,

Voici notre revue du portefeuille pour le deuxième trimestre 2019.

La performance

Au deuxième trimestre 2019, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **-1,29 %**. 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 **2,28 %**.

Cette année à ce jour, le **Fonds Partenaires Tonus** est en baisse de **-1,60 %** comparativement à une hausse de **14,78 %** pour l'indice de référence.

Depuis la création du Composé¹ en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **8,64 %**. En comparaison, le rendement annualisé de l'indice de référence durant cette période est de **7,46 %**.

Perspectives des marchés

Les bourses nord-américaines ont connu d'importantes fluctuations au cours du deuxième trimestre. Elles ont enregistré une hausse de 3 % en avril, puis une baisse de -6 % en mai, pour finalement clôturer en hausse de 5 % au mois de juin. Bien que nos actifs aient connu un rendement positif en devise locale au cours du trimestre, notre fonds affiche une baisse de 1 % en raison du recul de 3 % de la valeur du dollar américain à la fin juin. Dans un contexte économique de faible croissance, mais malgré tout en bonne santé, la baisse anticipée des taux d'intérêt a eu l'effet d'une forte dose de caféine chez les investisseurs, stimulant la prise de risque et favorisant du coup la hausse du prix des actifs. Les fondamentaux des entreprises, communément évalués sur la base de la rentabilité, se sont détériorés depuis le début d'année, entraînant une révision à la baisse des prévisions de profits pour 2019 et au-delà.

Cet appétit au risque continue de porter ombrage à l'investissement de style valeur. De nouveau, la croissance éclipse la valeur de façon considérable comme en témoigne l'attrait persistant des investisseurs pour les titres technologiques à forte croissance. Une récente analyse de J.P. Morgan conclut que l'écart de valorisation entre les entreprises que les investisseurs adorent (titres de croissance) et ceux qu'ils abhorrent (titres de valeur) n'a jamais été aussi important.

¹ Une description complète du Composé Tonus est disponible en page 3

Est-ce la fin de l'investissement axé sur la valeur?

La question a été soulevée à maintes reprises dans la presse dernièrement. Pourquoi s'obstiner si la cause de l'investissement axé sur la valeur est perdue d'avance?² À nos yeux, investir s'apparente à aller en guerre, puisque planifier minutieusement, obtenir des renseignements fiables et agir en temps opportun mènent à la victoire. Il arrive de perdre quelques batailles à court terme, mais les chances de succès à long terme augmentent fortement si l'on fait preuve d'intelligence et de patience, tout en évitant d'encourir des risques inutiles.

Selon nous, un investissement de style valeur présente les caractéristiques suivantes : d'une part, une faible probabilité de subir une perte substantielle et, d'autre part, une grande probabilité d'obtenir un gain significatif advenant une amélioration des résultats opérationnels de l'entreprise et/ou du sentiment des investisseurs à l'égard du titre. Nous croyons que de plus en plus de titres correspondent à ce profil, alors que de nombreux investisseurs renoncent aux titres de valeur au profit des titres de croissance. Quand les titres de valeur amorceront leur virage, ils fourniront des rendements similaires, et probablement supérieurs, à ceux que nous observons pour les titres de croissance depuis quelque temps. Notre investissement dans **Dollarama (DOL – 46,07 \$)** au T3 2018, au moment où plusieurs remettaient en question son modèle d'affaires, en est un bon exemple. Le prix de l'action a grimpé de 50 % en moins d'un an!

Nous avons aussi remarqué un changement d'opinion chez les investisseurs envers **Cascades (CAS – 10,54 \$)**. L'action se transigeait à 7,84 \$ en avril, mais son prix a récemment atteint les 12 \$. Cette hausse de 50 % survient à la suite d'une diminution des prix des matières premières et du rachat des actifs d'un concurrent en faillite. Certes, l'environnement opérationnel de Cascades s'est légèrement amélioré, mais le marché était si pessimiste à l'égard du titre qu'une légère évolution favorable a entraîné une croissance drastique de son prix. Même s'il s'avère impossible de prédire quand surviendra un tel renversement de la tendance chez les investisseurs, nous sommes confiants que plusieurs de nos titres connaîtront un revirement similaire au cours des prochains mois.

La hausse récente du nombre de fusions et d'acquisitions suggère également une augmentation de la quantité d'aubaines dans la mer des titres de valeur. Les acheteurs opportunistes ont lancé leurs lignes à l'eau dans l'espoir de saisir les titres dont l'accroissement de la valeur est passé inaperçu. Les compagnies aériennes Transat et WestJet (dont les titres sont en hausse de 140 % et 67 % respectivement) ont reçu des offres d'acquisition très attrayantes, tout comme la maison d'enchères Sotheby's, un titre que nous avons déjà détenu et qui est en hausse de 60 %. Cette tendance devrait se poursuivre et nous entrevoyons qu'elle aura une incidence favorable sur notre portefeuille.

Une nouvelle acquisition : l'agence immobilière RE/MAX

En plus d'accroître le gain potentiel de certaines de nos positions, la dichotomie entre la croissance et la valeur alimente le nombre de titres pouvant s'ajouter à notre portefeuille. Conséquemment, nous avons acquis des actions de l'agence immobilière **RE/MAX Holdings**

² Au Canada, les actions de type valeur, telles qu'évaluées par l'indice Dow Jones Canada Select Value, ont perdu 6,1 % par rapport au S&P/TSX durant la dernière année, et 1,7 % annualisé au cours des cinq dernières années. Aux États-Unis, l'indice S&P500 Valeur a diminué de plus de 5 % par rapport au S&P500 Croissance durant les 12 derniers mois et de 3 % annualisé durant les cinq dernières années. Globalement, les titres de valeur, tels que mesurés par l'indice Morningstar Developed Markets ex-North America Target Value, ont connu un déclin de 10,3 % par rapport au MSCI EAFE au cours de la dernière année.

(RMAX – 30,76 \$) au T2, une société que nous surveillons depuis son entrée en bourse en 2013. RE/MAX détient 10 % des parts du marché de la revente de maisons aux États-Unis, ainsi qu'une part considérable de ce marché au Québec et en Ontario (40 % et 25 % respectivement). En tant que franchiseur, son modèle d'affaires requiert peu de capitaux, ce qui lui permet de générer d'importants flux de trésorerie découlant principalement des cotisations annuelles chargées aux courtiers immobiliers. Après avoir plus que doublé au cours de ses quatre premières années en bourse, le titre a restitué tout son gain en chutant de 67 \$ à moins de 30 \$ à la suite du ralentissement du marché immobilier américain. Bien que la croissance ait ralenti, nous croyons qu'à long terme les fondamentaux de l'entreprise demeurent robustes et que le prix actuel de l'action a beaucoup trop reculé, simplement en raison des tendances macro-économiques à court terme.

Contrairement à ses principaux concurrents, RE/MAX réalise la majeure partie de ses bénéfices grâce aux cotisations annuelles versées par les courtiers, au lieu de conserver une partie importante des commissions générées par chaque transaction. En plus de réduire la dépendance envers la valeur de ces transactions, cette structure permet à l'entreprise d'attirer les meilleurs agents de l'industrie, que l'on considère souvent comme ayant « gradués », après avoir rejoint les rangs de RE/MAX. L'entreprise se concentre sur les courtiers expérimentés, de haute performance, qui perçoivent l'immobilier comme une profession et adoptent une vision plus nuancée du cycle immobilier. Ayant récemment bonifié les outils électroniques offerts à ses courtiers, RE/MAX pourra, selon nous, augmenter ladite cotisation annuelle au cours des prochaines années.

En ce qui concerne l'évaluation, nous estimons que l'entreprise réalisera un bénéfice par action de 2,25 \$ cette année. Le titre se négocie donc présentement au faible multiple de 13x les profits. Près de la moitié des bénéfices sont remis aux investisseurs sous la forme de dividendes (rendement de 3 %). De surcroît, l'entreprise utilise judicieusement l'excédent pour racheter certaines de ses franchises indépendantes, ce qui contribue à l'amélioration de la rentabilité. Compte tenu de son excellent bilan financier, nous croyons que la déclaration d'un nouveau dividende exceptionnel se profile à l'horizon.

Comme toujours, le doigt sur la gâchette

Au fil de l'été, nous surveillerons attentivement les titres sur notre liste de souhaits lorsqu'ils présenteront leurs résultats trimestriels. Nous anticipons une plus grande volatilité cette fois-ci, étant donné que les investisseurs se questionnent, depuis quelque temps, sur l'évolution future des marchés. Dans l'éventualité d'une réaction exagérée à court terme, nous saisirons, de manière opportuniste, les occasions d'investir nos encaisses.

Nous vous remercions de votre soutien continu!



Philippe Hynes, CFA
18 juillet 2019

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.