

## QUATRIÈME TRIMESTRE 2020 – Revue du portefeuille

Cher(ère) partenaire,

Voici la revue du portefeuille pour le quatrième trimestre 2020.

### LA PERFORMANCE

Au quatrième trimestre de 2020, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **21,32%**. 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 **7,94 %**.

Pour l'année 2020, le **Fonds Partenaires Tonus** est en hausse de **19,94 %** comparativement à **10,89 %** pour l'indice de référence.

Depuis la création du Composé<sup>1</sup> en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **9,53 %**. En comparaison, le rendement annualisé de l'indice de référence durant cette période est de **8,03 %**.

### La revue du trimestre

Ce fut une année remarquable à tous les égards et nous sommes très heureux d'avoir obtenu de bons résultats malgré les nombreux défis posés par la pandémie. Notre Fonds a connu une performance supérieure à la moyenne lors de la chute des marchés début mars pour ensuite grimper de 64 % par rapport à son creux du 23 mars et, finalement, culminer en hausse de 21 % au quatrième trimestre. La valeur unitaire du Fonds a atteint un niveau record en 2020. Ce fut aussi l'année la plus active de notre histoire avec l'ajout de 15 nouveaux titres à notre portefeuille. Grâce à un marché extrêmement volatil, nous avons acquis de nouvelles entreprises de grande qualité à des prix d'aubaine et liquidé des titres se négociant à leur pleine valeur ou au-dessus.

### Notre année la plus active

Alors que de nombreux investisseurs perçoivent la volatilité comme une mesure du risque, nous la considérons comme un indicateur de peur et d'avidité susceptible d'amener certains titres à être mal évalués. Notre patience et notre discipline ont été récompensées lorsqu'un vent de panique a fait crouler les prix au printemps. De plus, nous avons saisi l'occasion d'acquérir quelques titres de petites capitalisations tombés dans l'oubli et accusant un retard considérable par rapport au marché lors du rebond observé cet été et à l'automne. Nous avons acheté des actions de titres gagnants, détenus antérieurement, comme **Alimentation Couche-Tard (ATD.B)**

---

<sup>1</sup> Une description complète du Composé Tonus est disponible en page 6

- 43,38 \$), SleepCountry (ZZZ - 26,47 \$) et Berkshire Hathaway (BRK.B – 231,87 \$). Nous avons aussi acquis des titres précédemment analysés qui étaient inscrits sur notre liste de souhaits. Certains ont finalement atteint notre prix désiré dont **Marché Goodfood (FOOD - 12,12 \$)**, **KAR Auction Services (KAR - 18,61 \$)**, **Recipe Unlimited (RECP - 16,75 \$)** et **SS&C Technologies (SSNC - 72,75 \$)**. Enfin, nous avons étudié plusieurs nouvelles positions : quelques-unes ont été achetées, d'autres ajoutées à notre liste de souhaits ou mises de côté parce qu'elles ne répondaient pas à nos critères d'investissement. Fidèles à notre approche, nous avons assidûment recherché des entreprises de qualité dont le prix était attrayant, analysé leurs états financiers, examiné la stratégie de la direction quant au déploiement du capital, identifié les catalyseurs à venir et établi notre propre thèse d'investissement.

## Scepticisme à propos du rallye boursier

En raison du nombre croissant de cas d'infection à la COVID-19, plusieurs semblent perplexes à l'égard des sommets atteints par les marchés en fin d'année. À première vue, on pourrait croire que tous les titres ont connu une excellente performance en 2020. En fait, les 10 plus importantes compagnies de technologie du S&P500 sont responsables de la quasi-totalité de son rendement de 15 % au cours de l'année. Près de la moitié (40 %) des 500 titres de l'indice ont terminé en baisse : le rendement médian au sein de l'indice n'atteint que 5 % et l'écart entre les actions de croissance (+32 % pour l'année) et celles de valeur (-1,4 %) demeure extrêmement élevé.

Pourquoi les titres technologiques sont-ils si populaires ? L'engouement provient, d'une part, de l'impact positif de la pandémie sur leurs activités (par exemple, le commerce électronique, les plateformes en ligne et le travail à domicile) et, d'autre part, de la chute des taux d'intérêt, laquelle a entraîné une augmentation considérable des ratios cours/bénéfices. En conséquence, les attentes sont particulièrement élevées envers ces titres de croissance. Comme le montre le graphique ci-joint, le S&P500 n'a atteint l'évaluation cours-bénéfices actuelle qu'une seule fois depuis 1954. Cela ne signifie pas pour autant que les actions connaîtront une baisse imminente, mais les gains potentiels dans les années à venir nous paraissent considérablement limités et le marché d'autant plus vulnérable aux mauvaises surprises.

*Ratio C/B du S&P500 depuis 1954*



Si les titres des grandes capitalisations sont plus dispendieux que jamais, les titres des petites capitalisations sont, quant à eux, plus attrayants. Outre le fait qu'ils se négocient plus près de leurs multiples moyens historiques, ils devraient profiter davantage de la réouverture de l'économie. Les bénéfices augmenteront et, incidemment, le cours des titres également. Cela dit, certains groupes de petites capitalisations ont été victimes de la spéculation. Le secteur des biotechnologies, par exemple, compte 25 titres en hausse de plus de 150 % l'année dernière<sup>2</sup>. Les entreprises engagées dans le développement de véhicules électriques ont vu leur cours explosé. Il est évident que les entreprises impliquées dans le commerce électronique, le développement de vaccins ou l'électrification des transports sont bien placées pour croître dans

<sup>2</sup> En comptant uniquement les titres inclus dans l'indice Russell 2000

les prochaines années. Toutefois, investir ne se limite pas à prédire l'avenir. Il s'agit plutôt de comprendre ce qui est déjà induit dans la valeur marchande d'une entreprise.

Au début de 2021, nous percevons un risque de baisse accru dans certains secteurs si les résultats ne sont pas à la hauteur des attentes très élevées du marché. En effet, la reprise pourrait être lente, laissant les titres chers vulnérables à de fortes baisses. La protection de votre capital est notre première préoccupation. Dans les circonstances actuelles, nous préférons donc concentrer notre attention sur les actions qui présentent un risque plus faible. Il s'agit des petites<sup>3</sup> et moyennes capitalisations dont les titres se négocient à une juste valeur, ainsi que les entreprises qui renforcent leurs avantages concurrentiels pour devenir plus rentables après la pandémie.

### Dans les petits pots, les meilleurs onguents

Une autre raison pour laquelle nous préférons les petites capitalisations : elles sont souvent négligées et mal évaluées. Nous comptons deux exemples probants en 2020. Le premier, **mdf commerce (MDF - 12,28 \$)** dont le cours de l'action a baissé considérablement, il y a un an, dans la foulée d'une réorientation du plan d'affaires. La nouvelle équipe de direction souhaitait alors se concentrer sur les activités de commerce électronique et d'approvisionnement stratégique. Le moment n'aurait pu être mieux choisi ! Toutefois, le marché n'a pas saisi l'occasion d'investir. Le cours de l'action a chuté de 60 % au début de 2020 et est demeuré en baisse jusqu'à la fin septembre. À ce moment-là, nous étions convaincus que l'entreprise bénéficierait du passage au commerce électronique. Nous ne comprenions pas pourquoi le prix du titre était toujours bas tandis que les titres des concurrents ont plus que doublé durant la même période. En conséquence, nous avons augmenté notre position et profité d'une hausse de 38 % au quatrième trimestre. Nonobstant ce gain, le titre nous paraît encore largement sous-évalué.

En dépit des opportunités d'achats moins nombreuses en fin d'année, nous avons trouvé des occasions intéressantes parmi les petites capitalisations méconnues. Plusieurs premiers appels publics à l'épargne (PAPE ou *IPO* en anglais) ont eu lieu au quatrième trimestre. Les sociétés de capital de risque ont profité de la flambée des évaluations pour liquider des actions de grandes entreprises bien connues. Les investisseurs se sont aussitôt empressés d'acheter ces PAPE populaires, sans trop se soucier des fondamentaux et des évaluations. Nous nous sommes plutôt penchés sur l'analyse d'un PAPE beaucoup moins médiatisée, soit celui de **Haivision Systems (HAI - 10,40 \$)**, l'un des principaux fournisseurs de solutions de traitement vidéo et de mise en réseau en temps réel basé à Montréal. Ses propriétaires n'ont pas ouvert le capital de l'entreprise pour tirer parti des évaluations élevées. Au lieu de vendre des actions, ils en ont acheté davantage. Contrairement à de nombreux PAPE destinés à rembourser des dettes encourues par des pertes opérationnelles, Haivision désire investir l'argent recueilli dans le développement et le renforcement de ses solutions.

À son arrivée en bourse, l'entreprise, rentable et sans dette, exerçait ses activités dans un marché en pleine croissance. Le prix de l'action a été fixé initialement à un multiple raisonnable de 10 fois le BAIIA. Nous étions déjà prêts à investir mais nous avons obtenu une prime inattendue lorsque le marché a manqué le bateau. Vu la faible demande, les banquiers ont baissé le prix initial à 6 dollars, nous procurant ainsi un escompte additionnel de 11 %. À la lumière de cette nouvelle

---

<sup>3</sup> Nous privilégions les entreprises ayant une capitalisation boursière de 100 millions de \$ et plus. Nous sommes beaucoup moins actifs dans les micro-cap (moins de 100 millions de \$) en raison du risque associé à leur manque de liquidité

tarification, nous avons accru notre ordre d'achat. Dès le troisième jour de négociation, le titre avait doublé de valeur; un gain considérable qui découle d'une certaine inefficacité du marché qui touche occasionnellement les petites capitalisations.

### **Pas une année parfaite**

Tous nos titres n'ont pas dégagé de bons rendements en 2020. Par exemple, **Strategic Education (STRA - 95,33 \$)**, un fournisseur d'enseignement supérieur, a chuté de 39 %, entraînant un impact négatif sur notre performance. Après avoir connu une forte hausse au printemps, la demande pour les inscriptions à l'une de ses institutions s'est tarie à l'été. La clientèle cible, soit les femmes issues des communautés minoritaires et de groupes ethniques, est le segment de la population le plus touché par la pandémie. Cela dit, Strategic Education n'a pas de dette et dispose d'une grande liquidité. Bien que les inscriptions aient diminué, plus de 100 000 étudiants étaient inscrits au commencement l'année. L'entreprise a aussi fait récemment une acquisition stratégique qui devrait accroître son rendement en 2021. Après la pandémie, la demande devrait rebondir, ramenant les bénéfices à leurs niveaux historiques et au-delà.

Nous pensons que ce titre gagnera en valeur au cours des prochains trimestres tout comme d'autres titres de notre portefeuille qui demeurent relativement en baisse par rapport au cours du marché avant la pandémie. Alors que nous continuons d'éviter les actions technologiques très populaires, nous sommes réconfortés de constater, qu'à la fin de l'année, plusieurs de nos investissements se négocient à des prix inférieurs à leur sommet. Nos titres offrent des valorisations raisonnables, des avantages concurrentiels accrus et un potentiel de réaliser des résultats financiers meilleurs que prévu au cours de l'année à venir.

### **Indice de référence**

Nous avons mentionné dans notre dernière lettre notre intention de revoir l'indice de référence que nous vous présentons chaque trimestre. Nous n'achetons pas des titres en fonction de leur inclusion dans un indice, mais nous désirons quand même offrir un indice pour vous aider à déterminer si nos choix ajoutent de la valeur à long terme. Comme l'indice S&P500 contient de plus en plus de titres technologiques (37,3 % de l'indice<sup>4</sup>), il nous apparaît de moins en moins pertinent pour comparer nos résultats, surtout sur une base trimestrielle et à court terme. Il ne reflète pas non plus notre pondération historique de 50 à 70 % en petites capitalisations. Étant donné que nous maintiendrons probablement cette proportion dans l'avenir, nous estimons important de tenir compte de la performance des indices des petites capitalisations dans notre indice de référence.

Par conséquent, nous procéderons à deux changements en 2021. Premièrement, nous nous abstiendrons de comparer nos performances trimestrielles (le court terme) à l'indice de référence pour nous concentrer plutôt sur des comparaisons à plus long terme. Deuxièmement, notre indice de référence sera désormais composé à parts égales des quatre indices suivants : S&P/TSX (indice canadien des grandes capitalisations), S&P/TSX petites capitalisations (indice canadien des petites capitalisations), S&P500 (indice américain des grandes capitalisations) et Russell 2000 (indice américain des petites capitalisations). L'utilisation de ce nouvel indice de référence changera son rendement sur de courtes périodes, mais la différence de rendement sur de plus longues périodes est fiable. Par exemple, en 2020, le rendement de l'indice présenté aurait été

---

<sup>4</sup> Nous avons ajouté la pondération d'Amazon, Facebook et Google même s'ils ne sont pas techniquement inclus dans le sous-indice technologique du S&P500

de 13,4 % au lieu de 9,9 % et, depuis le lancement de notre stratégie en 2007, il aurait été de 7,4 % par an au lieu de 7,9 %. Si vous avez des questions concernant ces changements, n'hésitez pas à nous contacter. Il nous fera plaisir de vous fournir plus de détails à ce sujet.

## Un optimisme réaliste pour 2021

Nous avons terminé l'année sur une très bonne note. Les actions des sociétés de petites et moyennes capitalisations ainsi que les titres de valeur ont vu leurs rendements progresser grâce au regain d'optimisme et de confiance insufflé par la publication des résultats cliniques des nouveaux vaccins. Nous pensons que la situation continuera de s'améliorer au fil des mois. Ces titres connaissent habituellement de meilleurs résultats dans la première phase d'une reprise économique. Cela dit, soyez assurés que nous conserverons notre approche disciplinée. Comme toujours, nous attendrons les bonnes occasions pour faire de nouvelles acquisitions et vendrons ou réduirons nos parts sans hésiter si les prix montent et le rapport risque/rendement devient moins intéressant.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA  
3 janvier 2021

### Performance annualisée du Composé Tonus Au 31/12/2020

	<i>Composé Tonus (Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
<i>3 mois</i>	21.32%	7.94%
<i>6 mois</i>	29.26%	14.14%
<i>1 an</i>	19.94%	10.89%
<i>2 ans</i>	11.41%	17.12%
<i>3 ans</i>	3.13%	10.15%
<i>5 ans</i>	7.11%	11.22%
<i>10 ans</i>	10.62%	11.09%
<i>Depuis la Création</i>	9.53%	8.03%

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.*