

TROISIÈME TRIMESTRE 2019 – Revue du portefeuille

Cher(ère) partenaire,

Voici la revue du portefeuille pour le troisième trimestre 2019.

LA PERFORMANCE

Au troisième trimestre 2019, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **-2,39%**. 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 **2,73 %**.

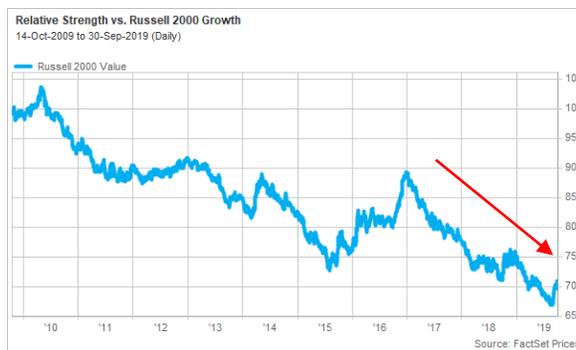
Depuis la création du Composé¹ en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **8,23 %**. En comparaison, le rendement annualisé de l'indice de référence durant cette période est de **7,53 %**.

REVUE DU PORTEFEUILLE

Bien que notre fonds affiche un léger recul lors du troisième trimestre, il a connu une belle progression durant cette période et nous commençons à observer l'émergence de signes positifs. Après une très longue attente, les titres de valeur ont finalement enregistré une meilleure performance au début du mois de septembre, et ce fut également le cas pour notre portefeuille. Notre fonds a bondi de près de 5 % dans l'espace de quelques jours malgré un marché relativement stable. L'engouement a toutefois été de courte durée : le rendement mensuel a été bon plutôt qu'excellent. Cela dit, nous sommes optimistes puisque les investisseurs manifestent un intérêt renouvelé envers les titres de valeur.

Un environnement macroéconomique difficile pour les investisseurs de style valeur

Depuis 10 ans et, en particulier, au cours des trois dernières années, nous avons évolué dans un environnement où les investisseurs et les spéculateurs ont choisi de ne pas pénaliser les échecs des nombreux nouveaux modèles d'affaires. Bénéficiant de cette tendance, et tel que le démontre le graphique ci-joint, les titres de momentum et de croissance ont systématiquement surpassé les titres de



Performance relative des actions de valeur versus les actions de croissance : la courbe décroissante représente le rendement inférieur de la valeur par rapport à la croissance.

¹ Une description complète du Composé Tonus est disponible en page 5

valeur durant la dernière décennie pour culminer avec une impressionnante surperformance de 22 % depuis 2017!

De plus, une surabondance de capitaux a contribué à l'émergence de nombreuses grandes entreprises privées et publiques qui, pour la plupart, ne génèrent aucun profit : c'est d'ailleurs le cas de 40 % des entreprises appartenant aux indices de croissance. Au bénéfice des consommateurs, ces entreprises ont crû en introduisant de nouvelles pratiques qui perturbent leurs industries respectives. Jusqu'à maintenant, les investisseurs ont simplement récompensé leur potentiel et fait fi de leurs pertes considérables. À titre d'exemples probants, notons WeWork (essentiellement une agence immobilière de location d'espaces commerciaux), Uber (essentiellement un service de taxi) et Compass (essentiellement une agence immobilière).

Par principe, nous n'investissons pas votre capital dans de tels véhicules. Nous préférons minimiser le risque et analyser les indicateurs à long terme qui propulseront de vrais profits et de vrais flux de trésorerie. Cette approche est très difficile voire impossible à adopter à l'égard d'idées émergentes, de nouveaux modèles d'affaires et d'industries naissantes². Contrairement aux tendances des dernières années, au cours du mois de septembre, nous avons observé ce que nous pensons être le renouement tant attendu des investisseurs avec les titres de valeur. Cette nouvelle flamme n'est pas encore fervente, mais nous sommes tout de même encouragés de la voir se raviver. De surcroît, grâce à la présence de certains catalyseurs de performance spécifiques à nos entreprises (notamment les gains de contrats et les résultats financiers), notre portefeuille devrait bientôt sortir de son marasme actuel.

Contexte de marché ardu, mais décisions internes non exemptes de blâme

Même si nous avons subi la volte-face des tendances du marché, des facteurs sous notre contrôle ont aussi affecté notre performance. Bien que la majorité de nos titres aient enregistré des rendements positifs, ces derniers ont été neutralisés par des pertes plus importantes engendrées par quelques-unes de nos positions. En analysant les titres qui ont eu la plus grande incidence négative sur notre portefeuille, nous avons constaté qu'ils avaient deux points en commun : une très petite capitalisation boursière et une plus grande volatilité des résultats. Autrement dit, plus la taille de l'entreprise est petite, plus l'intérêt des investisseurs envers celle-ci est susceptible de diminuer rapidement.

Dans ce contexte, les titres des deux plus petites positions de notre portefeuille (en termes de capitalisation boursière) ont plongé au cours des deux dernières années, entraînant respectivement une diminution de 4 % de nos rendements. Nous avons tiré la conclusion douloureuse que nous étions dans l'erreur à l'égard de ces deux investissements et avons pris la prudente décision de les vendre. En conséquence, nous avons réduit notre exposition aux titres cycliques et augmenté la capitalisation boursière médiane de notre portefeuille.

Une autre raison de la stagnation de nos rendements : il semble que réaliser des profits n'importe peu présentement. En effet, alors que plusieurs de nos titres ont affiché de bons voire solides résultats financiers au cours du dernier trimestre, nous avons remarqué une absence

² Exemple à l'appui : Lors de leur tentative d'introduction en bourse récemment suspendue, WeWork a utilisé un indicateur de profitabilité appelé « BAIIA ajusté à la communauté », lequel se résumait, en bout de ligne, à ce qu'ils voulaient que cela soit. Par ce tour de passe-passe, leur BAIIA ajusté pour 2017 convertissait une perte de 193 millions de dollars en un profit de 233 millions de dollars, après l'élimination des coûts de vente, de marketing et de développement de marché.

frustrante de réaction de la part du marché. Nous croyons qu'une constance des résultats est la prémisse de la reconnaissance des titres de valeur. Par conséquent, nous attendons avec impatience les prochaines annonces trimestrielles qui devraient stimuler le rendement de nos actions.

Un malheur ne vient jamais seul

Pour couronner le tout, en septembre, SprucePoint, un fonds d'investissement spéculatif de New York, a publié un rapport négatif sur l'un de nos titres : **Premier Inc (PINC – 28,92 \$)**. Premier est le gestionnaire d'un organisme de groupement d'achats (OGA) qui agit à titre d'alliance pour des hôpitaux afin de réduire les coûts d'approvisionnement. Suite à cette publication, à la fin du troisième trimestre, le prix de l'action a chuté et retranché plusieurs points de base de nos rendements pour la période.

Par coïncidence, ce rapport provenait du même groupe ayant publié un article négatif sur **Dollarama (DOL – 47,43 \$)** il y a près d'un an, provoquant une chute de 20 % de l'action DOL. Nous avons lu ce rapport, mené notre propre analyse et fait les vérifications nécessaires pour en arriver à la conclusion que la plupart des allégations émises étaient non fondées et n'altéraient pas matériellement les bénéfices à long terme de l'entreprise. Nous avons tiré profit de la panique qui s'ensuivit pour acheter DOL à des bas prix autour de 30 \$. Nous détenons toujours ce titre. Il s'échangeait récemment à 48 \$, une hausse de 50 % en moins d'une année!

Nous avons revu le bilan du fonds spéculatif quant aux 40 rapports publiés entre janvier 2016 et juillet 2019. En moyenne, les actions ciblées ont sombré de 11 % dans le sillage du rapport. Cependant, ces mêmes actions sont maintenant, en moyenne, en hausse de 32 % par rapport à ces niveaux! Tout compte fait, SprucePoint sème le doute chez les investisseurs à court terme mais, sur le long terme, les fondamentaux tendent à prévaloir.

En ce qui concerne PINC, SprucePoint soutient que les membres de l'OGA s'apprêtent à quitter au profit d'un plan concurrent offrant de meilleures conditions. Même si le partage des revenus pourrait pencher en faveur des membres lors des prochaines négociations, nous croyons que l'ampleur du changement sera moindre que le suggère le rapport. À notre avis, celui-ci sous-estime l'importance de certains des avantages fiscaux et opérationnels que reçoivent les membres de Premier. Nous avons contacté certains d'entre eux qui ont confirmé que le partage des revenus n'était pas la raison première de faire affaires avec l'entreprise. Au prix actuel, PINC s'échange à un multiple de 10x les bénéfices. Advenant un scénario où les contrats sont renégociés à la baisse ET 15 % des membres quittent l'organisation, Premier générerait malgré tout un bénéfice de 2 \$ par action, ce qui justifierait le cours actuel du titre. Compte tenu de l'attrait du ratio risque/rendement, nous avons accru notre participation dans Premier et croyons que le titre rebondira dès que les investisseurs réaliseront les inexactitudes du rapport.

Nouveaux ajouts au portefeuille

Tout d'abord, **Cineplex Inc. (CGX – 24,26 \$)** n'a nul besoin de présentation puisqu'elle détient 75 % des parts de marché au Canada. Cet achat peut surprendre : nombreux croient que le visionnement en ligne a sonné le glas des salles de cinéma. Toutefois, leur disparition a été prédite à maintes reprises par le passé : dans les années 50 avec l'avènement du téléviseur, dans les années 80 avec la venue du magnétoscope, et dans les années 2000 avec l'apparition du lecteur DVD. Au contraire, les revenus au box-office ont continué de grimper et atteint des niveaux records en 2018. Nous n'avons pas investi dans CGX parce qu'il s'agit d'une entreprise en forte croissance. Nous croyons plutôt qu'une valeur considérable pourra découler du

réinvestissement judicieux des généreux profits générés par ce quasi-monopole (plus de 100 millions de dollars par année). Selon notre analyse, le segment cinéma vaut, à lui seul, 20 \$ par action.

Incidemment, nous avons acquis à faible coût les autres composantes de l'entreprise, à savoir: a) Cineplex Media numérique, un installateur et opérateur de médias numériques fixes; b) Player One, le plus important distributeur et opérateur de jeux d'arcades en Amérique du Nord; et c) Entertainment and Leisure, qui détient et gère des salles de divertissements telles que Top Golf et The Rec Room. Il s'agit de segments en croissance qui produisent un bon rendement sur le capital investi, réduisent la cyclicité de la vente de billets et affichent un taux de croissance annuel de plus de 20 %. Pendant que la direction démontre sa capacité à créer de la valeur à partir de ces investissements, nous retirerons un généreux dividende rapportant 7,6 % de notre prix d'achat.

Le deuxième titre que nous avons acheté sera aussi familier aux investisseurs de notre fonds : **SS&C Technologies (SSNC – 51,57 \$)**, soit la tierce partie administrant notre fonds. Ayant utilisé leurs services pendant plusieurs années, nous connaissons bien leurs pratiques d'affaires et pouvons témoigner de l'adhérence de leur offre. Un changement de fournisseur est le dernier souhait de leurs clients. De fait, SS&C jouit d'un taux de rétention de 95 %! Le fondateur et chef de la direction, Bill Stone, détient 34 millions d'actions et utilise la même recette depuis 1986 : acheter des entreprises dans le même créneau, diminuer les dépenses, augmenter les marges et soutenir la croissance. Simultanément, il investit abondamment dans la recherche et le développement pour bonifier l'offre. À ce jour, l'entreprise propose une vaste gamme de solutions qui correspondent aux services que les institutions financières préfèrent impartir. Récemment, le prix du titre a reculé en raison de quelques complications liées à leurs deux dernières acquisitions. Confiants qu'ils s'en remettront rapidement, nous avons acheté des actions à un excellent prix.

Patience

Nous comprenons que votre patience a été mise à l'épreuve ces derniers temps. La nôtre aussi. Notre portefeuille est constitué de plusieurs titres dont l'histoire est similaire à celle de Premier : une revue de presse négative fait fuir les investisseurs, aucun prix plancher ne semble en vue et, même s'ils sont bons, les résultats financiers n'influencent aucunement la valeur marchande du titre. Nonobstant cette réalité à court terme, le marché tend à se comporter de façon rationnelle à long terme. Plusieurs de nos titres ont un potentiel de croissance considérable. Nous ne pouvons simplement pas prédire à quel moment les investisseurs le réaliseront et, conséquemment, quand cela se reflétera dans notre rendement.

En plus d'avoir fait de nouveaux investissements prometteurs, nous observons un regain de l'intérêt des investisseurs envers les titres de valeur et la présence de catalyseurs de performance spécifiques à nos entreprises. Ces signes laissent présager des jours meilleurs à venir.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA
16 octobre 2019

**À titre de référence, voici le rendement de notre
stratégie nord-américaine
Rendements bruts annualisés du Composé Tonus
Au 30/09/2019**

	<i>Composé Tonus (Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
3 mois	-2,39 %	2,73 %
6 mois	-3,65 %	5,07 %
Cette année	-3,95 %	17,92 %
1 an	-14,34 %	6,83 %
5 ans	2,15 %	9,86 %
10 ans	9,71 %	11,18 %
Depuis la création	8,23 %	7,53 %

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.