

QUATRIÈME TRIMESTRE 2019 – Revue du portefeuille

Cher(ère) partenaire,

Voici la revue du portefeuille pour le quatrième trimestre 2019.

LA PERFORMANCE

Au quatrième trimestre de 2019, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **7,78%**. 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 **4,95 %**.

Pour l'année 2019, le **Fonds Partenaires Tonus** est en hausse de **3,52 %** comparativement à **23,75 %** pour l'indice de référence.

Depuis la création du Composé¹ en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **8,72 %**. En comparaison, le rendement annualisé de l'indice de référence durant cette période est de **7,80 %**.

La revue du trimestre

Notre portefeuille termine l'année sur une bonne note avec une croissance de 8 %. N'eût été d'une baisse de la valeur de la devise, notre rendement aurait frôlé les 10 %. En réponse à la publication de bons résultats financiers, le cours de plusieurs de nos entreprises a réagi positivement. Le point culminant du trimestre s'avère l'offre d'achat déposée par un acquéreur étranger pour l'acquisition, à une forte prime, de Cineplex.

Nous avons expliqué dans notre dernière lettre les raisons nous ayant poussés à investir dans le titre de **Cineplex (CGX – 33,85 \$)**. Nous avançons qu'en considérant la somme des parties de l'entreprise, le segment cinéma, à lui seul, valait au moins 20 \$ par action et, conséquemment, nous obtenions en prime leurs segments media et amusement. Nous n'étions pas les seuls à faire ce calcul. En décembre, Cineworld, la deuxième chaîne de cinémas en importance au monde, a négocié une entente pour acquérir l'entreprise en entier. Nous prévoyons voter en faveur de la transaction puisque le prix offert de 34 \$ est légèrement supérieur à notre estimation de la valeur de la compagnie. Relativement à notre coût net d'acquisition de 22,87 \$, cette transaction nous rapporte un rendement sur notre investissement de 49 % pour une période de six mois.

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

La récréation est terminée, de retour en classe

Le quatrième trimestre fut l'occasion attendue de réinvestir dans un secteur qui nous a déjà été favorable : les titres d'éducation. Nous nous étions retirés de ce secteur il y a quelques années, car les réformes majeures entreprises sous l'administration Obama avaient nui à sa rentabilité. Antérieurement, la croissance des bénéfices passait par la hausse des frais de scolarité; un modèle non soutenable. Des rectifications étaient nécessaires afin d'éliminer les acteurs défavorables au secteur.

Ces changements ont été implantés et, dans le cadre de nouvelles directives, les institutions prospères déterminent désormais la rentabilité en fonction de l'augmentation de leurs inscriptions, un modèle plus durable. Sous ce régime, les meilleures institutions peuvent fonctionner de manière rentable, offrant une éducation de qualité aux étudiants tout en générant un rendement élevé sur le capital investi pour les investisseurs.

Cela dit, l'éducation demeure un sujet politique hautement populaire et a refait surface lors de la récente course à l'investiture présidentielle démocrate. L'ensemble du secteur a chuté en réaction aux commentaires émis par certains candidats promettant la gratuité de l'éducation supérieure. Ce scénario étant improbable selon nous, la volatilité observée dans le secteur nous a permis d'investir notre capital dans deux institutions bien gérées.

Premièrement, nous avons investi dans **Strategic Education (STRA – 158,90 \$)**, un groupe résultant de la fusion des universités Strayer et Capella. Grâce à sa structure innovante permettant aux étudiants d'utiliser des outils en ligne pour terminer leur diplôme au rythme et à la convenance de leur choix, STRA connaît une forte hausse d'inscriptions auprès de leur clientèle cible : les adultes sur le marché du travail. Ceci, combiné aux synergies de coûts résultant de la fusion, stimulera la croissance des bénéfices.

Deuxièmement, nous avons acquis le titre **Grand Canyon Education (LOPE – 95,79 \$)**. Au cours de la dernière décennie, LOPE a investi plus d'un milliard de dollars dans son campus et dans l'élaboration d'une plateforme technologique qui prend actuellement en charge plus de 100 000 étudiants. Dernièrement, la direction a décidé de scinder l'entreprise en deux, soit l'université et la structure opérationnelle administrative. Grâce à cette restructuration, LOPE peut offrir ses services à d'autres universités souhaitant tirer parti de son expertise opérationnelle.

Nous anticipons une croissance du bénéfice par action supérieure à 15 % pour les deux institutions et nous avons acheté nos actions à des multiples bien inférieurs à ceux où elles se négocient depuis deux ans. Les deux sociétés ayant des bilans vierges, sans dette nette, nous pensons que le risque de baisse est limité tandis que la croissance des bénéfices devrait faire grimper leur cours.

Déploiement du capital en 2019

Nous avons acheté six nouveaux titres en 2019. Tous sont en hausse en moyenne de 25 % relativement à notre prix d'achat. Vous pouvez vous référer à nos [lettres trimestrielles antérieures](#) pour une description des motifs ayant justifié chacun de ces investissements.

Qui plus est, nous avons augmenté considérablement notre pondération dans trois titres ayant chuté en raison de facteurs que nous jugeons transitoires. Premièrement, le cours de **Premier Inc (PINC – 37,88 \$)**, le gestionnaire d'une organisation d'achats groupés de soins de santé, a

baissé à la suite de la publication d'un rapport négatif par un fonds de couverture américain. Nous avons couvert ce sujet dans notre [lettre précédente](#). Le titre a grimpé de 30 % au quatrième trimestre.

Deuxièmement, **Blue Bird Corporation (BLBD – 22,92 \$)**, le fabricant d'autobus scolaires, a dû revoir à la baisse la prévision de croissance de ses bénéfices au début de 2019 après avoir été frappé par la hausse rapide du prix de l'acier. Tandis que les investisseurs négligeaient de voir ces hausses comme temporaires, l'entreprise a utilisé ce prétexte pour augmenter ses prix. Le titre a bien réagi en fin d'année; les bénéfices étant conformes aux attentes. En outre, ils devraient augmenter de 15 % à 20 % en 2020. Relativement à l'augmentation de notre pondération, le titre est en hausse de plus de 20 %.

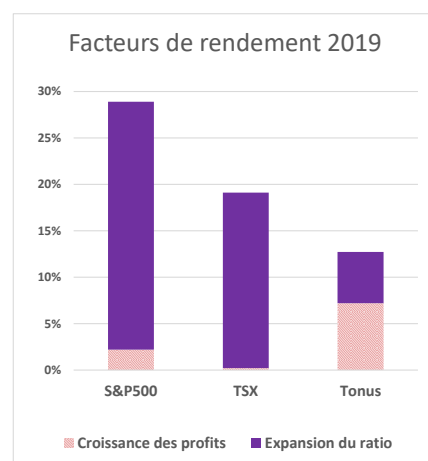
Troisièmement, **Houghton Mifflin Harcourt (HMHC – 6,25 \$)**, un éditeur de solutions d'éducation au primaire et secondaire, a du mal à convaincre les investisseurs que ses flux de trésorerie disponibles pourront demeurer au niveau de 100 millions de dollars. Bien que le titre ait augmenté de 17 % au quatrième trimestre, il clôture l'année au prix auquel nous avons acheté nos actions supplémentaires au début de l'année. Selon nous, le maintien de la valeur actuelle des flux de trésorerie libres, une diminution de l'endettement et l'expansion des marges bénéficiaires ramèneront la compagnie dans la bonne grâce des investisseurs. Le cours du titre devrait alors avoisiner notre estimation de la valeur intrinsèque de l'entreprise, soit un niveau considérablement supérieur au prix actuel.

La raison derrière la hausse des marchés en 2019

En termes simples, deux variables influencent le cours d'un titre: les [bénéfices](#) et le [ratio cours/bénéfices](#) (autrement dit, combien les investisseurs sont prêts à payer en dollars pour le bénéfice par action [on ne peut pas dire 'par dollars']). D'une part, l'analyse des bénéfices est assez simple; du point de vue de l'investisseur, le succès commercial ultime se définit par la croissance des profits. D'autre part, la fluctuation du multiple cours/bénéfices entraîne une variation de la valeur d'une entreprise. Cette majoration du multiple s'apparente au prix estimé par les investisseurs en vue des bénéfices futurs. Plus l'avenir semble prometteur, plus les investisseurs paieront cher pour ce même dollar de profit.

Comment expliquer le rendement de 20 % du marché en 2019? Comme le démontre le graphique ci-joint, les profits des entreprises ont, étonnamment, très peu augmenté au cours de la dernière année. La hausse des cours s'explique donc entièrement par une expansion de multiple. Autrement dit, les investisseurs sont maintenant prêts à payer 20 % plus cher pour la même entreprise!

Le facteur à l'origine de cette prise de risque: les taux d'intérêt. Le retournement de la politique monétaire a largement profité, encore une fois, aux titres de croissance; ils ont enregistré des gains supérieurs de 11,2 % relativement aux titres de valeur.



Les taux d'intérêt se situant déjà à des niveaux très bas, la performance boursière des titres sera dorénavant tributaire de la croissance des bénéfices. Notre approche valeur se concentre d'ailleurs sur cela : trouver des entreprises dont le multiple ne devrait pas diminuer par rapport

au niveau actuel et dont la rentabilité s'améliore. À la fin de l'année, notre portefeuille comprend de nombreuses entreprises affichant une profitabilité à la hausse. Toutefois, l'augmentation moyenne du multiple de nos titres au cours de l'année a été moindre que celui du marché. En conséquence, nous commençons 2020 avec une position enviable; notre portefeuille se négocie à 14 fois les bénéfices estimés, un niveau inférieur à celui du marché.

Notre fonds en 2019

Bien que nous sommes satisfaits du dernier quart, l'année dans son ensemble reste décevante. D'abord et avant tout, notre performance a été affectée négativement par une baisse significative de deux titres qui ont affiché des résultats financiers décevants en début d'année. L'effet a été amplifié par la pondération élevée de ces deux entreprises dans notre portefeuille.

Cela dit, nous tenons à vous rappeler certaines caractéristiques spécifiques de notre politique d'investissement rendant arbitraire, à l'occasion, la comparaison de nos rendements avec ceux du marché.

Premièrement, nous privilégions une approche fondée sur la valeur et, comme expliqué précédemment, les actions de style valeur ont nettement sous-performé en comparaison aux actions de style croissance en 2019. Bien que le style valeur ait historiquement surperformé par rapport au style croissance à long terme, ce ne fut pas le cas dernièrement. Le style valeur a accusé un retard au cours de 12 des 13 dernières années.

Deuxièmement, notre portefeuille est fortement concentré dans des sociétés de petite et moyenne capitalisation (capitalisation boursière de 200 millions à 10 milliards de dollars). Les actions de petite capitalisation ont accusé un retard de 8 % sur celles de grande capitalisation au cours des 12 derniers mois. Malgré tout, nous croyons qu'à long terme, les petites capitalisations de style valeur représentent un secteur de choix où trouver des titres mal compris et/ou mal évalués.

Troisièmement, l'option dont nous disposons de garder des liquidités. Dans l'environnement haussier de 2019, non seulement cette trésorerie nous rapporte très peu, mais elle nous force à conserver notre discipline d'achat et de vente. Conséquemment, nous avons malheureusement vendu certains de nos titres jugés chers mais qui, dans ce marché haussier, ont continué de croître. Notre encaisse moyenne s'élevant à 20 % au cours de l'année a eu un effet négatif sur nos résultats.

Nous ne pouvons pas prédire avec exactitude le moment où la propension actuelle favorisant les actions de croissance de très large capitalisation prendra fin. Nous pouvons toutefois conserver notre approche de penser à titre de propriétaires d'entreprises, investissant votre capital judicieusement dans de bonnes sociétés dont les titres se négocient temporairement à des prix réduits.

Cap sur 2020

Nous croyons que les résultats favorables obtenus à la fin 2019 se poursuivront en 2020. Nous entamons la nouvelle année avec optimisme. Similairement au cas de Cineplex, nous pensons que notre portefeuille contient de nombreuses entreprises profondément sous-évaluées. Nonobstant une acquisition pure et simple qui permettrait de réaliser rapidement cette valeur

intrinsèque, nous resterons patients et pensons qu'à long terme, les investisseurs agiront rationnellement et réévalueront plusieurs de nos actifs sous-évalués.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA
13 janvier 2020

Performance annualisée du Composé Tonus Au 31/12/2019

	<i>Composé Tonus</i> <i>(Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
3 mois	7.78%	4.95%
6 mois	5.21%	7.82%
1 an	3.52%	23.75%
2 ans	-4.37%	9.79%
3 ans	-2.00%	10.32%
5 ans	4.44%	10.16%
10 ans	10.21%	11.32%
Depuis la Création	8.72%	7.80%

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.