

PREMIER TRIMESTRE 2021 – Revue du portefeuille

Cher(ère) partenaire,

Voici notre revue du portefeuille pour le premier trimestre 2021.

LA PERFORMANCE

Au cours du premier trimestre 2021, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **10,75 %**. Au cours des douze derniers mois, le Fonds a dégagé un rendement de **64,64 %**.

Depuis la création du Composé¹ Nord-Américain Tonus en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **10,18 %** comparativement à **7,92 %** pour l'indice de référence².

Revue du portefeuille

Notre Fonds a démarré l'année 2021 en force avec un gain de 10 % au premier trimestre. Nos titres de petites capitalisations, qui avaient obtenu de bons rendements à la fin de 2020, ont poursuivi leur progression. Au cours des douze derniers mois, depuis l'éclosion de la COVID-19 en mars 2020, le Fonds a connu une excellente performance : sa valeur a augmenté de **65 %**. La dernière année fut sans aucun doute la période la plus active de notre histoire. Comme notre structure nous permet de réagir rapidement et avec agilité lorsque les marchés sont volatils, nous avons pu effectuer de nombreuses transactions afin de réduire le risque et d'augmenter notre rendement. Nous mentionnons d'abord la réduction du risque puisqu'elle demeure notre priorité. Nous avons réalisé cette solide performance sans encourir de risques indus, sans dévier de notre approche de style valeur, ni poursuivre les tendances spéculatives.

Plusieurs d'entre vous ont exprimé une certaine appréhension quant aux évaluations élevées des marchés dernièrement. Il est indéniable que les entreprises de certains secteurs ont enregistré de forts gains qui ne découlent pas d'une amélioration du contexte économique dans lequel elles opèrent. Nonobstant cette disparité, de nombreuses entreprises devraient bénéficier, potentiellement plus que prévu à l'heure actuelle, des sommes considérables d'argent injectées dans le système. Au cours des prochaines années, les gouvernements augmenteront leurs dépenses, les consommateurs déploieront leurs économies accumulées durant la pandémie et les entreprises investiront pour répondre à cette demande accrue.

De ce point de vue, l'économie devrait connaître une croissance notable qui alimentera en retour les ventes et accroîtra les bénéfiques. Comme nous l'avons expliqué dans le passé, le

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

² Tel qu'expliqué dans la [lettre du 4T20](#), à partir de 2021 nous présentons un indice de référence composé de 25% S&P/TSX RT + 25% S&P/TSX SmallCap Index + 25% S&P 500 RT (\$ CAD) + 25% Russell 2000 RT (\$ CAD). Une description complète de l'indice de référence ainsi que ses rendements historiques sont disponibles en page 4

cours d'une action est déterminé par ses bénéfices et son multiple (par exemple, le multiple C/B). De façon générale, nous croyons improbable que les multiples augmentent par rapport à leur niveau actuel. Nous pensons plutôt que les profits augmenteront substantiellement pour certaines entreprises en particulier au cours des prochains trimestres. Nous concentrons donc nos efforts sur ces cas; une approche qui s'agence parfaitement avec notre processus de recherche ascendante. Dans son ensemble, notre portefeuille se négocie actuellement à 17,6x les bénéfices attendus pour 2021, ce qui n'est guère excessif. De plus, certains de nos modèles internes projettent des bénéfices nettement supérieurs aux attentes actuelles. À long terme, les rendements attendus ajustés en fonction du risque nous semblent attrayants pour ces sociétés.

Le piège de la spéculation

Le comportement spéculatif de certains investisseurs imprudents a récemment gonflé, de manière exagérée, la valeur des titres dans certains segments spécifiques du marché. Fidèles à nos principes, nous continuons d'éviter des investissements aussi risqués. À titre d'exemple, dans notre [lettre du quatrième trimestre de 2017](#), nous avons comparé oiseaux; deux entreprises avec le même nom, Bluebird, mais aux modèles d'affaires opposés. Nous nous sommes demandé lequel des deux « geais bleus » (BlueBird), le fabricant d'autobus scolaires **BlueBird Corporation (BLBD – 25,03 \$)** ou le développeur de thérapie génique transformative **bluebird bio (BLUE – 30,15 \$)**, volerait le plus haut dans les années à venir.

Initialement, Bluebirdbio, la jeune biotech, a largement dépassé son homonyme industriel en affaires depuis 90 ans. De 2017 au début de 2018, son titre a cru de 250 %, passant de 68 \$ à 231 \$, tandis que l'action du fabricant d'autobus que nous possédions a augmenté de 16 \$ à 22 \$. Mais BLUE s'est fait couper les ailes en vol, car les investissements biotechnologiques offrent souvent en réalité des résultats binaires. Aujourd'hui, le cours de son action est en baisse de 82 % alors que notre investissement est en hausse de 40 %. Le fabricant d'autobus électriques a bénéficié de l'enthousiasme des investisseurs pour les véhicules électriques et le cours de l'action a grimpé en flèche au début de l'année. Comme ce créneau ne représente qu'une très faible portion des ventes, nous avons vendu le titre lorsque le cours a atteint notre prix cible de 22 \$ et réinscrit celui-ci sur notre liste de souhaits, conformément à notre philosophie d'investissement.

Deux fois plutôt qu'une

Cette même liste de souhaits s'est avérée utile au cours du trimestre. Nous avons réinvesti dans **Shawcor Ltd (SCL – 5,31 \$)**, un titre dont nous nous étions départis au prix de 26 \$ en juillet 2018. Nous avons continué de suivre ses développements mais demeurions prudents vu son endettement. Nous n'arrivions pas à fixer un prix plancher en raison de l'état inquiétant de son bilan financier.

Cette situation a changé en décembre dernier lorsque la compagnie a annoncé la vente de l'une de ses divisions pour 105 millions de dollars, réduisant ainsi considérablement sa dette. Bien que l'incertitude demeure quant à la demande pour ses produits de tuyaux et pipelines, notre rachat du titre au coût de 3,50 \$ valorise l'entreprise à 470 millions de dollars.

Selon notre évaluation, leur division automobile/industrielle et leur division de fabrication de réservoirs en fibre de verre valent respectivement 300 millions de dollars et 250 millions de dollars. Par conséquent, notre prix d'acquisition présente un très faible risque de perte. Son segment FlexPipe, un leader mondial dans la fabrication de tuyaux plastiques, dégagait historiquement 60 millions de dollars de BAIIA annuellement et demeure profitable. Bredero

Shaw, sa division de services de revêtement et de protection de pipelines, connaîtra une forte demande dans les années à venir. En effet, de nombreux projets en haute mer verront le jour afin de répondre à la demande mondiale grandissante pour le gaz naturel, cette énergie de transition qui aide à réduire les émissions de carbone. À ce jour, le titre a grimpé de 50 % depuis notre achat et notre analyse de la somme de ses parties indique des gains plus importants à venir.

Notre deuxième achat ce trimestre provient également de notre liste de souhaits et découle de la spéculation extrême observée chez certains titres en début d'année, dont le phénomène GameStop se retrouve en tête d'affiche. En janvier, le cours de l'action de ce détaillant de jeux vidéo en difficulté est passé de 19 \$ à 450 \$ alors que les spéculateurs ont fait grimper le prix, forçant les vendeurs à découvrir à couvrir leurs positions. Notre curiosité nous a poussés à regarder la liste des principaux actionnaires de GameStop pour tomber sur un nom familier: Senvest Management. Ce fonds spéculatif new-yorkais appartient à **Senvest Capital (SEC – 308.00 \$)**, une société cotée en bourse dont le siège social est à Montréal. En achetant les actions, les investisseurs acquièrent la société de gestion et, surtout, un nombre important de parts de leur fonds spéculatif (détenues par l'entité cotée en bourse).

Les investisseurs peuvent ensuite estimer la valeur comptable de Senvest en analysant ses divulgations réglementaires sur ses investissements. En 2010, pendant la crise financière, Tonus avait acheté des actions de SEC après avoir constaté qu'ils avaient investi massivement dans des actions privilégiées de banques américaines. Après une augmentation significative de la valeur de ces actions, nous avons pu aisément prévoir les gains que le fonds Senvest devrait reconnaître tôt ou tard.

Lorsque GameStop, la position la plus importante de Senvest, a atteint un prix stratosphérique en janvier, nous étions de nouveau convaincus que la valeur de ses actifs augmenterait considérablement. Selon nos calculs, l'action se négociait toujours à 60 % de notre estimation de la valeur comptable de fin d'année (contre 70 % historiquement). Ce gain important ne devant être comptabilisé qu'en 2021 (divulgué subséquemment à 850 millions de dollars), le profit potentiel nous paraissait fort intéressant. Nous prévoyons que la valeur comptable sera de 530 \$ par action, rendant ainsi son cours actuel très attrayant. À son évaluation historique de 70% de sa valeur comptable, le titre pourrait atteindre plus de 370 \$. L'entreprise semble partager ce point de vue : elle rachète ses propres actions autant que possible, comme le révèlent ses dépôts réglementaires mensuels.

Du nouveau chez Tonus

Bonne nouvelle chez Tonus! Nous avons récemment reçu un mandat institutionnel pour lancer un nouveau fonds axé spécifiquement sur les actions américaines à petites capitalisations. Après un examen approfondi de nos opérations, de notre gouvernance et de notre philosophie d'investissement, le conseil consultatif [PGEQ](#), qui comprend des membres comme la Caisse de Dépôt, la FTQ, la Banque Nationale et Mercer, a choisi Tonus pour gérer certains de ses actifs. En plus d'adopter les meilleures pratiques exigées par ce mandat, nous sommes ravis d'annoncer qu'un nouvel analyste, Jonathan Cadet, s'est joint à notre équipe pour effectuer des recherches sur les petites capitalisations américaines.

Cela ne change rien pour vous, nos partenaires du Fonds. Notre objectif demeure la recherche des meilleures occasions d'investissement ajustées selon leur niveau de risque, qu'elles soient canadiennes ou américaines, de petites ou de grandes capitalisations. Au fur et à mesure que

de nouvelles actions américaines de petites capitalisations seront analysées, nous ajouterons celles qui rencontrent tous nos critères dans les deux fonds simultanément.

Si vous avez des questions concernant ce récent changement, n'hésitez pas à nous contacter.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA
10 avril 2021

Performance annualisée du Composé Tonus Au 31/03/2021

	<i>Composé Tonus</i> <i>(Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
3 mois	10.75%	8.47%
6 mois	34.37%	25.81%
1 an	64.64%	62.35%
3 ans	8.59%	12.35%
5 ans	8.31%	12.86%
10 ans	11.78%	9.92%
Depuis la Création	10.18%	7.92%

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 25% S&P/TSX TR + 25% S&P/TSX SmallCap Index + 25% S&P 500 TR (\$ CAD) + 25% Russell 2000 TR (\$ CAD)

Le rendement total du S&P 500 TR (\$ CAD) et du Russell 2000 (\$ CAD) sont ajustés 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. La composition de l'indice de référence a changé en 2021. Avant 2021, l'indice de référence était calculé en additionnant 50% du rendement du S&P/TSX et 50% du rendement du S&P500 en dollars canadiens. Le détail de la performance de l'indice calculé avec l'ancienne formule est disponible en cliquant sur [ce liens](#). 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.