

TROISIÈME TRIMESTRE 2020 – Revue du portefeuille

Cher(ère) partenaire,

Nous sommes heureux de vous faire parvenir la revue du portefeuille pour le troisième trimestre 2020.

LA PERFORMANCE

Au troisième trimestre 2020, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **6,54%**. 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 **5,75 %**.

Depuis la création du Composé¹ en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **8,12 %**. En comparaison, le rendement annualisé de l'indice de référence durant cette période est de **7,56 %**.

REVUE DU PORTEFEUILLE

Dans notre lettre du deuxième trimestre, nous expliquions avoir positionné notre portefeuille pour une reprise progressive et non rapide de l'économie. Tout au long de l'été, les données macroéconomiques, qu'il s'agisse du taux de chômage, de la confiance des consommateurs ou de l'activité manufacturière, ont largement atteint ou dépassé ces attentes. Il est indéniable que les mesures gouvernementales de relance ont stimulé l'économie. Compte tenu de la fin imminente de plusieurs de ces programmes, des restrictions liées aux mesures de distanciation sociale en vigueur et de la prudence de nombreuses entreprises à déployer leurs capitaux, nous continuons de croire que l'économie ne retrouvera pas de sitôt sa vitalité d'avant la pandémie. Nous demeurons donc sceptiques quant à l'optimisme des analystes qui prévoient des records de rentabilité des entreprises en 2021 et au-delà.

Cela dit, les marchés ont augmenté d'environ 5 % au troisième trimestre. Les titres de technologie et de croissance volent de nouveau la vedette, un phénomène longuement discuté dans notre [dernière lettre](#). Prenons l'exemple de Tesla, l'un des favoris, qui a entamé le trimestre avec une capitalisation boursière de 200 milliards de dollars et vu son cours doubler

¹ Une description complète du Composé Tonus est disponible en page 6

durant la période, portant sa valeur à 400 milliards de dollars². À titre comparatif, le « Big-Three » des constructeurs de Detroit – General Motors, Ford et Fiat Chrysler – a terminé le trimestre avec une valeur combinée de 91 milliards de dollars. Ils ont vendu 17 millions de voitures l'année dernière. Quant à Tesla? Seulement 367 500 véhicules!

Pas de profit, pas de problème!

Fait remarquable, le quart des sociétés de l'indice américain des petites capitalisations ne sont pas rentables. Néanmoins, leur cours a connu une hausse moyenne de 15 % depuis le début de l'année. En contrepartie, les titres des entreprises profitables au sein de cet indice ont dégagé un rendement moyen de -17 %. Tant et aussi longtemps que les spéculateurs continuent de « *surfer* sur cette vague », les risques liés à l'évaluation de ces titres augmentent considérablement. Notre approche n'a donc pas changé. Nous ne sélectionnons pas nos titres sur la base de leur récente performance dans l'espoir qu'ils poursuivront leur ascension. Dans un contexte marqué par l'engouement pour les actions de croissance à haut risque, notre rendement de 6,5 % au cours du trimestre est excellent, d'autant plus qu'il surpasse celui des indices.

Parlons brièvement de l'indice de référence. Comme vous le savez, la gestion de notre portefeuille repose sur l'importance de protéger votre capital et le faire fructifier; autrement dit, nous visons des rendements absolus positifs. Nous ne choisissons pas nos titres en fonction de leur inclusion ou de leur taille dans un indice de référence. Récemment, il s'avère difficile d'obtenir un rendement similaire à l'indice S&P500 en raison de sa forte concentration dans les titres technologiques.

Nous avons donc décidé d'analyser le rendement de nos placements par rapport à un indice équivalent du point de vue du style d'investissement et de la taille des entreprises. Nous constatons qu'en moyenne, nos titres se comparent favorablement à ceux d'un indice de référence qui reflète notre style d'investissement. Le rendement de notre fonds au cours de la dernière année est particulièrement favorable³, augmentant notre confiance que notre approche fonctionne lorsque nous comparons des pommes avec des pommes.

Par ailleurs, les titres de croissance ont connu une telle progression récemment que plusieurs analystes craignent la formation d'une bulle. La spéculation augmente et, par conséquent, les risques aussi. Assumant la possibilité d'obtenir un rendement relatif inférieur à court terme, nous avons renoncé à investir dans ces actions très populaires. Nous sommes restés disciplinés et avons respecté notre philosophie d'investissement.

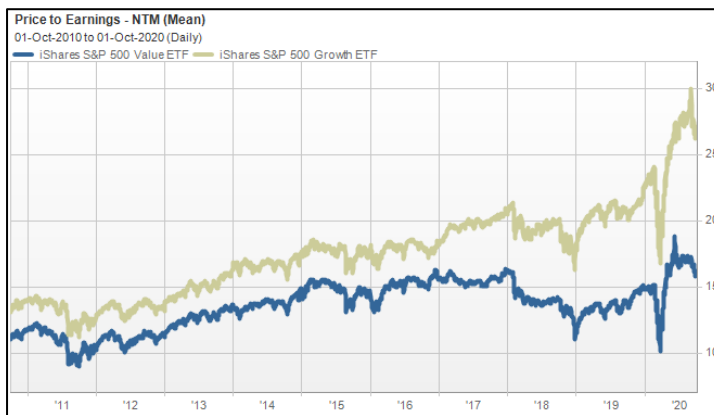
À quel moment le pendule basculera-t-il en notre faveur? Il s'avère difficile de le prévoir de façon précise. Toutefois, les investisseurs ne considéreront pas indéfiniment comme *inestimable* la valeur des entreprises à croissance rapide et comme *nulle* celle des entreprises à croissance modérée. Le courant changera éventuellement de direction. D'ici là, nous gardons le cap.

² Au début d'octobre, Tesla a publié ses résultats de livraison de véhicules pour le troisième trimestre: 139 300 unités vendues. Nonobstant ce résultat supérieur aux attentes du marché, l'action a baissé de 7 %, effaçant 35 milliards de dollars de valeur. Le marché anticipe déjà une grande partie de la croissance future de Tesla. Le titre est hautement spéculatif: un risque de chute important prévaut sur les gains possibles dans l'avenir.

³ Pour la période de 12 mois se terminant le 30 septembre, notre Fonds a obtenu un rendement brut de 6,81 % comparativement à -3,46 % pour l'indice de référence ajusté calculé à l'interne.

L'apparition des premières fissures?

Connaissant un rebond spectaculaire, le marché boursier est passé de prévisions catastrophiques au mois de mars à des prévisions plus qu'optimistes en août. La réalité se situant entre ces extrêmes, cette tendance haussière spéculative s'est estompée en septembre. Le capital s'est déplacé des titres de croissance vers ceux de valeur, de sorte que le NASDAQ a chuté de 10 %. Ce fut, malgré tout, un excellent mois pour notre fonds. Bien que nous soyons encouragés, **l'écart d'évaluation demeure énorme**. Comme le montre le graphique ci-joint, les actions de croissance se négocient historiquement à une légère prime par rapport aux actions de valeur. Dernièrement, cette prime a triplé: les actions de croissance se négocient désormais à 27 fois leurs bénéfices. Un tel écart n'est pas sans rappeler la dernière bulle technologique et la fin morose qui s'ensuivit pour les titres de croissance.



Les titres de valeur, quant à eux, se transigent au même multiple qu'à la fin de 2017. Qui plus est, les actions de valeur à petite capitalisation se négocient **sous leur multiple moyen historique**. Le groupe est toujours en baisse, en moyenne de 10 %, depuis le début de l'année. De nombreux secteurs de type valeur ont d'ailleurs écopé: l'énergie a reculé de 50 %, les institutions financières de 22 % et les entreprises industrielles de 5 %. Nous pensons qu'il est davantage attrayant d'investir aujourd'hui dans ces secteurs.

Un titre nouvellement acquis au cours du trimestre constitue un bon exemple: le spécialiste des rapports d'impôts **H&R Block (HRB – 16,29 \$)**. Bien que cette industrie soit mature, le titre se transigeait à un prix si bas que le risque de perte était négligeable et le gain envisageable appréciable en vue de la prochaine période de déclarations fiscales. Cette année, la date limite pour la production des déclarations des impôts a été reportée en raison de la pandémie. En conséquence, les résultats financiers de HRB sont plus difficiles à analyser et certains investisseurs ont largué leurs actions (en baisse de 50 %).

Bon an, mal an, l'entreprise reste stable. Ses transactions en succursale diminuent légèrement tandis que son segment en ligne FLVM (faites-le-vous-même) est en croissance. Le titre génère annuellement plus de 2 dollars par action en flux de trésorerie libre dont une partie est redistribuée aux actionnaires sous la forme d'un généreux dividende.

Un tel dividende dégage un rendement de 7 % par rapport à notre prix d'achat. Nous anticipons que ce dernier restera stable ou supérieur dans l'avenir et il nous apparaît improbable que le titre se négocie à moindre coût. Notre risque réside dans la possibilité que le cours de l'action stagne, auquel cas notre gain serait limité au rendement du dividende. Si H&R Block accroît ses parts de marché dans le secteur FLVM et/ou continue de resserrer la gestion des coûts dans son réseau de succursales, l'évaluation devrait augmenter et notre rendement sera très attrayant. Il s'en faudra de bien peu pour dégager un rendement avec ce titre.

Le marché (in)efficient

Un marché dans lequel les prix reflètent totalement et constamment toute l'information disponible est appelé marché « efficient ».

- Eugene Fama, lauréat du prix Nobel pour ses travaux sur la théorie d'efficience du marché

Les milliers d'investisseurs et d'algorithmes informatiques qui scrutent constamment le cours des actions rendent l'argument en faveur d'un marché efficient plausible. Quand j'enseigne à l'Université Concordia, mes étudiants me rappellent souvent que cette théorie est le fondement de nombreux cours enseignés. Néanmoins, depuis le début de l'année, nous avons observé plusieurs exemples de prix irrationnels s'inscrivant à l'encontre d'une telle théorie.

Premier phénomène inhabituel. Le meilleur exemple vient du fractionnement des actions de Tesla et d'Apple en août. Un fractionnement d'actions s'apparente à couper une tarte en plus petits morceaux. En théorie, la valeur marchande de toute entreprise est une estimation du montant total des flux de trésorerie de l'entreprise depuis aujourd'hui jusqu'à l'infini. Un redécoupage en davantage de « morceaux » n'a aucune incidence sur la taille de la tarte ou, dans notre cas, la valeur marchande de l'entreprise. Pourtant, c'est ce qui s'est produit! Le jour de leur fractionnement, les actions de Tesla et d'Apple étaient en hausse, augmentant respectivement leur valeur marchande de 90 milliards de dollars et 70 milliards de dollars (oui, j'ai bien dit milliards!). Et c'est sans surprise que ces 160 milliards de dollars ont ensuite disparu en moins d'une semaine.

Deuxième phénomène inhabituel. Regardons maintenant plus près de nous. L'un de nos investissements, **Qurate Retail (QRTEA 7,18 \$)**, est formé de deux classes d'actions (A et B), lesquelles se sont négociées historiquement à moins de 1 % l'une de l'autre. En septembre, l'entreprise a émis un dividende spécial identique à ces deux classes d'actions. Celles-ci auraient donc dû continuer de fluctuer en tandem. Alors que les actions A plus liquides s'échangeaient comme prévu avec une baisse correspondant au montant du dividende, la valeur des actions B a augmenté! Pendant deux semaines, l'écart de prix a varié entre 10 % et 58 %. C'est complètement absurde! Nous avons profité de cette situation pour réaliser un gain « facile ». Aujourd'hui, les deux classes sont de retour à un prix pratiquement identique.

Troisième phénomène inhabituel. De plus en plus d'investisseurs comptent sur Twitter comme source d'information pour des analyses « approfondies » sur les actions. Sur cette plateforme non réglementée, à peu près n'importe quel commentaire peut être publié sans aucune imputabilité. **Houghton Mifflin Harcourt (HMHC – 1,73 \$)**, une action que nous possédons, en a d'ailleurs profité en juillet. Comme HM est un éditeur de manuels scolaires pour les niveaux primaire et secondaire, certains ont affirmé sur Twitter que les fermetures d'écoles pour l'enseignement en personne seraient l'occasion pour les commissions scolaires de souscrire à leur offre en ligne. De l'information trompeuse de toutes sortes a été publiée sur le fil et les spéculateurs ont fait grimper la valeur du titre de 100 % en deux jours! En réalité, la pandémie entraîne des défis à court terme pour les finances publiques et les opportunités intéressantes ne se présenteront probablement pas avant une année. Les investisseurs patients, comme nous, sont capables d'attendre, mais les spéculateurs à court terme ont délaissé leurs actions. Cela crée des occasions intéressantes.

Des opportunités existent pour l'investisseur patient

En conclusion, le message que nous souhaitons vous transmettre dans cette lettre est simple: il existe encore de nombreuses opportunités. Une forte somme d'argent a été investie dans une petite quantité de titres technologiques de très grande capitalisation. Étant donné leur rendement récent élevé, de tels placements nous semblent trop populaires et comportent des risques éminents en vertu de leur évaluation. Quand la musique s'arrêtera, les pertes pourraient être substantielles. À ce jour, nous ne détenons pas d'actions ayant connu une flambée de la sorte.

À l'autre bout du spectre, le prix des titres de petite capitalisation, en particulier de style valeur, ne cesse de diminuer. L'exode des capitaux vers les fonds indiciels et les comportements parfois irrationnels des investisseurs accroissent la volatilité et créent de nouvelles occasions d'investissement pour les investisseurs disciplinés et patients. Nous sommes fin prêts pour une reprise graduelle de l'économie et décelons un certain enthousiasme pour nos titres actuels. Nous poursuivons notre recherche d'entreprises de haute qualité qui créent de la valeur à long terme pour leurs actionnaires. Nous sommes confiants de terminer l'année sur une note positive.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA
9 octobre 2020

À titre de référence, voici le rendement de notre stratégie nord-américaine Rendements bruts annualisés du Composé Tonus Au 30/09/2020

	<i>Composé Tonus</i> <i>(Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
<i>3 mois</i>	6,54 %	5,75 %
<i>6 mois</i>	22,53 %	22,80 %
<i>Cette année</i>	-1,14 %	2,74 %
<i>1 an</i>	6,55 %	7,82 %
<i>5 ans</i>	3,88 %	10,53 %
<i>10 ans</i>	9,16 %	11,11 %
<i>Depuis la création</i>	8,10 %	7,56 %

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.