

PREMIER TRIMESTRE 2020 – Revue du portefeuille

Cher(ère) partenaire,

Voici notre revue du portefeuille pour le premier trimestre 2020.

LA PERFORMANCE

Au cours du premier trimestre 2020, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **-19,32 %**. Durant cette période, notre indice de référence (qui représente 50 % du rendement mensuel du S&P/TSX rendement total et 50 % du rendement mensuel du S&P 500 rendement total en dollars canadiens) a obtenu un rendement de **-16,34 %**.

Depuis la création du Composé¹ Nord-Américain Tonus en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **6,68 %** comparativement à **6,10 %** pour l'indice de référence.

Revue du portefeuille

Le monde a radicalement changé au cours des dernières semaines et les bourses mondiales en ont subi les contrecoups. En début d'année, et jusqu'à la mi-février, le marché boursier maintenait le cap des années précédentes : une faible volatilité et un fort attrait pour les titres de croissance à très grande capitalisation. Puis, un microscopique virus a complètement arrêté l'économie mondiale, entraînant une correction des bourses, qui étaient en hausse depuis plus d'une décennie, en seulement 19 jours – un nouveau record. C'est le temps qu'il a fallu au marché pour chuter de 20 % par rapport au sommet. Il s'agit, par définition, d'une correction boursière (*bear market*). Depuis leurs plus hauts niveaux du 19 février à la fin du premier trimestre, les indices de grande capitalisation ont chuté de 28 % au Canada et de 22 % aux États-Unis, tandis que les indices de petite capitalisation ont chuté de 39 %. Pour ces derniers, ce fut le pire trimestre de tous les temps!

En raison de ces fortes turbulences, notre fonds a chuté de 20 % depuis le sommet à la fin du trimestre, un déclin moindre que celui des indices. Ceci est d'autant plus notable que plus de la moitié de nos actifs sont investis dans de petites capitalisations, la catégorie la plus touchée par le choc du coronavirus.

Compte tenu des mesures de santé publique obligeant la plupart des gens à rester isolés chez eux, la récession économique est désormais indéniable. Au cours des prochaines semaines, les entreprises publieront des mises à jour financières marquées par de fortes baisses de revenus, des projets de croissance annulés ou reportés, des licenciements importants et des bénéfices moindres ou inexistantes. La plupart des entreprises s'abstiendront de faire des projections pour

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

2020, car elles n'ont aucune idée de la durée des mesures de confinement et encore moins de leurs répercussions économiques sur leurs opérations. Le sentiment des investisseurs diverge dans un tel contexte. D'un côté, les optimistes croient que l'activité économique reprendra rapidement au cours de l'été. De l'autre, les pessimistes prévoient une récession longue et profonde. Cette absence de consensus provoque l'extrême volatilité observée récemment.

Notre réponse au krach

Bien que nous nous abstenions de tenter de prédire le creux, le déclin brutal du marché a fortement augmenté la quantité d'investissements qui transigent à de faibles multiples. Cependant, dans les circonstances actuelles, nous devons, en tant qu'investisseurs responsables, évaluer le risque d'un manque de liquidité à court terme pour les entreprises par rapport au gain potentiel à long terme que représente un cours boursier inférieur.

Par conséquent, nous avons tout d'abord évalué, pour chacun de nos titres, les risques reliés à leur capacité financière et aux clauses restrictives de leurs emprunts. Comme nous sommes généralement intransigeants à l'égard des bilans comportant un effet de levier élevé, la plupart de nos entreprises ont franchi ce test facilement. Toutefois, deux entreprises posaient un risque non négligeable pour notre portefeuille et nous avons décidé de nous en départir au début du mois de mars.

Au cours des jours suivants, la grande majorité des titres ont chuté abruptement; nous sommes donc passés à l'étape offensive en déployant une partie de nos liquidités. Notre approche repose, entre autres, sur l'élaboration et l'analyse de modèles financiers détaillés pour les entreprises qui retiennent notre attention. Nous avons donc utilisé ces modèles pour examiner la fluctuation potentielle du bilan financier et des flux de trésorerie de plusieurs entreprises suivant divers scénarios. Cela nous a permis de fixer un prix plancher auquel nous étions prêts à acheter ces titres. Nous avons également modélisé la rentabilité future selon l'hypothèse d'un éventuel retour à la normale. Comme ces scénarios positifs permettent d'arriver à une juste valeur supérieure à la valeur marchande actuelle, notre objectif était d'identifier les actions offrant à la fois des hausses potentielles importantes et un risque de baisse limité.

Au lieu d'entreprendre des recherches sur de nouvelles entreprises que nous connaissions moins, nous avons initialement déployé nos liquidités sur a) certaines de nos positions existantes dont la valeur marchande a diminué; b) des titres précédemment vendus en raison d'une évaluation trop élevée; et c) des sociétés analysées mais placées sur notre liste de souhaits car nous considérons leur marge de sécurité trop faible. En conséquence, nous avons augmenté nos parts dans cinq positions existantes, réintroduit trois anciens titres et ajouté deux nouveaux investissements provenant de notre liste de souhaits. Nous nous abstiendrons de divulguer et d'expliquer nos motivations pour ajouter ces deux nouvelles entreprises puisque nous accumulons toujours, en avril, des parts de ces compagnies.

D'anciens investissements fructueux de retour à une évaluation intéressante

Les trois titres de retour dans notre portefeuille avaient tous été vendus en raison de leur évaluation. Notre première acquisition est **SleepCountry (ZZZ – 10,01 \$)**, Dormez-vous au Québec, un titre de petite capitalisation que nous avons vendu à 30 \$ en juillet 2016. Nous avons racheté les actions pour moins de 10 \$ en mars. Les ventes souffriront certainement à court terme puisque leurs magasins sont fermés depuis le 22 mars. De plus, une récession et

une confiance affaiblie des consommateurs pèseront vraisemblablement sur les résultats à moyen terme. Nonobstant ces obstacles, les ventes de matelas ne seront pas nulles, certains ménages auront besoin d'acheter ce produit. De plus, leur division Endy, leader canadien dans la catégorie matelas-dans-une-boîte, continuera de croître. Selon des hypothèses extrêmes, nos modèles indiquent que leur endettement total demeurera sous la barre des 200 millions de dollars, soit à l'intérieur de leur facilité de crédit existante. Qui plus est, les petits concurrents auront du mal à survivre, ce qui permettra à ZZZ de poursuivre la croissance de ses parts de marché. À notre avis, le risque de baisse supplémentaire demeure faible alors que la hausse pourrait être considérable.

Le deuxième ajout est **Alimentation Couche-Tard (ATD – 33,15 \$)**; un titre que nous avons vendu à 42 \$. Un an plus tard, nous le rachetions à un prix inférieur de 25 %. Leurs emplacements demeurent un service essentiel durant cette pandémie. Bien que le confinement entraîne une baisse des kilomètres parcourus, les marges de carburant sont en forte hausse et les ventes en magasin, qui représentent plus de la moitié de leurs bénéficiaires, devraient rester relativement stables. L'évaluation du titre est comparable à celle de notre achat initial. À long terme, les opérations se stabiliseront, les marges resteront saines et ATD sera en voie d'atteindre son objectif de doubler le BAIIA de l'exercice 2018 d'ici cinq ans, une cible que nous considérons atteignable.

Le troisième titre que nous avons racheté, **Berkshire Hathaway (BRK – 182,83 \$)**, avait été vendu en 2016 au prix de 146 \$ par action. Au cours des trois dernières années, le rendement du titre a été moindre que celui du marché parce que Warren Buffett a conclu moins de transactions d'envergure. Ceci étant dit, l'entreprise détient un bilan exceptionnel avec 128 milliards d'encaisses à investir. Lors de périodes comme celle que nous traversons, la liquidité se tarit et de meilleures opportunités émergent habituellement. C'est exactement ce qui s'est produit durant la dernière récession. Au cours des cinq années qui ont suivi, BRK a obtenu un rendement supérieur de 40 % à celui du S&P 500. En mars, l'évaluation du titre a chuté à 1.0x sa valeur aux livres, c'est-à-dire la valeur comptable de toutes ses entités. Étant donné que les normes comptables les obligent à évaluer la majorité de leurs actifs au moindre du coût (prix d'acquisition) ou du marché (juste valeur actuelle), cette somme de tous leurs avoirs est inférieure à la valeur intrinsèque. La dernière fois que BRK s'est négocié à sa valeur comptable, c'était en 2009, lors du creux du marché boursier! Nous avons profité de ce bas prix pour investir à nouveau dans ce fantastique conglomérat.

En ce qui concerne les titres du portefeuille, nous avons accru notre position dans **RE/MAX Holdings (RMAX – 21,92 \$)**. Comme vous vous en souvenez peut-être, cette entreprise a historiquement transigé à prime relativement à l'évaluation du marché en raison de son modèle d'affaires attrayant. Bien qu'une récession risque d'affecter le marché immobilier résidentiel, nous sommes convaincus que ses conséquences seront moindres pour RMAX vu son niveau d'endettement, la génération continue de flux de trésoreries libres et, surtout, le caractère professionnel (temps plein) de leurs courtiers. Dans notre [lettre](#) du troisième trimestre, nous mentionnions un concurrent, Compass, qui a connu une croissance que nous qualifions d'irrationnelle sur la base d'*argent gratuit* obtenu grâce au taux d'intérêt peu élevé. Lorsque ce financement cessera, l'industrie du courtage immobilier retrouvera une dynamique concurrentielle normale et RE/MAX devrait alors gagner de fortes parts de marché².

Enfin, l'un de nos titres mérite que l'on s'y attarde. Avant la débâcle des marchés, nous avons vendu notre position dans **Cineplex (CGX – 11,70 \$)**. Grâce à notre politique d'investissement

² Les médias rapportaient en mars que Compass avait licencié environ 15 % de ses 2500 employés afin d'atténuer l'impact du ralentissement économique sur ses activités et de conserver des liquidités pour financer ses opérations non rentables.

flexible qui ne fixe aucune limite quant au montant maximal de nos liquidités, nous avons vendu notre participation dans CGX lorsque le titre se vendait à environ 33,80 \$, soit 20 cents de moins que le prix d'acquisition proposé par l'acquéreur étranger (voir notre lettre [2019Q4](#)). Une telle vente n'aurait pu être possible pour la majorité des gestionnaires de portefeuille en vertu de la politique d'investissement restrictive de leur mandat. Notre encaisse, qui a nui à nos résultats financiers dans les dernières années du marché haussier, nous a finalement bien servi au premier trimestre.

Une perspective optimiste

Au milieu de cette crise, alors que la plupart des gens sont confinés à la maison et que plusieurs petites entreprises ont de la difficulté à payer leurs dépenses, il est difficile de voir la lumière au bout du tunnel. Cela dit, la COVID-19 ne durera pas éternellement. Éventuellement, un vaccin sera développé et nous pourrons de nouveau socialiser, manger au restaurant et voyager. Quand les perspectives s'amélioreront et la peur s'apaisera, le segment du marché susceptible de bénéficier des meilleurs rendements sera celui des petites capitalisations. Lors des corrections précédentes, elles ont rebondi vigoureusement. Au cours des cinq années qui ont suivi le dernier creux, le rendement des petites capitalisations a dépassé de 73 % celui des grandes capitalisations!

Notre connaissance approfondie du segment nous sera fort utile. En outre, de nombreuses entreprises s'abstiennent de prédire les conséquences à court terme et de fournir des prévisions de ventes et de bénéfices à moyen terme. L'asymétrie de l'information, en particulier pour les sociétés de petite capitalisation, pourrait s'avérer particulièrement prononcée, à tel point que *la rue*, ou la communauté des investisseurs, aura du mal à fixer le juste prix d'un titre en l'absence des indications habituellement fournies par la direction. Dans de telles circonstances, nous sommes dans une position avantageuse en vertu de notre méthodologie d'analyse basée sur nos propres modèles financiers et nos conversations avec la direction, les fournisseurs et les concurrents.

En terminant, permettez-moi d'écrire quelques lignes sur nos opérations. Tout au long de la crise, nous avons continué à travailler sans interruption. Nos familles sont en sécurité, notre charge de travail est bien remplie et notre optimisme demeure élevé compte tenu des évaluations récentes et de la volatilité des titres.

Restez en sécurité.



Philippe Hynes, CFA
11 avril 2020

**Performance annualisée du Composé Tonus
Au 31/03/2020**

	<i>Composé Tonus (Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
3 mois	-19.32%	-16.34%
1 an	-16.21%	-7.74%
3 ans	-9.23%	2.62%
5 ans	-0.70%	4.99%
10 ans	7.21%	9.07%
Depuis la Création	6.68%	6.10%

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.