

PREMIER TRIMESTRE 2018 – Revue du portefeuille

Cher partenaire,

Voici notre revue du portefeuille pour le premier trimestre 2018.

LA PERFORMANCE

Au cours du premier trimestre 2018, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **-5,14 %**. 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 **-1,24 %**.

Depuis la création du Composé¹ Nord-Américain Tonus en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **10,65 %** comparativement à **7,10 %** pour l'indice de référence.

Contexte du marché

À la suite de l'ascension continue des titres de technologie plus tôt cette année, les dernières semaines ont été un rappel brutal que les marchés ne sont pas des voies à sens unique. Nous étions dans l'attente d'une plus grande volatilité depuis un certain temps... et nous avons été servis au premier trimestre quand elle est apparue avec vigueur! Phénomène absent l'an dernier, les indices ont enregistré des pertes quotidiennes supérieures à -2 % à plus de cinq reprises et, à la fin du mois de mars, le marché a connu sa pire semaine depuis plus de deux ans, reculant de -6 %. Les investisseurs ayant abondamment versé leur argent dans des fonds gérés passivement se sont précipités vers la sortie. Notamment, le SPDR S&P 500 (l'un des plus populaires fonds négociés en bourse) a subi une sortie de capitaux record de 23 milliards de dollars en une semaine, ou 8 % de ses actifs.

Devant couvrir ces rachats, ces ventes sans discernement effectuées par les fonds gérés passivement ont entraîné une baisse de tous les secteurs de l'indice, sauf celui des technologies; marquant ainsi le premier trimestre depuis plus de deux ans où le S&P 500 recule. Le marché canadien, qui accusait un retard important durant la dernière année, était encore une fois à la traîne, baissant de -4,5 % durant le trimestre, en raison de la faiblesse importante des secteurs de l'énergie (-10 %) et des mines (-5 %).

Incidences sur notre fonds

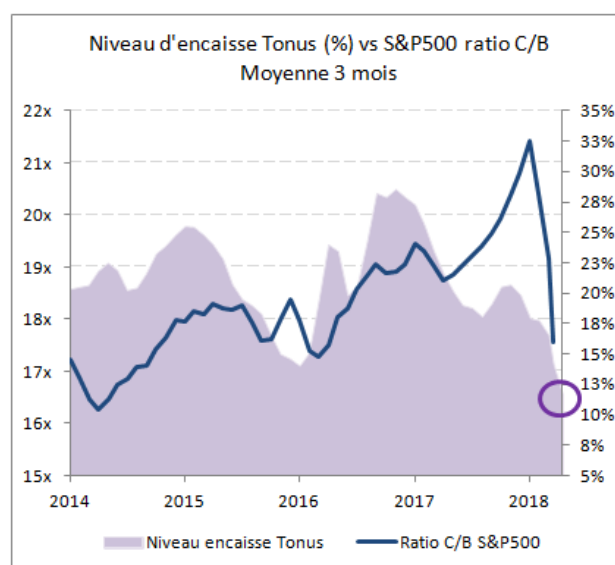
Avec un niveau d'encaisse élevé en début d'année, nous étions en bonne posture pour entrer dans ce marché volatil. En réponse à ces fluctuations élevées, nous avons pris deux mesures: a) constamment réévaluer la pondération actuelle dans tous nos investissements, et

¹ Une description complète du Composé Tonus est disponible en page 4.

l'augmenter ou la diminuer lorsque justifié, et b) trouver de nouvelles opportunités attrayantes, particulièrement dans des titres dont la valeur avait beaucoup diminué. Nous avons été actifs afin de saisir les occasions intéressantes et devrions profiter de l'impact positif de ces transactions plus tard cette année.

Cela dit, notre rendement de -5,1 % au premier trimestre est décevant et bien en deçà de nos ambitions. Il convient de noter que, lorsque les deux tiers des titres dans notre marché sont en baisse, il n'est pas surprenant que plusieurs de nos titres reculent également durant cette période. Deux facteurs ont accru notre repli. D'une part, la concentration de notre portefeuille accentue de tels mouvements, puisque des pondérations élevées entraînent évidemment de plus importantes fluctuations. D'autre part, nos investissements dans des titres de petites capitalisations peuvent, dans des moments de panique comme nous venons de vivre, être beaucoup plus volatils en raison de leur faible liquidité. À ce titre, nous pouvons attribuer la majorité de notre perte trimestrielle à deux de nos investissements appartenant à cette catégorie. Ces deux titres de petites capitalisations ont chuté précipitamment durant le trimestre, retranchant -4 % à notre performance! Nous croyons toujours en notre thèse d'investissement élaborée au moment de leur achat et leur bas prix actuel les rend encore plus attrayants. De fait, nous étions enchantés d'augmenter notre investissement à ces niveaux inférieurs, ce qui devrait résulter en un profit plus élevé qu'originellement anticipé.

Tel que décrit dans nos lettres antérieures, nous avons de la difficulté à trouver des escomptes et notre niveau d'encaisse élevé, oscillant entre 20 % et 25 % pour la majeure partie de 2017, a nui à notre rendement. Nous attendions les aubaines pour investir nos flux de trésorerie, et de telles occasions se sont finalement présentées au premier trimestre. Comme le démontre le graphique, lorsque les multiples d'évaluation du marché baissent et deviennent attrayant, notre niveau d'encaisse tend historiquement à diminuer rapidement. Par conséquent, nous avons déployé plus de la moitié de nos liquidités, augmentant notre participation dans six de nos titres et acquérant deux nouvelles positions (la première est présentée dans cette lettre, tandis que nous accumulons encore des actions de notre seconde position). Comme d'autres opportunités potentielles se dessinent à l'horizon, nous sommes enthousiastes à l'idée d'investir le reste de notre encaisse.

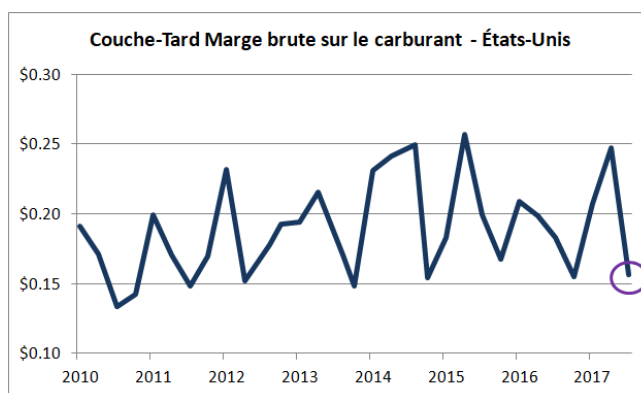


Nouveau titre

Après six années d'attente, nous avons saisi l'opportunité d'acquérir une participation dans l'une des entreprises les mieux gérées dans notre univers : **Alimentation Couche-Tard (ATD.B – 57,67 \$)**. Depuis ses 34 emplacements au moment de son PAPE en 1986, l'entreprise a connu une croissance considérable et compte maintenant plus de 12 000 magasins dans douze pays. Pendant des années, le titre ATD était en pleine effervescence, axé sur une solide exécution, un accroissement des marges et une stratégie d'acquisition et d'intégration sans faille. De fait, Couche-Tard a été en mesure de maintenir un rendement sur

les capitaux propres au-delà de 20 % tout en conservant un niveau d'endettement raisonnable, de sorte que le titre se négociait continuellement à prime. Il y a un an, le titre a commencé à battre de l'aile alors que les investisseurs s'attendaient à ce que Metro, détenant 32 millions d'actions ATD, se départisse de la majeure partie de celles-ci pour financer sa propre croissance. Une telle entente s'est conclue le 11 octobre lorsqu'un important bloc d'actions s'est négocié à un prix réduit de 57,17 \$. Nous n'avons pas réussi à acquérir les actions que nous convoitions à ce prix avantageux et avons été déçus de voir le prix remonter rapidement.

Depuis ce temps, Couche-Tard a présenté des résultats trimestriels au-deçà des attentes, et le titre a chuté de son sommet de 68 \$ au mois de décembre pour atteindre 56 \$ dernièrement. Ajusté pour la conversion de devise (les revenus de Couche-Tard sont majoritairement en dollars américains), le titre s'avère en baisse de 21 % au cours des deux derniers mois, sur la base de ce que nous croyons être des problèmes transitoires. En effet, la plupart du manque à gagner provient d'une baisse de la marge de profit obtenue sur la vente de carburant. Comme le démontre le graphique ci-joint, ce déclin récent ne sort pas de l'ordinaire, et les marges pour les carburants demeurent dans la fourchette historique de 15 à 25 cents par gallon. Qui plus est, l'entreprise procède à l'intégration de l'importante acquisition de CST conclue il y a un an. Bien que les synergies attendues soient plus importantes que prévues (215 \$ millions comparativement à 175 \$ millions originalement anticipées), ces magasins moins performants exercent une certaine pression sur les indicateurs opérationnels de Couche-Tard à court terme, une autre problématique temporaire à notre avis.



En ce qui concerne l'évaluation, Couche-Tard est de retour à sa valorisation de 2013. Le prix de l'action est stable depuis deux ans et demi, alors que les profits ont crû de près de 50 %. Nonobstant son programme actuel de dépenses en capital élevées, l'entreprise réalise des flux de trésorerie libres de plus d'un milliard de dollars américains par année ce qui financera les prochaines acquisitions, lesquelles, selon nous, sont le facteur générateur de valeur pour l'actionnaire chez ATD. À 14x les bénéfices, et grâce à la réalisation des synergies provenant des acquisitions et aux initiatives pour stimuler la croissance à la fois organique et inorganique, nous croyons qu'il s'agit d'un point de départ très attrayant comportant un risque de pertes très limité.

En conclusion, bien que nous ne soyons pas satisfaits de notre performance du premier trimestre, nous demeurons **très optimistes** quant à la qualité et la valorisation de nos titres actuels. Sur une base moyenne pondérée, l'évaluation actuelle de notre portefeuille est 14 % plus attrayante comparativement à l'an dernier (le portefeuille se transige actuellement à un multiple de 13.9x comparativement à 16.2x à la fin du premier trimestre 2017). Nous comprenons la divergence de notre opinion avec celle des autres investisseurs et mesurons constamment le ratio gain/perte espéré sur les titres. Aux prix actuels, nous sommes enthousiastes quant à la probabilité que ces titres connaissent une hausse et considérons les gains potentiels largement supérieurs aux pertes possibles. Au fur et à mesure que ces entreprises communiqueront de bonnes performances financières, nous anticipons que les investisseurs reconnaîtront les mérites de leurs modèles d'affaires ainsi que leurs valorisations attrayantes. Avec un niveau de trésorerie beaucoup plus bas, notre portefeuille profitera

grandement d'une telle réévaluation positive et nous croyons que des rendements solides nous attendent.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA
20 avril 2018

Performance annualisée du Composé Tonus Au 31/03/2018

	<i>Composé Tonus</i> <i>(Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
<i>3 mois</i>	-5.14%	-1.24%
<i>6 mois</i>	-1.78%	4.32%
<i>AACJ</i>	-5.14%	-1.24%
<i>1 an</i>	-3.87%	5.83%
<i>2 ans</i>	7.91%	12.55%
<i>3 ans</i>	7.45%	7.70%
<i>5 ans</i>	10.47%	12.71%
<i>Depuis la Création</i>	10.65%	7.10%

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.