

QUATRIÈME TRIMESTRE 2017 – Revue du portefeuille

Cher(ère) partenaire,

Nous sommes heureux de vous faire parvenir cette revue du portefeuille pour le quatrième trimestre 2017.

LA PERFORMANCE

Au quatrième trimestre 2017, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **3,54%**. 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 **5,63 %**.

Pour l'année 2017, le **Fonds Partenaires Tonus** est en hausse de **2,90 %** comparativement à **11,38 %** pour l'indice de référence.

Depuis la création du Composé¹ en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **11,50 %**. En comparaison, le rendement annualisé de l'indice de référence durant cette période est de **7,41 %**.

Revue de l'année

Nous avons terminé l'année en force avec une hausse de 9 % de la valeur unitaire du Fonds au cours des quatre derniers mois. Toutefois, dans l'ensemble, l'année 2017 a été douce-amère. D'une part, nous avons connu un rendement positif pour une neuvième année consécutive et nos actifs sous gestion ont crû et surpassent maintenant les 75 millions de dollars. D'autre part, certains facteurs externes et internes ont maintenu nos rendements sous les niveaux espérés. Parmi ces facteurs, notons l'impact fort négatif des fluctuations de la devise américaine, le fait que les sociétés à faible capitalisation boursière et les titres de valeur n'ont produit pratiquement aucun rendement, ainsi que la piètre performance de quelques-uns de nos titres.

Les derniers mois ont été marqués par une croissance frénétique des investissements spéculatifs dans des titres et secteurs potentiellement très prometteurs, mais qui possèdent peu d'historiques et souvent aucune rentabilité. Le secteur de la biotechnologie (en hausse de 54 % l'an dernier) et les cryptomonnaies étaient en tête de liste. Entretemps, l'absence de volatilité² a transformé notre terrain d'opportunités en une terre désertique. Bien que nous possédions une

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

² La dernière fois que le S&P 500 a perdu au moins 2 % au cours d'une session remonte à deux mois avant l'élection présidentielle américaine de 2016. En 2017, il n'y a eu que quatre jours où l'indice a chuté d'au moins 1 %. Au cours des trois dernières décennies, en moyenne, les chutes de 1 % se sont produites tous les huit jours et des chutes de plus de 2 % étaient enregistrées environ dix fois par an.

encaisse considérable dans notre Fonds, nous ne dérogerons pas de notre discipline rigoureuse et ne nous aventurerons pas dans ces secteurs encensés par plusieurs. Nous demeurerons fidèles à nous-mêmes, comme vous avez appris à vous y en attendre au fil des ans. Bien que le 1 % de rendement obtenu sur nos encaisses n'est certes pas spectaculaire, ces dernières s'avèreront de bien grande utilité lorsque les occasions apparaîtront de nouveau; comme nous l'avons constaté au début de 2016.

Éléments ayant influencé nos rendements

Le plus important facteur ayant eu un impact négatif sur nos résultats cette année fut la dépréciation du dollar américain. En effet, le dollar américain a connu sa plus importante baisse annuelle depuis 2003. Cela a fini par éliminer les deux tiers (**4,8 points de pourcentage**) de nos gains en 2017.

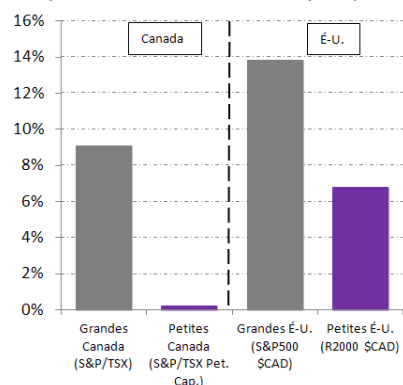
D'autres facteurs négatifs étaient davantage sous notre contrôle. Deux de nos titres ont subi une forte baisse au cours de l'année, nous faisant perdre **3,1 points de pourcentage**. Le premier, **Technologies Interactives Mediagrif (MDF – 11,05 \$)**, a chuté de 42 % en raison de la détérioration de sa marge de profit à la suite d'une décision de la direction d'investir davantage à court terme pour stimuler la croissance organique à long terme. Même si nous nous attendions à une érosion des marges, elle a été plus importante qu'anticipée et nous devons maintenant attendre que la croissance des ventes rebondisse. Au niveau du cours actuel, nous croyons qu'il y ait peu de chance qu'une baisse additionnelle survienne compte tenu des flux de trésorerie générés par l'entreprise. L'action devrait connaître de meilleurs jours en 2018 quand la croissance organique augmentera et que les marges rebondiront de ce creux. La deuxième, **PHI Inc (PHIK – 11,57 \$)**, a connu un déclin de 15 % en 2017 malgré la stabilité de ses opérations et une acquisition importante. Les revenus sont appelés à croître en 2018 et la valeur de l'actif demeure significativement plus élevée que la valorisation actuelle accordée par le marché (voir nos explications dans la [lettre 1T17](#)). Par conséquent, nous nous attendons à voir le prix de l'action rebondir éventuellement. Nous conservons ces deux investissements étant donné que le ratio de gain potentiel par rapport au risque de subir une perte additionnelle demeure extrêmement attrayant.

Rendement relativement aux indices de sociétés à grande capitalisation

Finalement, notre performance relative de 2017 est inférieure à celle de l'indice de référence composé de sociétés à grande capitalisation boursière que nous avons présenté par le passé. Comme vous le savez, nous ne gérons pas votre argent en mesurant notre disparité relativement à un indice. Nous accordons peu d'importance au fait de surpasser ou non le rendement d'un indice boursier au cours d'une période de temps aussi courte qu'une année. Cependant, vu les « niveaux records » atteints par le S&P 500, le Dow Jones et le Nasdaq cette année, sans mentionner les rendements solides affichés par les marchés boursiers mondiaux, il semble juste de demander pourquoi nos rendements n'ont pas atteint un niveau aussi élevé que celui des indices.

D'abord, les sociétés à faible capitalisation ont connu, en moyenne, un rendement de l'ordre de 8 % inférieur à celui des sociétés de grande capitalisation (voir figure 1). Nous découvrons la plupart de nos opportunités d'investissement dans les petites capitalisations, où nos recherches et

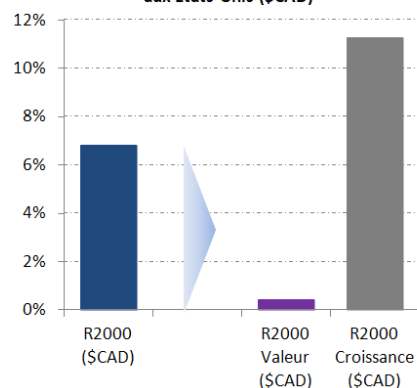
Fig. 1. Performance des grandes vs petites capitalisations - marché Can. et É-U. (\$CAD)



modélisations exclusives nous permettent de déceler la valeur dissimulée. Comme nous avons investi la majorité de notre portefeuille dans des actions de faible et moyenne capitalisation boursière (seulement 16 % du portefeuille est investi dans des actions de grande capitalisation), nous n'avons pu bénéficier de l'apport de capitaux qui a propulsé le S&P 500.

Qui plus est, le rendement des petites capitalisations de style valeur a connu une sous-performance de 11% relativement à celles de style croissance en 2017 (voir figure 2). Les deux dernières fois que nous avons observé un écart aussi grand fut en 2007 et 1999. À chaque occasion, néanmoins, les titres de style valeur avaient par la suite largement dépassé ceux de style croissance. Nous croyons que la même chose se produira.

Fig. 2. Détail de performance des petites capitalisation aux États-Unis (\$CAD)



Afin d'illustrer la différence entre les deux stratégies d'investissement, examinons ces deux titres : **BlueBird Corporation (BLBD 19,25 \$)**, le fabricant d'autobus scolaire (style valeur et titre que nous détenons), et **Bluebird Bio (BLUE - 178,10 \$)**, la compagnie de biotechnologie qui développe des thérapies géniques transformatives pour les maladies génétiques sévères et le cancer (style croissance et titre que nous ne détenons pas). Quand nous avons acheté BLBD en 2015 à moins de 10 \$ par action, la compagnie était en activité depuis 88 ans, contrôlait 30 % du marché de la manufacture d'autobus scolaire, générait 35 millions de dollars en flux de trésorerie disponible par année, et son titre se négociait à un multiple de moins de 10x son flux de trésorerie disponible. Nous avons investi dans une entreprise solide, bien gérée, qui connaissait une certaine croissance (non pas explosive, mais constante) dont la valorisation boursière était faible et très attrayante. Le titre BLBD a connu un rendement de 21 % en 2017 et est en hausse de 90 % depuis que nous l'avons acheté. Notre rendement l'an dernier était excellent, mais il fait pâle figure comparativement au rendement de 189 % de BLUE. Cela dit, BLUE perd 300 millions de dollars annuellement, se négocie à un multiple de 45x les revenus de 2021, et a vu son président vendre pour 35 millions de dollars de ses actions personnelles durant les six derniers mois, habituellement un indicateur négatif.

Alors que les deux *Birds* ont gagné de l'altitude l'année dernière, l'investissement spéculatif dans BLUE fut, à court terme, le grand gagnant. Soyez assurés, cependant, que nous ne dérogerons pas de notre style valeur pour investir dans BLUE et s'aventurer dans l'évaluation de la probabilité qu'un médicament contre le cancer soit efficace ou non. Toutefois, il est important de reconnaître que c'est cette catégorie d'actions (comme BLUE), offrant de grandes promesses, mais présentant un risque très élevé, qui a mené les marchés à des niveaux sans précédent en 2017.

Bonne performance de nos titres

Passons maintenant au positif. La vaste majorité de nos titres ont bien performé au cours de l'année. En effet, le rendement de nos titres, sans considérer l'effet négatif de la devise américaine, s'est chiffré à 9,1 %. Les nouveaux titres acquis cette année se sont bien comportés et nous nous attendons à de nouveaux gains en 2018 et au-delà. De surcroît, nous avons un fort niveau de conviction envers nos principaux titres, à un point tel que, durant la seconde moitié de 2017, nous avons accru notre investissement dans quatre de nos cinq principales positions (actuelles). Nous avons acquis plus d'actions de ces compagnies après

que leur cours respectif ait diminué pour des raisons que nous croyons non fondées ou basées sur du court terme. Nous ne pouvons prédire à quelle vitesse le marché réajustera le prix de ces titres, mais nous sommes confiants qu'ils généreront des gains substantiels au cours des trois à cinq prochaines années.

Dans le cadre de notre continuelle quête de valeur, nous tournons souvent notre attention vers les secteurs qui sont tombés temporairement en défaveur. En conséquence, durant la deuxième moitié de 2017, nous avons concentré nos efforts sur la recherche de titres dans le secteur du commerce de détail où les évaluations demeurent à des niveaux très faibles. Après avoir acheté des actions du franchiseur des restaurants **Freshii Inc (FRII - \$7.34)** au [troisième trimestre](#), nous avons acquis celles de **Sally Beauty Holdings (SBH - 18,76 \$)** au quatrième trimestre. Sally est un détaillant et distributeur international de produits de beauté professionnels, principalement les produits de soins et de coloration pour cheveux, destinés aux consommateurs de détail et aux stylistes professionnels. Avec plus de 5 000 emplacements dans 12 pays, Sally est en mesure de négocier des lignes exclusives avec les manufacturiers et de distribuer ses propres lignes de produits de marque maison, lesquelles comptent pour près de la moitié des ventes. Sally n'a pas échappé au sentiment négatif qui a affligé les détaillants au cours des derniers mois: le prix de ses actions a chuté d'un sommet de 35 \$ en 2016 à un creux de 15 \$ en 2017. Bien que nous ne nous attendions pas à ce que les revenus de Sally fassent un bond spectaculaire, nous croyons que les participants du marché ont réagi de façon exagérée à un ralentissement de la croissance et ont fermé les yeux sur les bases solides de la compagnie. Nous avons acheté des actions à un multiple de 8x les profits et nous nous attendons à ce que le bénéfice par action continue d'augmenter en 2018. La compagnie est extrêmement favorable aux actionnaires, retournant la majorité de son encaisse sous la forme d'un rachat massif d'actions, et le président de la compagnie a personnellement acheté 60 000 actions au cours de l'année 2017, habituellement un indicateur positif.

10e anniversaire

Nous aurions certainement souhaité que notre dixième anniversaire soit marqué par des résultats plus solides, mais nous avons peu de contrôle sur la performance de notre portefeuille sur une période de 12 mois. Nous préférons regarder nos résultats à long terme qui reposent sur plus de 10 ans de rendement, depuis notre toute première transaction en date du 31 octobre 2007. Durant cette période, nous avons réalisé un rendement annuel de 11,50 %, ce qui est bien au-deçà du rendement de 7,41% pour l'indice de référence pour les sociétés à forte capitalisation. (Les sociétés à faible capitalisation ont moins bien performé au cours de cette période.) Notre firme repose sur des bases solides, avec des actifs sous gestion dans notre stratégie d'investissement nord-américaine qui dépassent maintenant 75 millions de dollars. Nous tenons à remercier tous nos partenaires de leur confiance et leur soutien au cours de ces dix premières années d'existence. Nous avons hâte d'entamer la prochaine décennie avec vous en conservant, comme toujours, notre enthousiasme et nos ambitions indéfectibles.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA
15 janvier 2018

**Performance annualisée du Composé Tonus
Au 31/12/2017**

	<i>Composé Tonus (Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
<i>3 mois</i>	3.54%	5.63%
<i>6 mois</i>	3.05%	7.86%
<i>AACJ</i>	2.90%	11.38%
<i>1 an</i>	2.90%	11.38%
<i>2 ans</i>	13.38%	12.85%
<i>3 ans</i>	10.75%	10.41%
<i>5 ans</i>	14.71%	14.75%
<i>Depuis la Création</i>	11.50%	7.41%

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.