

TROISIÈME TRIMESTRE 2017 – Revue du portefeuille

Cher(ère) partenaire,

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

LA PERFORMANCE

Au troisième trimestre 2017, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **-0,47 %**. 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 **2,11 %**.

Cette année à ce jour, le **Fonds Partenaires Tonus** est en baisse de **-0,62 %** comparativement à une hausse de **5,45 %** pour l'indice de référence.

Depuis la création du Composé¹ en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **11,41 %**. En comparaison, le rendement annualisé de l'indice de référence durant cette période est de **7,02 %**.

REVUE DU PORTEFEUILLE

Le Fonds Partenaires Tonus a connu un troisième trimestre tumultueux, mais son rendement est finalement demeuré relativement stable. Sur une note positive, nous avons observé l'éveil des sociétés à faible capitalisation. Depuis quelque temps maintenant, certains de nos titres à plus faible capitalisation dégagent d'excellents résultats financiers/opérationnels, mais les investisseurs ont ignoré leurs bases solides. Le sentiment du marché envers cette catégorie s'est amélioré, particulièrement en septembre, et certains de nos titres ont reçu l'attention méritée. Tel fut le cas de **Points International (PTS – 14,20 \$)** et de **Blue Bird Corporation (BLBD - 20,60 \$)**; leur cours augmentant de plus de 20 % au cours des trois derniers mois. Plusieurs de nos titres ont progressé, si bien que nous aurions pu clore le trimestre avec un rendement positif n'eût été de deux facteurs : le recul injustifié d'une importante position et, encore plus significatif, l'incidence négative de la forte appréciation du dollar canadien.

Le recul injustifié d'une importante position

Nous avons initialement acquis le titre d'**Uni-Sélect Inc (UNS – 26,96 \$)** en 2013. Depuis ce premier achat, le prix de l'action a connu une hausse colossale de 137 %. En tant qu'investisseurs à long terme, nous cherchons à surperformer l'indice de référence sur une

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

période de trois à cinq ans. Durant cet intervalle, nos titres peuvent subir une chute de prix lors d'un ou plusieurs trimestres. De par la concentration de notre portefeuille, nous investissons dans un nombre restreint de titres avec des pondérations élevées. Lorsque nos positions les plus importantes connaissent un mauvais trimestre, cela peut avoir une incidence significative sur le rendement à court terme du fonds. Ce fut le cas, au troisième trimestre, lorsque le titre d'Uni-Sélect a reculé de 14 %. Malgré l'annonce de bons résultats financiers, le titre s'est replié lorsque les investisseurs ont mis de la pression sur leurs concurrents américains pour leur piètre performance et le risque auquel ils doivent maintenant faire face en lien avec l'arrivée d'Amazon dans leur marché. Bien qu'Amazon constitue une menace réelle à cet égard, le marché néglige le fait qu'Amazon soutire essentiellement des parts de marché dans le segment des bricoleurs (*do-it-yourself*), lequel compte pour moins de 5 % des ventes d'Uni-Sélect (alors qu'il représente de 40 à 80 % des ventes de ses pairs américains). Nous croyons que la rentabilité continuera d'augmenter et qu'une saine allocation du capital créera de la valeur pour les actionnaires. Lorsque notre thèse d'investissement n'est pas altérée, nous profitons d'une baisse du prix de l'action pour acheter. C'est pourquoi nous avons suivi l'exemple de leur PDG et acquis davantage d'actions en septembre, augmentant ainsi notre position à des cours très attractifs.

Un nouvel investissement « fresh »

En tant qu'investisseur en quête de valeur, nous recherchons des titres qui ont temporairement perdu la cote. Nous voulons investir notre encaisse lorsqu'il y a peu d'intéressés; par exemple, lorsque les investisseurs axés sur la croissance abandonnent et que les évaluations deviennent nettement plus raisonnables. Une telle opportunité s'est présentée à la fin du troisième trimestre : notre investissement dans **Freshii (FRII – 5,61 \$)**, le franchiseur mondial des restaurants à service rapide Freshii. En septembre, nous avons été en mesure d'acquérir le titre à un prix extrêmement avantageux lorsque la compagnie a revu à la baisse ses prévisions de croissance à long terme. Freshii a fait fureur lors de son premier appel public à l'épargne (IPO) en début d'année. En mars, le cours de l'action a bondi à 15 \$ par rapport à son prix initial de 11,50 \$. À l'époque, les analystes faisaient l'éloge du modèle d'affaires attractif du franchiseur, de son concept novateur, ainsi que de sa vive croissance. Parmi les neuf analystes qui couvraient le titre, sept en recommandaient l'achat alors que le titre se transigeait à un multiple de 50x les flux de trésorerie disponibles! Les investisseurs ont été séduits par la forte croissance anticipée du nombre de magasins. Par la suite, au cours du troisième trimestre, les dirigeants ont tempéré leurs attentes et le cours a chuté abruptement de 60 %, sous la barre des 6 \$. Bien qu'un modèle franchiseur/franchisé soit attractif du point de vue du faible capital requis de la part du franchiseur, celui-ci demeure à la merci du déploiement des capitaux par les franchisés. À cet effet, certains franchisés prennent légèrement plus de temps qu'anticipé pour l'ouverture de nouveaux emplacements. En raison de ces délais, le nombre total de 850 magasins sera atteint un peu plus tard qu'initialement prévu. Suite à l'ouverture de 77 emplacements en 2015 et 106 en 2016, nous prévoyons que 100 restaurants devraient ouvrir en 2017, et 150 en 2018.

Le marché s'est complètement désintéressé du concept, malgré le fait que le nombre total de magasins continue de croître à plus de 30 % et que le chiffre d'affaires des établissements comparables demeure en hausse. En dépit des défis liés à la croissance de cette jeune entreprise, elle ne cesse pas pour autant de générer des flux de trésorerie abondants. Néanmoins, le titre a considérablement chuté et, à son bas prix actuel, seulement quatre des dix analystes couvrant le titre en recommandent l'achat, même si leur cours cible moyen se situe à 9 \$, 60 % plus haut que le cours actuel! En ce qui nous concerne, nous sommes convaincus d'avoir fait l'acquisition d'un concept attractif avec peu de risque de perte sur notre

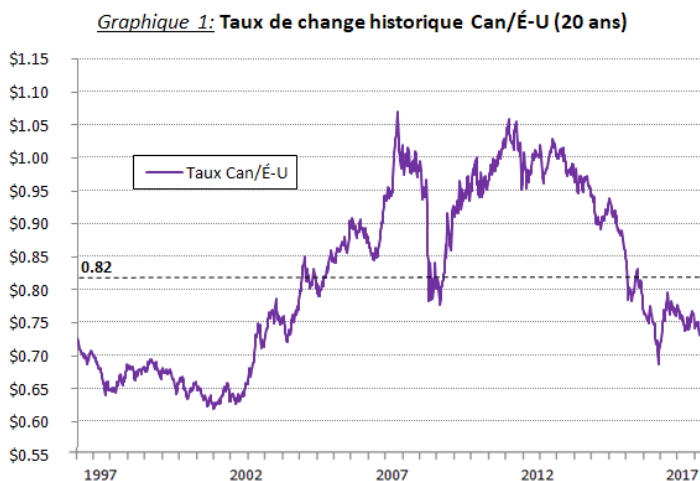
achat. Le bilan comptable de la compagnie est sain, avec 1 \$ par action en encaisse et aucune dette. Selon notre modèle, les flux de trésorerie disponibles par action de la compagnie devraient croître de 0,30 \$ cette année jusqu'à 0,45 \$ en 2019. Au prix de 5,60 \$, nous avons payé un multiple de moins de 10x (ajusté pour l'encaisse) pour un concept innovateur qui offre une perspective de croissance solide pour plusieurs années.

Titres vendus

Nous avons également été actifs du côté des ventes. Les rendements solides générés par certaines de nos positions nous ont menés à liquider l'ensemble ou une partie de certains titres. À cet égard, nous nous sommes départis de notre investissement dans **Points International (PTS – 14,20 \$)** avec un bénéfice appréciable. Le marché a pris plus de temps que nous l'avions prévu initialement à reconnaître l'abondance des flux de trésorerie disponibles générés par son principal pôle d'activité, mais l'action s'est finalement redressée et, à 45 % au-dessus de son prix plancher, nous avons vendu en vue d'acheminer les bénéfices réalisés vers des investissements plus prometteurs. Nous avons aussi liquidé nos actions de **Tempur Sealy International (64,52 \$)**, encaissant un gain de 40 % sur une période de six mois. Nous croyons que l'impact de la perte de leur principal client deviendra pleinement apparent dans la seconde moitié de 2017 et que le risque associé à cette perte n'a pas été bien pris en compte dans l'évaluation actuelle du cours de l'action.

L'incidence négative de la forte appréciation du dollar canadien

Nous avons mentionné plus haut que la fluctuation des devises a nui à notre rendement trimestriel. Comme vous le savez, nous investissons des deux côtés de la frontière. Nous évitons de spéculer sur les fluctuations à court terme des taux de change et fondons nos décisions d'investissement uniquement sur les mérites des compagnies étudiées. Tel qu'illustré dans le graphique 1, au cours des 20 dernières années, le taux de change CAD/USD tend vers un retour à la moyenne autour de 0,82 \$. Comme la valeur de l'actif net de notre fonds est calculée en dollars canadiens, nous sommes, à court terme, vulnérables face aux fluctuations du taux de change. Par exemple, si nous achetons une action d'une compagnie américaine dont le cours se transige à 100 \$ U.S. lorsque le taux de change CAD/USD se situe à 0,74, notre cout est de 135 \$ en dollars canadiens (100 \$/0,74). Si, à la fin du mois, le cours de l'action demeurait stable, mais que la valeur du dollar canadien atteignait 0,82 (ce qui est essentiellement ce qui s'est produit ce trimestre), nous déclarerions une perte de 10 % sur cet investissement, puisque la valeur de l'action aurait diminué pour atteindre 121,95 \$ en dollars canadiens.



Un dollar canadien en hausse diminue le prix des biens étrangers : les achats en ligne sur les sites américains deviennent plus abordables, mais cela diminue également la valeur des investissements étrangers. Quand le dollar américain s'apprécie, nous en bénéficions. Tel fut le

cas en 2011, 2013, 2014 et 2015. Or, depuis le lancement du fonds en janvier 2016, le dollar américain a abaissé nos rendements. Cette année, les fluctuations ont été significatives : le dollar américain a perdu 1 % de sa valeur par rapport au dollar canadien en mai, 4 % en juin et 4 % en juillet, entraînant une baisse de 7 % cette année à ce jour. Si seulement une petite portion de nos avoirs se trouvait aux États-Unis, l'incidence serait négligeable. Cependant, comme la composition américaine de notre portefeuille a atteint en moyenne 68,6 % cette année, nous subissons de plein fouet les contrecoups de la dépréciation du dollar. C'est pourquoi la fluctuation de la devise a une incidence négative de -5 % sur le rendement du fonds cette année à ce jour. Hormis les fluctuations du taux de change, notre performance trimestrielle aurait été positive.

Patience

Les marchés étant toujours dépourvus de volatilité et les évaluations demeurant à des niveaux élevés, peu de perspectives intéressantes s'offrent aux investisseurs axés sur la valeur comme nous. Les marchés à l'échelle mondiale ont progressé de manière lente, mais constante à un point tel que, pour la première fois depuis 30 ans, les indices boursiers du S&P 500, MSCI Europe et MSCI Asie n'ont enregistré aucun recul de 5 % cette année à ce jour. L'économie nord-américaine se porte bien et les bénéfiques sont en hausse, mais tel est aussi le cas des évaluations, ce qui nous importe davantage. L'évaluation élevée d'un titre signifie habituellement que les gains futurs ont été devancés. Dans un tel contexte, nous demeurons patients en conservant un niveau d'encaisse raisonnable qui pourra être déployé lorsque les bonnes occasions se présenteront.



Philippe Hynes, CFA
15 octobre 2017

Pour référence, veuillez trouver ici-bas la performance brute historique de notre stratégie d'équité nord-américaine :

**Performance annualisée du Composé Tonus
Au 30/09/2017**

	<i>Composé Tonus (Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
<i>3 mois</i>	-0.47%	2.11%
<i>6 mois</i>	-2.13%	1.45%
<i>AACJ</i>	-0.62%	5.45%
<i>1 an</i>	4.48%	10.93%
<i>2 ans</i>	13.67%	12.30%
<i>3 ans</i>	8.17%	9.68%
<i>5 ans</i>	14.94%	13.76%
<i>Depuis la Création</i>	11.41%	7.02%

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.