

TROISIÈME TRIMESTRE 2018 – Revue du portefeuille

Cher(ère) partenaire,

Voici la revue du portefeuille pour le troisième trimestre 2018.

LA PERFORMANCE

Au troisième trimestre 2018, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **-0,06%**. 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 **2,57 %**.

Cette année à ce jour, le **Fonds Partenaires Tonus** est en baisse de **-0,94 %** comparativement à une hausse de **7,50 %** pour l'indice de référence.

Depuis la création du Composé¹ en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **10,57 %**. En comparaison, le rendement annualisé de l'indice de référence durant cette période est de **7,60 %**.

REVUE DU PORTEFEUILLE

Le troisième trimestre est maintenant terminé et notre performance est demeurée stable durant la période. Par conséquent, jusqu'à présent cette année, nos résultats demeurent en deçà de nos attentes; sur une base absolue, il s'avère frustrant de voir notre rendement pratiquement inchangé. Comme toujours, certains de nos titres ont crû de manière considérable depuis le début de l'année. Cependant, contrairement à nos habitudes, un plus grand nombre de nos investissements ont décliné substantiellement; effaçant, par le fait même, les profits de nos étoiles.

Normalement, pendant une année donnée, l'un ou deux des 15 à 20 titres de notre portefeuille concentré sous-performe. Cette année, nous en comptons six. Il s'agit toutes de titres de petites capitalisations, une catégorie intrinsèquement plus volatile. Cette dernière peut évoluer dans les deux sens. Alors que notre patience est mise à l'épreuve par le bas prix persistant de ces titres, nous croyons que leur reprise pourrait être vive et rapide. C'est pourquoi nous n'avons pas cristallisé nos pertes. Au contraire, dans plusieurs cas, nous avons racheté davantage d'actions à des prix inférieurs et prévoyons en récolter les bénéfices dans le futur.

Selon nous, ce n'est qu'une question de temps avant que le marché réévalue ces actions. La patience est de mise en attendant soit a) une amélioration de la profitabilité, ou b) un catalyseur

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

particulier à la compagnie. Ce dernier peut être initié de façon interne. En effet, au cours du dernier mois, les conseils d'administration de trois de nos titres ont établi des mesures pour accroître la valeur des actionnaires. Reconnaisant que leurs compagnies étaient sous-évaluées, les dirigeants ont entrepris un processus afin de trouver des acheteurs pour une partie ou la totalité de leurs compagnies respectives; le tout à des niveaux évidemment plus élevés que les cours actuels.

Uni-Sélect (UNS – 21,99 \$)

À la mi-septembre, le prix des actions avait diminué de 26 %. Jusqu'au milieu de 2016, l'entreprise profitait de conditions du marché au-dessus de la normale dans le secteur de la distribution de la peinture. Il s'ensuivit une rationalisation des fournisseurs ainsi qu'une intensification de certaines pressions concurrentielles qui ont mené au déclin de la rentabilité du segment le plus lucratif d'Uni-Sélect. Même si le recul initial du prix de l'action était justifié, il a été exacerbé par une mauvaise communication et une piètre exécution de la part de la direction. Par conséquent, le CA a décidé de licencier son chef de la direction et de se départir de morceaux ou de l'ensemble de la compagnie afin de permettre aux actionnaires de bénéficier de la pleine valeur des actifs.

Nous croyons que des prétendants adéquats répondront à l'appel. La distribution de peinture continue de générer des marges de profit appréciables, le niveau du BAIIA dépasse les 80 millions de dollars annuellement, et leur part de marché atteint près de 30 %. La récente acquisition d'une entreprise européenne devrait aussi paraître attrayante pour des concurrents désireux de réaliser une expansion outre-Atlantique. Finalement, leur filiale canadienne termine une modernisation de ses systèmes qui devrait entraîner un accroissement des marges. Nous croyons que la compagnie pourrait aller chercher entre 26 \$ et 31 \$ par action lors d'une éventuelle transaction. Ceci constituerait une hausse de 25 % par rapport au prix actuel.

Médiagrif (MDF – 10,88 \$)

Claude Roy, le Chef de la direction et principal actionnaire de ce fournisseur de solutions en commerce électronique, s'est lassé du déclin de la valeur accordée par le marché à son entreprise et a annoncé qu'il était prêt à travailler avec son conseil d'administration afin de vendre l'entreprise et réaliser sa juste valeur. À la suite d'un recul de plus de 25 % du prix de l'action au cours de la dernière année, les investisseurs ont cessé de croire à la stratégie de la direction consistant à réinvestir une part des bénéfices dans des initiatives de croissance. À notre avis, les investisseurs ont mis un accent démesuré sur la croissance organique consolidée et négligent la performance respectable de certaines entreprises au sein du groupe. Nous comprenons l'ambiguïté provenant d'une amalgamation de diverses solutions de commerce électronique. Toutefois, même si ces dernières sont différentes, TOUTES sont rentables.

Avec l'annonce de la revue stratégique, nous croyons qu'un frein sera mis à certains des investissements de croissance et que la profitabilité s'améliorera. Comme la compagnie génère plus de 1 \$ de flux de trésorerie par action, nous sommes confiants qu'un acheteur pourrait payer entre 17 \$ et 19 \$ par action. En augmentant légèrement le levier financier, l'acquéreur pourrait obtenir un bon rendement sur son investissement. Au prix actuel, le risque est minime. En effet, le groupe est protégé par la valeur de leur meilleure entreprise, Intertrade, laquelle pourrait, selon nous, atteindre à elle seule une valorisation de 100 millions de dollars, ou 7 \$ par action.

PHI Inc (PHIK – 9,34 \$)

Cet opérateur d'hélicoptères pour des fins médicales (urgences) et pour le transport du personnel sur les plateformes de forage en mer explore, également, des alternatives stratégiques, en raison d'une chute de 20 % de son titre depuis le début de l'année. Au cours des derniers mois, les investisseurs ont porté leur attention sur les conditions difficiles de ses opérations reliées au secteur de l'énergie. Puis, avec la flambée du prix du pétrole, le forage en mer a repris et une rentabilité décente s'annonce de nouveau à l'horizon. Pourtant, en dépit de ces améliorations, le titre demeure sous pression en raison du refinancement d'un emprunt de 500 millions de dollars venant à échéance en 2019. PHI espérait remédier à cette situation à court terme ; toutefois, les taux d'intérêt exigés par les prêteurs ont incité le chef de la direction et principal actionnaire a considéré d'autres options.

Puisqu'elle opère dans deux segments très différents, PHI n'a jamais bénéficié d'une valorisation qui reflète pleinement la somme de ses parties. Si PHI devait vendre l'un ou l'autre de ses segments, nous croyons que les investisseurs réaliseraient la valeur de ses composantes. Selon notre évaluation interne, nous établissons la valeur des activités de transports médicaux à 450 millions de dollars (en fonction des profits) et la valeur de ses opérations en mer à 500 millions de dollars (selon un escompte porté à l'évaluation indépendante de la valeur marchande de leurs hélicoptères). Selon nos calculs, la vente de l'un ou l'autre de ces deux segments générerait assez de liquidités pour couvrir la dette. De surcroît, les actionnaires profiteraient toujours d'une valeur de plus de 17 \$ par action, ce qui représente une prime substantielle de 60 % par rapport au prix actuel du titre.

Rebonds justifiés

Nous tenons à préciser que nous ne nous accrochons pas à ces investissements seulement en fonction de la prémisse d'une vente prochaine. Nous aimons leurs modèles d'affaires et nous croyons que le prix actuel de leurs actions sous-estime leur valeur. Si ces compagnies sont acquises, le gain sera rapide. Sinon, nous pensons qu'elles généreront néanmoins des rendements élevés à long terme. En ce qui concerne nos autres positions accusant un retard, bien qu'il n'y ait pas d'activités de fusion-acquisition en perspective, un rebond de la valorisation est plus que justifié.

Nous vous tiendrons informés des revues stratégiques qui devraient engendrer un effet positif sur notre portefeuille. D'ici là, plusieurs autres titres dans le marché présentent des caractéristiques similaires de sous-évaluation. Nous avons une longue liste à analyser et nous pourrions faire de nouveaux ajouts au portefeuille dans un avenir rapproché.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA
11 octobre 2018

**Performance annualisée du Composé Tonus
Au 30/09/2018**

	<i>Composé Tonus (Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
3 mois	-0.06%	2.57%
6 mois	4.43%	8.85%
Cette année	-0.94%	7.50%
1 an	2.57%	13.56%
3 ans	9.85%	12.72%
5 ans	9.43%	13.39%
10 ans	10.81%	10.20%
Depuis la création	10.57%	7.60%

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.