

DEUXIÈME TRIMESTRE 2017 – Revue du portefeuille

Cher partenaire,

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

LA PERFORMANCE

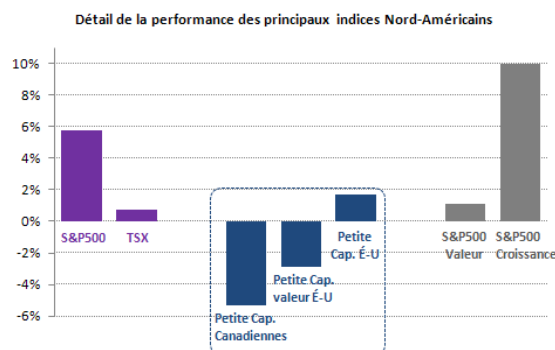
Au deuxième trimestre 2017, le rendement brut du **FONDS PARTENAIRES TONUS** a été de **-1,66 %**. Pour la même période, notre indice de référence (qui représente 50 % du rendement du S&P/TSX rendement total et 50 % du rendement du S&P 500 rendement total en dollars canadiens) a obtenu un rendement de **-0,64 %**.

Cette année à ce jour, le **FONDS PARTENAIRES TONUS** est en baisse de **-0,14 %** comparativement à une hausse de **3,27 %** pour l'indice de référence.

Depuis la création du Composé¹ en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement annualisé de **11,78 %**. En comparaison, le rendement annualisé de l'indice de référence durant cette période est de **6,97 %**.

REVUE DU PORTEFEUILLE

Suite à d'excellents rendements en 2016, notre fonds a connu, à l'instar du marché canadien, un début d'année plutôt lent. La Bourse de Toronto (TSX) accuse un net retard en 2017. Effectivement, des 30 indices représentant les plus importants marchés boursiers mondiaux, seuls 4 sont en baisse depuis le début de l'année, et l'indice TSX figure parmi ceux-ci (avant dividendes). Le fonds est en hausse de 13 % au cours des douze derniers mois, mais notre performance de -0,1 % en dollars canadiens lors du premier semestre n'a rien de spectaculaire. Or, bien que la majorité de nos actions aient fait bonne figure, nous avons été durement frappés par une série d'éléments externes ayant une incidence négative sur nos rendements : 1) le dollar américain a perdu 6 % de sa valeur par rapport au dollar canadien; 2) les actions du secteur énergétique ont connu une baisse de 15 %; 3) les sociétés à faible capitalisation ont, de façon relative, moins bien performé que leurs contreparties à forte capitalisation; enfin, 4) les titres de croissance ont surpassé de 10 % ceux de valeur ! Notre biais petite capitalisation et valeur n'était pas en faveur, comme en fait foi l'histogramme suivant illustrant le rendement depuis le début de l'année des principaux segments du marché :



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

Abstraction faite de la fluctuation des taux de change, notre fonds a enregistré un rendement de 2,7 % en devise locale; plus de 50 % de nos actifs étant présentement investi au sud de la frontière.

La patience des investisseurs en quête de valeur

Le style valeur ne mise pas sur l'achat de titres à la mode, pas plus qu'il ne vise la popularité. L'investissement axé sur la valeur consiste plutôt à bâtir un portefeuille concentré ciblant des compagnies fiables dont l'action est sous-évaluée - souvent pour des raisons secondaires -, puis attendre patiemment que le marché s'ajuste et lui redonne son juste prix. Tel que mentionné dans notre dernière lettre, les marchés cette année sont totalement dépourvus de volatilité - l'allié de l'investisseur valeur - et nombreux sont ceux qui convergent vers les mêmes titres. Les indices américains sont à la hausse depuis le début de l'année, mais cette augmentation est principalement attribuable à quelques grandes sociétés ayant une incidence importante sur les rendements des indices de référence. Pour leur part, les titres de croissance ont la cote présentement en raison des faibles taux d'intérêt qui incitent les investisseurs à prendre plus de risque. De fait, les investisseurs de type momentum continuent d'acheter celles qui ont bien performé dernièrement, particulièrement les actions d'entreprises de haute technologie à forte capitalisation.

Soyez assurés, nous ne changerons en rien notre style d'investissement simplement dans le but de « suivre » les autres. À l'inverse, nous continuerons plutôt de regarder dans la direction opposée, vers ces titres qui ont connu peu de succès dernièrement ou qui n'ont plus la cote sur le marché. Plus les titres de valeur et à faible capitalisation sont désertés, plus les probabilités augmentent que nous puissions dénicher des aubaines qui répondent, indépendamment d'un renversement de la tendance actuelle, à nos critères de bons investissements à long terme. Nous avons donc profité de la faiblesse du secteur de l'énergie pour initier une position lors du 2e trimestre. Notre recherche interne exclusive nous a permis de conclure que le marché avait mal compris le modèle d'affaires de cette compagnie et y accorde une valeur erronée.

La Source du sable

Source Energy Services (SHLE – 8,01 \$) est un producteur, fournisseur et distributeur de sable de fracturation dans l'Ouest canadien. Cette entreprise est un bel exemple de compagnie malmenée et boudée par le marché. Encore relativement peu connue des investisseurs, Source a fait son entrée en bourse au début de l'année avec une émission d'actions plutôt ardue. Habituellement, les fonds de placement privés profitent de périodes de valorisations élevées pour vendre leur participation lors d'appel public à l'épargne (PAPE), ce qui représente rarement une bonne affaire pour les nouveaux investisseurs. Or, Source est entrée en bourse afin de financer l'acquisition d'une carrière leur permettant, essentiellement, de doubler leur approvisionnement en sable de fracturation. Cette carrière fut achetée l'année dernière au coût de 45 millions de dollars, lorsque les prix étaient moins élevés. Au dépôt du prospectus initial, la compagnie prévoyait récolter entre 17 \$ et 20 \$ par action. Le prix cible fut ensuite réduit aux alentours de 13-15 \$, puis, lorsque le secteur énergétique a perdu les bonnes grâces du marché, les actions se sont finalement écoulées pour la modeste (et très attrayante) somme de 10,50 \$. Le fonds de placement privé, qui devait vendre une partie de leurs actions au prix initial, ont plutôt accru leur participation dans le capital de l'entreprise au prix révisé, confirmant du même coup l'attrait de cette opportunité.

Hormis une introduction en bourse plutôt pénible, les opérations de cette compagnie sont solides, et il est de notre avis qu'elles sont mal comprises par la plupart des investisseurs. Il est

vrai que l'extraction du sable, en soit, ne représente pas une opportunité d'affaires fantastique, et les compagnies de ce secteur sont souvent considérées, à juste titre, comme des entreprises cycliques de qualité inférieure. Or, les investisseurs ne semblent pas avoir remarqué que Source Energy est en fait bien plus qu'un simple producteur de sable. Elle offre aussi des services logistiques liés au transport du sable, une opération critique et complexe consistant à transporter, entreposer et livrer de grandes quantités de sable au bon endroit et au bon moment. En effet, de nos jours, il n'est pas rare de voir 10 000 tonnes de sable acheminées d'une mine au Wisconsin vers une plateforme de forage au nord de l'Alberta, à plus de 2 800 km! Grâce à ce modèle intégré (production et distribution), Source réalise des marges brutes deux fois plus importantes que ses concurrents. Enfin, cette compagnie est de loin le principal joueur au Canada, occupant une part de marché qui devrait bientôt dépasser les 50 %.

Lors d'une récente visite de leurs installations, nous avons été à même de constater l'emplacement privilégié de leur immense terminal de Grande Prairie (Alberta), directement sur les rails du CN. Cet atout lui confère un net avantage pour desservir les grandes exploitations de la région du Montney. Certains de leurs clients nous ont aussi fait part de leur désir d'utiliser les immenses systèmes d'emmagasiner de sable nommé Sahara (voir notre photo). Les unités de Source étant complètement louées, la direction prévoit allouer certains capitaux cette année à la construction de nouveaux systèmes.



Qui plus est, la demande en sable au Canada devrait être extrêmement forte au cours des prochaines années, et ce, pour 2 raisons principales. Premièrement, le nombre de plateformes de forage a doublé au Canada cette année. Deuxièmement, la densité des agents de soutènement, soit la quantité de sable injectée dans chaque puits, continuera d'augmenter considérablement du fait que les compagnies canadiennes calquent les succès obtenus par leurs confrères américains. Voilà pourquoi Source investie présentement afin d'accroître sa capacité d'entreposage, dans le but de pouvoir répondre à cette forte demande. Par ailleurs, les prix d'importants contrats ayant été préalablement paraphés dans un contexte de faible prix de la commodité sont présentement revus à la hausse. Par conséquent, nous estimons que Source réussira à générer un BAIIA (EBITDA) bien supérieur à 100 millions de \$ l'an prochain, rendant ainsi très attrayante son évaluation actuelle de 400 millions de \$.

Liste de perspectives

Assurément, nous avons étudié d'autres titres au cours du 2e trimestre, mais aucun autre n'a satisfait tous nos critères d'achat. Certains se sont tout de même retrouvés sur notre liste de perspectives, mais nous trouvons leur prix actuellement surévalué. D'autres furent simplement rejetés en raison de leur profil risque-rendement défavorable ou d'un risque non quantifiable. Pour l'instant, les marchés sont pleinement évalués. Néanmoins, il subsiste toujours des occasions intéressantes. Nous étudierons celles-ci minutieusement avant d'y investir notre capital.

Fréquence des rapports aux porteurs de parts

En terminant, dès le 3e trimestre, vous recevrez un relevé de la valeur et de la performance de votre compte trimestriellement plutôt que mensuellement. Notre administrateur indépendant continuera néanmoins à déterminer la valeur mensuelle des unités, vous permettant toujours d'effectuer, chaque mois, des achats ou retraits supplémentaires. L'objectif de cette décision est

d'aligner ces rapports avec notre stratégie d'investissement à long terme. Tout comme notre analyse de titre, nous souhaitons que nos investisseurs évaluent nos rendements sur une longue période, plutôt que de mettre l'emphase sur une courte période de 30 jours. Pour toute question ou préoccupation à ce sujet, n'hésitez pas à communiquer avec nous.

Nous vous souhaitons un bel été.



Philippe Hynes, CFA
15 juillet 2017

Performance annualisée du Composé Tonus Au 30/06/2017

	<i>Composé Tonus</i> <i>(Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
3 mois	-1.26%	-0.64%
6 mois	-0.14%	3.27%
AACJ	-0.14%	3.27%
1 an	13.05%	14.33%
2 ans	11.24%	9.03%
3 ans	8.13%	9.89%
5 ans	16.10%	14.36%
Depuis la Création	11.78%	6.97%

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.