

QUATRIÈME TRIMESTRE 2018 – Revue du portefeuille

Cher(ère) partenaire,

Voici la revue du portefeuille pour le quatrième trimestre 2018.

LA PERFORMANCE

Au quatrième trimestre 2018, le rendement du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **-10,82%** (net de tous les frais). 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 **-9,40 %**.

Pour l'année 2018, le **Fonds Partenaires Tonus** est en baisse de **-11,66 %** (net de tous les frais) comparativement à **-2,60 %** pour l'indice de référence.

Depuis la création du Composé¹ en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **9,20 %**. En comparaison, le rendement annualisé de l'indice de référence durant cette période est de **6,48 %**.

La revue du trimestre

Au cours du quatrième trimestre, les marchés nord-américains ont connu une baisse considérable, et notre Fonds a connu un sort similaire. D'emblée, je tiens à vous dire que je suis déçu de notre rendement. Notre Fonds tenait le coup jusqu'à la mi-novembre, puis les titres à faible capitalisation ont dégringolé, les acheteurs ayant disparu en fin d'année. La portion de notre portefeuille investie dans ces plus petites compagnies a entraîné un recul de -6,3 % sur notre rendement en décembre seulement! Bien que très décevant, ce résultat n'est aucunement attribuable à des facteurs fondamentaux ou à des nouvelles spécifiques à ces compagnies. Il s'agissait d'une sortie importante de capitaux de la classe d'actifs et, aussi virulent que le repli ait pu l'être, le rebond pourrait être tout aussi fort et rapide. Preuve à l'appui, plusieurs de ces titres sont en hausse de plus de 20 % par rapport à leur prix plancher atteint à la veille de Noël.

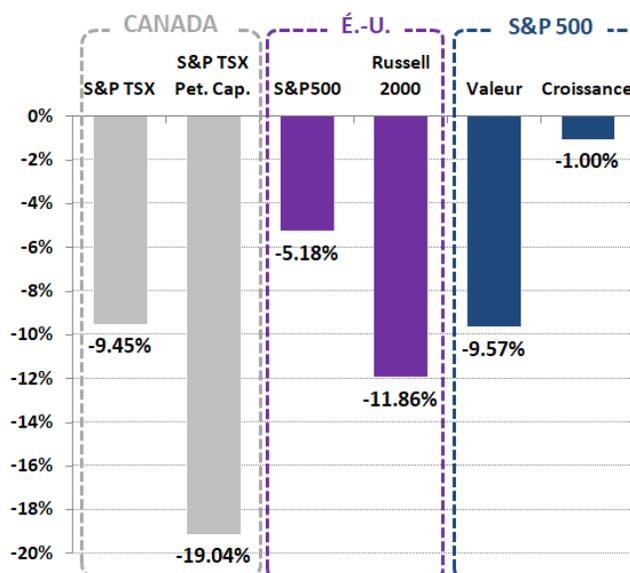
Néanmoins, je tiens à le réitérer : nos résultats du T4 sont bien en deçà de nos attentes. Je ne suis pas satisfait de ce rendement, mais je ne peux pas contrôler la fluctuation des cours de nos positions à court terme. Ce que je suis en mesure de contrôler, c'est notre processus d'investissement : investir dans des entreprises qui peuvent créer de la valeur pour l'actionnaire dans une perspective à long terme et en acquérir les actions lorsqu'elles se négocient bien en dessous de leur valeur intrinsèque. Aussi décevant que le mois de décembre ait pu l'être, cette

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

baisse des prix s'est avérée une excellente occasion pour acquérir davantage d'actions à des coûts très bas, ce qui pourrait générer de solides rendements dans l'avenir.

La revue de l'année

Le marché boursier a connu une année très difficile en 2018. Tel que le démontre le tableau ci-joint, les indices nord-américains, à l'exception des titres des grandes sociétés de croissance, ont subi un déclin significatif en 2018. Comme plus de **80 % de notre portefeuille** est investi dans des entreprises à petite (une capitalisation boursière de 3 milliards et moins) et moyenne capitalisation, nous croyons qu'il est pertinent de s'attarder également aux indices à petite capitalisation qui ont subi davantage les conséquences de ces baisses, à la fois au Canada et aux États-Unis. Plusieurs de nos titres n'ont pu échapper à cette débâcle.



Pour quelles raisons? Analysons ce qui influence le prix d'une action. Dit simplement, deux variables sont à l'origine des fluctuations boursières : a) la performance financière de la compagnie (bénéfices), et b) l'appétit des investisseurs pour ces bénéfices (multiple). Pour chacune de nos positions, dans le cadre de notre analyse d'un investissement, nous étudions en profondeur les bénéfices. Nous avons davantage de contrôle sur ce processus puisque nous faisons notre propre évaluation de la qualité des résultats financiers antérieurs afin de modéliser et d'évaluer la rentabilité future. En ce qui concerne le multiple attribué à nos positions par le marché, nous sommes tributaires du montant que les autres investisseurs sont prêts à payer pour de tels bénéfices. À cet effet, en fin d'année, nous analysons la performance opérationnelle et financière de chacune de nos positions relativement à nos attentes internes et la comparons à la variation respective du prix de son titre en bourse.

Le rendement financier versus le rendement du titre

De façon générale, nous nous attendrions à ce que les actions qui surpassent substantiellement nos attentes opérationnelles obtiennent de solides rendements boursiers; que les actions qui répondent à nos attentes opérationnelles, ou les dépassent légèrement, affichent un rendement boursier autour de zéro; et que le prix des actions des entreprises qui ne répondent pas à nos attentes opérationnelles soit en baisse. Nous avons attribué une note à la performance financière de tous nos titres; vous pouvez d'ailleurs consulter cette liste en ordre de pondération au sein de notre portefeuille. Dans plusieurs cas, la performance boursière annuelle du titre ne reflète pas la performance financière de l'année ni nos prévisions pour l'avenir.

Les entreprises qui ont obtenu une performance financière que nous considérons comme très bonne (A+) ou bonne (A) devraient avoir connu une augmentation considérable du prix de leurs actions. Quatre d'entre eux ont plutôt subi une baisse durant l'année! Les compagnies ayant obtenu une note ordinaire (B) ont vu le prix de leurs actions baissé de -10 % en moyenne, soit un recul excessif. En ce qui concerne les entreprises qui ont sous-performé (C) durant l'année,

nous nous attendions à ce que le prix de leur action diminue. Cependant, nous n'anticipions pas une baisse de l'ordre de 75 % tel que ce fut le cas pour deux de nos plus petites positions. À eux seuls, ces deux titres ont entraîné une baisse de notre rendement d'environ -5 % en 2018. Les investisseurs ont délaissé ces compagnies et nous nous attendons à un rebond significatif de leur cours lorsqu'elles régleront leurs problèmes respectifs.

À la lumière de cette analyse, au cours de la dernière année, nous concluons qu'une plus grande valeur intrinsèque s'est accumulée dans notre portefeuille, alors que l'évaluation des investisseurs ne semble pas avoir tenu compte des récentes améliorations opérationnelles et financières. Les titres de notre portefeuille s'échangent, en moyenne, à un escompte de 25 % par rapport à leurs multiples historiques.

Notre approche « valeur » nous incite à acheter des titres lorsque les autres les ignorent et à les vendre quand l'intérêt pour ceux-ci culmine. À court terme, nous n'avons que peu de contrôle sur l'engouement des investisseurs pour nos entreprises. À long terme, cependant, les bonnes entreprises seront évaluées adéquatement, et nous tirerons profit des acquisitions effectuées à prix d'aubaine. À notre avis, le mois de décembre était le moment propice pour acheter davantage d'actions lorsqu'il y avait une grande différence entre le prix du titre en bourse et la valeur que nous accordons à la compagnie. Nous voyons également de belles occasions d'achat dans les titres que nous suivons depuis un certain temps. Par conséquent, nous avons acquis le titre de Dollarama au cours du dernier trimestre (l'explication suit en page 3) et croyons faire prochainement l'acquisition d'autres entreprises de qualité.

Performance de nos titres		
Titre par pondération	Performance financière	Performance boursière
1	A+	34%
2	A	-13%
3	A	-7%
4	A	-8%
5	C	-32%
6	A	39%
7	B	-12%
8	B	-15%
9	B	0%
10	B	-1%
11	B	-29%
12	B	4%
13	B	-13%
14	B	4%
15	B	-17%
16	A+	4%
17	B	-7%
18	A	-25%
19	C	-75%
20	C	-76%

L'analogie immobilière

En période d'incertitude, l'une des analogies à laquelle nous aimons faire appel est celle de l'investisseur immobilier prudent. Prenons, par exemple, une bâtisse de quatre unités bien entretenues dans un arrondissement situé non loin du cœur d'un centre-ville. Il ne s'agit pas du marché dont la croissance est la plus forte et rapide, mais d'un secteur stable et intéressant dont l'attrait demeure constant au fil du temps. Dans ce scénario, nous sommes les propriétaires d'une unité de la bâtisse.

Même si les logements dans ce secteur sont, de façon générale, toujours recherchés, on observe un déplacement constant de la population, en particulier les jeunes couples qui débutent leur famille et déménagent en banlieue. Supposons que, dans une même année, trois unités de notre bâtisse se libèrent simultanément. Étant donné la difficulté de trouver des locataires et l'accumulation des factures, le propriétaire des trois unités est prêt à se départir de l'une ou plusieurs d'entre elles à des prix qui semblent avoir rapidement dépréciés. Bien que le prix comparable du marché pour notre unité ait temporairement diminué, nous connaissons le contexte démographique de ce quartier et savons qu'éventuellement de nouveaux locataires émergeront. Reconnaisant une valeur réelle bien différente de la valeur marchande, nous sommes ravis d'acheter une autre unité et mettons en pratique notre plus grande vertu : la patience.

Le marché boursier a connu une telle vente au rabais en décembre, lorsque la volatilité combinée à des perspectives économiques incertaines à court terme a éloigné les acheteurs. Au fil du temps, les entreprises qui réinvestissent judicieusement leur encaisse (propriétés bien entretenues), exercent leurs activités dans une industrie attrayante (bons quartiers) et génèrent des flux de trésorerie stables (loyers des locataires) regagneront éventuellement l'intérêt des investisseurs. Par conséquent, notre patience devrait être bien récompensée.

De la croissance à la valeur

Dollarama (DOL – 32,47 \$) est la plus grande chaîne de détaillants à bas prix au Canada avec plus de 1192 emplacements. Leur mission corporative est simple : « offrir une valeur attrayante aux *clients* ». Contrairement aux articles à bas prix vendus dans ses magasins, le titre se cotait constamment à des multiples élevés; les investisseurs axés sur la croissance adorant l'augmentation du nombre de magasins et la croissance organique élevée de l'entreprise. Seulement tout récemment croyons-nous que Dollarama peut « offrir une valeur attrayante aux *investisseurs* ». Le multiple des bénéfices est passé d'un sommet de 31x à un plancher de 17x au cours de l'année 2018. Les actions n'avaient pas atteint un multiple aussi bas depuis 2011! La croissance des ventes par magasin s'est maintenue entre 5 % et 7 % pendant plusieurs années. Cela dit, Dollarama a décidé de ne pas augmenter les prix cette année, afin de conserver sa proposition de valeur attrayante par rapport aux concurrents. Cette décision temporaire a entraîné un ralentissement de la croissance interne qui, combinée à un rapport négatif publié en octobre par un investisseur américain détenant une position de vente à découvert², a fait fuir les investisseurs.

Aux prix réduits du T4, nous avons acquis des actions d'une entreprise de grande qualité qui a démontré, au fil du temps, qu'elle pouvait générer un rendement sur le capital de plus de 25 %. C'est presque du jamais-vu dans la vente au détail. Profitant d'un département d'approvisionnement efficace et de quelques-uns des meilleurs emplacements au pays, Dollarama a été en mesure d'éliminer les petits concurrents dans la catégorie des magasins à un dollar et est devenue une destination de magasinage pour les Canadiens. La croissance est toujours au rendez-vous : 500 nouveaux magasins pourraient ouvrir leurs portes au cours des 5 à 10 prochaines années. Nous croyons qu'une plus grande pénétration est encore possible à Montréal (30 magasins) et à Toronto (60 magasins), ainsi qu'en région (170 magasins) et dans l'Ouest canadien (240 magasins) où le nombre de magasins par habitant est plus faible.

La combinaison de l'augmentation ciblée du prix de certains articles (nous avons commencé à observer ceci dans la base de données de prix que nous maintenons), d'une gestion serrée des dépenses et du rachat d'actions en cours permettra le retour de la croissance des bénéfices par action au-delà du seuil des 10 %. Compte tenu du bas prix d'environ 32 \$ auquel nous avons acheté nos actions, DOL présente les caractéristiques que nous recherchons dans un investissement de valeur : une entreprise formidable qui est en défaveur et qui offre, sur un horizon de trois ans, une faible probabilité de voir l'action à un coût inférieur (faible risque) avec une bonne probabilité de voir l'action à un coût significativement plus élevé (grande opportunité).

² Lors d'une vente à découvert, un investisseur emprunte des actions et les vend immédiatement dans l'espoir de les racheter plus tard à un prix moindre, pour ensuite les remettre au prêteur et empocher la différence.

De l'optimisme à l'horizon

Même si 2018 ne se termine pas de la manière dont nous l'avions anticipée, elle s'est avérée une période propice à la chasse aux aubaines. Nonobstant le rebond des marchés depuis ce temps, plusieurs titres, en particulier ceux des plus petites compagnies, se négocient encore bien en deçà de leur valeur intrinsèque. Nous ne changerons pas notre style. Au moment où plusieurs sont craintifs et se retirent du marché, nous tenons à suivre notre ligne directrice : être disciplinés quant à nos achats/ventes et conserver notre vision long terme. Notre encaisse est maintenant au point le plus bas qu'elle l'ait été depuis des années, et nous sommes très optimistes quant aux possibilités de gains qui pourraient se concrétiser au cours des prochains trimestres.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA
16 janvier 2019

Performance annualisée du Composé Tonus Au 31/12/2018

	<i>Composé Tonus</i> <i>(Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
<i>3 mois</i>	-10.82%	-9.40%
<i>6 mois</i>	-10.87%	-7.06%
<i>AACJ</i>	-11.66%	-2.60%
<i>1 an</i>	-11.66%	-2.60%
<i>2 ans</i>	-4.65%	4.16%
<i>3 ans</i>	4.34%	7.45%
<i>5 ans</i>	4.64%	8.94%
<i>Depuis la Création</i>	9.20%	6.48%

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.