

DEUXIÈME TRIMESTRE 2018 – Revue du portefeuille

Cher partenaire,

Nous sommes heureux de vous faire parvenir cette revue du portefeuille pour le deuxième trimestre 2018.

LA PERFORMANCE

Au deuxième trimestre 2018, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **4,49 %**. 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 **6,12 %**.

Cette année à ce jour, le **Fonds Partenaires Tonus** est en baisse de **-0,88 %** comparativement à une hausse de **4,80 %** pour l'indice de référence.

Depuis la création du Composé¹ en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **10,84 %**. En comparaison, le rendement annualisé de l'indice de référence durant cette période est de **7,53 %**.

REVUE DU PORTEFEUILLE

Après un premier trimestre décevant, notre portefeuille a connu une forte croissance de 4,5 % au deuxième trimestre. Depuis le début de l'année, le marché canadien est relativement stable et le marché américain est légèrement en hausse, et ce, uniquement en raison de la performance des mêmes cinq titres technologiques en vogue (Amazon, Apple, Facebook, Google et Microsoft). Au moment d'écrire ces lignes, notre portefeuille, lui aussi, est légèrement en hausse depuis le début de l'année alors que nous continuons à naviguer les courants contraires affectant nos industries privilégiées.

Tel que mentionné dans notre [dernière lettre](#), nous avons tiré profit de la volatilité accrue en début d'année afin d'investir une portion significative de nos réserves de trésorerie. Cette décision s'avéra opportune puisque la majorité de ces nouvelles acquisitions ont depuis généré de bons rendements. Nous avons également souligné dans notre lettre du premier trimestre que la valorisation de notre portefeuille nous semblait attrayante. Certains de nos titres sous-évalués ont obtenu des rendements supérieurs à 10 % au cours du trimestre. Cela dit, le rebond important auquel nous nous attendions pour deux de nos principales positions ne s'est pas encore produit. Nous croyons que notre patience pourrait bien être récompensée dans la

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

seconde moitié de l'année, car leur valorisation demeure fort attrayante. Demeurez à l'affût quant aux futurs développements à cet égard.

Différend commercial

Nos recherches internes portent principalement sur l'analyse de la performance financière et les perspectives futures des compagnies qui nous intéressent. Toutefois, étant donné le contexte géopolitique actuel, nous ne pouvons investir en toute bonne conscience sans également tenir compte des forces macroéconomiques, particulièrement celles relatives aux tensions commerciales entre les États-Unis et le reste du monde. Bien que leur impact direct sur l'économie soit limité à court terme, les tarifs pourraient perturber la chaîne d'approvisionnement globale dont plusieurs compagnies dépendent. C'est pourquoi nous devons évaluer de façon impérative les répercussions du commerce sur la croissance du chiffre d'affaires et la rentabilité de nos entreprises.

Du point de vue des ventes, notre biais pour les petites capitalisations joue en notre faveur, puisque les petites entreprises se concentrent davantage sur leur marché domestique et sont moins vulnérables aux fluctuations du commerce international. Seulement deux titres de notre portefeuille pourraient subir les conséquences négatives d'une diminution de leurs exportations. Sur le plan de la rentabilité, cependant, les tarifs et les restrictions commerciales entraînent des coûts supplémentaires devant être absorbés soit par le manufacturier, soit par le consommateur. En intégrant ces facteurs à nos modèles financiers détaillés, nous sommes en mesure d'ajuster nos prévisions, la juste valeur et le prix cible pour tous nos investissements; cela nous permet de déterminer leur attractivité avec une plus grande précision et témoigne de notre approche proactive à l'égard de l'évaluation de nos titres.

Tel que décrit dans le passé, l'incertitude crée de la volatilité, et cette volatilité crée des opportunités. C'est pour cette raison que nous pouvons bénéficier de l'instabilité des marchés. Nous analysons donc avec diligence certains titres qui pourraient souffrir indument d'une couverture de presse négative. Lorsque les investisseurs liquident leurs titres et que cette baisse des prix reflète l'ensemble des mauvaises nouvelles, et plus encore, nous sommes fins prêts à tirer profit des inefficiences du marché.

L'investissement axé sur la valeur

Voilà en quoi consiste l'investissement axé sur la valeur. Citant le célèbre investisseur valeur Seth Klarman :

« Lorsque le calme règne et que les prix montent, les marchés peuvent paraître sécuritaires; mais, dans les faits, ils sont dangereux parce que peu d'investisseurs se concentrent sur le risque. Lorsque l'angoisse résultant de baisses successives du marché donne des brûlements d'estomac aux investisseurs, le risque devient considérablement moindre, le marché ayant déjà pris en compte ces risques dans la plus faible valorisation attribuée à un actif. »

Investir en bourse comporte des risques inhérents, car il n'y a aucune garantie quant à l'évolution du prix d'un titre à court terme. Néanmoins, les investisseurs valeur gèrent le risque

en achetant des actions à un prix réduit dans le but de minimiser les pertes potentielles. Pour toute compagnie, peu importe la qualité de son modèle d'affaires, il y a un certain prix auquel le titre constitue un achat (toutes les mauvaises nouvelles sont prises en compte et le potentiel futur est ignoré) et un certain prix auquel le titre constitue une vente (toutes les bonnes nouvelles sont prises en compte et les risques futurs sont ignorés).

L'investissement axé sur la valeur repose essentiellement sur la recherche d'aubaines de qualité. Lors de l'achat d'un bien de consommation, comme un téléviseur par exemple, le consommateur averti en obtiendra plus pour son argent s'il/elle attend la période des ventes pour acheter, au lieu de payer le plein prix. Ceci résume en quelque sorte notre plan de match : avant de faire l'acquisition d'un titre, nous attendons qu'il soit en vente, autrement dit, qu'il se transige en deçà de la valeur intrinsèque que nous lui avons attribuée.

Quand la panique et la volatilité s'installent, les investisseurs ont tendance à focaliser davantage sur les risques et font fi des opportunités, ce qui entraîne une baisse des prix. Cela peut paraître contrintuitif à première vue, mais la chute des prix **diminue le risque**. En effet, les facteurs négatifs sont pris en compte à même la valorisation du titre, ce qui réduit l'ampleur de pertes subséquentes tout en conservant la possibilité d'obtenir des développements positifs. C'est à ce moment-là que nous voulons être actifs (comme ce fut le cas au premier trimestre), soit quand nous pouvons dénicher des aubaines. La patience est alors de mise, car nous ne pouvons prévoir avec certitude quand les investisseurs s'intéresseront de nouveau au titre. Toutefois, comme une baisse marquée de la valeur du titre est peu probable, le risque devient plutôt le coût d'opportunité ou, en d'autres mots, la possibilité de faire du surplace pour une période de temps prolongée.

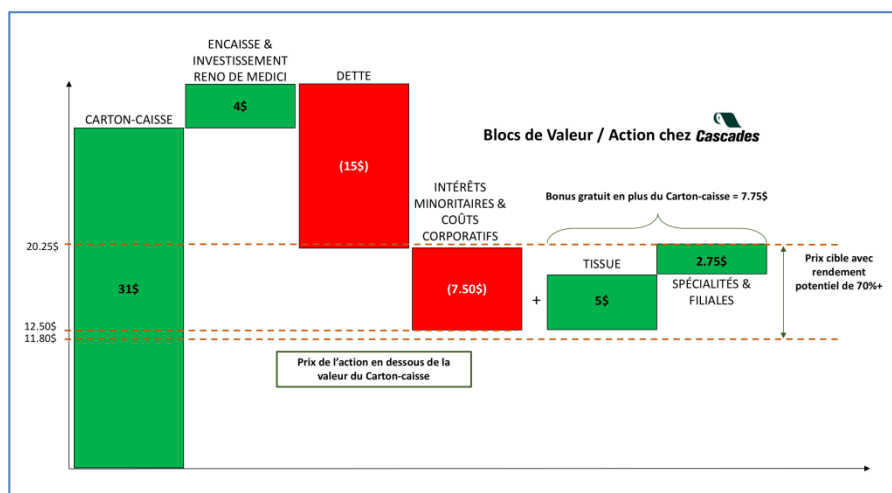
Un excellent exemple : Cascades

Nous avons trouvé un tel titre valeur (faible risque de baisse, bonnes perspectives à long terme) au deuxième trimestre : **Cascades (CAS – 11,77\$)**. Plusieurs d'entre vous reconnaîtront le nom Cascades, mais l'identifieront, à tort, comme étant principalement un fabricant de papiers et de cartons. En fait, l'entreprise a rationalisé ses opérations au cours des cinq dernières années, vendant ses activités de papiers fins et la totalité de sa participation de 17 % dans le développeur d'énergie renouvelable Boralex. La proportion des ventes provenant de produits transformés a aussi augmenté de 55 % à plus de 70 %. Les deux principaux segments de Cascades sont les produits d'emballage carton-caisse et la production des papiers tissu; la moitié des bénéfices provenaient auparavant du second, tandis que 80 % de ceux-ci proviennent maintenant du premier. Par ailleurs, cet investissement est l'occasion de s'immiscer dans une industrie en pleine effervescence : le commerce électronique. Le prix de l'action atteignait plus de 18 \$ il y a un an et se transige désormais sous la barre des 12 \$, une chute de 35 %.

Pourquoi croyons-nous que le risque d'une baisse additionnelle est limité? Selon nous, le déclin du prix de l'action découle essentiellement des conditions difficiles du marché dans le segment des papiers tissu (les papiers de toilette et papiers essuie-tout). Bien que ce segment ait généré 150 millions de dollars en BAIIA pour Cascades en 2016, il rapportera probablement moins de 60 millions de dollars cette année en raison de la montée en flèche du coût des matières premières, plus précisément la pulpe vierge (+30 %). Historiquement, l'équipe de direction a fait des choix judicieux en ce qui concerne l'allocation stratégique des capitaux. Cependant, les investisseurs demeurent sceptiques quant à la décision quelque peu controversée d'investir plus de 250 millions de dollars dans le segment des papiers tissu afin d'augmenter la qualité, le volume et le taux de transformation. Compte tenu des marges bénéficiaires presque nulles pour

tous les joueurs de l'industrie, nous croyons que les conditions du marché ne se détérioreront pas davantage. Le titre ne devrait donc pas subir une nouvelle baisse.

Aujourd'hui, 80 % des profits de la compagnie proviennent de la division des produits d'emballage carton-caisse qui détient 32 % des parts du marché au Canada et se classe au sixième rang des plus grands fabricants en Amérique du Nord. Ce segment jouit présentement de conditions fantastiques dans le marché en



raison de trois facteurs. Premièrement, la demande est très forte : elle est propulsée par la croissance du commerce électronique et la demande pour les boîtes de carton qui en découle. Deuxièmement, l'industrie opère, à l'heure actuelle, à pleine capacité (98,5 % en mai). Même si cette dernière devrait augmenter d'environ 1,8 % annuellement, la croissance anticipée de la demande s'avère, quant à elle, de l'ordre de 3,5 %. Il s'agit de conditions idéales pour une hausse des prix (+8 % cette année). Troisièmement, contrairement à la majorité des joueurs de l'industrie, Cascades n'utilise pas la fibre vierge comme matière première. Elle profite plutôt d'un avantage concurrentiel significatif : ses usines sont équipées pour utiliser la fibre recyclée comme intrant. Le prix de la fibre vierge est en hausse cette année, tandis que celui de la fibre brune recyclée est en baisse de plus de 60 % par rapport à son sommet. La combinaison d'une hausse de prix, de coûts inférieurs et de taux de transformation plus élevés devrait entraîner un bond de la rentabilité de plus de 60 % cette année! Comme nous envisageons des bénéfices accrus dans l'avenir, nous croyons que les investisseurs ne reconnaissent pas la pleine valeur de cette ligne d'affaires et accordent une trop grande importance au segment tissu.

Si nous considérons la somme des parties de notre évaluation, l'acquisition de Cascades représente un investissement valeur. D'après notre scénario pessimiste, selon lequel nous n'attribuons aucune valeur aux opérations liées aux papiers tissu et un multiple en deçà de la moyenne de l'industrie pour le segment des produits d'emballage carton-caisse, nous établissons la juste valeur à 12,50 \$ par action. Cela représente une légère hausse par rapport au prix actuel. Selon nos hypothèses plus réalistes, nous

VALEUR / ACTION \$	BASE	RISQUE
<i>CARTON-CAISSE</i>	31\$	30\$
<i>TISSUE</i>	5\$	0\$
<i>INVESTISSEMENT RENO + ENCAISSE</i>	4\$	3\$
<i>SPÉCIALITÉS + FILIALES - CORPORATIF - INTÉRÊTS MINORITAIRES</i>	(4.75\$)	(5.50\$)
<i>DETTE</i>	(15\$)	(15\$)
(=) PRIX CIBLE	20.25\$	12.50\$

croyons que l'action de Cascades pourrait gagner plus de 50 %, du moment que, a) la demande en boîtes de carton alimentée par le commerce électronique continue de croître et b) le rendement provenant des papiers tissu soit équivalent à son coût en capital. Pour cela, une expansion des marges est requise dans ce dernier segment. Nonobstant un niveau plus bas par

rapport à son sommet ultérieur, la rentabilité pourrait augmenter grâce à une diminution du prix de la fibre vierge et/ou une hausse du prix de vente. En résumé, nous sommes confiants que le rendement attendu sera substantiel, comparativement au risque (potentiel de perte). Nous demeurerons à l'affût d'autres investissements de cette nature dans les prochains mois.

D'ici notre prochaine lettre, nous vous souhaitons à tous un très bel été.



Philippe Hynes, CFA
10 juillet 2018

Performance annualisée du Composé Tonus Au 30/06/2018

	<i>Composé Tonus</i> <i>(Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
3 mois	4.49%	6.12%
6 mois	-0.88%	4.80%
AACJ	-0.88%	4.80%
1 an	2.15%	13.04%
3 ans	8.12%	10.35%
5 ans	10.51%	13.78%
10 ans	11.76%	8.56%
Depuis la Création	10.84%	7.53%

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.