

PREMIER TRIMESTRE 2019 – Revue du portefeuille

Cher(ère) partenaire,

Voici notre revue du portefeuille pour le premier trimestre 2019.

LA PERFORMANCE

Au cours du premier trimestre 2019, le rendement brut du **Fonds Partenaires Tonus** a été de **-0,32 %**. Durant cette période, notre indice de référence (qui représente 50 % du rendement mensuel du S&P/TSX rendement total et 50 % du rendement mensuel du S&P 500 rendement total en dollars canadiens) a obtenu un rendement de **12,22 %**.

Depuis la création du Composé¹ Nord-Américain Tonus en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement brut annualisé de **8,96 %** comparativement à **7,41 %** pour l'indice de référence.

Revue du portefeuille

Le premier trimestre de 2019 a démarré lentement pour notre fonds. Nous avons obtenu des gains en devise locale, mais le déclin du dollar américain efface ce rendement. La valeur de notre fonds demeure donc relativement inchangée à la fin de la période. La plupart de nos titres ont généré des rendements positifs qui ont toutefois été neutralisés par les pertes de deux de nos plus importantes positions. Celles-ci ont été sévèrement punies par le marché à la suite de l'annonce de résultats trimestriels décevants (nous y reviendrons). Comme notre portefeuille est concentré, la performance de nos principaux titres peut parfois avoir un impact disproportionné sur nos résultats et se traduire par un accroissement de la volatilité dans notre portefeuille. Cela a joué en notre défaveur dernièrement. À d'autres moments, cependant, cette concentration a contribué à l'amélioration de notre rendement global de façon substantielle.

Certains de nos titres ont connu des rebonds intéressants et une bonne performance au T1. Le prix des titres d'**Alimentation Couche-Tard (ATD – 78,72 \$)** et **Comcast Corporation (39,98 \$)**, pour en nommer quelques-uns, ont cru de près de 20 % après leur retour respectif à leur valorisation moyenne historique. Nous avons vendu quelques titres ayant atteint nos prix cibles, tandis que d'autres sont demeurés largement sous-évalués par les investisseurs qui continuent, pour la plupart, de boudier les investissements de style valeur. Au Canada, la majeure partie des gains réalisés par les indices sont attribuables à la performance de trois groupes de titres : les banques, les sociétés ferroviaires et l'industrie du cannabis. Aux États-Unis, les titres technologiques à hauts multiples d'évaluation sont (encore) le moteur principal de la croissance, générant 50 % des rendements depuis le début de l'année. Nous allons continuer d'exercer notre patience alors que les indices, propulsés par l'essor de ces secteurs, avoisinent des

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

sommets historiques. Pendant ce temps, nous portons notre attention sur les occasions intéressantes qui émergent dans les secteurs moins populaires du marché, où les nouvelles opportunités ne manquent pas.

Deux titres diminuent nos rendements

Deux de nos principaux titres ont freiné notre croissance durant le trimestre après l'annonce de résultats trimestriels inférieurs aux attentes du marché (et inférieurs aux nôtres). **Uni-Select (UNS – 13,86 \$)** est l'un de ces titres. Nous avons mentionné dans notre lettre du T3 que le conseil d'administration avait entrepris une revue stratégique de la compagnie. Le moment choisi n'était pas idéal. Vu les résultats financiers plutôt ternes à la fin de 2018, le conseil aura besoin de davantage de temps pour faire toute la lumière sur la situation et établir la voie à suivre dans l'avenir. Nous continuons de croire que la valeur de l'ensemble des parties d'Uni-Select dépasse considérablement celle suggérée présentement par le prix du titre, que ce soit selon sa structure actuelle ou après la vente d'une portion ou de l'entièreté des activités de la compagnie. En ce sens, le conseil d'administration concentre ses efforts sur les avenues possible afin de réaliser cette valeur pour les actionnaires. Nous nous attendons à une évolution positive à cet égard au cours de l'année.

Le deuxième titre qui a chuté considérablement au cours du trimestre est **Qurate Retail (QRTEA – 15,98 \$)**, un chef de file dans les services de commerce électronique. Les principales activités de Qurate comprennent QVC, HSN (Home Shopping Network) et Zulily. La compagnie, dirigée par le magnat des médias et homme d'affaires milliardaire John Malone, exerce ses activités depuis plus de 30 ans. Malone incarne notre vision d'un excellent répartiteur de capital et créateur de valeur pour les actionnaires. Avec 60 % de ses revenus provenant du commerce en ligne, elle se classe parmi le top 10 des détaillants en ligne aux États-Unis. Sa qualité première repose sur le fait que, contrairement à plusieurs de ses pairs, elle est très profitable. En 2018, elle a annoncé un bénéfice avant impôts de plus de deux milliards de dollars. Sa lacune? Une croissance moindre. En effet, sa croissance est inférieure à celle d'autres plateformes de commerce électronique, mais demeure néanmoins constante et positive au fil des ans. Lorsque l'attention du marché retourna vers les titres de style valeur, le titre de Qurate en bénéficiera étant donné sa forte position concurrentielle et son bas multiple d'évaluation. Avec une telle structure, nos gains découleront de trois principaux facteurs : a) la constance des bénéfices; b) les décisions relatives à la répartition du capital; et c) l'évaluation du titre.

En tant qu'investisseurs à long terme, nous avons péniblement regardé le titre perdre 20 % de sa valeur depuis le début de l'année, après la publication de marges bénéficiaires légèrement sous la cible lors du quatrième trimestre de 2018. À nos yeux, il s'agit d'une réaction extrême face à des résultats qui sont seulement 5 % en deçà de nos attentes. Qui plus est, nous nous attendons à ce que toute pression potentielle additionnelle sur les marges soit contrebalancée par les très grandes synergies de coûts découlant de l'acquisition de HSN réalisée il y a un an. Les investisseurs ont fait fi de cela et se sont tournés rapidement vers des idées plus en vogue.

Déterminer la valeur d'une entreprise sur la base de sa performance au cours d'une seule période de trois mois ne cadre pas avec nos pratiques. Cependant, le marché est une machine de vote à court terme qui ne fait preuve d'aucune pitié envers les compagnies qui n'atteignent pas leurs cibles. Qurate n'est pas étrangère à un tel contexte; elle est déjà passée par là. Durant la deuxième moitié de 2016, un resserrement similaire des marges avait entraîné une baisse de 30 % du prix de l'action, laquelle fut suivie d'un rendement positif de 50 % l'année

suivante. La direction en avait alors profité pour racheter près de 10 % des actions en circulation. Nous croyons qu'elle en fera de même cette fois-ci.

En ce qui concerne la répartition du capital, il s'avère rassurant que le conseil d'administration de Qurate soit présidé par John Malone, l'une des icônes du secteur des médias. Le principal attribut de la compagnie est le flux de trésorerie disponible qu'elle génère. Au cours des 12 dernières années, elle a utilisé celui-ci pour racheter la moitié de ses actions en circulation. L'année dernière seulement, un milliard de dollars a été utilisé pour retirer 9 % de celles-ci. Par conséquent, alors que le bénéfice d'exploitation a crû de 1,8 milliard de dollars en 2011 à 2,1 milliards de dollars en 2018 (croissance lente), sur une base unitaire, il a pratiquement **doublé** passant de 1,20 \$ à 2,00 \$ par action.

Finalement, en ce qui a trait à l'évaluation, le titre s'échange présentement à un multiple représentant 8x son flux de trésorerie disponible. La dernière fois qu'il a atteint un multiple aussi bas, le prix de l'action a subséquemment doublé. Nous ne pouvons pas prédire quand le marché se ressaisira et réévaluera le titre, mais le risque de perte nous semble infime (compte tenu de ce multiple). Comme c'est le cas pour plusieurs de nos investissements de style valeur, nous croyons que le prix actuel présente un potentiel de rendement asymétrique jouant en notre faveur.

L'ensemble de notre équipe est à la recherche active de nouveaux investissements prometteurs. Nous évaluons en ce moment plusieurs compagnies de qualité dont la valorisation nous paraît attrayante et s'apparente à celle des deux titres décrits ci-dessus. Nous souhaitons ajouter de nouvelles positions long-terme dans notre fonds au moment opportun.

Sincèrement,



Philippe Hynes, CFA
16 avril 2019

Performance annualisée du Composé Tonus Au 31/03/2019

	<i>Composé Tonus</i> <i>(Rendements Bruts)</i>	<i>Indice</i>
3 mois	-0.32%	12.22%
6 mois	-11.10%	1.68%
AACJ	-0.32%	12.22%
1 an	-7.16%	10.68%
2 ans	-5.53%	8.23%
3 ans	2.63%	11.92%
5 ans	3.34%	10.21%
Depuis la Création	8.96%	7.41%

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.