

TROISIÈME TRIMESTRE 2016 – Revue du portefeuille

Cher partenaire,

Nous sommes heureux de vous faire parvenir cette revue du portefeuille pour le troisième trimestre 2016.

LA PERFORMANCE

Au cours du troisième trimestre 2016, le rendement brut du Fonds Partenaires Tonus a été de **7,69 %**. 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 **5,24 %**.

Cette année à ce jour, le Fonds Partenaires Tonus est en hausse de **18,87 %** comparativement à **8,72%** pour l'indice de référence.

Depuis la création du Composé en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement annualisé de **12,22 %** comparativement à **6,59 %** pour l'indice de référence.

La quête du revenu

Le Fonds Partenaires Tonus a connu un très bon troisième trimestre enregistrant une forte hausse de 7,7%. Depuis le début de l'année, en tenant compte des répercussions négatives qu'a eu la devise américaine sur nos rendements, le Composé est en hausse de 19%, comparativement à 9% pour l'indice de référence nord-américain. Bien que le début de l'année ait connu son lot de fortes baisses, les marchés ont su rebondir avec des rendements mensuels positifs de mars à septembre. Les investisseurs, prêts à tout pour trouver des alternatives aux faibles (même négatifs) rendements des obligations, transfèrent leur argent vers les secteurs du marché boursier reconnus autrefois pour offrir de meilleurs rendements de dividendes, à savoir les services publics, l'immobilier et les télécommunications. Dans le but d'attirer ces investisseurs en quête de revenu, de nombreuses entreprises affichant peu ou pas de croissance de leurs bénéfices utilisent des fonds empruntés afin de doper leurs dividendes.

En marge de ceci, nous demeurons prudents envers certains secteurs. Premièrement, de nombreux investissements à rendement de dividende transigent à un multiple des profits très élevé, et nous ne sommes pas prêts à payer un tel prix pour ces entreprises. Deuxièmement, nous trouvons particulièrement inquiétant que ces évaluations aient augmentées alors qu'il ne reste que très peu de marge de manœuvre pour une diminution supplémentaire des taux d'intérêts, réduisant ainsi la possibilité d'accroître la valeur de ces titres. En fait, les investisseurs anticipent une seule hausse des taux de la Réserve Fédérale américaine au cours des deux prochaines années! Dans un tel contexte, nous jugeons que le ratio risque / récompense n'en vaut pas la peine et, si nous ne trouvons pas de titres qui se transigent à un

escompte significatif à leur valeur intrinsèque, nous placerons votre argent dans des acceptations bancaires aux «généreux» taux de 0,77%.

Tirer profit de nos recherches

La plupart de nos titres ont très bien performés au cours du trimestre. Notamment **MiX Telematics (MIXT – 6,39 \$)**, un fournisseur mondial de gestion de flotte, de sécurité des conducteurs et de services de repérage de véhicules. L'achat de ce titre illustre très bien comment nous réussissons à tirer parti de nos recherches pour trouver de nouvelles idées. Comme vous le savez, lors de l'analyse d'un titre, nous évaluons les différents acteurs présents dans le secteur d'activité, y compris les concurrents. Voilà comment nous avons trouvé MiX, un concurrent de **LoJack Corporation (LOJN – 6,45 \$)** que nous détenions dans notre portefeuille et qui a reçu une offre publique d'achat plus tôt cette année. Nous avons alors enregistré un fort gain grâce à la prime offerte. De fait, MiX opère un modèle d'affaires supérieur puisque l'abonnement mensuel à leur service dégage des revenus récurrents stables. Le titre transigeait historiquement à un multiple supérieur à celui de LoJack mais, incidemment, au moment de l'acquisition de LoJack, le titre de MiX était sous pression. Deux éléments négatifs sont à l'origine du déclin du titre de son sommet de 16 \$ au moment de son introduction en bourse en 2013 à moins de 4 \$ plus tôt cette année. Premièrement, une partie importante de leurs revenus et profits proviennent de l'Afrique du Sud. La monnaie du pays, le Rand, a subi une dévaluation de près de 25% l'an dernier, réduisant donc considérablement les bénéfices de l'entreprise en dollars américains. Deuxièmement, leurs clients opérant dans l'industrie des services pétroliers, leur principal créneau à l'extérieur de l'Afrique du Sud, ont drastiquement diminué la grosseur de leurs flottes réduisant ainsi la croissance de l'entreprise.

Cela dit, le revenu mensuel moyen par client et le nombre d'abonnés ont tout de même augmenté de plus de 10%. Nous demeurons optimistes qu'une diminution de ces facteurs négatifs leur permettra de tirer parti de leur infrastructure opérationnelle mondiale et ainsi élever leur profitabilité et leurs marges bénéficiaires au même niveau que leurs pairs. Qui plus est, certains changements réglementaires aux États-Unis pourraient se révéler bénéfique. Enfin, leur bilan solide, avec 1,90 \$ net en espèces par action (50% de la valeur de l'entreprise au moment de notre achat) leur a servi plus tôt cette année pour racheter plus de 25% de l'entreprise, qui était détenue par de son plus important actionnaire, au prix avantageux de \$3.94 par action! Nous nous attendons à ce que la croissance se poursuive autant au niveau des abonnés que des revenus, des marges et des profits. Le titre se négocie toujours à un niveau relatif inférieur à celui de ses pairs ce qui devrait mener à des gains substantiels.

Gestion des risques

Dans un environnement où le prix des actifs continue d'augmenter considérablement et que plusieurs anticipent une baisse du marché boursier, la gestion des risques est d'actualité. Pour citer Benjamin Graham, légendaire investisseur : « L'essence de la gestion de portefeuille est la gestion des risques, et non la gestion des rendements ». Pour nous, cette gestion des risques repose sur deux piliers fondamentaux. Premièrement, notre connaissance approfondie de nos titres. En ayant un portefeuille concentré et un faible taux de roulement, nous accordons beaucoup de temps à l'analyse de nouveaux investissements et à approfondir celle des titres détenus. Ce faisant, nous pouvons identifier les risques spécifiques à l'entreprise et tester nos modèles de rentabilité. Deuxièmement, notre discipline. Lorsque notre recherche est terminée, nous déterminons la valeur intrinsèque. Tirant profit de la flexibilité de notre politique d'investissement, nous attendons qu'un rabais important à cette valeur intrinsèque se présente avant d'acheter des actions; limitant ainsi notre risque de pertes. De même, lorsque nos

investissements atteignent leur pleine valeur, nous pouvons les vendre, réaliser nos profits, et attendre la prochaine occasion d'achat.

C'est ce que nous avons vécu au troisième trimestre. Tel qu'expliqué dans [notre lettre du deuxième trimestre](#), au beau milieu du tumulte du Brexit, nous avons porté une attention particulière à deux titres détenus exposés à l'économie du Royaume Uni. Tout d'abord, **Penske Automotive Group (PAG – 48,18 \$)**. Le Brexit a finalement fourni une belle occasion et nous en avons profité pour augmenter notre participation dans l'entreprise avec l'achat d'actions à un prix autour de 30\$. Malgré le climat d'incertitude, les Britanniques ont continué d'acheter de nouvelles voitures au cours de l'été et, comme c'est le cas aux États-Unis, l'entretien automobile continue d'être un centre de profit stable pour les concessionnaires. Le PDG de la société, Roger Penske a, comme nous, flairé la bonne affaire et a personnellement acheté 2,6 millions d'actions au cours du trimestre pour plus de 100 millions \$. De tous nos titres, Penske obtient le meilleur rendement au cours du trimestre avec un gain de 59%. Deuxièmement, **Jacobs Engineering Group (JEC – 51,72 \$)**, a également rebondi au troisième trimestre. À l'achat du titre, nous avons établi un prix cible de 55\$, soit un multiple implicite de 17x nos bénéfices prévus pour l'entreprise. La dévaluation de la Livre Sterling diminuera la rentabilité et nous avons donc réduit notre valeur intrinsèque. Lorsque le titre a atteint 54 \$, nous avons vendu.

Nous n'avons pas toujours raison

Nous nous sommes aussi départis de **Hornbeck Offshore Services (HOS – 5,50 \$)**. Bien que cet investissement n'ait pas été rentable pour nous, notre décision de vendre n'a pas été motivée par un ordre à seuil de déclenchement (un *stop loss* en anglais), ni parce que nous avons abaissé nos prévisions de bénéfices en raison des conditions très difficiles de l'industrie en ce moment, car cela se reflète déjà dans le cours de l'action. Nous avons vendu parce que nous avons eu tort sur un élément essentiel de notre thèse d'investissement, à savoir notre attente que leurs navires haut-de-gamme multi-usage continuent de jouir d'un fort niveau d'utilisation et de prix stables. Nous avons investi dans Hornbeck pensant que ces navires assureraient une certaine stabilité des résultats. En fait, au cours des derniers trimestres, la concurrence est demeurée élevée alors que la demande s'est faite moins importante que prévu, entraînant une baisse de la rentabilité et des risques plus élevés pour l'entreprise. Ce changement à notre thèse d'investissement nous rendait inconfortable, nous avons donc choisi de vendre notre position.

Les liquidités obtenues de ces transactions demeurent en espèces pour le moment car aucun titre analysé récemment n'offre la marge de sécurité requise. L'absence de transactions ne représente pas la situation idéale et nous sommes sensibles au fait que cette inactivité peut parfois nous convaincre de la présence d'aubaines là où il n'y en a pas. Nous continuons donc nos recherches et soyez assurés que nous maintenons en tout temps notre discipline d'achat avant d'investir votre capital.

Sincèrement



Philippe Hynes, CFA
15 octobre 2016

Performance du Composé Tonus Au 30 septembre 2016

	Composé Tonus	
	Rendements Brut	Indice
3 mois	7.69%	5.24%
6 mois	13.46%	9.46%
AACJ	18.87%	8.72%
1 an	23.72%	13.73%
2 ans	10.06%	9.06%
3 ans	13.56%	14.16%
5 ans	19.98%	14.78%
Depuis la Création	12.22%	6.59%

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 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. Pour plus d'informations sur la stratégie d'investissement et sur les termes et conditions relatives à un investissement dans le Fonds, les investisseurs devraient consulter la Notice d'Offre (Offering Memorandum) disponible sur demande.