

DEUXIÈME TRIMESTRE 2015 – Revue du portefeuille

Cher partenaire,

Nous sommes heureux de vous faire parvenir cette revue du portefeuille pour le deuxième trimestre 2015.

LA PERFORMANCE

Au deuxième trimestre 2015, le rendement brut du Composé Tonus a été de **2,56 %**. Durant cette période, le S&P/TSX rendement total a enregistré un rendement de **-1,63 %** et le S&P 500 rendement total en dollars canadiens de **-1,15 %**.

Cette année à ce jour, le Composé Tonus est en hausse de **6,52 %** comparativement à **0,91 %** et **9,11 %** pour le S&P TSX RT et le S&P 500 RT\$CAD.

Depuis la création du Composé en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement annualisé de **11,64 %**. En comparaison, le rendement annualisé du S&P TSX RT est de **2,92 %** et celui du S&P 500 RT \$CAD de **9,95 %**.

REVUE DU PORTEFEUILLE

Alors que les marchés sont demeurés plutôt stables durant la première moitié de l'année, notre portefeuille est en hausse de près de 7 %. Nos titres ont bien performé au cours du deuxième trimestre, en particulier nos plus importantes positions. En effet, notre rendement trimestriel est positif alors que les marchés affichent une baisse. Contrairement aux périodes précédentes, depuis le début de l'année, notre indice de référence, qui représente le marché nord-américain (en dollars canadiens), a connu une performance négative pour les mois de mars, avril et juin. Les indices ont affiché un rendement négatif (en moyenne -1%), et c'est à ce moment que notre portefeuille, qui est demeuré relativement stable, les a surperformés. Qui plus est, le deuxième trimestre a vu nos encaisses diminué sous la barre des 20% pour la première fois depuis août dernier. Il va sans dire qu'un marché stable ou en baisse est plus propice à notre déploiement de capital.

Au cours du trimestre, nous avons investi dans **Technologies Interactives Mediagrif (MDF - 17,02 \$)**. La société, basée près de Montréal, fournit des solutions de commerce électronique pour les consommateurs, les entreprises et les gouvernements. Elle suscite notre intérêt depuis que l'actuel PDG, Claude Roy, a pris les rênes de la compagnie en 2009 et l'a repositionnée en concentrant les activités sur quelques verticaux clés tout en mettant l'accent sur la croissance des bénéficiaires plutôt que des ventes. Il a procédé à certaines acquisitions importantes dont Intertrade en 2010, LesPAC en 2011, et Jobboom en 2013. À chaque occasion, le titre a réagi positivement avec une hausse moyenne de 10 %. Nous ne sommes pas toujours friands de croissance par acquisition. Toutefois, lorsque l'individu responsable détient personnellement

22% des actions de la société, qu'il en achète davantage sur le marché, et que sa feuille de route à ce sujet est impressionnante, nous sommes en droit de nous attendre à un déploiement prudent du capital. En fait, il est probable que se soit cette prudence et cette discipline qui nous aient donné la possibilité d'acheter des actions au deuxième trimestre sous 17 \$, en baisse de près de 20% au cours des deux dernières années, puisque le marché semble lassé d'attendre la prochaine acquisition. Pour nous, la patience est une vertu. Il est de notre avis qu'aucune transaction demeurera toujours plus souhaitable qu'une mauvaise transaction coûteuse. Pendant ce temps, la société a remboursé la moitié de sa dette, a racheté des actions et paie un dividende. Nous croyons que si Roy ne peut réaliser une acquisition intéressante cette année, il pourrait utiliser les liquidités excédentaires dans le cadre d'un rachat significatif d'actions de la compagnie. (Note: après la rédaction de ces lignes, la société a déclaré dans un document réglementaire le rachat de 417 000 actions ordinaires, soit 2,7 % des actions en circulation).

Nous croyons que le rendement du titre sera tributaire d'un retour à une croissance organique soutenue. Bien que certains secteurs de l'entreprise aient affiché de la croissance au cours des dernières années, le taux de croissance organique demeure faible principalement en raison de deux facteurs. D'une part, en 2013, le gouvernement fédéral n'a pas renouvelé son contrat. Mediagrif a alors perdu 10% de son chiffre d'affaires échelonné sur les années fiscales 2013 et 2014. D'autre part, Mediagrif détient un groupe de compagnies qui génèrent d'excellents flux de trésorerie libres, mais dont les ventes sont en baisse séculaire. Selon nos estimations, ce groupe représentait autrefois 40% des revenus, mais cette proportion se situe maintenant à moins de 25%. Mediagrif a donc réussi à remplacer les revenus fédéraux et l'impact global des entreprises matures diminue. Ceci étant dit, nous croyons, et c'est aussi l'objectif principal de l'équipe de gestion, que la société pourra enregistrer une croissance organique de ses revenus cette année tout en continuant d'augmenter sa marge bénéficiaire. À ce titre, malgré la faible croissance organique au cours des 5 dernières années, les flux de trésorerie libres par action ont augmenté 0,47 \$ à 1,19 \$, un bon de 2,5x. Cette croissance devrait se poursuivre et étant donné que le titre flirtait avec ses plus bas multiples historiques au cours du dernier trimestre, nous avons acheté des actions. Cet achat nous permettra assurément de générer des gains forts appréciables dans un avenir rapproché.

Un rappel au sujet de **Blue Bird Corporation (BLBD – 12,99 \$)**, le fabricant d'autobus scolaire que nous vous avons présenté dans notre [lettre du premier trimestre](#). Ce titre a enregistré notre plus fort gain lors du trimestre, en hausse de 27%, et continue sa progression alors que la compagnie vient d'être ajoutée dans l'indice de petites capitalisations Russell 2000. Nous croyons fermement en la capacité de la société à gagner des parts de marché en raison de sa position dominante dans les autobus au propane. L'industrie se dirige vers cette technologie, qui est plus verte, moins chère et plus fiable. Nous prévoyons des gains supplémentaires sur le titre.

COMMENTAIRES

Les marchés demeurant plutôt stables cette année, nos rendements sont le résultat de notre sélection de titres judicieuse. Trimestriellement, nous tentons de vous présenter les raisons justifiant certains de nos achats. Nous pensions à propos d'analyser les facteurs nous ayant permis de surperformer les marchés depuis la création du portefeuille en octobre 2007 et d'isoler l'apport positif (ou négatif) de notre sélection de titres. Comme vous le savez, notre politique d'investissement nous permet d'investir au Canada et aux États-Unis. Toutefois, lorsque le prix des titres sur notre liste de souhaits (*wishlist*) n'atteint pas notre cible d'achat,

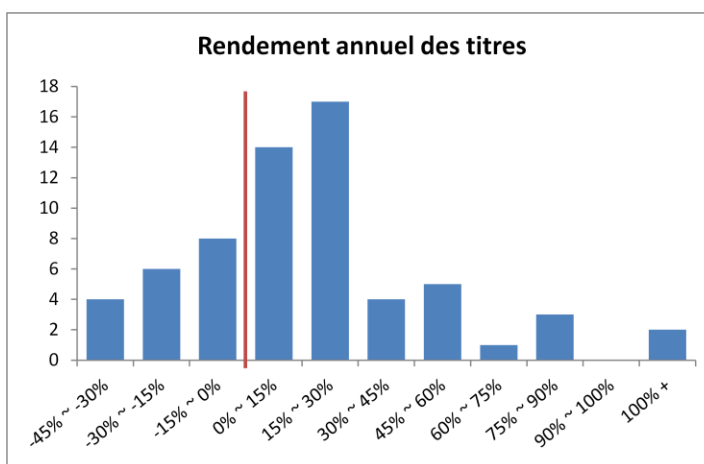
nous demeurons patients et attendons le moment opportun. Depuis sa création, la performance annualisée du Composé dépasse celle de l'indice de référence (50% Canada et 50% États-Unis) par 4,49% annuellement. Ce rendement excédentaire se décompose en trois facteurs. Premièrement, notre décision d'investir une plus grande portion des actifs aux États-Unis, où les évaluations nous apparaissaient plus intéressantes, a permis un rendement excédentaire annuel de 2,9%. Deuxièmement, puisque nous n'avons pas été pleinement investis par moments, ces liquidités, générant un très faible rendement, ont diminué notre rendement total de -1,6% par année. Troisièmement, la sélection de titres a été le facteur primordial sur le rendement, stimulant les rendements de 3,1% annuellement. Notre travail consiste à dénicher de bons titres, analysons nos choix.

Facteurs	Rendement Excédentaire
Géographie	2,91%
Liquidité	-1,55%
<u>Sélection de titres</u>	<u>3,13%</u>
Rendement excédentaire	4,49%

Depuis la création du portefeuille, nous avons réalisé 63 achats, soit environ 7 par année. Le rendement moyen de l'achat à la vente (ou à la fin juin pour les titres toujours détenus dans le portefeuille) est de 32%. Sur une base annualisée, après avoir tenu compte que certains titres ont été détenus pour une période supérieure à un an, le rendement annuel moyen est de 16%. Toutefois, plusieurs titres ayant sans aucun doute bénéficié du marché haussier des dernières années, nous désirions éliminer ce biais positif. Comme mentionné, de l'achat à la vente, nos titres ont crûs en moyenne de 16% par année. Au cours de la même période, le marché, pondéré pour l'intervalle de temps où nous avons détenu nos titres, a obtenu un rendement moyen de 8%, soit la moitié du nôtre. De toute évidence, nos choix ont été judicieux.

Finalement, nous passons beaucoup de temps à analyser et modéliser les titres étudiés afin de minimiser le risque de perte et prévenir la destruction permanente de valeur. Nous préférons donc laisser passer certaines occasions à haut rendement potentiel et à risques proportionnellement élevés. La discipline est la clé de notre stratégie : Acheter seulement quand le prix est bon. À cette fin, nous devons demeurer patients et garder des liquidités lorsque les aubaines se font rares. Ceci est la seule manière d'obtenir un taux de succès bien au-delà du niveau de 50% que plusieurs considèrent satisfaisant.

Comment avons-nous performé? Parmi les 63 investissements à ce jour, 46 (73%) ont été gagnants. Des 17 pertes, 7 sont toujours dans le portefeuille et pourraient éventuellement générer des profits. L'histogramme ci-contre montre la distribution des rendements. Les pertes ont été petites, la majorité des investissements ont généré des rendements annuels entre 15% et 30%, et quelques titres ont engrangé des gains substantiels. Ceci est conséquent avec notre philosophie de minimiser les pertes tout en cherchant des occasions offrant de bons rendements et, à l'occasion, de dénicher des grands gagnants.



En conclusion, nous avons démontré notre capacité de trouver de bons titres. Le marché fait du surplace cette année. La croissance des profits des entreprises est faible, et les évaluations sont, en général, au-dessus de leur moyenne historique. Notre vision du marché est la même depuis quelques trimestres maintenant. Comme vous en avez été témoin, nous avons tout de même été en mesure de trouver certains investissements intéressants et nous sommes toujours à la recherche de telles occasions, tout en gardant notre objectif de protection de votre capital.

Sincèrement



Philippe Hynes, CFA
10 juillet 2015

Performance du Composé Tonus Au 30 juin 2015

Date	Composé Tonus Rendements Bruts	S&P/TSX Rendement Total	S&P 500 Total Rendement Total (\$CAD)
3 mois	2.56%	-1.63%	-1.15%
6 mois	6.52%	0.91%	9.11%
Année à ce jour	6.52%	0.91%	9.11%
1 an	2.17%	-1.16%	25.91%
2 ans	14.20%	12.73%	25.78%
3 ans	19.47%	11.11%	25.48%
5 ans	16.79%	8.27%	21.22%
Depuis la création (31 oct. '07)	11.64%	2.92%	9.95%

Source: FactSet Research Systems, Inc.

Les rendements sont présentés avant la déduction des frais de gestion.

Les rendements de plus d'un an sont annualisés.

Les rendements passés ne sont pas garants de la performance future. 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 en octobre 2007. La firme maintient une liste complète des composés et de leur description. Les résultats sont basés sur les comptes en gestion discrétionnaires gérés par Tonus Capital, incluant les comptes qui ne sont plus en activité. Les politiques du Composé font en sorte que les comptes subissant de gros changements, définis comme un ajout ou un retrait de plus de 25% de l'actif, soient exclu du Composé pour ce mois.