

DEUXIÈME TRIMESTRE 2014 – Revue du portefeuille

Cher partenaire,

C'est avec plaisir que je vous fais parvenir cette revue du portefeuille pour le deuxième trimestre 2014.

LA PERFORMANCE

Au cours du deuxième trimestre 2014, le rendement brut du Composé Tonus a été de **2,70%**. Durant cette période, le S&P/TSX rendement total a augmenté de **6,41 %** et le S&P 500 rendement total en dollars canadiens de **1,55 %**.

Cette année à ce jour, le Composé Tonus est en hausse de **8,99 %** comparativement à **12,86 %** et **7,40 %** pour le S&P TSX RT et le S&P 500 RT \$CAD.

Depuis la création du Composé en octobre 2007, celui-ci a obtenu un rendement annualisé de **13,14 %**. En comparaison, le rendement annualisé du S&P TSX RT est de **3,55 %** et celui du S&P 500 RT \$CAD de **7,74 %**.

REVUE DU PORTEFEUILLE

Pour un 11^e trimestre consécutif, le Composé Tonus a enregistré un rendement positif. Cependant, pour une première fois depuis 2011-T1 la performance du marché était supérieure à la nôtre. Bien que nous ayons devancé l'indice américain (en devise canadienne), le marché canadien a connu une forte hausse, notamment grâce à l'excellente performance des secteurs aurifères (en hausse de 10 %), des matériaux (en hausse de 6 %), et de l'énergie (en hausse de 10 %). Comme vous le savez, nous n'avons aucun investissement dans les deux premiers et nous détenons qu'un seul producteur pétrolier. En outre, la hausse des commodités a fortement contribué à l'augmentation du dollar canadien; le huard étant la devise s'étant le plus appréciée au cours du deuxième trimestre. Conséquemment, ceci eut un impact négatif sur notre performance.

Enfin, notre situation de trésorerie a, une fois de plus, freiné les rendements, réduisant respectivement par 2 % et 5 % notre performance à ce jour et au cours des douze derniers mois. Ce « coût » est inévitable afin de maintenir une approche disciplinée tout en étant patient afin d'obtenir le prix d'achat désiré. Les occasions d'achat se font plus rares suite à une récente hausse de notre indice de référence durant 12 mois consécutifs, une séquence inégalée au cours des 15 dernières années (la plus longue séquence auparavant avait duré 8 mois, de juin

2006 à janvier 2007). De plus, la dernière correction de plus de 10 % du S&P 500 date de 2011-T4. La bonne performance de certains investissements du portefeuille fait en sorte que, souvent, lorsqu'un nouveau titre est acheté, un autre est vendu en partie ou en totalité, laissant le solde des liquidités supérieur à celui souhaité. Passons maintenant en revue les principales transactions de la période.

Le premier achat du trimestre est **Hornbeck Offshore Services (HOS - \$46,92)**, un fournisseur de transport maritime et de services logistiques dans le golfe du Mexique, un secteur d'activité hautement similaire à un autre titre du portefeuille, **PHI Inc. (PHIK - \$44,57)**. Alors que cette dernière transporte par hélicoptères les employés des plates-formes de forage, Hornbeck se concentre sur le transport par bateaux de divers produits (pièces, tuyaux, produits chimiques) nécessaires sur ces mêmes plates-formes. Puisque la demande pour leurs services respectifs est influencée par des facteurs similaires, j'analyse Hornbeck depuis plus de trois ans et j'ai saisi l'occasion d'achat en avril suite à une baisse de 35 % du prix du cours. Tout comme PHI, Hornbeck domine le marché dans le golfe du Mexique. Les dirigeants ont profité du fait que les chantiers navals étaient désespérés suite à l'explosion du puits de BP en 2010 pour commander, à des prix très favorables, 23 nouveaux navires à haute spécification. Une fois ceux-ci intégrés dans la flotte, la compagnie détiendra une part de marché supérieure à 35 %. Lors d'une récente rencontre en juin, la haute direction m'a réitéré leur conviction que le nombre de plates-formes de forage en eau profonde actives dans le golfe augmentera du niveau actuel de 42 à plus de 50 l'an prochain. Puisque chacune des plates-formes nécessite en moyenne quatre bateaux pour la desservir, la croissance de la demande conduira à une augmentation du tarif quotidien.

Deux autres facteurs devraient aussi contribuer à l'augmentation des profits. Tout d'abord, du côté mexicain du golfe, la demande augmentera dans les prochaines années suite aux réformes mises en œuvre par le gouvernement pour stimuler la production. Ceci, combiné à la faillite du principal concurrent dans cette région, la Mexicaine Oceanografia, permettra une meilleure utilisation des plus petits navires de Hornbeck. Deuxièmement, suite à une récente application plus stricte de la loi Jones Act aux États-Unis, qui interdit les navires étrangers de s'engager dans le commerce entre les deux ports américains, la flotte de navires MPSV de Hornbeck connaîtra une très forte demande. Le recul du cours cette année résulte d'un léger décalage entre la livraison de nouveaux bateaux en début 2014 et la livraison de nouvelles plates-formes de forage reportée à la deuxième moitié de 2014. Dès le trimestre récemment complété, les prix et le niveau d'utilisation des actifs s'amélioreront. À plus long terme, lorsque la construction des nouveaux navires sera complétée en 2016, les flux de trésorerie disponibles devraient atteindre entre 6 \$ et 10 \$ par action et justifier un prix du titre supérieur à notre coût sous les 40 \$ par action. Finalement, le PDG de la compagnie acquérait des titres simultanément à nos achats, un autre élément favorable.

L'autre ajout au portefeuille fut **DIRTT Environmental Solutions (DRT - \$3,54)**, un bel exemple de notre stratégie d'investissement. Je suivais l'entreprise depuis ma rencontre avec les dirigeants en marge de leur premier appel public à l'épargne (PAPE) à l'automne dernier. La société fabrique et commercialise des intérieurs commerciaux préfabriqués, combinant des solutions de logiciels et des processus de fabrication novateurs. Suite au PAPE, une restriction de vente s'appliquait à certains actionnaires pour une période de six mois. Ce délai expiré en mai, quelque 7 millions d'actions ont été offerts dans une prise ferme à un escompte significatif du cours de l'époque. Mes recherches étant complétées suite à la récente visite du président de la compagnie dans nos bureaux, j'ai obtenu l'escompte recherché pour faire l'achat du titre. Moins d'un mois suivant l'acquisition de DIRTT à 2,60 \$, le titre se négociait à près de 4,00 \$.

En raison d'une marge de sécurité beaucoup plus faible et du fait que je n'avais pas été en mesure de construire une position complète, j'ai vendu le titre pour un gain intéressant.

COMMENTAIRES

Au début du deuxième trimestre, je commençais à observer plus de titres en forte baisse par rapport à leur sommet, particulièrement sur le marché américain. En effet, le nombre de titres ayant subi une correction de plus de 30 % avait doublé comparativement au début de l'année. Lorsque les évaluations sont élevées, la marge d'erreur rétrécit et des baisses drastiques du cours peuvent se produire. Certains titres sans momentum sont oubliés et négligés devenant alors de bons candidats pour l'ajout à ma liste de recherche. Cependant, nombre d'entre eux ont rebondi rapidement vers la fin mai et en juin, raccourcissant considérablement ma liste de prospects. Toutefois, quelques-uns demeurent intéressants et, si la volatilité des actions augmente enfin (et cela se produira éventuellement), cette liste s'allongera. Je m'intéresse particulièrement aux titres affichant peu de catalyseurs à court terme, mais offrant un grand potentiel à long terme.

Hornbeck en est un bon exemple; notre investissement dans **BlackPearl Resources (PXX - \$2,26)** en est un autre. Comme vous vous en souvenez, nous avons fait l'acquisition de ce titre suite à la décision par l'équipe de direction de retarder le financement obligataire, les conditions de marché étant inadéquates. La levée de fonds a finalement eu lieu en février et le titre a plus que doublé au cours de cette période, atteignant un sommet en avril à \$3,15. Depuis, la thèse d'investissement n'a pas changé de façon significative, mais le cours a chuté de 25 %. La principale raison étant un manque de catalyseurs à court terme puisque la construction de leur projet thermique Onion Lake durera de 12 à 15 mois. Néanmoins, leurs activités existantes ont une valeur de base et, à plus long terme, notre rendement proviendra de leurs projets de croissance. La faiblesse actuelle du prix de l'action offre une opportunité d'ajouter à notre investissement. Le recul injustifié de certains titres détenus en portefeuille ainsi que des baisses significatives sur des titres boudés par le marché devrait me permettre d'investir les liquidités du portefeuille.

Finalement, le dernier trimestre marque aussi une étape importante pour Tonus Capital puisque nous avons déménagé. À l'instar de nos actifs sous gestion, notre besoin d'espace a augmenté. Notez que notre numéro de téléphone demeure toujours le même. N'hésitez pas à appeler si vous souhaitez venir visiter nos nouveaux locaux, qui, je l'espère, seront un bon incubateur de nouvelles idées d'investissement fructueux!

Cordialement,



Philippe Hynes, CFA
8 juillet 2014

Performance du Composé Tonus Au 30 juin 2014

Date	Composé Tonus Rendements Bruts	S&P/TSX Rendement Total	S&P 500 Rendement Total (\$CAD)
3 mois	2.70%	6.41%	1.55%
6 mois	8.99%	12.86%	7.40%
Année à ce jour	8.99%	12.86%	7.40%
1 an	27.65%	28.66%	25.81%
2 ans	29.19%	17.79%	25.26%
3 ans	25.59%	7.59%	20.49%
5 ans	19.67%	11.00%	16.75%
Depuis la création (31 oct. '07)	13.14%	3.55%	7.74%

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, défini comme un ajout ou un retrait de plus de 25% de l'actif, soient exclu du Composé pour ce mois.