

## DEUXIÈME TRIMESTRE 2016 – Revue du portefeuille

Cher partenaire,

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

### LA PERFORMANCE

Au deuxième trimestre 2016, le rendement brut du Fonds Tonus Partenaires a été de **5,35 %**. 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 **4,05 %**.

Cette année à ce jour, le Fonds Tonus Partenaires est en hausse de **10,38 %** comparativement à **3,40 %** pour l'indice de référence.

Depuis la création du Composé<sup>1</sup> en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement annualisé de **11,64 %**. En comparaison, le rendement annualisé de l'indice de référence est de **6,33 %**.

### Peu exposé aux ressources naturelles, nous devançons tout de même le marché canadien

Après un début d'année volatile, les indices mondiaux affichaient une certaine stabilité lors du deuxième trimestre jusqu'au vote du Brexit et l'incertitude qui en a découlée. Les titres nord-américains ont rapidement effacé leur perte causée par la «liquidation» du 24 juin et les indices canadiens et américains ont par conséquent terminé le trimestre en hausse de 5,1 % et 2,9 %, respectivement. La surperformance du marché canadien au cours du trimestre et de l'année à ce jour est entièrement due au rebond des matières premières. Le rendement de 9,8% généré par le TSX cette année s'explique par un gain de 29% dans les secteurs des ressources naturelles tandis que l'ensemble des autres secteurs ont été stables ( 0,1 % ). L'or aura été le grand gagnant; alors que le prix du métal jaune est en hausse de 25 % cette année, les titres ont explosés : le sous-indice du secteur de l'or affiche une hausse phénoménale de 94 %. L'or, à lui seul, a contribué à hauteur de 4 % au rendement de l'indice. Considérant que nous ne détenons aucun investissement dans ce secteur que nous considérons spéculatif, nous sommes très satisfaits de notre rendement de 5,4 % pour le trimestre et de 10,4 % pour l'année à ce jour.

Le Brexit nous rappelle qu'il y a toujours du risque et que certains événements improbables peuvent et vont perturber le marché. Encore une fois, nous avons profité de cette baisse pour

---

<sup>1</sup> Une description complète du Composé Tonus est disponible en page 4

augmenter notre position dans certains de nos titres puisque le Brexit ne représente aucun impact financier pour la majorité d'entre eux. Cependant, tel n'est pas le cas pour **Penske Automotive (PAG – 31,46 \$ )** et **Jacobs Engineering (JEC – 49,81 \$ )** dont respectivement 33% et 10% du chiffre d'affaires provient du Royaume Uni. Nous pensons toutefois que la baisse du prix de l'action l'emporte sur l'impact potentiel qu'occasionneront l'incertitude économique et l'affaiblissement de la livre sur leur rentabilité.

## L'évaluation des marchés, bien qu'elle ne soit pas extrême, demeure élevée

Avec les marchés qui frôlent à nouveau des sommets historiques, nous restons préoccupés par les évaluations observées. L'augmentation du niveau des indices au deuxième trimestre surprend puisque les analystes ont abaissé de 3% leur estimation de profits au cours de la période. Cette hausse dirigera l'attention des investisseurs vers le dévoilement prochain des résultats financiers des entreprises afin de confirmer ou non si la croissance des bénéfices permet de justifier les gains du marché. Nous sommes confiants de la performance financière du nombre limité d'investissements que nous détenons dans notre portefeuille et nous poursuivons la recherche d'entreprises dont l'évaluation actuelle ne reflète pas leur capacité à générer des bénéfices. Pendant ce temps, la flexibilité offerte par notre politique de placement nous permet de maintenir notre discipline d'achat et de vente de titres. Nous continuons de liquider ceux qui atteignent leur pleine valeur et d'attendre le bon prix avant d'investir dans un nouveau titre. Bien que nous ayons été moins actifs dans nos transactions au deuxième trimestre, nous avons tout de même transigé des nouveaux titres qui répondaient à nos critères.

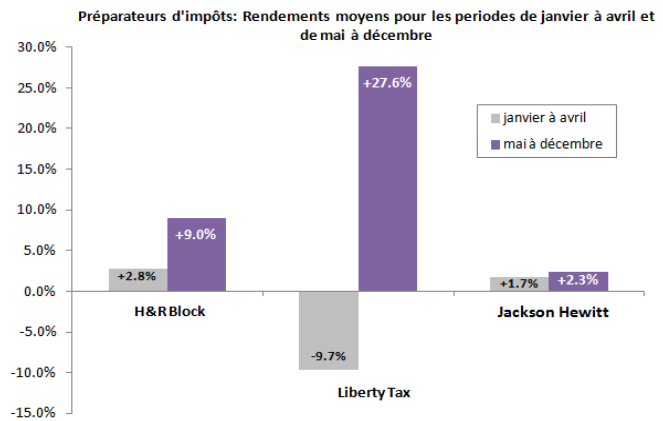
## Faire du neuf avec du vieux

Le titre de **Liberty Tax (TAX – 13,32 \$ )**, deuxième plus grand préparateur d'impôts aux États-Unis, fait un retour dans notre portefeuille. Vous vous souvenez peut-être que nous possédions ce titre après son introduction en bourse en 2012 et que nous avons obtenu un gain de **185%** sur notre investissement ([voir notre lettre du 2012T4](#) pour notre thèse d'investissement). Nous consacrons beaucoup de temps à effectuer nos recherches avant d'acheter de nouveaux titres et, après avoir liquidé la position, nous continuons généralement de suivre l'évolution de l'entreprise. Liberty Tax en est un bon exemple. Nous avons vendu le titre en novembre 2014, estimant que le titre, à 37\$ par action, atteignait sa pleine valeur. Le marché devenait très optimiste en prévision de l'impact potentiellement positif sur les préparateurs d'impôt de la *Loi sur les soins abordables* et de la *réforme de l'immigration* proposée. Il s'est avéré qu'à ce jour, aucun des deux facteurs n'a eu l'impact espéré et, combiné à la croissance décevante du nombre de magasins ainsi qu'à une augmentation très faible du nombre de déclarations soumises à l'IRS cette année, a conduit les investisseurs impatientes à se départir de leurs actions. Toutefois, en y regardant de plus près, les résultats financiers sont demeurés stables. Au moment de notre vente, le bénéfice s'établissait à 1,45 \$ par action comparativement à 1,41 \$ généré par l'entreprise pour l'exercice récemment terminé. Bien que les prévisions de croissance ont été légèrement révisées à la baisse, leur bilan demeure sain, le nombre d'actions en circulation a diminué, et nous avons acheté le titre à 11 \$ soit 70% plus bas que son sommet historique atteint en novembre 2014.



Nous croyons aussi avoir choisi le moment opportun pour notre investissement. Le graphique suivant illustre le rendement réalisé du titre des 3 entreprises du secteur qui sont négociées en bourse lors de la saison des impôts (janvier à avril) et hors saison (de mai à décembre). Historiquement, le mois de mai représente le meilleur moment pour acheter les actions de ces compagnies puisque les rendements hors saison sont largement supérieurs. Bien qu'aucun résultat financier ne soit diffusé lors de la

saison morte, les investisseurs se concentrent sur les mesures positives prises par la direction pour positionner leur entreprise en prévision de la prochaine saison des impôts. Nous anticipons que tel sera encore le cas cette année et que l'emphase portera sur l'augmentation du nombre de succursales de Liberty Tax, de l'amélioration dans leur offre de produits financiers et de leur pouvoir d'augmenter les prix. Notre achat, à un multiple cours-bénéfice de 8x, est extrêmement attrayant et nous prévoyons un bon retour sur investissement avec ce titre... pour une deuxième fois!



### Lecture estivale

Avec l'été viennent les vacances, nous vous invitons à ajouter à vos lectures [cet article rédigé par CFA @ Montréal](#) sur Philippe Hynes et Tonus Capital ainsi qu'un [article publié dans Finance & Investissement](#) sur notre fonds Tonus Partenaires.

Toute mon équipe se joint à moi pour vous souhaiter un très bel été!

Sincèrement

Philippe Hynes, CFA  
11 juillet 2016

## Performance du Composé Tonus Au 30 juin 2016

Date	Composé Tonus	Indice
3 mois	5.35%	4.05%
6 mois	10.38%	3.40%
Année à ce jour	10.38%	3.40%
1 an	9.48%	4.17%
2 ans	5.75%	7.90%
3 ans	12.60%	14.01%
5 ans	17.26%	11.51%
Depuis la création (31 oct. '07)	11.64%	6.33%

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.

Indice: 50% S&P/TSX & 50% S&P 500 (en \$CAD)

Prendre note que les rendements historiques présentés sont pour le Fonds Tonus Partenaires. Avant janvier 2016, les rendements ont été réalisés dans le Fonds Tonus Sélect de 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. 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.