

TROISIÈME TRIMESTRE 2015 – Revue du portefeuille

Cher partenaire,

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

LA PERFORMANCE

Au cours du troisième trimestre 2015, le rendement brut du Composé Tonus a été de **-4,71 %**. Pour la même période, le S&P/TSX rendement total a enregistré un rendement de **-7,86 %** et le S&P 500 rendement total en dollars canadiens de **0,47 %**.

Cette année à ce jour, le Composé Tonus est en hausse de **1,51 %** comparativement à **-7,02 %** et **9,63 %** 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 **10,58 %**. En comparaison, le rendement annualisé du S&P TSX RT est de **1,77 %** et celui du S&P 500 RT \$CAD de **9,68 %**.

REVUE DU PORTEFEUILLE

Les marchés boursiers ont connu un troisième trimestre très mouvementé. De la mi-août à la fin septembre, la valeur des actions nord-américaines était en baisse de 10%. Très peu d'entreprises sont sorties indemnes de cet hécatombe avec respectivement 80% et 90% des actions du S&P500 et du S&P/TSX qui ont enregistré des pertes pour le troisième trimestre. Notre portfolio n'y a pas échappé et nous avons perdu certains des gains réalisés depuis le début de l'année. Nous avons tout de même terminé les neuf premiers mois avec un rendement positif de 2%. Comme nous l'avons déjà mentionné dans les lettres précédentes, nous étions inquiets de l'évaluation globale du marché et, avec des multiples supérieurs aux moyennes historiques, la croissance des bénéfiques demeurait le seul facteur pouvant influencer positivement le prix des actions. Par conséquent, nous avons gardé une partie importante de notre portefeuille en liquidités au cours des 18 derniers mois.

Nous croyions que nos titres représentaient une bonne valeur et pourraient demeurer relativement stable dans un marché en baisse. Il va s'en dire que nous sommes déçus du rendement du portefeuille au cours du dernier trimestre et nous avons observé avec surprise la chute de certains de nos investissements, particulièrement ceux avec de faibles volumes de transactions tel que **BlueBird Corporation (BLBD – 9,96 \$)** et **PHI Inc (PHIHK – 18,88 \$)**. Conséquemment, nous avons utilisé la récente volatilité du marché pour augmenter notre pondération dans certains investissements en plus d'ajouter de nouveaux titres à notre portefeuille. Le prix inférieur de certains de nos titres augmente notre rendement attendu dans

le futur. De plus, nous avons ajouté plusieurs titres sur notre liste de recherche à travaillons à y dénicher les aubaines..

Au cours du trimestre, nous avons investi dans **Points International Ltd (PTS – 14,40 \$)**. Points fournit des solutions technologiques aux fournisseurs de programmes de fidélisation à travers le monde. Créée à l'origine comme une plateforme permettant aux clients d'échanger des points entre différents programmes, l'entreprise perçoit maintenant plus de 80% de ses revenus de ses solutions d'achats (de points), cadeaux, et de transfert. Au nom de leur partenaire de programme de fidélité, Points gère les opérations administratives, la recherche et le développement de leur portail. Leur liste de partenaires est très impressionnante, incluant notamment United Mileage Plus, AirFrance Flying Blue, Marriott Rewards et plusieurs autres. Nous avons commencé à nous y intéresser après la baisse de 50% du titre enregistrée en 2014 alors que Points perdait certains de ses clients suite aux fusions de compagnies aériennes américaines (Delta, USAir, American). Cette perturbation est terminée et le programme de United Airlines s'est depuis joint à leur plateforme. Le chiffre d'affaires devrait croître de plus de 15% cette année et il est possible que certaines de ces compagnies réintègrent la plateforme une fois les fusions complétées.

Dans un avenir rapproché, Points bénéficiera assurément de l'engouement mondial croissant pour les programmes de fidélité. Le taux d'adhésion à ces programmes à crû de plus de 20% en Amérique du Nord et le niveau d'engagement des membres sur la plateforme de Points ne cesse d'augmenter. La poursuite de leur croissance viendra de l'Asie, où les programmes de fidélisation commencent tout juste à être introduits. Puisque leur structure de coût est largement fixe, cette hausse de revenus entraînera une augmentation des marges d'exploitation. Nous croyons donc que le flux de trésorerie par action de 0,65 \$ augmentera de 30% l'an prochain. Converti en dollars canadiens (les rapports financiers de l'entreprise sont en dollars USD alors que le titre se transige en dollars CAD sur le TSX), les flux de trésorerie disponibles par action se rapprocheront de 1,15 \$, ou 11x notre prix d'achat. De plus, Points affiche au bilan une position de trésorerie nette de plus de 8 millions \$. Utilisant ses liquidités et ses flux de trésorerie libres, la société a racheté plus de 160 000 actions jusqu'à présent cette année.

COMMENTAIRES

Ce trimestre, nos commentaires visent à démontrer notre avantage concurrentiel à pouvoir choisir le meilleur investissement qu'il soit canadien ou américain. Tel que mentionné dans les lettres précédentes, notre intérêt envers les actions canadiennes a crû avec la baisse des indices. Le TSX et le TSX petites capitalisations sont respectivement en baisse de -8% et -25% au cours des douze derniers mois et des titres à l'extérieur des secteurs miniers et énergétiques sont maintenant touchés. Certaines entreprises qui pourraient subir des dommages collatéraux en raison de la chute du prix des ressources deviennent donc plus intéressantes. AutoCanada (ACQ) est l'une d'elles, son titre est en baisse de plus de 65% depuis l'atteinte de son sommet en 2014. L'entreprise détient plus de 50 concessionnaires de voitures à travers le Canada dont la moitié en Alberta, ce qui a contribué à l'obtention de volumes et de marges record en 2014. Combiné avec leur stratégie d'acquisition (le nombre de concessionnaire a doublé en quatre ans), les profits ont augmentés rapidement. Intrigués par son évaluation, nous avons approfondi nos connaissances sur le groupe et de ce fait, avons comparé l'entreprise avec ses pairs américains. En raison du risque supplémentaire occasionné par l'économie albertaine, nous préférons attendre avant d'investir dans ACQ. Bien nous en prit puisqu'en septembre, le prix des actions de tous les concessionnaires a chuté alors que Volkswagen admettait tromper

les consommateurs et les organismes de réglementation. Ceci a rendu l'évaluation des concessionnaires concurrents équivalente à celle de ACQ.

Nous avons ainsi investi dans **Penske Automotive Group (PAG – 48,44 \$)** en fin de trimestre. Au moment de l'achat, le titre de PAG se transigeait à moins de 12x les bénéfices. Pour sa stratégie de croissance, PAG ne mise pas sur les acquisitions en série mais plutôt sur la croissance organique de ses établissements, en plus d'intensifier sa présence en Europe et de pénétrer le marché des concessionnaires commerciaux de camions lourds. Ils sont très présents dans le créneau des voitures de luxe, une catégorie en forte croissance. En effet, la part de marché aux États-Unis de ces marques a augmenté de 10% à 18% au cours de la dernière décennie. Nous croyons que les perspectives de croissance au cours des prochaines années sont excellentes autant pour ACQ que pour PAG. D'un point de vue du risque toutefois, nous préférons PAG pour le moment, de par le fait qu'ils ne sont pas soumis à la même pression sur leurs volumes et leurs marges. PAG est géographiquement diversifié aux États-Unis et ils devraient bénéficier de leur présence en Europe, où les immatriculations de véhicules neufs offrent plus de possibilité de croissance dans les prochaines années. Leurs marges brutes sur les voitures neuves et d'occasion sont stables et ils font beaucoup d'efforts afin de réduire leurs frais d'exploitation.

Comme pour nos autres investissements, nous continuerons d'analyser l'évolution de ces deux sociétés ainsi que leur cours respectif. Compte tenu des conditions actuelles, nous préférons investir dans Penske. Les fluctuations du cours et la progression de leur marché cible pourraient influencer nos décisions futures. Nous pourrions éventuellement détenir plus d'actions de Penske, ajouter ACQ, échanger PAG pour ACQ, ou ne détenir de ces deux entreprises. L'évaluation des cours ainsi que les risques sous-jacents guideront nos décisions.

Notre niveau de trésorerie demeure toujours élevé. Sachez que notre équipe de recherche travaille fort afin d'ajouter d'autres titres à votre portefeuille, mais pas à n'importe quel prix. Nous concentrons nos efforts sur la recherche de bonnes entreprises avec de bonnes évaluations. Nous vous tiendrons informés de nos découvertes dans notre lettre de fin d'année.

Sincèrement



Philippe Hynes, CFA
15 octobre 2015

**Performance du Composé Tonus
Au 30 septembre 2015**

Date	Composé Tonus Rendements Bruts	S&P/TSX Rendement Total	S&P 500 Rendement Total (\$CAD)
3 mois	-4.70%	-7.86%	0.47%
6 mois	-2.26%	-9.36%	-0.68%
Année à ce jour	1.51%	-7.02%	9.63%
1 an	-2.06%	-8.38%	19.23%
2 ans	8.81%	5.02%	24.58%
3 ans	15.80%	5.70%	24.56%
5 ans	14.72%	4.46%	19.48%
Depuis la création (31 oct. '07)	10.58%	1.77%	9.68%

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.