

## PREMIER TRIMESTRE 2015 – Revue du portefeuille

Cher partenaire,

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

### LA PERFORMANCE

Au premier trimestre 2015, le rendement brut du Composé Tonus a été de **3,86 %**. Durant cette période, le S&P/TSX rendement total a augmenté de **2,58 %** et le S&P 500 rendement total en dollars canadiens de **10,39 %**.

Depuis la création du Composé en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement annualisé de **11,67 %**. En comparaison, le rendement annualisé du S&P TSX RT est de **3,25 %** et celui du S&P 500 RT \$CAD de **10,47 %**.

### REVUE DU PORTEFEUILLE

Les nouveaux ajouts au portefeuille se classent habituellement dans l'une des deux catégories suivantes : des petits joyaux qui ne sont pas encore découverts et des titres impopulaires. Dans le premier cas, nous réussissons à dénicher de la valeur dans des entreprises qui « passent sous le radar », car elles sont méconnues des investisseurs et échappent à l'attention des analystes de recherche des banques et des firmes de courtage. Cette situation peut être causée par la taille, le caractère unique (peu de titres sont comparables) ou la complexité de ces entreprises. Le petit nombre de placements dans notre portefeuille nous permet d'effectuer notre propre recherche interne basée sur nos propres modèles et estimations. Après quelques semaines ou mois, lorsque ces entreprises arrivent finalement sous le feu des projecteurs, les rendements générés peuvent être considérables.

Les placements de type valeur se trouvent aussi dans les titres et secteurs « mal aimés » ou ne bénéficiant pas de la faveur populaire. Dans cette deuxième catégorie, les investisseurs ayant un avis contraire à l'opinion commune et une pensée à contresens peuvent trouver des titres à des prix d'aubaine. Les placements dans les entreprises confrontées à des défis à court terme procurent rarement des gains rapides, mais peuvent offrir des rendements spectaculaires à plus long terme lorsque le consensus change.

Au cours du premier trimestre de 2015, nous avons acquis des actions dans une société pouvant être classée dans ces deux catégories. **Blue Bird Corporation (BLBD – 10,25\$)**, le fabricant d'autobus scolaires, a fait la transition de société privée à publique par l'intermédiaire d'un complexe regroupement avec une société d'acquisition à des fins spéciales (SPAC). Puisque cette entrée en bourse n'est pas habituelle, Blue Bird n'a pas récolté l'attention particulière habituellement réservée aux nouvelles émissions. Cette situation, combinée à la

taille relativement petite de la société, explique que l'opération soit restée discrète et qu'à ce jour, aucun courtier n'ait entrepris la couverture du titre. Lorsque Blue Bird a dévoilé un profit à la baisse pour son premier trimestre, le titre a connu une forte chute. L'investisseur à l'affût aurait remarqué que dans le prospectus déposé auprès des autorités financières, la direction avait projeté cette baisse. Nous n'avons donc été nullement surpris, car nous avons discuté de ce point avec la direction et savions que cette baisse était le résultat d'un gain extraordinaire réalisé l'année précédente. Quoi qu'il en soit, le titre a plongé dans les jours suivants, ce qui nous a permis de doubler notre position à un prix très avantageux.

Depuis, le titre a recouvré ses pertes et se négocie maintenant au-dessus de son prix d'émission. Nous sommes d'avis que cet investissement sera profitable à long terme. Tout d'abord, le secteur des autobus scolaires est un oligopole dans lequel trois concurrents se partagent le marché. La part de marché de Blue Bird est maintenant supérieure à 30 % grâce, notamment, à sa position avantageuse dans le segment des autobus alimentés au propane. Ensuite, comme les clients de la société sont les commissions scolaires, leur budget est tributaire des impôts fonciers. À cet égard, la reprise du marché immobilier américain est de bon augure pour ce qui est d'appuyer le financement supplémentaire requis pour répondre aux besoins des élèves, dont le nombre est en croissance. Enfin, la société nécessite peu de dépenses en capital et génère beaucoup de flux de trésorerie libres. Nous croyons que ces derniers serviront initialement à la réduction des emprunts et, par la suite, à la création de valeur pour les actionnaires. L'évaluation du titre est très attrayante et nous prévoyons des gains substantiels lorsque le marché reconnaîtra les particularités avantageuses de Blue Bird.

Un autre titre de notre portefeuille mérite qu'on s'y attarde. **Uni-Sélect Inc. (UNS – 43,68\$)** a enregistré un gain de 43 % au cours du trimestre à la suite de la vente de ses activités de distribution de pièces automobiles aux États-Unis. Dans notre lettre aux investisseurs du 4e trimestre de 2013, nous avons déterminé que cette division diminuait les marges globales de la société. Nous estimions les marges de cette division à 2 % et étions d'avis que les activités de restructuration annoncées permettraient de les augmenter au niveau plus respectable de 6,5 %. L'objectif étant actuellement atteint en partie, le segment diminuait toujours la rentabilité de la société et l'atteinte de l'objectif relatif aux marges demeurait le risque auquel nous portions le plus d'attention. Lors de l'acquisition du titre, nous attribuions une valeur de 235 millions de dollars à la division de distribution de pièces automobiles aux États-Unis. Uni-Sélect a obtenu 340 millions de dollars lors de la vente, ce qui est bien au-delà de nos attentes. La cession dissipe aussi l'autre risque que nous avons cerné : le levier financier élevé. À la suite de cette opération, le bilan d'Uni-Sélect n'affichera aucune dette nette. Nous avons augmenté notre pondération dans le titre en janvier, quelques semaines avant l'annonce de l'opération, et croyons que des gains supplémentaires seront réalisés grâce à la flexibilité financière que possède maintenant la société.

## COMMENTAIRES

Depuis le début de l'année, les marchés ont été plutôt stables, grimant de 1,8 % à la Bourse de Toronto et de 0,9 % aux États-Unis. Au Canada, la majorité du gain provient de la performance d'un seul titre, Valeant Pharmaceuticals, qui a représenté 1,4 point de pourcentage de la hausse de l'indice S&P/TSX. En général, les évaluations demeurent supérieures à leurs niveaux historiques et les aubaines se font rares. Plusieurs investisseurs de type valeur partagent cette opinion. Pendant ce temps, les investisseurs de type dynamique (*momentum*) vénèrent les tendances du marché en encourageant les sociétés à faire preuve de créativité dans le déploiement de leur capital. En outre, les annonces d'acquisition se traduisent

fréquemment par une forte hausse du cours de l'action de l'acheteur. Il est possible que certaines acquisitions créent de la valeur. Mais lorsque, systématiquement,  $1 + 1 = 3$ , nous nous creusons les méninges, car nous obtenons généralement deux (ou moins) lorsque nous analysons les mêmes additions.

Un mot sur le secteur de l'énergie. Jusqu'à présent, l'année 2015 se déroule comme nous avions projeté dans la lettre du 4e trimestre de 2014. En effet, les prix du baril de pétrole et des titres du secteur ont présenté beaucoup de volatilité, connaissant respectivement une baisse de 11 % et de 5 % au premier trimestre. Ce secteur a eu un impact négatif de 2 % sur notre portefeuille. Heureusement, la baisse de valeur du huard par rapport au dollar américain atténué légèrement ces pertes. Cela étant dit, nous croyons que l'industrie prend les mesures appropriées pour corriger la situation. En outre, la diminution des dépenses en capitaux et du nombre de foreuses en service devrait éventuellement stabiliser la production du pétrole. Bien que le prix du baril devrait continuer de fluctuer à court terme, son niveau d'équilibre se situe au-delà du cours actuel. Nous continuons d'analyser nos placements dans le secteur et apprécions leur potentiel de gains à long terme. À cet égard, le chef de la direction de notre plus importante position du secteur, le fournisseur de service d'hélicoptère **PHI Inc. (PHIK – 30,68\$)**, accumule encore des actions de la société, alors qu'il a déployé près de 2 millions de dollars pour faire l'acquisition de 60 000 actions à la fin mars. Tout comme lui, nous pensons que le titre est fortement sous-évalué.

Nous concentrons nos efforts afin de trouver des aubaines comparables dans d'autres secteurs. Nous avons profité de la dévaluation du dollar canadien pour vendre nos dollars américains excédentaires et nous consacrons une plus forte proportion de notre temps à la recherche d'occasions d'investissement en sol canadien. Notre liste continue de s'allonger, mais nous continuons d'attendre les prix opportuns. Étant donné que 11 % du PIB canadien provient directement ou indirectement du secteur de l'énergie, nous nous méfions de l'impact indirect que la baisse du prix de baril pourrait avoir sur d'autres secteurs. Nous poursuivons notre recherche de nouvelles idées et demeurerons diligents dans le déploiement de nos liquidités.

Cordialement,



Philippe Hynes, CFA  
9 avril 2015

## Performance du Composé Tonus Au 31 mars 2015

Date	Composé Tonus Rendements Bruts	S&P/TSX Rendement Total	S&P 500 Rendement Total (\$CAD)
3 mois	3.86%	2.58%	10.39%
6 mois	0.21%	1.08%	20.05%
Année à ce jour	3.86%	2.58%	10.39%
1 an	2.31%	6.93%	29.35%
2 ans	15.17%	11.36%	30.86%
3 ans	18.80%	9.57%	25.65%
5 ans	15.71%	7.41%	19.62%
Depuis la création (31 oct. '07)	11.68%	3.25%	10.47%

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.*