

QUATRIÈME TRIMESTRE 2016 – Revue du portefeuille

Cher partenaire,

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

LA PERFORMANCE

Au cours du quatrième trimestre 2016, le rendement brut du **FONDS PARTENAIRES TONUS** a été de **5,13 %**. Pour la même période, notre indice de référence (qui représente 50% du rendement du S&P/TSX rendement total et 50% du rendement du S&P 500 rendement total en dollars canadiens) a obtenu un rendement de **5,20 %**.

Pour l'année 2016, le **FONDS PARTENAIRES TONUS** est en hausse de **24,97 %** comparativement à **14,38 %** pour l'indice de référence.

Depuis la création du Composé Tonus en octobre 2007, ce dernier a obtenu un rendement annualisé de **12,48 %**. En comparaison, le rendement annualisé de l'indice de référence durant cette période est de **6,99 %**.

REVUE DU PORTEFEUILLE

Le Fonds Tonus Partenaires a dégagé un rendement de 5,13% au cours du quatrième trimestre et il clôt l'année en hausse de 24,97%. Cette excellente performance, provenant de la portion investie du portefeuille, aurait pu être supérieure n'eut été de l'effet négatif sur notre portefeuille de la dépréciation du dollar américain par rapport au huard (-2,4%) et du très faible rendement sur nos trésoreries (-7,2%). En effet, plusieurs de nos investissements ont connu une forte progression, dont **SleepCountry Canada** (+ 72%), **Blue Bird Corporation** (+ 52%) et **Leucadia National Corporation** (+ 34%). L'augmentation de la volatilité s'est traduite par une hausse de notre nombre de transactions; à la fois pour acquérir de nouveaux placements ayant atteint notre prix d'achat et pour la vente d'investissements ayant atteint leur pleine valeur. Conséquence d'une forte progression de certains titres détenus, et suite à une augmentation des évaluations suivant les élections présidentielles américaines, nous avons encaissé les profits et sommes demeurés patients avec nos liquidités. Néanmoins, nous avons obtenu d'excellents résultats tout en restant fidèles à notre discipline d'investissement, ce qui, selon nous, a grandement réduit le risque. Notre trésorerie s'est établie à 20,3% en moyenne au cours de l'année et à 28,1% au quatrième trimestre; un niveau nettement supérieur à celui des années précédentes. Notre stricte discipline d'achat et de vente est au cœur de notre gestion du risque et nous attendons que la marge de sécurité soit suffisamment grande avant d'investir notre argent.

ABC : Addition T4

Malgré le peu d'opportunités, nous sommes tout de même restés actifs au cours du quatrième trimestre, ajoutant un nouveau titre à notre portefeuille : **AmerisourceBergen Corporation (ABC – 78,19 \$)**. ABC est principalement un distributeur de produits pharmaceutiques de marque et génériques aux hôpitaux, cliniques et pharmacies aux États-Unis. Le titre a connu une belle performance en 2013 et en 2014 alors qu'une poussée inflationniste des prix des médicaments de marque et génériques a gonflé les profits. Ce sujet devenant un débat politique, les investisseurs ont boudé le secteur et le titre a chuté d'un sommet de 120 \$ par action. En octobre, après avoir analysé le titre pendant plusieurs mois, il a finalement atteint notre prix d'achat de 70 \$ lorsqu'un concurrent a publié des résultats largement en deçà de leurs prévisions trop optimistes. ABC jouit des attributs d'une excellente entreprise: elle est un leader dans un oligopole à trois joueurs, elle bénéficie de contrats à long terme avec ses clients, elle profitera de la tendance du vieillissement de la population, et elle génère des flux de trésorerie libres élevés. En outre, le bilan montre peu d'emprunts; un avantage qu'ils pourraient utiliser pour stimuler la croissance grâce à des acquisitions. Finalement, leur plus gros client, Walgreens, est en phase finale d'acquisition de Rite-Aid, une chaîne d'environ 4 500 pharmacies dont la plupart verront leur distribution transférée, en temps et lieu, à ABC. À 70 \$, nous avons payé moins de 10 fois notre estimation de leur flux de trésorerie disponible par action; un prix fort attrayant.

Rencontre mémorable avec Warren Buffett

Le trimestre a également été riche en émotion pour moi alors que j'ai eu le privilège de rencontrer, accompagné d'un petit groupe d'étudiants auquel j'enseigne à l'Université Concordia, l'investisseur légendaire Warren Buffett à Omaha. Il a longuement discuté de sa vision des marchés financiers et a rappelé qu'il existe habituellement très peu d'opportunités attirantes et qu'il fallait donc demeurer très patient afin de profiter de ces rares occasions. De plus, il a vanté les mérites d'un portefeuille concentré dans peu de titres. Ce sont précisément les avantages offerts par notre politique d'investissement; c'est-à-dire la souplesse d'attendre de bonnes affaires et la concentration des investissements dans environ quinze à vingt titres. Vous trouverez un résumé plus détaillé de la réunion en cliquant [ici](#).

Ironiquement, la rencontre a eu lieu quelques mois après que nous ayons liquidé notre investissement dans **Berkshire Hathaway Inc. (BRK-B – 162,98 \$)**; un titre présent dans notre portefeuille depuis plusieurs années. Vous vous souviendrez que nous avons doublé la taille de notre investissement [au début de 2010](#), après l'annonce de leur acquisition de l'opérateur ferroviaire BNSF. La catégorie B du titre se transigeait alors à 65 \$ par action et son évaluation était inférieure à 1,2x sa valeur comptable, soit le niveau auquel Buffett est maintenant acheteur du titre. Depuis, la valeur comptable a bondi à 109 \$ et le multiple à 1,5x.

Toutefois, nous ne croyons pas que la valeur comptable représente adéquatement la valeur intrinsèque des différentes divisions de BRK. Par exemple, la division ferroviaire, achetée en 2009, est inscrite dans les états financiers près de son coût d'acquisition alors que sa valeur intrinsèque, sur la base de sa rentabilité, est beaucoup plus élevée. De plus, le bilan de BRK rapporte la valeur marchande historique de leurs investissements. À l'heure actuelle, les participations importantes dans Coca-Cola, American Express et Wells Fargo ont une valeur de 48 milliards de dollars au dernier bilan alors que leur juste valeur marchande approche aujourd'hui 58 milliards de dollars. Donc, plutôt que de nous concentrer sur la valeur comptable de BRK, nous préférons analyser le titre sur la somme de ses parties ce qui, selon nous, reflète

mieux la valeur intrinsèque des principales activités au sein de BRK. Nous évaluons les cinq groupes selon différents facteurs:

Division	Valeur par action A	Outil d'évaluation
Assurance	99 000 \$	Multiple de la valeur comptable
Chemin de fer	42 000 \$	Multiple du BAI
Berkshire énergie	18 000 \$	Multiple du BAIIA
Fabrication	43 000 \$	Multiple du BAIIA
Autre	23 000 \$	Multiple de la valeur comptable
Total	225 000 \$	

Suivant cette logique, nous arrivons à une juste valeur de 225 000 \$ par action de catégorie A (ou 150 \$ par action de catégorie B). Bien que nous soyons des investisseurs à long terme attirés par les modèles d'affaires exceptionnels, nous n'hésitons pas à nous départir de titres lorsqu'ils atteignent leur pleine valeur, réduisant ainsi notre risque. Nous plaçons ensuite ces entreprises sur notre liste de souhaits tout en suivant leur progrès. Puisque nous les connaissons très bien, s'ils se transigent à nouveau à prix d'aubaine, nous initierons un nouvel investissement dans ces titres. Lorsque BRK a atteint notre prix cible l'an dernier, nous avons vendu. Nous gardons maintenant l'œil ouvert pour un point d'entrée offrant un ratio gain/perte plus intéressant.

L'incertitude règne en cette nouvelle année, la patience est justifiée

L'année 2017 débute et les attentes sont élevées concernant les retombées des engagements de Trump lors de la course à la présidence américaine. Pourtant, le bilan de 2016 est que ce qui était attendu ne s'est pas produit, et ce qui ne pouvait pas survenir est arrivé. Cela suggère de l'incertitude à l'horizon. L'incertitude augmente le risque. Le risque peut mener à de belles occasions. Ces occasions pourront être saisies par ceux ayant les liquidités.

Qui plus est, les taux d'intérêts augmentent, les dépenses publiques massives pourraient stimuler l'inflation et les politiques nationalistes populistes gagnent du terrain. Pendant ce temps, avec des réductions d'impôts promises aux États-Unis, la confiance des consommateurs est en hausse et les entreprises sont généralement optimistes pour l'année à venir. Bref, une conjoncture intéressante.

Les marchés ont augmenté à la fin de l'année dernière et nous commençons 2017 avec des évaluations élevées. Nous croyons que l'expansion des multiples (augmentation des évaluations) a vraisemblablement pris fin et que le rendement des titres viendra de la croissance des bénéficiaires. Enfin, la volatilité qui nous a bien servi l'année dernière pourrait augmenter cette année. Ceci sourit généralement à notre style de gestion et, avec une dispersion du rendement des actions, pourrait offrir plusieurs opportunités intéressantes.

Nous souhaitons à toutes et à tous une excellente année 2017.



Philippe Hynes, CFA
23 janvier 2017

Performance du Composé Tonus Au 31 décembre 2016

	Composé Tonus	
	Rendements Brut	Indice
3 mois	5.13%	5.20%
6 mois	13.22%	10.71%
AACJ	24.97%	14.38%
1 an	24.97%	14.38%
2 ans	14.88%	9.93%
3 ans	11.33%	12.24%
5 ans	18.57%	14.49%
Depuis la Création	12.48%	6.99%

Source: FactSet Research Systems, Inc.

Les rendements sont présentés avant les frais de gestion en utilisant une formule pondérée en fonction du temps

La performance passée n'est pas une indication de la performance future

Les rendements de plus de 1 an sont annualisés

L'indice de référence est composé de 50% S&P/TSX TR + 50% S&P 500 TR (\$ CAD)

Le rendement total du S&P 500 TR (\$ CAD) est ajusté pour les impôts retenus à la source des dividendes américains

Prendre note que Tonus Capital agit en tant que gestionnaire du Fonds Partenaires Tonus. Les rendements historiques présentés sont pour le Fonds Tonus Partenaires. Avant janvier 2016, les rendements ont été réalisés dans le Fonds Tonus Sélect d'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. Tout investissement dans le Fonds est spéculatif et comporte certains risques importants tels que le risque de perdre la totalité de l'investissement. 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. Pour plus d'informations sur la stratégie d'investissement et sur les termes et conditions relatives à un investissement dans le Fonds, les investisseurs devraient consulter la Notice d'Offre (Offering Memorandum) disponible sur demande.