

PREMIER TRIMESTRE 2014 – Revue du portefeuille

Cher partenaire,

Il me fait plaisir de vous faire parvenir cette revue du portefeuille pour le premier trimestre 2014.

LA PERFORMANCE

Au premier trimestre 2014, le rendement brut du Composé Tonus a été de **6.07%**. Durant cette période, le S&P/TSX rendement total a augmenté de **6.06%** et le S&P 500 rendement total en dollars canadiens de **5.76%**.

Au cours des 12 dernier mois, le Composé Tonus est en hausse de **29.57%** comparativement à **15.97%** et **32.39%** 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 **13.20%**. En comparaison, le rendement annualisé du S&P TSX RT est de **2.69%** et celui du S&P 500 RT \$CAD de **7.79%**.

REVUE DU PORTEFEUILLE

Le Composé Tonus a enregistré un rendement de plus de 6% au premier trimestre, une performance satisfaisante compte tenu de notre prépondérance aux marchés américains et particulièrement aux petites capitalisations. Celles-ci ont baissées de 2 % au cours du trimestre. Le Composé est en hausse de 30% au cours des 12 derniers mois. Les marchés demeurent à des niveaux élevés, mais je continue d'observer une augmentation de la volatilité, ce qui pourrait créer certaines occasions. Au cours du dernier trimestre, j'ai *manqué* à mon objectif de réduire le niveau des liquidités, ma philosophie étant d'acheter de nouveaux titres seulement lorsque leur prix devient attrayant. Toutefois, mes recherches m'ont permis d'identifier de nouvelles compagnies à fort potentiel. J'ai complété la recherche sur ces titres et bien que les opérations de l'entreprise et leur plan d'affaire soient très intéressants, le ratio risque/récompense ne justifie pas un investissement au prix actuel. J'ai aussi étudié d'autres titres à faible évaluation mais ceux-ci ne répondaient pas aux critères de qualité recherchés.

Au cours du dernier trimestre, une compagnie rencontrait mes critères de qualité et d'évaluation : **American Homes 4 Rent (AMH - \$16.71)**. L'entreprise a acquis un important portefeuille de maisons unifamiliales dans plusieurs métropoles américaines et les ont convertis en propriétés locatives. L'effondrement du marché immobilier lors de la crise financière a créé une excellente occasion d'acquérir, souvent par le biais des ventes aux enchères, une grande

quantité de propriétés à des prix attractifs. AMH détient 23 000 maisons unifamiliales lui conférant le deuxième rang aux États-Unis. La taille de l'entreprise comporte trois avantages. Premièrement, il permet l'internalisation des fonctions de gestion de propriétés, ce qui augmente le contrôle de la qualité et réduit les coûts. Deuxièmement, il permet de diversifier géographiquement le portefeuille, réduisant ainsi le risque lié à la baisse de valeur des propriétés dans un marché donné. Finalement, AMH aura accès à des canaux de financement plus abordables, c'est-à-dire la possibilité de se financer via le marché de la titrisation. De plus, AMH bénéficie d'un taux d'occupation élevé avec plus de 95% de leurs propriétés « prêtes à louer pour 90 jours ou plus » louées. L'augmentation possible des flux de trésorerie proviendra de leur capacité à conserver ces taux d'occupation tout en augmentant graduellement le prix des loyers, ce que les dirigeants prévoient faire prochainement.

Financièrement, la compagnie jouit d'un excellent bilan, composé presque entièrement de la valeur des maisons acquises et d'un faible levier. Le titre se transigeant juste au-dessus de la valeur tangible au livre, notre capital devrait être protégé par ces actifs qui, certains diront, ont une valeur marchande supérieure à la valeur comptable étant donné la hausse du marché immobilier. Qui plus est, les fondateurs et cadres supérieurs détiennent environ 1 milliard de dollars du titre, alignant ainsi leurs intérêts avec l'objectif de maximisation de valeur des actionnaires.

Du côté des ventes, je me suis concentré sur les titres à petite capitalisation du portefeuille. L'intérêt grandissant des investisseurs pour ce créneau a mené l'indice des petites capitalisations Russell 2000 à surperformer son homologue des grandes capitalisations S&P 500 par plus de 6% au cours des douze derniers mois. Conséquemment, suite à une hausse des évaluations de nos investissements en petites capitalisations, j'ai pris la décision de vendre, en partie ou en totalité, certains titres; notamment **LoJack Corporation (LOJN - \$5.70)**, **Devry Education Group (DV - \$42.39)** et **Primerica Inc (PRI - \$47.11)**. Concernant LoJack, le titre a augmenté de plus de 50% au cours du trimestre suite à la divulgation de résultats supérieurs aux attentes! J'ai discuté avec la direction et je crois que nous bénéficierons encore de gains supplémentaires sur le titre (ce qui démontre à quel point il était sous-évalué), mais j'ai cru prudent de réduire sa pondération dans le portefeuille vu l'augmentation de son ratio risque/rendement.

À propos de Devry, un chef de file dans la gestion d'institutions d'enseignement privé, vous vous rappellerez que notre thèse d'investissement initiale à moins de \$20 par action était basée sur la prémisse que nous acquerions le titre en ne payant que pour la valeur de leurs écoles de médecine et d'infirmiers(ères) ainsi que pour leurs écoles au Brésil. Le titre ne reflétait alors aucune valeur pour le reste de l'entreprise. Dix-huit mois plus tard, le titre a plus que doublé. La direction a pris de bonnes décisions afin de réduire les coûts dans les établissements en transition ainsi que de se départir de divisions non-rentables. Au prix de vente, je crois que l'évaluation reflète pleinement a) la valeur des écoles de médecine dont la performance, il faut le dire, a atteint un plateau et b) le redressement des écoles de commerce même si le niveau de nouvelles inscriptions est toujours à la baisse lors du dernier rapport. Notre marge de sécurité ayant disparue avec la hausse du titre, j'ai vendu les actions.

COMMENTAIRES

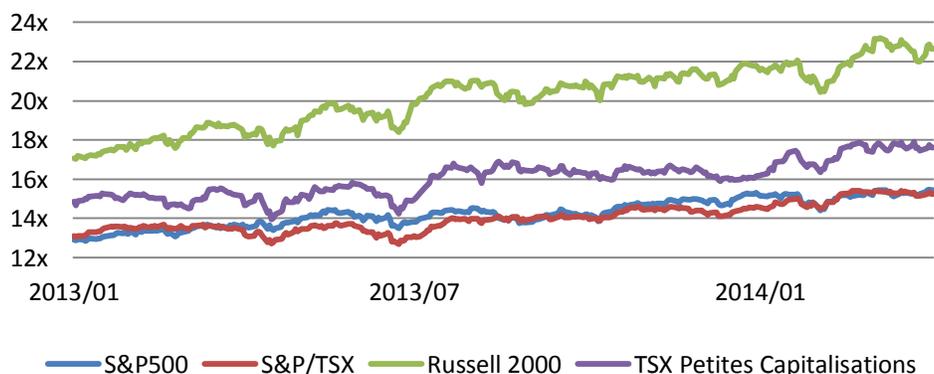
Après les trois premiers mois de l'année, le marché canadien a surclassé son homologue américain grâce à une forte augmentation du secteur des ressources. En outre, l'or et les métaux précieux sont en hausse de plus de 12% en 2014, un rebond suite à une performance

désastreuse l'an dernier (baisse de 43%) aidé en partie par la faiblesse du huard. Notre participation dans cette industrie est nulle, et le restera fort probablement, compte tenu du faible rendement sur les capitaux investis obtenu dans ce secteur. Plusieurs autres titres au Canada, au niveau des petites capitalisations en particulier, ont connu de fortes hausses. Ce qui est surprenant en raison de l'hiver long et rigoureux que nous avons connu. Pour faire suite aux discussions que j'ai eues au cours des dernières semaines avec différentes équipes de gestion, j'anticipe que de nombreuses entreprises blâmeront la météo pour des résultats mitigés. Selon les derniers estimés, tant au Canada qu'aux Etats-Unis, les analystes prévoient maintenant une baisse de profit des compagnies au premier trimestre ce qui n'améliorera certainement pas l'évaluation des titres qui, comme expliqué dans la dernière lettre, demeure à un niveau élevé.

Ceci étant dit, dans tous types de marché, certains titres généreront de bons rendements. Preuve à l'appui, malgré la faible hausse des marchés au premier trimestre, six des 16 investissements du portefeuille ont enregistré des gains de plus de 10%. Poussant l'exercice à l'extrême, au cours de l'année 2008, parmi les 2 000 sociétés formant l'indice Russell 2000, 330 d'entre-elles ont généré un rendement positif alors que le marché était en chute libre (le rendement de l'indice se chiffrant à -33%). Même si le marché semble actuellement cher, il y a toujours de petits bijoux cachés et, compte tenu de la concentration de titres du Composé Tonus, seulement un ou deux nouveaux ajouts sont nécessaires pour avoir un impact significatif.

Je tiens également à souligner les avantages de notre politique d'investissement qui, théoriquement, me permet d'investir jusqu'à 100 % de l'actif en actions canadiennes, en actions américaines, ou en liquidités. Je n'ai aucune restriction de pondération entre les petites et les grandes capitalisations ce qui me permet de centraliser mes recherches aux endroits offrant de la valeur. Le graphique suivant illustre l'augmentation du multiple cours/bénéfices (C/B) au cours des cinq derniers trimestres. Actuellement, les petites capitalisations sont chères. Le multiple C/B de l'indice Russell 2000 a augmenté de 17x à plus de 23x! Comme mentionné précédemment, notre pondération en petites capitalisations a diminué suite aux ventes du trimestre. Vu la flexibilité offerte, mes analyses se concentrent sur de plus grandes entreprises. L'objectif demeure la réduction du niveau de liquidité qui, investi dans des acceptations bancaires, génèrent 1,15% annuellement : clairement un effet négatif sur notre performance (surtout en regardant la performance des indices et du Composé au cours des 12 derniers mois !). Toutefois, dans un contexte d'évaluations élevées, la patience est de mise.

Cours/benefices projetés



Dans un autre ordre d'idées, je désire rectifier certaines déclarations faites au sujet de Tonus Capital dans un article récemment publié dans *Finance et Investissement*. L'article est ambigu sur les origines de la firme. Sans équivoque, Steve Boutin est l'unique fondateur de l'entreprise et il mérite tout le crédit d'avoir établi les fondements et les principes sur lesquels Tonus est bâti. C'est seulement en 2009, lorsqu'il a commencé la recherche d'un partenaire, que j'ai saisi l'occasion et offert de joindre l'entreprise. De plus, l'article omet des faits importants concernant son départ. Steve a quitté en 2011 lorsqu'il a été approché par Burgundy Asset Management pour se joindre à leur entreprise. Bien que ce fut une décision difficile pour lui, rarement se présente une occasion de devenir gestionnaire de portefeuille et associé dans l'une des plus importantes firmes d'investissement du Canada. Je ne suis nullement surpris que Steve enregistre d'excellents rendements depuis son arrivée chez Burgundy et je lui souhaite encore beaucoup de succès dans le future.

Enfin, permettez- moi de conclure en abordant notre destinée commune. À ce jour, je peux affirmer que la grande majorité de mes actifs personnels sont investi dans le Composé Tonus. Certains d'entre vous m'ont demandé de réitérer périodiquement ce fait très important. Nous partageons le même objectif à long-terme d'équilibrer rendement et niveau de risque. Je crois que notre structure est optimale et que le portefeuille présente un intéressant potentiel de gains futurs. Je n'ai donc aucune intention de diminuer mon avoir personnel dans le Composé. Au contraire, j'y ai récemment augmenté mon investissement et continuerai de le faire dans le futur.

Cordialement,



Philippe Hynes, CFA
11 avril 2014

Performance du Composé Tonus Au 31 mars 2014

Date	Composé Tonus Rendements Bruts	S&P/TSX Rendement Total	S&P 500 Rendement Total (\$CAD)
3 mois	6.07%	6.06%	5.76%
6 mois	18.34%	13.79%	20.81%
Année à ce jour	6.07%	6.06%	5.76%
1 an	29.57%	15.97%	32.39%
2 ans	27.97%	10.91%	23.80%
3 ans	23.24%	3.55%	19.63%
5 ans	19.42%	13.70%	18.01%
Depuis la création (31 oct. '07)	13.20%	2.69%	7.79%

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 exclus du Composé pour ce mois.