

QUATRIÈME TRIMESTRE 2013 – Revue du portefeuille

Cher partenaire,

Il me fait plaisir de vous faire parvenir cette revue du portefeuille pour le quatrième trimestre 2013.

LA PERFORMANCE

Au quatrième trimestre 2013, le rendement brut du Composé Tonus a été de **11,55%**. Durant cette période, la performance du S&P/TSX rendement total a été de **7,29%** et celle du S&P 500 rendement total en dollars canadiens de **14,23%**.

Au cours des 12 dernier mois, le Composé Tonus est en hausse de **39,87%** comparativement à **12,99%** et **41,27%** pour le S&P/TSX RT et le S&P 500 RT \$CAD.

Depuis la création du Composé en octobre 2007, ce dernier a enregistré un rendement annualisé de **12,68%**. En comparaison, le rendement annualisé du S&P/TSX RT est de **1,83%** et celui du S&P 500 RT \$CAD de **7,14%**.

REVUE DU PORTEFEUILLE

Le quatrième trimestre a couronné une excellente année pour les marchés boursiers et, encore une fois ce trimestre, le Composé Tonus a surpassé son indice de référence. Je suis particulièrement satisfait que la hausse de 39,9 % du portefeuille ait été accomplie sans prendre plus de risques que prescrit par notre philosophie d'investissement. Le rendement annuel a bénéficié de la hausse de valeur du dollar américain, mais ce gain fut plus que compensé par l'impact négatif du haut niveau de liquidité maintenu au cours de l'année (en moyenne 17,8 % du portefeuille). Après l'annulation de ces deux facteurs, la performance du Composé demeure nettement au dessus des indices. L'ascension de la devise américaine et la sous-performance du marché canadien m'ont incité à concentrer mes efforts de recherche au nord de la frontière, permettant ainsi l'ajout d'un autre investissement canadien au cours du trimestre.

Uni-Sélect (UNS - 28,73\$) est un distributeur de pièces de remplacement et d'accessoires automobiles opérant 56 centres de distribution en Amérique du Nord. Mon attrait envers le titre provient d'une part de certains facteurs propres à la compagnie qui, je crois, lui permettront d'inverser la chute de son titre, et d'autre part des conditions d'industrie favorables. Notamment, ce secteur n'est que très peu impacté par la conjoncture économique. Qui plus est, l'industrie des pièces automobiles bénéficie de l'augmentation de l'âge moyen du parc automobile (les véhicules plus âgés requièrent plus de réparations) et d'une complexité grandissante des voitures (la technologie est de plus en plus utilisée et mène à une diminution du ratio de gens

effectuant eux-mêmes leurs réparations). Le dernier facteur influençant l'industrie est l'inflation. Elle augmente la marge brute de chaque dollar de vente (en présumant des marges stables) et accroît la valeur des inventaires. Au cours des dernières années, l'afflux croissant de pièces importées d'Asie a conduit à une déflation des prix, mais cette tendance s'est stabilisée récemment et l'inflation devrait revenir incessamment.

J'ai commencé mes recherches sur Uni-Sélect au début de 2013. Le titre a chuté brusquement suite aux difficultés encourues lors de l'implantation du nouveau progiciel de gestion intégré (ERP software), provoquant une baisse du niveau de service offert et des ventes comparables négatives du 2012Q2 au 2013Q1. La direction a été contrainte à retarder la dernière vague de déploiement du système à la fin 2013. Ce problème maintenant réglé, les dirigeants peuvent se concentrer à redresser les opérations de la division américaine qui affichent un rendement nettement inférieur aux attentes. Lors de notre dernière rencontre, c'est ce que m'a clairement identifié le chef de la direction de l'entreprise, M. Richard Roy, comme priorité. Suite au licenciement du président de la division américaine en avril, son successeur a amorcé une restructuration du réseau de distribution avec l'objectif d'augmenter les marges de profitabilité d'un niveau modeste de 2% (mon estimation) à un niveau respectable de 6.5%. Davantage de coûts pourront aussi être sabrés lorsque l'ancien système sera mis aux rencarts et les niveaux d'inventaire continueront de diminuer.

J'estime que le BAIIA de l'entreprise augmentera de 90 millions de \$ en 2012 à plus de 130 millions de \$ en 2014 et que le ratio d'endettement reviendra à des niveaux plus conservateur. Au moment de l'achat, le titre se transigeait à un niveau 35% inférieur à l'évaluation de ses compétiteurs. Cet escompte s'est rétréci et des gains supplémentaires sont à prévoir lorsqu'Uni-Sélect aura démontré sa capacité de générer de la croissance organique pour quelques trimestres consécutifs tout en réalisant de petites acquisitions. Nous ne sommes pas les seuls à avoir profité du prix attrayant du titre. Plusieurs dirigeants de l'entreprise, dont le président du conseil d'administration Robert Chevrier et le chef de la direction Richard Roy, ont acheté un total de 57,000 actions sur le marché lors du second semestre 2013. Nous avons déjà réalisé un gain intéressant sur le titre, mais je crois que plus est à venir.

Le quatrième trimestre a été marqué par la vente de **Carbo Ceramics (CRR - \$ 116,53)**. Comme pour les quatre autres titres vendus au cours de l'année, cette transaction a été motivée par l'évaluation du titre. Suite à une hausse de 47% au cours du troisième trimestre, le titre avait crû de 20% supplémentaire au moment de sa vente. D'une certaine façon, Carbo reflète bien l'ensemble du marché : ses perspectives à court terme sont définitivement meilleures qu'il y a six mois, mais son évaluation le reflète déjà. Je crois qu'on peut conclure de même pour plusieurs titres qui ont connu une hausse de 50% sans aucune raison apparente. La simple raison étant que les investisseurs ont abaissé la prime de risque demandé. Bien que je crois toujours au modèle d'affaire de Carbo, au prix de 120\$ par action, le ratio risque/récompense n'est plus aussi attrayant.

Le marché anticipe et valorise déjà le titre pour les raisons suivantes : i) la vente prévue de toute leur capacité en 2014; ii) l'ajout de capacité effectué dans les temps et les budgets et la vente rapide de cette capacité; iii) une augmentation du prix de vente de leur produit et iv) une augmentation des marges. Suite à ma rencontre avec le président de la compagnie en décembre, je crois que les deux premiers points ont de bonnes chances de se réaliser, mais je n'étais plus à l'aise avec les risques associés aux points iii et iv. Lorsque le titre se négociait sous les 90\$, l'investissement était attrayant, mais à un prix de \$120, le gain potentiel est limité et certains risques demeurent. Je continuerai de suivre les développements de l'entreprise et

les variations du titre et si l'évaluation revient à un niveau favorable, j'envisagerai le rachat du titre.

Le troisième titre ayant connu des développements intéressants au cours du trimestre est **Shawcor Limited (SCL - \$ 42,48)**. Shawcor est un exemple parfait de la mauvaise habitude qu'ont les investisseurs de regarder seulement le court terme plutôt que la création de valeur à long terme de l'entreprise. Suite à la publication de résultats exceptionnels pour le troisième trimestre, le titre a baissé de près de 10% malgré une exécution parfaite de leurs deux gros projets de revêtement en Asie, qui a devancé la comptabilisation de revenus prévus pour les trimestres à venir. Il y a un an, mon modèle prévoyait des revenus de 508 millions de \$ provenant d'Asie pour 2013. Je crois maintenant que ce montant s'élèvera à près de 650 millions de \$ créant ainsi un manque à gagner temporaire en 2014 alors que j'anticipe une diminution de 17% du bénéfice par action (il est important de rappeler que cette diminution survient après que ce bénéfice par action ait doublé en 2012 et en 2013).

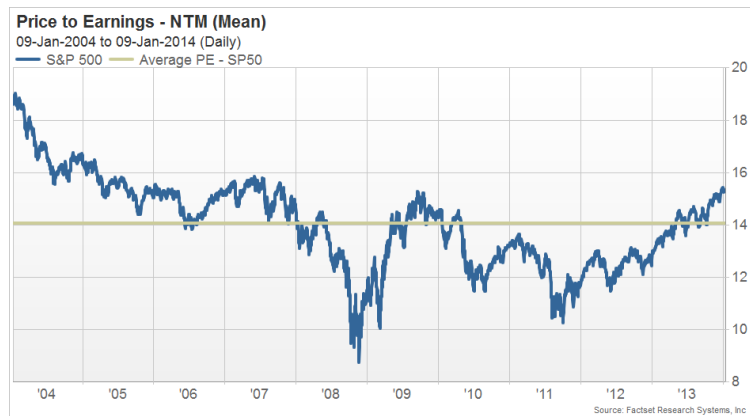
Sous 40\$, le titre était attrayant, se transigeant à 10x les bénéfices revus à la baisse de 2014. Le bilan de Shawcor est excellent, l'entreprise génère de hauts rendements sur les capitaux investis, et une croissance importante des bénéfices est prévue pour 2015. D'ici là, ces derniers devraient atteindre des sommets propulsés par une croissance soutenue en Amérique du Nord en raison d'un manque flagrant de pipelines, par de larges projets en Europe, et par la croissance continue de la division de tuyau composite Flexpipe. Lorsque les investisseurs se sont départis de leurs actions, j'en ai profité pour poursuivre l'acquisition du titre à un prix favorable comparativement à la valeur de près de 60\$ par action obtenue par mon modèle d'actualisation des flux de trésoreries. Je suis convaincu que nous serons généreusement récompensés au cours des deux prochaines années.

COMMENTAIRE

La performance spectaculaire du marché boursier américain au cours des deux dernières années en a surpris plus d'un. Après une hausse de 13% en 2012, il a bondit de 29% en 2013 (excluant les dividendes). Ces gains étonnent car, au cours de cette période, l'économie a crû à un niveau peu élevé et les résultats des compagnies ont, en moyenne, été inférieurs aux attentes. Les rendements sont presque entièrement attribuables à une expansion de multiples qui, comme mentionné dans les lettres précédentes, découle des faibles taux d'intérêt. Il est indéniable que l'économie est en meilleure posture qu'il y a six ou douze mois et que les indicateurs futurs montrent des signes favorables pour 2014. Cependant, est-ce déjà reflété dans le prix des titres?

Simplement, la hausse de prix d'une action résulte soit d'une croissance des bénéfices, soit du prix que les investisseurs sont prêts à payer pour ces bénéfices (multiple cours/bénéfices, ou C/B). Un titre augmentera si la croissance des bénéfices est supérieure aux anticipations ou si le multiple appliqué sur ces bénéfices croît. Regardons ce qui a alimenté le marché au cours des deux dernières années. Au début 2012, l'estimation du bénéfice par action pour le S&P 500 se chiffrait à 106\$. Il a terminé la période à 103\$, ou 3% en dessous des prévisions. Le rendement de 13% de l'indice vient du fait que le multiple C/B ait crû de 11.9x à 13.8x, une augmentation de 17%. En 2013, la prévision initiale des profits de 110\$ par action sera sans doute optimiste, mais le ratio C/B aura bondi de 13x à 17x, une augmentation de 31% ! Bien que légèrement moins forte, la tendance sur le marché canadien est similaire avec une augmentation de multiple de 12% enregistrée en 2013.

Comme le démontre le graphique, au début de 2012 et 2013, le multiple C/B du marché était sous sa moyenne historique et les rendements haussiers du marché ont découlés d'une expansion du multiple. Le marché débute 2014 avec un multiple de 15.4x les prévisions de profit annuel, près du sommet des dix dernières années. Pourrait-il augmenter davantage en 2014? Certainement, mais ceci le placerait à un niveau atteint lors des



dernières bulles boursières. L'alternative pour stimuler le marché proviendrait d'une croissance des bénéfices supérieure aux estimations. Les prévisions actuelles sont pour une croissance de 10% des bénéfices du S&P 500 pour 2014. Afin de dépasser cet estimé, et considérant que les marges bénéficiaires sont déjà à des niveaux records, les entreprises devront enregistrer une croissance des revenus supérieure à 15%. Or, ceci ne s'est produit qu'une seule fois au cours des 15 dernières années. Par conséquent, il est peu probable de voir des rendements spectaculaires étant donné a) le niveau élevé du multiple du marché et b) une croissance relativement robuste est déjà anticipée. Dans un tel environnement, il est difficile pour un investisseur de type valeur comme moi de trouver beaucoup d'aubaines. Cependant, la flexibilité offerte par la politique d'investissement de Tonus peut néanmoins nous permettre de bénéficier d'une telle situation. Les titres du portefeuille ayant atteint leur pleine valeur ont été, et seront, vendus. De plus, grâce à notre portefeuille concentré, seulement quelques nouveaux investissements sont nécessaires afin d'avoir un impact significatif sur nos rendements. Je crois fermement être capable de trouver certains titres mal évalués dans l'année à venir.

En terminant, Tonus Capital a vu ses actifs sous gestion augmenter de manière significative en 2013. Nous commençons 2014 sur une base solide et vous pouvez compter sur moi pour travailler fort afin de dénicher des titres prometteurs qui généreront de bons rendements pour le portefeuille dans les années à venir.

Cordialement,

Philippe Hynes, CFA
13 janvier 2014

Performance du Composé Tonus Au 31 décembre 2013

Date	Composé Tonus Rendements Bruts	S&P/TSX Rendement Total	S&P 500 Rendement Total (\$CAD)
3 mois	11.55%	7.29%	14.23%
6 mois	17.10%	14.00%	17.14%
Année à ce jour	39.87%	12.99%	41.27%
1 an	39.87%	12.99%	41.27%
2 ans	30.29%	10.02%	26.50%
3 ans	20.72%	3.40%	18.77%
5 ans	16.36%	11.91%	14.52%
Depuis la création (31 oct. '07)	12.68%	1.83%	7.14%

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 exclu du Composé pour ce mois.