

TROISIÈME TRIMESTRE 2013 – Revue du portefeuille

Cher partenaire,

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

LA PERFORMANCE

Pour le troisième trimestre 2013, le rendement brut du Composé Tonus a été de **4,97%**. Durant cette période, la performance du S&P/TSX rendement total a été de **6,25%** et celle du S&P 500 rendement total en dollars canadiens de **2,55%**.

Depuis le début de l'année, le Composé Tonus est en hausse de **25,38%** comparativement à **5,31%** et **23,67%** respectivement 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 **11,18%**. En comparaison, le rendement annualisé du S&P/TSX RT est de **0,70%** et celui du S&P 500 RT \$CAD de **5,06%**.

REVUE DU PORTEFEUILLE

Le rendement généré par le Composé Tonus au cours du troisième trimestre est satisfaisant. Malgré un niveau de liquidité fluctuant aux environs de 21% et la baisse de 2,5% du dollar américain vis-à-vis du huart, le Composé a enregistré une augmentation de près de 5% pour la période et le gain depuis le début de l'exercice se chiffre à 25%. Les trois derniers mois ont été très tranquilles au niveau des transactions puisqu'aucune nouvelle position n'a été entamée. Tel que mentionné dans les dernières lettres, je demeure très discipliné dans ma recherche de titres ayant de bonnes perspectives à long terme et transigeant à forte escompte sur leur valeur intrinsèque. L'augmentation générale des marchés au cours des derniers trimestres, propulsée principalement par une volonté des investisseurs de payer un prix reflétant un multiple encore plus élevé des profits des compagnies, rend cette recherche plus ardue. Soyez sans crainte, le temps viendra où plusieurs nouvelles occasions se présenteront et les liquidités que nous détenons deviendront un actif fort enviable.

L'analyse de la performance du trimestre démontre que les titres canadiens ont enregistré une meilleure performance, en partie dû au fait que l'indice canadien S&P/TSX a (finalement !) surperformé son homologue américain S&P500. Les quatre investissements que nous détenons au Canada ont augmenté en moyenne de 17%. **EGI Financial Holdings Inc (EFH – 13,00\$)** vient en tête de liste; le titre est en hausse de plus de 40% cette année et a récemment atteint ce que je considère sa pleine valeur. Historiquement, le titre se transigeait à un escompte de 30% sur sa valeur comptable en raison de la piètre performance des tentatives de croissance

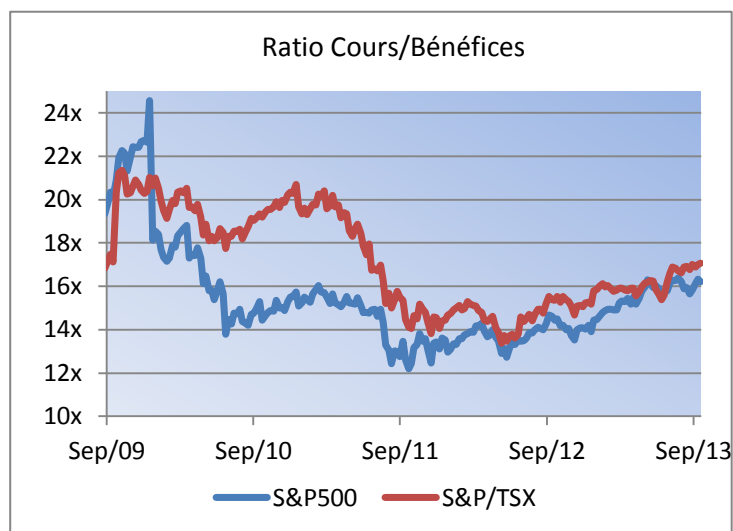
initiées à l'extérieur de leur marché principal de l'assurance spécialisée de voiture au Canada. La compagnie a depuis cessé d'émettre de nouvelles polices aux États-Unis et s'est retirée de plusieurs secteurs d'assurance spécialisée qui génèrent des pertes. La valeur comptable a finalement recommencé à croître, incitant les investisseurs à reconsidérer le titre. Malgré le fait que la majorité des compagnies d'assurances transigent à une évaluation égale ou supérieure à la valeur comptable, j'ai vendu nos actions dans EGI alors que le titre approchait le ratio de 1.0x sa valeur comptable, et ce, pour deux raisons. Premièrement, je crois possible que davantage de réserves soient prises pour couvrir les pertes des programmes abandonnés. Deuxièmement, l'équipe de direction désire mettre sur pied un plan de croissance ce qui augmente, à mon avis, le risque de l'investissement. Avec une marge de sécurité nettement plus petite, j'ai jugé prudent de prendre nos profits.

Le titre ayant connu la plus forte croissance lors du trimestre est **Carbo Ceramics Inc. (CRR - \$99.11)**. Notre historique avec cet investissement illustre bien ma méthodologie d'investissement. On me demande souvent si je gère le risque du portefeuille en utilisant des arrêts forcés (stop losses) pour limiter à un certain niveau la perte sur un titre. À mon avis, la volatilité se doit d'être notre allié, et il n'y a aucune logique à se départir d'un titre pour l'unique raison qu'il est en baisse vis-à-vis son prix d'achat. Carbo, un manufacturier d'agents de soutènement (proppant) utilisés dans la fracturation de puits d'hydrocarbures, en est un excellent exemple. Le titre a été acheté originalement en février 2012 (voir les explications dans la [lettre 2012Q1](#)) après une chute de son sommet de 180 \$ atteint en 2011 à moins de 100 \$ par action. La raison principale de cette baisse résulte du fait que le prix des agents de soutènement a baissé à cause (i) d'une diminution de la demande suite à un recul du forage et (ii) d'une augmentation de l'offre des manufacturiers chinois. Ma théorie d'investissement reposait sur deux hypothèses. D'une part, je croyais en une augmentation de la demande pour les agents de soutènement résultant d'une reprise de l'industrie propulsée par une augmentation du nombre de forages visant les gisements pétroliers et par des fracturations plus longues et plus grosses. D'autre part, puisque Carbo ajoutait de la capacité de production, j'étais convaincu qu'ils seraient en mesure de gagner des parts de marché à l'endroit des produits chinois de moindre qualité. Ceci étant dit, je savais qu'il serait difficile de prédire exactement le niveau auquel les prix se stabiliseraient à court terme, puisqu'un déséquilibre dans l'offre et la demande n'est jamais une situation facile à jauger.

Il s'est avéré que les clients ont augmenté leur demande et, à ce jour, la grosseur des fracturations et les quantités d'agents de soutènement utilisées continuent de croître. Toutefois, la pression défavorable sur le prix s'est avérée plus longue qu'anticipée. Les clients, s'étant commis malgré les longs délais de livraison à des achats de quantité substantielle de produits chinois, ont pris plusieurs mois à liquider leur inventaire. J'estime que le prix a atteint un sommet de 38 sous/livre à la fin 2011 pour ensuite chuter à 32 sous/livre au début 2013. Je modélise les prix chaque trimestre et, selon mes recherches, le coût total incluant le transport pour la livraison de produit chinois en Amérique est de 30 sous/livre. À la fin 2012, suite à une baisse de 25% du titre relativement à notre prix d'achat, je n'ai pas liquidé la position. J'ai plutôt augmenté notre position en me procurant le titre sous les \$70. Depuis, le titre a rebondi et se transige maintenant à plus de \$100 l'action. Les clients délaissant graduellement les produits rivaux bas de gamme, la compagnie opère maintenant près de sa capacité maximale. Ceci étant dit, mes prévisions initiales de profits de 6,00 \$ par action pour Carbo sont repoussées de quelques trimestres dus à cette lente reprise. Le bilan de la compagnie demeure excellent et, en septembre dernier, Carbo a annoncé leur nouveau produit qui devrait, encore une fois, confirmer leur supériorité vis-à-vis la compétition. Les investisseurs patients ont été récompensés alors que le titre s'est apprécié de 47% durant le trimestre.

COMMENTAIRE

Après la crise de 2008 et le rebond spectaculaire de mi-année en 2009, les marchés boursiers fluctuent avec une volatilité que je qualifierais de « normale » au cours des quatre dernières années. Au cours de cette période, le Composé Tonus a obtenu un rendement annualisé de 16,5% comparativement à 9,7% pour les indices nord-américains, soit une performance supérieure de 6,8% annuellement. La raison principale est la sélection judicieuse des titres : plusieurs titres « gagnants » et aucun titre vendu en raison de destruction permanente de valeur. Certains se demandent si cette surperformance est



due essentiellement à une allocation d'actif favorable, c'est-à-dire dû au fait qu'une plus grande partie du portefeuille est investi aux États-Unis. Mon choix de favoriser le marché qui offre le meilleur rendement n'est pas le fruit du hasard ou de la chance, mais plutôt ma décision de concentrer mes recherches là où se trouvent les titres ayant une évaluation attrayante. Comme le démontre le graphique ci-dessus, au cours des quatre dernières années, l'indice américain du S&P500 se transige à escompte sur son homologue canadien sur la base du cours/bénéfices. Si une quantité supérieure de titres sous-évalués se trouvent aux États-Unis parce que le marché en général est moins dispendieux, je tirerai avantage de la politique d'investissement et prioriserai celui-ci.

Afin de satisfaire les sceptiques, j'ai comparé le rendement du portefeuille à celui d'un indice de comparaison ajusté à la pondération du portefeuille. En d'autres mots, si 65 % du portefeuille est investi dans le marché américain lors d'un certain mois, 65 % du rendement de l'indice américain sera utilisé pour des fins de calcul du rendement de l'indice. Ce nouvel indice donne un rendement annualisé de 10,6 %; le rendement annualisé du Composé de 16,5 % demeure donc largement supérieur. Cet alpha (ou surperformance) provient de la sélection de titres. J'ai poussé plus loin l'analyse en examinant individuellement les principaux acteurs de cette surperformance. Il m'apparaît clair qu'il est impossible de cibler un seul titre ou un seul secteur responsable de la majorité des gains. Le tableau suivant présente, sur une base annuelle, les principaux titres gagnants :

Période	Rendement Tonus	Alpha	Principaux Titres en Hausse	
Sept. 2009 à Sept. 2010	9.80%	5.50%	Cogeco Cable	Amstrong Industries
Sept. 2010 à Sept. 2011	-0.10%	-0.20%	Penn Millers	Comcast
Sept. 2011 à Sept. 2012	29.10%	10.60%	Shawcor	Comcast
Sept. 2012 à Sept. 2013	31.10%	11.70%	Jacobs Engineering	Primerica

L'on constate que ces titres gagnants proviennent du Canada et des États-Unis, incluant des petites capitalisations (Penn Millers et Primerica) et des grandes capitalisations (Comcast), et provenant de divers secteur d'activité incluant l'énergie (Shawcor), les industrielles (Jacobs Engineering) et les matériaux de construction (Armstrong Industries). Qu'ont-ils tous en

commun? Ils affichaient une évaluation très intéressante au moment de leur achat. Je suis prudent et j'évite intentionnellement certains secteurs qui ne produisent pas un rendement sur le capital investi approprié. À l'exception de ces secteurs, je laisse les évaluations guider mes recherches, indépendamment du pays d'origine ou de la capitalisation de la compagnie. Je suis convaincu qu'à long terme, nous bénéficierons de cette flexibilité.

Cordialement,



Philippe Hynes, CFA
11 octobre 2013

Performance du Composé Tonus Au 30 septembre 2013

Date	Composé Tonus Rendements Bruts	S&P/TSX Rendement Total	S&P 500 Total Rendement Total (\$CAD)
3 mois	4.97%	6.25%	2.55%
6 mois	9.49%	1.91%	9.58%
Année à ce jour	25.38%	5.31%	23.67%
1 an	31.15%	7.12%	24.67%
2 ans	30.11%	8.13%	23.95%
3 ans	18.84%	4.09%	16.20%
5 ans	11.77%	4.81%	9.35%
Depuis la création (31 oct. '07)	11.18%	0.70%	5.06%

Source: Bloomberg Finance L.P.

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.